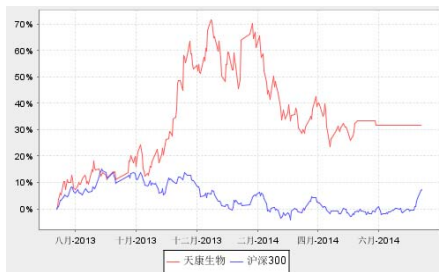


天康生物(002100.SZ)
兽用疫苗业务驱动业绩快速增长

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 16.2
 分析师: 谢刚 分析师: 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2014年7月29日

基本状况

总股本(百万股)	434.16
流通股本(百万股)	383.19
市价(元)	9.94
市值(百万元)	4315.54
流通市值(百万元)	3808.86

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,327.31	3,724.76	4,139.37	4,805.37	5,454.99
营业收入增速	11.51%	11.94%	11.13%	16.09%	13.52%
净利润增长率	40.48%	57.20%	37.78%	42.30%	20.37%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.39	0.54	0.77	0.92
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	25.13	32.60	18.22	12.81	10.64
PEG	0.62	0.57	0.48	0.30	0.52
每股净资产(元)	4.10	3.90	4.32	5.09	6.01
每股现金流量	0.96	0.21	0.51	0.83	1.00
净资产收益率	8.94%	10.02%	12.47%	15.07%	15.35%
市净率	2.25	3.27	2.27	1.93	1.63
总股本(百万股)	294.76	434.16	434.16	434.16	434.16

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件:** 天康生物公布 2014 半年报业绩快报, 公司 2014 年上半年实现营业收入 17.31 亿元, 同比增长 0.58%, 实现归属上市公司股东净利润 8231 万元, 同比增长 16.74%, 折合 EPS0.19 元。
- Q2 单季实现净利润 3407 万元, 同比增长 70.86%, 单季 EPS0.08 元。** 公司 2014 年 Q2 实现业绩快速增长的主要原因在于, 公司政府招标小反刍兽疫疫苗及口蹄疫市场苗的放量增长。2014 年年初以来, 从山东省到西部各省份, 爆发小反刍兽疫带来政府招标苗采购量上升。此外, 受益于口蹄疫市场苗需求的持续增长, 公司口蹄疫市场苗业绩实现了较快增长。
- 2014 年在兽用疫苗业务带动下, 全年业绩快速增长无忧。** 上半年小反刍兽疫疫苗的招标收入大幅增长已经奠定了全年快速增长的主基调。2014 年下半年随着猪口蹄疫悬浮产能达产, 在满足政府招采的要求后, 口蹄疫市场苗产能将得到极大提升, 同时市场苗品质提升也带来其市场竞争力的提升。我们预计 2014 年全年公司兽用疫苗业务收将达到 7.69 亿元, 同比增长 42%。
- 多元化的疫苗产品储备将为公司未来 2-3 年业绩高速增长奠定基石。** (1) 猪口蹄疫市场苗渗透率仍处于快速增长期, 公司悬浮产能达产后, 市场苗业务将跟随行业实现快速增长; (2) 牛羊口蹄疫三价苗的增长; (3) 悬浮培养高致病禽流感疫苗将于下半年推出; (4) 猪瘟 E2、猪圆环疫苗、猪支原体肺炎疫苗和猪伪狂犬疫苗预计将于 2015 年后陆续推出。以上疫苗重磅产品的陆续推出将奠定 2015-2016 年天康生物业绩持续快速成长的基石。
- 预计 2014-2016 年公司 EPS 分别为 0.54/0.77/0.92 元, 按 30X2014PE, 目标价 16.2 元, 维持“买入”评级。** 市场苗产品储备及销售超预期是公司最大的股价催化剂。

图表 1: 天康生物主营业务销售预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
饲料板块								
销售收入	1,625.03	1,684.15	1,961.25	2,253.35	2,626.58	2,890.80	3,358.58	3,862.36
增长率 (YOY)	N/A	3.64%	16.45%	14.89%	16.56%	10.06%	16.18%	15.00%
毛利率	10.21%	8.88%	7.88%	7.53%	9.02%	8.90%	8.98%	9.02%
销售成本	1,459.12	1,534.56	1,806.65	2,083.75	2,389.68	2,633.40	3,056.87	3,514.09
增长率 (YOY)	N/A	5.17%	17.73%	15.34%	14.68%	10.20%	16.08%	14.96%
毛利	165.91	149.59	154.60	169.61	236.90	257.40	301.70	348.27
增长率 (YOY)	N/A	-9.84%	3.35%	9.71%	39.68%	8.65%	17.21%	15.43%
占总销售额比重	78.33%	71.09%	65.74%	67.73%	70.52%	69.84%	69.89%	70.80%
占主营业务利润比重	47.37%	36.65%	34.38%	32.25%	37.67%	32.97%	31.19%	31.39%
饲料添加剂								
销售收入	33.21	55.48	87.01	83.34	88.64	93.07	95.86	96.82
增长率 (YOY)	N/A	67.06%	56.83%	-4.22%	6.36%	5.00%	3.00%	1.00%
毛利率	2.80%	4.16%	5.44%	6.12%	6.48%	6.48%	6.48%	6.48%
销售成本	32.28	53.17	82.28	78.24	82.90	87.05	89.66	90.55
增长率 (YOY)	N/A	64.71%	54.75%	-4.91%	5.95%	5.00%	3.00%	1.00%
毛利	0.93	2.31	4.73	5.10	5.74	6.03	6.21	6.27
增长率 (YOY)	N/A	148.39%	104.76%	7.81%	12.55%	5.00%	3.00%	1.00%
占总销售额比重	1.60%	2.34%	2.92%	2.50%	2.38%	2.25%	1.99%	1.77%
占主营业务利润比重	0.27%	0.57%	1.05%	0.97%	0.91%	0.77%	0.64%	0.57%
棉籽加工业务								
销售收入	174.90	233.95	483.14	506.82	437.59	352.00	334.40	334.40
增长率 (YOY)	N/A	33.76%	106.51%	4.90%	-13.66%	-19.56%	-5.00%	0.00%
毛利率	18.76%	5.93%	3.58%	8.04%	8.28%	4.55%	6.82%	8.18%
销售成本	142.09	220.08	465.85	466.05	401.35	336.00	311.60	307.04
增长率 (YOY)	N/A	54.89%	111.67%	0.04%	-13.88%	-16.28%	-7.26%	-1.46%
毛利	32.81	13.87	17.29	40.77	36.24	16.00	22.80	27.36
增长率 (YOY)	N/A	-57.73%	24.66%	135.80%	-11.12%	-55.85%	42.50%	20.00%
占总销售额比重	8.43%	9.88%	16.19%	15.23%	11.75%	8.50%	6.96%	6.13%
占主营业务利润比重	9.37%	3.40%	3.84%	7.75%	5.76%	2.05%	2.36%	2.47%
兽用生物制品								
销售收入	228.54	379.98	436.93	469.44	541.58	769.38	978.83	1,119.23
增长率 (YOY)	N/A	66.26%	14.99%	7.44%	15.37%	42.06%	27.22%	14.34%
毛利率	64.58%	62.22%	61.46%	65.29%	63.50%	64.00%	64.00%	64.00%
销售成本	80.96	143.55	168.41	162.96	197.69	276.98	352.38	402.92
增长率 (YOY)	N/A	77.31%	17.32%	-3.23%	21.31%	40.10%	27.22%	14.34%
毛利	147.58	236.43	268.52	306.47	343.88	492.40	626.45	716.31
增长率 (YOY)	N/A	60.20%	13.57%	14.13%	12.21%	43.19%	27.22%	14.34%
占总销售额比重	11.02%	16.04%	14.65%	14.11%	14.54%	18.59%	20.37%	20.52%
占主营业务利润比重	42.13%	57.93%	59.71%	58.27%	54.68%	63.07%	64.76%	64.56%
销售收入小计	2074.69	2368.94	2983.47	3327.07	3724.49	4139.37	4805.37	5454.99
销售成本小计	1724.42	1960.80	2533.76	2801.12	3095.60	3358.66	3838.06	4345.47
毛利	350.27	408.14	449.70	525.95	628.88	780.71	967.31	1109.52
平均毛利率	16.88%	17.23%	15.07%	15.81%	16.89%	18.86%	20.13%	20.34%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2: 天康生物三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	2,984	3,327	3,725	4,139	4,805	5,455
增长率	25.96%	11.5%	11.9%	11.1%	16.1%	13.5%
营业成本	-2,534	-2,801	-3,096	-3,359	-3,838	-4,345
% 销售收入	84.9%	84.2%	83.1%	81.1%	79.9%	79.7%
毛利	450	526	629	781	967	1,110
% 销售收入	15.1%	15.8%	16.9%	18.9%	20.1%	20.3%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-4	-5	-5
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-176	-208	-239	-269	-303	-344
% 销售收入	5.9%	6.2%	6.4%	6.5%	6.3%	6.3%
管理费用	-104	-158	-187	-224	-255	-284
% 销售收入	3.5%	4.7%	5.0%	5.4%	5.3%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	167	157	198	284	405	477
% 销售收入	5.6%	4.7%	5.3%	6.9%	8.4%	8.7%
财务费用	-57	-42	-28	-25	-24	-17
% 销售收入	1.9%	1.3%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-48	-15	-23	-8	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	19	26	10	15	15
% 税前利润	20.3%	14.4%	14.2%	3.8%	3.8%	3.1%
营业利润	81	120	173	261	391	470
营业利润率	2.7%	3.6%	4.6%	6.3%	8.1%	8.6%
营业外收支	10	14	9	5	5	10
税前利润	91	134	182	266	396	480
利润率	3.0%	4.0%	4.9%	6.4%	8.2%	8.8%
所得税	-14	-30	-17	-40	-59	-72
所得税率	15.6%	22.3%	9.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	77	104	165	226	337	408
少数股东损益	0	-4	-5	-8	4	7
归属于母公司的净利润	77	108	170	234	333	401
净利率	2.6%	3.2%	4.6%	5.7%	6.9%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	77	104	165	226	337	408
少数股东损益	0	0	0	-8	4	7
非现金支出	110	83	116	109	122	142
非经营收益	31	32	2	15	9	-3
营运资金变动	131	64	-192	-128	-108	-112
经营活动现金净流	349	283	91	213	364	442
资本开支	286	140	156	62	402	146
投资	11	-1	-114	0	0	0
其他	-3	51	28	10	15	15
投资活动现金净流	-278	-89	-242	-52	-387	-131
股权募资	1	0	332	0	0	0
债权募资	220	-130	-255	198	-32	-217
其他	-69	-48	-37	-30	-81	-22
筹资活动现金净流	152	-178	40	168	-114	-239
现金净流量	223	16	-111	329	-136	72

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	379	395	284	621	481	545
应收款项	107	131	170	159	184	209
存货	680	589	742	790	901	1,017
其他流动资产	86	176	229	235	269	304
流动资产	1,252	1,291	1,425	1,804	1,835	2,076
% 总资产	54.4%	51.1%	49.6%	56.2%	52.0%	54.9%
长期投资	60	50	162	162	162	162
固定资产	805	1,000	1,116	1,071	1,360	1,379
% 总资产	35.0%	39.6%	38.8%	33.3%	38.5%	36.4%
无形资产	174	185	171	183	183	184
非流动资产	1,049	1,236	1,451	1,417	1,706	1,726
% 总资产	45.6%	48.9%	50.4%	44.1%	48.4%	45.6%
资产总计	2,301	2,527	2,876	3,213	3,528	3,784
短期借款	690	685	503	700	668	451
应付款项	246	357	452	403	462	524
其他流动负债	-35	37	64	79	30	33
流动负债	900	1,079	1,019	1,182	1,160	1,008
长期贷款	198	98	25	25	25	25
其他长期负债	72	112	112	112	112	112
负债	1,170	1,288	1,156	1,319	1,297	1,145
普通股股东权益	1,129	1,208	1,695	1,876	2,209	2,610
少数股东权益	1	31	26	18	22	29
负债股东权益合计	2,301	2,527	2,876	3,213	3,528	3,784

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.261	0.366	0.391	0.539	0.767	0.923
每股净资产 (元)	3.831	4.098	3.903	4.322	5.089	6.012
每股经营现金净流 (元)	1.183	0.959	0.209	0.509	0.829	1.001
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.81%	8.94%	10.02%	12.47%	15.07%	15.35%
总资产收益率	3.34%	4.27%	5.90%	7.28%	9.44%	10.59%
投入资本收益率	8.92%	7.75%	9.96%	13.14%	15.09%	16.83%
增长率						
营业总收入增长率	25.96%	11.51%	11.94%	11.13%	16.09%	13.52%
EBIT 增长率	6.13%	-5.74%	26.16%	43.12%	42.64%	17.69%
净利润增长率	-28.43%	40.48%	57.20%	37.78%	42.30%	20.37%
总资产增长率	20.72%	9.84%	13.82%	11.99%	9.92%	7.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.0	11.6	13.7	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	101.3	82.7	78.5	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	15.4	19.5	22.0	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	67.7	74.1	86.3	85.1	78.8	74.7
偿债能力						
净负债/股东权益	45.07%	31.34%	14.19%	5.52%	9.52%	-2.62%
EBIT 利息保障倍数	2.9	3.7	7.0	11.3	17.1	28.4
资产负债率	50.88%	50.99%	40.18%	41.05%	36.75%	30.26%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。