

2014年04月22日

天康生物 (002100.SZ)

## 年报电话会议纪要

■**2013年经营情况。**公司2013年实现营业收入37.25亿元，同比增长11.9%；实现归属上市公司股东净利润1.69亿元，同比增长57.2%。

■**兽药业务。**2013年兽药业务收入5.42亿元，同比增长15.3%，其中市场苗收入7332万元，同比增长320%。不考虑母公司费用，兽药业务利润率30%，2013年利润贡献1.62亿元。预计2014年市场苗收入1.2亿-1.5亿，在2013年基础上翻一番。2013年口蹄疫招标苗呈量价齐升格局，2014年春防招标口蹄疫疫苗价格继续上涨，截至目前春防招标中标5.4亿元（不含小反刍），预计全年招标苗收入5.5亿元左右（不含小反刍）。

悬浮培养牛羊口蹄疫疫苗2013年已拿到批号量产，悬浮培养猪口蹄疫疫苗近期拿到批号后可量产。禽流感疫苗2013年进入临床试验阶段，预计2014年7月完成临床试验，10-11月左右可拿到新兽药证书，2014年底前后可量产。猪瘟E2疫苗正在向农业部申请临床试验，预计2015年3季度前后有望拿到生产批号。其他疫苗产品如猪圆环疫苗、伪狂犬疫苗等还在实验室试验阶段。

■**小反刍兽疫疫苗。**2013年小反刍兽疫疫苗收入100多万。2013年底小反刍兽疫除了西北，在其他地区也出现蔓延爆发趋势，2014年政府扩大小反刍兽疫疫苗免疫范围。从春防招标情况看，预计2014年公司小反刍兽疫疫苗收入4000-5000万元（价格0.3元/头份），是今年兽药业务很大一块增量。

■**饲料业务。**近年来通过结构调整，河南市场猪料占比达到70%，新疆市场猪料占比也达到50%，对毛利率提升拉动作用明显。饲料2013年销量81万吨，今年计划销售100万吨，目前看在畜禽养殖业不景气情况下完成这个目标有一定压力。饲料业务2013年净利润6000多万元，保守预计2014年饲料业务净利润将持平或略有增长。

■**植物蛋白业务。**今年将继续坚持“以销定购、以销定产”方针，先在市场上拿订单，核算不亏损之后采购棉籽进行加工销售。预计2014年即使棉粕和棉油产品价格不好，植物蛋白业务最多微亏，大幅亏损现象不会再出现。

■**维持买入-A评级，12个月目标价15元。**预计2014-2016年EPS分别为0.50、0.70和0.90元。公司是国内第2家掌握口蹄疫疫苗悬浮培养技术并实现规模化生产的企业，同时在新型蓝耳疫苗等高端畜用疫苗方面拥有强大的技术实力，看好公司市场苗业务增长前景，维持买入-A评级。

■**风险提示。**市场苗业务拓展低于预期风险、原材料价格波动风险。

摘要(万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	332,731.3	372,476.0	402,478.9	446,860.7	497,376.7
净利润	10,801.2	16,979.7	21,839.0	30,603.4	39,191.2
每股收益(元)	0.25	0.39	0.50	0.70	0.90
每股净资产(元)	2.78	3.90	4.26	4.75	5.38

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	40.5	25.8	20.0	14.3	11.2
市净率(倍)	3.6	2.6	2.4	2.1	1.9
净利润率	3.2%	4.6%	5.4%	6.8%	7.9%
净资产收益率	8.4%	9.6%	11.7%	14.7%	16.6%
股息收益率	0.3%	0.0%	1.5%	2.1%	2.7%
ROIC	7.8%	11.3%	11.8%	16.3%	19.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

饲料

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

15.00元

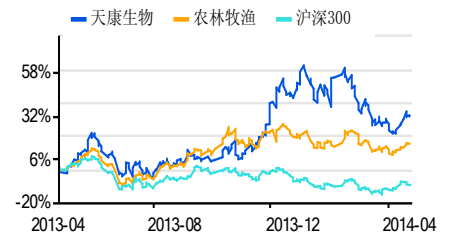
股价(2014-04-21)

10.08元

### 交易数据

总市值(百万元)	4,376.32
流通市值(百万元)	3,862.51
总股本(百万股)	434.16
流通股本(百万股)	383.19
12个月价格区间	7.46/12.81元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.52	-11.41	11.64
绝对收益	-0.20	-11.42	-2.04

