

上半年小反刍疫苗超预期增长，下半年多品种发力令业绩增长加速

天康生物 (002100.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

天康生物今日发布 2014 年度半年报, 公司上半年实现收入 17.31 亿元, 同比增 0.58%, 净利润为 8231.17 万元, 同比增 16.74%; 扣非后净利润为 8000.92 万元, 同比 19.52%, EPS 为 0.19 元。其中 Q2 实现收入 9.63 亿元, 同比增 11.17%, 净利润为 3407.26 万元, 同比增 70.87%。同时, 公司预计 2014 年 1-9 月份的净利润增速为 0%-30%。

2. 我们的分析与判断

(一) 兽药板块增长突出, 植物蛋白加工业务拖累业绩

公司上半年各板块均实现了稳健增长: 饲料收入 11.89 亿元, 同比略下滑 0.23%, 但由于上半年原料价格下滑, 饲料板块毛利率同比增了 2.93 个百分点至 10.07%; 兽药收入 2.21 亿元, 同比增 9.54%, 毛利率达到 70.40%, 同比提升了 6.46 个百分点, 主要是由于市场苗及小反刍疫苗的占比增加。饲料添加剂收入 7025.85 万元, 同比增 2.11%, 毛利率为 7.09%, 同比增加了 1.64 个百分点; 农产品加工板块收入 2.33 亿元, 同比下滑 7.38%, 毛利率为 5.13%, 同比下滑了 6.58 个百分点, 主要是由于 2014 年以来, 国内大豆压榨产能过剩, 加之去年年底进口超量, 今年以来油脂产品大幅下跌, 国内压榨行业开工率低, 面临持续亏损。公司综合毛利率为 17.21%, 同比去年增加了 2.58 个百分点。

(二) 动物疫苗: 小反刍是主要亮点

今年以来, 新疆、甘肃、内蒙、安徽、重庆等多省市连续发生小反刍兽疫疫情, 而且疫情传播快、跨度大, 目前尚在国内蔓延。2-4 月份我国各省份发生了小反刍兽疫约 125 起, 发病羊达到 1.5 万只, 病死羊达到 8059 只, 病死率为 51.95%, 销毁羊 1.8 万只。全国小反刍兽疫疫情的爆发已促进公司小反刍疫苗产品收入爆发式增长。2014 年上半年国家紧急采购疫苗, 上半年累计集中发货 4 亿头份, 确认收入约 3100 万元, 目前集中发货已经基本结束, 后期将是零星发货。2014 年公司小反刍兽疫疫苗预计至少实现销售额 1.5 亿元, 净利预计 0.8-1 亿元, 这成为公司 2014 年的业绩增长亮点。另外, 今年政府招标苗中, A 型口蹄疫三价苗比例增加, 从而推动了公司口蹄疫收入稳定增长。今年上半年随着公司市场苗不断开拓, 猪蓝耳和口蹄疫市场苗销售收入共约 4000 万元, 各 2000 万, 同比 13 年增加 100%。公司 14 年销售目标是实现 7 亿元, 其中招标: 5.5 亿, 市场苗 1.5 亿元。我们认为随着公司悬浮培养技改完成及市场苗进一步拓展, 产能逐步释放, 下半年销售收入将大幅增长, 全年实现目标无忧。

我们认为随着市场苗的不断开拓和储备品种的不断放量, 疫苗业务未来三年将高速增长。A、口蹄疫: 悬浮培养技术完成后, 猪 O 型口蹄疫和牛羊三价口蹄疫疫苗质量将得到较大提升, 三价苗替代二价

分析师: 吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

分析师: 张婧

☎: 010-6656 8757

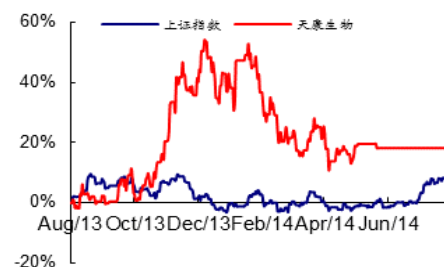
✉: zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513070001

市场数据 时间 2014.8.26

A 股收盘价(元)	11.88
A 股一年内最高价(元)	12.93
A 股一年内最低价(元)	5.42
上证指数	2207.11
市净率	2.99
总股本(亿股)	4.34
实际流通 A 股(亿股)	3.83
限售的流通 A 股(亿股)	0.51
流通 A 股市值(亿元)	45.52

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

苗是未来趋势，目前全国仅天康和金宇能生产该疫苗，具有一定的领先优势。B、猪蓝耳：不少养殖户表示公司天津株市场苗效果好，未来随着销售渠道的完善，渗透率将不断提高。C、猪瘟 E2 疫苗将于明年下半年上市推出，值得期待。D、悬浮培养生产禽流感疫苗将于今年年底上市，明年将参与政府招标，未来将是一个新的增长点。

（三）、饲料业务：保持稳定增长

上半年由于养殖行业低迷，疆外（东北、河南）地区销售收入下滑接近 20%，但公司在疆内部分依然保持了 15% 左右的稳定增长。另外，由于上半年饲料原料价格大幅下滑和公司猪料占比的提升，饲料板块毛利率同比增加了 2.93 个百分点至 10.07%。我们预计公司饲料业务将继续扩张，子公司河南宏展农牧集团处于全国养殖大省河南省，足以支撑公司饲料业务发展。另外，随着生猪价格不断回暖，饲料需求量也将逐步回升。我们预计公司饲料业务未来将保持 10%-15% 的复合增速。

