

## 天康生物(002100.SZ)

收入确认因素致 Q3 略低于预期,

全年业绩增长无需担忧

评级: **买入** 前次: **买入**  
 目标价(元): **21**  
 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10月30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)	14.15
市值(百万元)	6143.35
流通市值(百万元)	5422.07

### 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	28.94	20.34	16.90
PEG	0.62	0.57	0.77	0.48	0.83
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	3.54	3.01	2.56
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

- **事件:** 天康生物公布 2014 年三季报, 期内实现营业收入 28.44 亿元, 同比增长 3.62%, 实现归属上市公司股东净利润 1.43 亿元, 同比增长 21.04%, 完全摊薄后 EPS0.30 元, 符合预期。其中, Q3 单季实现收入 11.13 亿元, 同比增长 8.72%, 归属上市公司股东净利润 6074 万元, 同比增长 27.4%, 折合 EPS 为 0.13 元。
- **Q3 单季实现净利润增长 27.4%, 略低于我们此前预期, 但我们认为此举于公司疫苗产品的发货进度有一定关系, 并不影响全年业绩增速。**2013 年 Q1-Q4 公司业绩增速分别为 27.2%、17.4%、28.3%和 57.2%, 公司业绩从 2 季度开始逐季上升, Q4 单季增速最快, 今年 Q1-Q3 业绩增速分别为-4.6%、16.7%和 21.0%, 同样呈现逐季上升的趋势, 我们预计今年 Q4 单季依然是全年业绩增速最快的季度。主要原因在于公司今年牛三价口蹄疫招标苗、小反当兽疫疫苗招标苗以及口蹄疫市场苗销售情况非常好, 全年完成 7 亿元以上收入是大概率事件, 因此我们认为 Q4 单季疫苗收入确认将带来业绩增速趋势继续向上。
- **2015 年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力。**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。
- **多元化的疫苗产品储备将为公司未来 2-3 年业绩高增长奠定基石。**(1) 猪口蹄疫市场苗渗透率仍处于快速增长期, 市场苗业务将实现快速增长; (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 2015 年下半年推出; (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。以上疫苗重磅产品将奠定 2015-2016 年天康生物业绩持续快速成长的基石。

- 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：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；猪价上涨低于预期，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
<b>饲料板块</b>								
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%
<b>饲料添加剂</b>								
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%
<b>棉籽加工业务</b>								
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%
<b>兽用生物制品</b>								
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
<b>营业总收入</b>	<b>2,984</b>	<b>3,327</b>	<b>3,725</b>	<b>4,139</b>	<b>4,805</b>	<b>5,455</b>
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
<b>%销售收入</b>	<b>84.9%</b>	<b>84.2%</b>	<b>83.1%</b>	<b>81.1%</b>	<b>79.9%</b>	<b>79.7%</b>
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>77</b>	<b>108</b>	<b>170</b>	<b>234</b>	<b>333</b>	<b>401</b>
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>349</b>	<b>283</b>	<b>91</b>	<b>213</b>	<b>364</b>	<b>442</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-278</b>	<b>-89</b>	<b>-242</b>	<b>-52</b>	<b>-387</b>	<b>-131</b>
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	-87	-22
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>152</b>	<b>-178</b>	<b>40</b>	<b>168</b>	<b>-119</b>	<b>-239</b>
<b>现金净流量</b>	<b>223</b>	<b>16</b>	<b>-111</b>	<b>329</b>	<b>-142</b>	<b>72</b>

  

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	475	540
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	1,829	2,071
%总资产	54.4%	51.1%	49.6%	55.4%	51.3%	54.2%
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%	32.9%	38.1%	36.1%
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%	43.5%	47.8%	45.1%
<b>资产总计</b>	<b>2,301</b>	<b>2,527</b>	<b>2,876</b>	<b>3,258</b>	<b>3,567</b>	<b>3,823</b>
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	84	30	33
流动负债	900	1,079	1,019	1,187	1,160	1,008
长期借款	198	98	25	25	25	25
其他长期负债	72	112	112	112	112	112
<b>负债</b>	<b>1,170</b>	<b>1,288</b>	<b>1,156</b>	<b>1,324</b>	<b>1,297</b>	<b>1,145</b>
普通股股东权益	1,129	1,208	1,695	1,916	2,248	2,649
少数股东权益	1	31	26	18	22	29
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,301</b>	<b>2,527</b>	<b>2,876</b>	<b>3,258</b>	<b>3,567</b>	<b>3,823</b>

  

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.261	0.366	0.391	0.489	0.696	0.837
每股净资产 (元)	3.831	4.098	3.903	4.003	4.698	5.536
每股经营现金净流 (元)	1.183	0.959	0.209	0.462	0.752	0.908
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.81%	8.94%	10.02%	12.21%	14.81%	15.13%
总资产收益率	3.34%	4.27%	5.90%	7.18%	9.33%	10.48%
投入资本收益率	8.92%	7.75%	9.96%	12.87%	14.80%	16.52%
<b>增长率</b>						
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%	9.75%	7.39%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	45.07%	31.34%	14.19%	5.40%	9.59%	-2.38%
EBIT利息保障倍数	2.9	3.7	7.0	11.3	17.1	28.3
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。