吴莉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020019  
wuli@essence.com.cn  
010-66581623

李江

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080007  
lijiang@essence.com.cn  
010-66581600

### 相关报告

## 1、2013 年经营情况

公司 2013 年实现营业收入 37.25 亿元，同比增长 11.9%；实现归属上市公司股东的净利润 1.69 亿元，同比增长 57.2%。

饲料业务销量 81 万吨，同比增长 5.9%，其中西北地区销售 49 万吨，同比增加 15.4%。饲料收入 26.26 亿元，同比增长 16.6%；毛利率上升 1.5 个百分点达到 9.0%。

兽药业务收入 5.42 亿元，同比增长 15.3%。在稳定政府采购疫苗市场的基础上，加大市场苗营销力度，市场苗收入 7332 万元，同比增长 320%。

植物蛋白（即农产品加工）业务收入 4.52 亿元，继续采用“以销定购、以销定产、购销同步”的经营方式，实现小幅盈利（奎屯和阿克苏两家公司合计实现净利润 439 万元）。

## 2、2014 年 1 季度经营情况

公司预告 2014 年 1 季度净利润同比下降 0%-10%，主要是受养殖业务和植物蛋白业务的影响，兽药业务继续保持快速增长势头，饲料业务也有所增长。畜禽养殖业务由公司参股 44%的新疆天康畜牧科技有限公司经营，该公司主要销售仔猪和育肥猪，去年 1 季度盈利 1000 多万元，今年 1 季度微亏。植物蛋白业务去年 1 季度实现盈利，今年 1 季度由于棉油和棉粕价格下降，微亏几十万元。

## 3、2014 年经营目标

公司管理层薪酬由基本工资和奖励基金两部分构成，每年净利润超过当年目标利润的 20% 作为奖励基金发放给管理层。2013 年制定的净利润目标是 1.06 亿元，同比增长 1.6%，实际实现净利润 1.69 亿元，同比增长 57.2%。2014 年制定的净利润 1.22 亿元，同比下降 26%，主要是从业绩考核的角度出发，另外也考虑到今年猪价下跌可能对养殖和饲料业务造成一定影响，预计今年实际净利润将高于这一目标。

## 4、兽药业务

2013 年招标口蹄疫疫苗收入 4.4 亿元，市场苗收入 7332 万元，其中口蹄疫和蓝耳疫苗各占一半左右。不考虑母公司的费用，兽药业务单独核算净利润率在 30%左右，按 5.42 亿元的收入计算，去年兽药业务利润贡献 1.62 亿元。

市场苗业务公司规划 2014 年实现 1.2 亿-1.5 亿的销售收入，在 2013 年基础上翻一番，目前 1 季度淡季已经实现 2000 多万元的收入，2、3 季度销售收入会逐渐显现出来。公司口蹄疫市场苗价格 4.5 元/毫升，低于金宇的售价。

口蹄疫招标苗业务 2013 年呈现量价齐升的格局，均价达到 0.45 元/毫升。从今年 1 季度春防招标情况看，价格继续上涨，猪口蹄疫 O 型疫苗价格达到 0.46 元/毫升、牛羊二价苗价格达到 0.49 元/毫升、牛羊三价苗价格达到 0.66 元/毫升。公司今年春防招标苗已经中标 5.4 亿元（不含小反刍兽疫疫苗），预计全年招标苗收入在 5.5 亿元左右（不含小反刍兽疫疫苗）。

兽药新产品进展。悬浮培养的牛羊口蹄疫疫苗 2013 年已经拿到批号量产了，悬浮培养的猪口蹄疫疫苗近期拿到批号就可以量产了。禽流感疫苗 2013 年进入临床试验阶段，预计 2014 年 7 月份完成临床试验，10-11 月份左右能拿到新兽药证书，2014 年底前后能拿到生产批号。猪瘟 E2 疫苗目前正在向农业部申请临床试验，预计 2015 年 3 季度前后有望拿

到生产批号。其他疫苗产品如猪圆环疫苗、伪狂犬疫苗等目前还在实验室试验阶段。

未来政府招标政策走势。农业部已经通知猪蓝耳疫苗今年下半年政府将不再统一招标采购了，未来猪瘟疫苗可能也将退出政府采购，由养殖场自主采购，政府对养殖场进行直补。

#### 5、小反刍兽疫疫苗

2013 年公司小反刍兽疫疫苗收入 100 多万元。去年年底小反刍兽疫除了在西北地区，在内地其他地区也出现蔓延爆发趋势，今年政府扩大了小反刍兽疫疫苗的免疫范围。小反刍兽疫疫苗价格在 0.30 元左右，预计今年公司小反刍兽疫疫苗收入在 4000-5000 万元左右，春防已经招完标了，下半年不会再招标。