（四）、植物蛋白加工业务：盈利情况将逐渐改善

由于国内大豆压榨产能过剩，加之去年年底进口超量，今年以来油脂产品大幅下跌，公司植物蛋白业务处于亏损状态，其中子公司新疆奎屯天康植物蛋白有限公司净利润亏损了 562.34 万元，去年同期是盈利 1009.45 万元；子公司新疆阿克苏天康植物蛋白有限公司净利润亏了 1107.6 万元，去年同期盈利 40.33 万元。未来随着油脂、粕类产品价格复苏及公司加强成本费用管理，预计 14 年公司植物蛋白加工业务将实现盈亏平衡，15 年将实现盈利。

（五）、生猪养殖：猪价处于上升周期，整体上市有利于提升公司业绩

2013 年公司生猪出栏量 30 万头，预计 14/15 年将逐步扩张至 40-50 万头。从猪价周期来看，我们预计 15 年为生猪养殖大年，养殖业务板块业绩将同比大幅增长，头均盈利将达到 250 元，该业务将成为公司 15 年业绩高增长的重要保证。

（六）、集团整体上市，利益机制理顺有利于公司长远发展

在整体上市之前，高管发起成立的天邦投资并不直接持有上市公司股份。整体上市后，天邦投资将直接持有上市公司股份，利益分享机制进一步理顺，有利于公司长远发展。并且整体上市之后，公司将进一步延伸和完善产业链，集“饲料-畜禽用生物疫苗-种猪繁育-生猪养殖-屠宰加工-肉制品销售”于一体，成为国内产业链最全的农业龙头企业之一，进一步增强公司主营业务实力，降低行业周期波动风险，提升未来持续盈利能力。

3. 投资建议

我们预计公司 2014/2015/2016 年营业收入为 42.70/56.16/62.63 亿元，同比增 14.6%/31.5%/11.5%；净利润为 2.25/3.23/4.21 亿元，同比增 32.4%/43.6%/30.3%；EPS 为 0.47/0.67/0.88 元（整体上市摊薄后），给予“推荐”投资评级。

表 1: 公司财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	284	352	549	719	营业收入	3725	4270	5616	6263
应收款项	170	152	226	254	营业成本	3096	3503	4614	5077
存货净额	742	832	1059	1201	营业税金及附加	4	0	4	4
其他流动资产	229	85	112	212	销售费用	239	278	359	401
流动资产合计	1425	1422	1947	2385	管理费用	187	219	276	307
固定资产	1110	1120	1102	1075	财务费用	28	36	23	28
无形资产及其他	119	114	109	104	投资收益	26	0	0	0
投资性房地产	61	61	61	61	资产减值	(23)	(1)	(2)	(3)
长期股权投资	161	161	161	161	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2876	2878	3380	3787	营业利润	173	233	338	444
短期借款及交易性金融负债	503	285	429	444	营业外净收支	9	10	10	10
应付款项	207	207	285	319	利润总额	182	243	348	454
其他流动负债	309	350	433	499	所得税费用	17	24	35	45
流动负债合计	1019	842	1148	1261	少数股东损益	(5)	(7)	(9)	(12)
长期借款及应付债券	25	25	25	25	归属于母公司净利润	170	225	323	421
其他长期负债	112	140	163	180					
长期负债合计	137	165	188	205	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	1156	1007	1336	1466	净利润	170	225	323	421
少数股东权益	26	24	19	13	资产减值准备	8	(17)	0	(0)
股东权益	1695	1847	2025	2307	折旧摊销	91	112	122	130
负债和股东权益总计	2876	2878	3380	3787	公允价值变动损失	23	1	2	3
					财务费用	28	36	23	28
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(95)	124	(144)	(152)
每股收益	0.39	0.47	0.67	0.88	其它	(12)	15	(4)	(6)
每股红利	0.08	0.15	0.30	0.29	经营活动现金流	185	459	299	395
每股净资产	3.90	3.86	4.23	4.82	资本开支	(188)	(101)	(101)	(101)
ROIC	9%	12%	16%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	16%	18%	投资活动现金流	(300)	(101)	(101)	(101)
毛利率	17%	18%	18%	19%	权益性融资	332	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	6%	8%	负债净变化	(73)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(37)	(72)	(146)	(138)
收入增长	12%	15%	32%	12%	其它融资现金流	(109)	(218)	144	15
净利润增长率	57%	32%	44%	30%	融资活动现金流	4	(290)	(1)	(124)
资产负债率	41%	36%	40%	39%	现金净变动	(111)	69	197	170
息率	0.9%	1.7%	3.4%	3.2%	货币资金的期初余额	395	284	352	549
P/E	25.1	20.9	14.6	11.2	货币资金的期末余额	284	352	549	719
P/B	2.5	2.5	2.3	2.0	企业自由现金流	(12)	377	204	303
EV/EBITDA	18.7	14.9	12.4	10.2	权益自由现金流	(194)	136	328	293

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

吴立，农林牧渔行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

吴立，农林牧渔行业分析师。2012 年、2013 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年-2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn