

## 天康生物(002100.SZ)

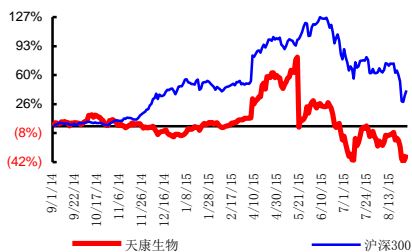
疫苗维持高增速、养殖贡献弹性，  
全产业链区域龙头高成长可期

评级：**买入** 前次：  
 目标价(元)：**11.4—11.9**  
 分析师 张俊宇  
 谢刚 S0740510120005 S0740511120002  
 021-20315178 021-20315191  
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn  
 2015年08月30日

### 基本状况

总股本(百万股)	963
流通股本(百万股)	963
市价(元)	8.9
市值(百万元)	8,574
流通市值(百万元)	8,574

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,724.7	4,014.6	4,935.1	5,749.1	6,596.6
营业收入增速	11.94%	7.78%	22.93%	16.49%	14.74%
净利润增长率	57.20%	22.28%	100.76	42.21%	12.73%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.48	0.38	0.53	0.60
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)	32.60	24.99	44.36	31.19	27.67
PEG	0.57	1.12	0.44	0.74	2.17
每股净资产(元)	3.90	4.26	2.97	3.51	4.11
每股现金流量	0.21	1.12	0.09	0.54	0.60
净资产收益率	10.02%	11.22%	12.63%	15.23%	14.65%
市净率	3.27	2.80	5.60	4.75	4.05
总股本(百万股)	434.16	434.16	1,109.9	1,109.9	1,109.9

备注：市场预测取 聚源一致预期

### 投资要点

- **事件：公司公布2015年半年报，实现营业收入20.71亿元，同比增加13.83%，归属于上市公司股东净利润1.41亿元，同比增加37.75%，eps0.15，同比增加36.36%。**
- **公司2015年兽药业务实现较高增速，饲料业务继续在区域内扩张体量，养殖业务跟随行业而向好。**
- 公司饲料业务实现营业收入12.32亿元，同比增加6.12%，毛利率11.61%，同比增加0.94个百分点。借助区域优势，公司饲料业务继续在行业低迷时扩张体量，同时借助粮价带来的成本端下行，盈利能力有所提升。
- 公司养殖业务实现营业收入0.15亿元，同比增加5.32%，毛利率31.01%，同比增加2.27个百分点，行业景气度显著回升带动了公司的业绩增长。公司屠宰及肉制品业务实现营业收入1.68亿元，同比下降1.23%，毛利率13.08%，同比降低2.06个百分点，终端消费低迷，以及猪价带来的成本上升，使得屠宰食品业务的盈利能力下降。
- 公司兽药业务实现营业收入3.86亿元，同比增加75.02%，毛利率60.41%，同比降低9.98个百分点。公司口蹄疫与小反刍等品种，继续在竞争格局较好的细分领域贡献较高收入增长。
- **主力品种高增速不改、新品不断上市，公司兽药业务将在15继续保持高增长。**口蹄疫、小反刍等疫苗将继续在产能扩张的同时实现较高增长，悬浮培养高致病禽流感疫苗将于2015年下半年量产并推出市场，猪瘟、口蹄疫合成肽苗也有望今年推出。综合来看，预计公司2015年疫苗业务总体收入将超过9亿元，同时盈利能力有望进一步提升。

- 生猪反转周期下，公司养殖业务有望在 2016 年贡献 1.5 亿元利润。生猪养殖反转周期预计将持续到 2016 年底，天康控股当前已具 30 万头生猪出栏规模，按 2016 年全年头均盈利 500 元/头测算则贡献 1.5 亿元利润。
- 按分拆估值来看，疫苗业务 2015 年 2.7 亿元利润，扣掉总部费用净利润约 2.1 亿元，市值对应 63 亿元，饲料 7000 万元，市值 14 亿元，生猪养殖按景气高点估值 40 亿元，总市值应在 115 亿元左右，对应价格水平为 11.9 元。
- 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.38 元、0.53 元和 0.6 元。按 30X2015 年 PE 计算，合理估值 11.4-11.9 元。综合分拆与相对估值，目标价在 11.4-11.9 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

