

天康生物(002100.SZ)

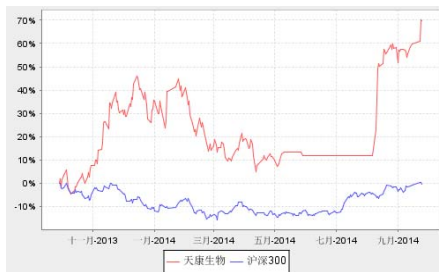
疫苗、生猪业务带动业绩快速增长

评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 21.0
 分析师: 张俊宇
 谢刚
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2014年10月13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)	14.88
市值(百万元)	6460.29
流通市值(百万元)	5701.80

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	0.49	0.70	0.84
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	30.44	21.39	17.77
PEG	0.62	0.57	0.81	0.51	0.87
每股净资产(元)	4.10	3.90	4.00	4.70	5.54
每股现金流量	0.96	0.21	0.46	0.75	0.91
净资产收益率	8.94%	10.02%	12.21%	14.81%	15.13%
市净率	2.25	3.27	3.72	3.17	2.69
总股本(百万股)	294.76	434.16	478.57	478.57	478.57

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 核心结论:** 我们预计公司 Q3 和 Q4 业绩实现同比和环比较快增长, 此外, 在明年市场苗增长及禽流感疫苗新品推出、猪价上涨的带动下, 公司 2015 年业绩将继续快速增长。在季报即将公布的情况下, 预计公司四季度在估值切换的背景下, 股价将呈现稳步上涨态势。
- 2014 年公司政府招标口蹄疫疫苗、政府招标小反刍疫苗及口蹄疫及蓝耳市场苗均出现快速增长, 但由于发货原因上半年确认收入较低, 因此 Q3 和 Q4 业绩有望实现同比和环比快速增长。** 我们预计 2014 年在牛三价疫苗带动下, 政府招标业务有望实现 5 亿元以上收入, 小反刍疫苗收入 1.2 亿元, 口蹄疫及蓝耳市场苗收入 1.5 亿元, 同比翻倍。在我们估值模型中假设 2014 年疫苗收入 7.6 亿元, 上半年公司疫苗仅确认收入 2.2 亿元, 我们认为下半年疫苗业务将带来公司业绩实现大幅的同比和环比增长, Q3 和 Q4 业绩高速增长可期。
- 2015 年在口蹄疫及蓝耳市场苗继续增长及禽流感疫苗新品推出, 疫苗业务依然是公司业绩增长的主要驱动因素。** 目前, 在规模化养殖进程下, 高端疫苗需求爆发式增长, 我们认为 2015-2016 年公司口蹄疫市场苗将继续保持 50% 以上的快速增长; 而且今年 8 月份公司禽流感疫苗已经报批农业部, 预计明年能够推向市场, 我们预计 2015 年公司疫苗总体收入将达到 9.7 亿元, 较 2014 年增长 2 亿元, 贡献利润 6000 万左右。

在完成大股东整体资产注入后, 公司拥有了大股东的生猪养殖和屠宰业务, 在猪价回升趋势下, 公司 2015 年生猪及屠宰业务将贡献约 9000 万利润。预计公司 2015 年生猪出栏 30 万头, 我们齐鲁农业团队认为 2015 年全行业头猪盈利将好于 2014 年, 按头猪利润 250 元计算, 贡献利润 7500 万元, 屠宰业务贡献利润 1500 万元, 预计生猪及屠宰业务将较 2014 年利润增加近 7000 万元左右。

- 按最新股本计算，预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.49 元、0.70 元和 0.84 元。按 30X2015 年 PE 计算，合理估值 21 元，维持“买入”评级。公司股价催化剂：Q3 和 Q4 业绩实现超预期增长；猪价上涨；禽流感疫苗新品推出。
- 风险因素：生猪养殖扩张低于预期；市场化疫苗销售进展低于预期。

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	2,984	3,327	3,725	4,139	4,805	5,455	货币资金	379	395	284	621	475	540
增长率	25.96%	11.5%	11.9%	11.1%	16.1%	13.5%	应收账款	107	131	170	159	184	209
营业成本	-2,534	-2,801	-3,096	-3,359	-3,838	-4,345	存货	680	589	742	790	901	1,017
% 销售收入	84.9%	84.2%	83.1%	81.1%	79.9%	79.7%	其他流动资产	86	176	229	235	269	304
毛利	450	526	629	781	967	1,110	流动资产	1,252	1,291	1,425	1,804	1,829	2,071
% 销售收入	15.1%	15.8%	16.9%	18.9%	20.1%	20.3%	% 总资产	54.4%	51.1%	49.6%	55.4%	51.3%	54.2%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-4	-5	-5	长期投资	60	50	162	162	162	162
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	805	1,000	1,116	1,071	1,360	1,379
营业费用	-176	-208	-239	-269	-303	-344	% 总资产	35.0%	39.6%	38.8%	32.9%	38.1%	36.1%
% 销售收入	5.9%	6.2%	6.4%	6.5%	6.3%	6.3%	无形资产	174	185	171	183	183	184
管理费用	-104	-158	-187	-224	-255	-284	非流动资产	1,049	1,236	1,451	1,417	1,706	1,726
% 销售收入	3.5%	4.7%	5.0%	5.4%	5.3%	5.2%	% 总资产	45.6%	48.9%	50.4%	43.5%	47.8%	45.1%
息税前利润 (EBIT)	167	157	198	284	405	477	资产总计	2,301	2,527	2,876	3,258	3,567	3,823
% 销售收入	5.6%	4.7%	5.3%	6.9%	8.4%	8.7%	短期借款	690	685	503	700	668	451
财务费用	-57	-42	-28	-25	-24	-17	应付款项	246	357	452	403	462	524
% 销售收入	1.9%	1.3%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%	其他流动负债	-35	37	64	84	30	33
资产减值损失	-48	-15	-23	-8	-5	-5	流动负债	900	1,079	1,019	1,187	1,160	1,008
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	198	98	25	25	25	25
投资收益	18	19	26	10	15	15	其他长期负债	72	112	112	112	112	112
% 税前利润	20.3%	14.4%	14.2%	3.8%	3.8%	3.1%	负债合计	1,170	1,288	1,156	1,324	1,297	1,145
营业利润	81	120	173	261	391	470	普通股股东权益	1,129	1,208	1,695	1,916	2,248	2,649
营业利润率	2.7%	3.6%	4.6%	6.3%	8.1%	8.6%	少数股东权益	1	31	26	18	22	29
营业外收支	10	14	9	5	5	10	负债股东权益合计	2,301	2,527	2,876	3,258	3,567	3,823
税前利润	91	134	182	266	396	480	比率分析						
利润率	3.0%	4.0%	4.9%	6.4%	8.2%	8.8%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-14	-30	-17	-40	-59	-72	每股指标						
所得税率	15.6%	22.3%	9.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.261	0.366	0.391	0.489	0.696	0.837
净利润	77	104	165	226	337	408	每股净资产 (元)	3.831	4.098	3.903	4.003	4.698	5.536
少数股东损益	0	-4	-5	-8	4	7	每股经营现金净流 (元)	1.183	0.959	0.209	0.462	0.752	0.908
归属于母公司的净利润	77	108	170	234	333	401	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
净利率	2.6%	3.2%	4.6%	5.7%	6.9%	7.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.81%	8.94%	10.02%	12.21%	14.81%	15.13%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	3.34%	4.27%	5.90%	7.18%	9.33%	10.48%
净利润	77	104	165	226	337	408	投入资本收益率	8.92%	7.75%	9.96%	12.87%	14.80%	16.52%
少数股东损益	0	0	0	-8	4	7	增长率						
非现金支出	110	83	116	109	122	142	营业总收入增长率	25.96%	11.51%	11.94%	11.13%	16.09%	13.52%
非经营收益	31	32	2	15	9	-3	EBIT 增长率	6.13%	-5.74%	26.16%	43.12%	42.64%	17.69%
营运资金变动	131	64	-192	-128	-108	-112	净利润增长率	-28.43%	40.48%	57.20%	37.78%	42.30%	20.37%
经营活动现金净流	349	283	91	213	364	442	总资产增长率	20.72%	9.84%	13.82%	11.99%	9.75%	7.39%
资本开支	286	140	156	62	402	146	资产管理能力						
投资	11	-1	-114	0	0	0	应收账款周转天数	8.0	11.6	13.7	12.0	12.0	12.0
其他	-3	51	28	10	15	15	存货周转天数	101.3	82.7	78.5	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-278	-89	-242	-52	-387	-131	应付账款周转天数	15.4	19.5	22.0	20.0	20.0	20.0
股权募资	1	0	332	0	0	0	固定资产周转天数	67.7	74.1	86.3	85.1	78.8	74.7
债权募资	220	-130	-255	198	-32	-217	偿债能力						
其他	-69	-48	-37	-30	-87	-22	净负债/股东权益	45.07%	31.34%	14.19%	5.40%	9.59%	-2.38%
筹资活动现金净流	152	-178	40	168	-119	-239	EBIT 利息保障倍数	2.9	3.7	7.0	11.3	17.1	28.3
现金净流量	223	16	-111	329	-142	72	资产负债率	50.88%	50.99%	40.18%	40.65%	36.35%	29.95%

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。