#### 6、饲料业务

公司饲料业务主要集中在新疆和河南两大区域。近年来通过结构调整，河南市场猪料占比达到 70%左右，新疆市场猪料占比也达到 50%左右，高毛利产品占比提升对毛利率提升拉动作用明显。

饲料业务 2013 年销量 81 万吨，今年计划销售 100 万吨，目前看在畜禽养殖业不景气的情况下完成这个目标有一定压力。由于新疆市场规模有限，公司未来计划通过在疆外市场新建及收购方式实现规模的持续扩张。饲料业务 2013 年净利润 6000 多万元，保守预计 2014 年饲料业务净利润将持平或略有增长。

#### 7、植物蛋白业务

今年植物蛋白业务将继续坚持“以销定购、以销定产”的方针，先在市场上拿订单，核算不亏损之后再在市场上采购棉籽进行加工销售。由于棉花是从每年 9 月份开始采摘，棉籽压榨主要集中在 4 季度和来年 1、2 季度，3 季度的销量很少。预计 2014 年即使棉粕和棉油产品的价格不好，植物蛋白业务最多也是微亏，像 2011 年大幅亏损的情况不会再出现。

#### 8、畜禽养殖业务

新疆天康畜牧科技有限公司去年出栏生猪 26 万头，其中 14 万头育肥猪、12 万头仔猪，实现净利润 5833 万元，贡献投资收益 2592 万元。2014 年计划出栏 30 万头，结构取决于市场情况。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年04月22日)

利润表						财务指标					
(万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>332,731.3</b>	<b>372,476.0</b>	<b>402,478.9</b>	<b>446,860.7</b>	<b>497,376.7</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	280,132.8	309,569.5	327,928.5	359,684.2	395,234.6	营业收入增长率	11.5%	11.9%	8.1%	11.0%	11.3%
营业税费	345.9	403.9	436.5	484.6	539.4	营业利润增长率	48.3%	44.6%	33.6%	41.9%	28.9%
销售费用	20,751.9	23,949.8	26,161.1	29,045.9	32,329.5	净利润增长率	40.5%	57.2%	28.6%	40.1%	28.1%
管理费用	15,772.4	18,710.3	20,526.4	23,236.8	25,863.6	EBITDA 增长率	15.7%	28.8%	20.5%	30.1%	22.9%
财务费用	4,232.4	2,835.6	2,291.7	2,088.8	2,098.8	EBIT 增长率	18.0%	24.4%	26.2%	37.3%	27.2%
资产减值损失	1,452.3	2,281.5	2,000.0	2,000.0	2,000.0	NOPLAT 增长率	8.5%	44.9%	26.2%	37.3%	27.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	21.0%	-0.9%	8.5%	-3.7%
投资和汇兑收益	1,930.4	2,592.2	-	2,500.0	3,000.0	净资产增长率	9.6%	38.9%	8.9%	11.4%	13.1%
<b>营业利润</b>	<b>11,974.0</b>	<b>17,317.7</b>	<b>23,134.7</b>	<b>32,820.4</b>	<b>42,310.9</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1,437.3	906.5	1,000.0	1,000.0	1,000.0	毛利率	15.8%	16.9%	18.5%	19.5%	20.5%
<b>利润总额</b>	<b>13,411.2</b>	<b>18,224.2</b>	<b>24,134.7</b>	<b>33,820.4</b>	<b>43,310.9</b>	营业利润率	3.6%	4.6%	5.7%	7.3%	8.5%
减:所得税	2,997.1	1,733.5	2,295.7	3,217.0	4,119.7	净利率	3.2%	4.6%	5.4%	6.8%	7.9%
<b>净利润</b>	<b>10,801.2</b>	<b>16,979.7</b>	<b>21,839.0</b>	<b>30,603.4</b>	<b>39,191.2</b>	EBITDA/营业收入	6.8%	7.9%	8.8%	10.3%	11.3%
						EBIT/营业收入	4.9%	5.4%	6.3%	7.8%	8.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	73	85	92	87	79
货币资金	39,485.4	28,372.7	48,313.6	48,186.0	92,727.2	流动营业资本周转天数	63	55	55	55	54
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	138	131	131	135	146
应收帐款	13,110.5	16,995.4	15,535.5	20,582.6	19,618.6	应收帐款周转天数	13	15	15	15	15
应收票据	-	25.0	4.5	8.8	11.0	存货周转天数	69	64	63	62	62
预付帐款	17,556.5	22,921.2	19,957.0	27,073.4	24,605.4	总资产周转天数	261	261	261	251	249
存货	58,945.2	74,231.1	66,843.2	87,892.3	82,136.9	投资资本周转天数	175	172	174	162	149
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.4%	9.6%	11.7%	14.7%	16.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	5.7%	7.4%	9.3%	10.9%
长期股权投资	4,931.0	16,128.2	16,128.2	16,128.2	16,128.2	ROIC	7.8%	11.3%	11.8%	16.3%	19.1%
投资性房地产	65.9	61.9	61.9	61.9	61.9	<b>费用率</b>					
固定资产	77,242.6	98,817.1	107,812.6	109,066.1	107,994.7	销售费用率	6.2%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
在建工程	22,767.1	12,830.0	4,566.0	2,913.2	2,582.6	管理费用率	4.7%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%
无形资产	11,289.0	11,855.5	11,264.3	10,673.0	10,081.8	财务费用率	1.3%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.1%
<b>资产总额</b>	<b>252,706.7</b>	<b>287,640.1</b>	<b>295,984.5</b>	<b>327,738.2</b>	<b>360,967.6</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	60,500.0	48,000.0	40,000.0	35,000.0	45,000.0	资产负债率	51.0%	40.2%	36.7%	36.3%	34.6%
应付帐款	27,070.5	36,408.1	30,835.1	42,919.8	38,124.9	负权益比	104.0%	67.2%	58.0%	57.0%	52.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.20	1.40	1.70	1.87	2.10
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.65	0.67	0.94	0.98	1.31
长期借款	9,780.0	2,520.0	10,000.0	10,000.0	10,000.0	利息保障倍数	3.83	7.11	11.10	16.71	21.16
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>128,844.6</b>	<b>115,587.2</b>	<b>108,644.3</b>	<b>118,975.6</b>	<b>124,771.1</b>	DPS(元)	0.03	-	0.15	0.21	0.27
少数股东权益	3,080.1	2,591.0	2,591.0	2,591.0	2,591.0	分红比率	13.6%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	29,475.8	43,415.9	43,415.9	43,415.9	43,415.9	股息收益率	0.3%	0.0%	1.5%	2.1%	2.7%
留存收益	91,306.2	126,046.0	141,333.3	162,755.7	190,189.5						
<b>股东权益</b>	<b>123,862.1</b>	<b>172,052.9</b>	<b>187,340.2</b>	<b>208,762.6</b>	<b>236,196.4</b>						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	10,414.2	16,490.7	21,839.0	30,603.4	39,191.2	EPS(元)	0.25	0.39	0.50	0.70	0.90
加:折旧和摊销	6,816.7	9,292.1	9,859.7	10,990.6	11,993.1	BVPS(元)	2.78	3.90	4.26	4.75	5.38
资产减值准备	1,452.3	2,281.5	-	-	-	PE(X)	40.5	25.8	20.0	14.3	11.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	2.6	2.4	2.1	1.9
财务费用	4,442.6	2,800.2	2,291.7	2,088.8	2,098.8	P/FCF	886.1	-10.3	16.5	50.3	7.8
投资损失	-1,930.4	-2,592.2	-	-2,500.0	-3,000.0	P/S	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	-387.0	-489.1	-	-	-	EV/EBITDA	13.7	19.8	12.6	9.6	7.2
营运资金的变动	18,403.3	-16,490.1	1,813.9	-17,127.3	6,005.3	CAGR(%)	43.2%	33.4%	41.7%	43.2%	33.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>28,280.5</b>	<b>9,060.6</b>	<b>35,804.3</b>	<b>24,055.5</b>	<b>56,288.4</b>	PEG	0.9	0.8	0.5	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-8,883.8	-24,157.4	-10,000.0	-7,500.0	-7,000.0	ROIC/WACC	0.7	1.0	1.1	1.5	1.7
融资活动产生现金流量	-17,777.2	3,984.0	-5,863.4	-16,683.1	-4,747.3	REP	2.8	2.9	2.2	1.4	1.2

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

吴莉、李江分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