项 目	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>饲料板块</b>								
销售收入	1,684.15	1,961.25	2,253.35	2,626.58	2,773.99	3,028.43	3,541.72	4,140.87
增长率 (YOY)	N/A	16.45%	14.89%	16.56%	5.61%	9.17%	16.95%	16.92%
毛利率	8.88%	7.88%	7.53%	9.02%	9.19%	8.98%	10.33%	11.48%
销售成本	1,534.56	1,806.65	2,083.75	2,389.68	2,519.17	2,756.39	3,175.75	3,665.68
增长率 (YOY)	N/A	17.73%	15.34%	14.68%	5.42%	9.42%	15.21%	15.43%
毛利	149.59	154.60	169.61	236.90	254.82	272.05	365.98	475.18
增长率 (YOY)	N/A	3.35%	9.71%	39.68%	7.56%	6.76%	34.53%	29.84%
占总销售额比重	71.09%	65.74%	67.73%	70.52%	69.13%	61.36%	61.60%	62.77%
占主营业务利润比重	36.65%	34.38%	32.25%	37.67%	32.52%	24.73%	26.20%	29.77%
<b>饲料添加剂</b>								
销售收入	55.48	87.01	83.34	88.64	98.70	101.67	102.68	103.71
增长率 (YOY)	N/A	56.83%	-4.22%	6.36%	11.35%	3.00%	1.00%	1.00%
毛利率	4.16%	5.44%	6.12%	6.48%	6.48%	6.48%	6.48%	6.48%
销售成本	53.17	82.28	78.24	82.90	92.31	95.08	96.03	96.99
增长率 (YOY)	N/A	54.75%	-4.91%	5.95%	11.35%	3.00%	1.00%	1.00%
毛利	2.31	4.73	5.10	5.74	6.39	6.58	6.65	6.72
增长率 (YOY)	N/A	104.76%	7.81%	12.55%	11.35%	3.00%	1.00%	1.00%
占总销售额比重	2.34%	2.92%	2.50%	2.38%	2.46%	2.06%	1.79%	1.57%
占主营业务利润比重	0.57%	1.05%	0.97%	0.91%	0.82%	0.60%	0.48%	0.42%
<b>棉籽加工业务</b>								
销售收入	233.95	483.14	506.82	437.59	361.25	319.20	334.40	364.50
增长率 (YOY)	N/A	106.51%	4.90%	-13.66%	-17.44%	-11.64%	4.76%	9.00%
毛利率	5.93%	3.58%	8.04%	8.28%	6.76%	19.05%	18.18%	18.67%
销售成本	220.08	465.85	466.05	401.35	336.84	258.40	273.60	296.46
增长率 (YOY)	N/A	111.67%	0.04%	-13.88%	-16.07%	-23.29%	5.88%	8.36%
毛利	13.87	17.29	40.77	36.24	24.41	60.80	60.80	68.04
增长率 (YOY)	N/A	24.66%	135.80%	-11.12%	-32.63%	149.05%	0.00%	11.91%
占总销售额比重	9.88%	16.19%	15.23%	11.75%	9.00%	6.47%	5.82%	5.53%
占主营业务利润比重	3.40%	3.84%	7.75%	5.76%	3.12%	5.53%	4.35%	4.26%
<b>兽用生物制品</b>								
销售收入	379.98	436.93	469.44	541.58	740.02	978.83	1,189.92	1,372.12
增长率 (YOY)	N/A	14.99%	7.44%	15.37%	36.64%	32.27%	21.57%	15.31%
毛利率	62.22%	61.46%	65.29%	63.50%	64.00%	64.00%	64.00%	64.00%
销售成本	143.55	168.41	162.96	197.69	266.41	352.38	428.37	493.96
增长率 (YOY)	N/A	17.32%	-3.23%	21.31%	34.76%	32.27%	21.57%	15.31%
毛利	236.43	268.52	306.47	343.88	473.61	626.45	761.55	878.16
增长率 (YOY)	N/A	13.57%	14.13%	12.21%	37.72%	32.27%	21.57%	15.31%
占总销售额比重	16.04%	14.65%	14.11%	14.54%	18.44%	19.83%	20.70%	20.80%
占主营业务利润比重	57.93%	59.71%	58.27%	54.68%	60.44%	56.94%	54.53%	55.01%
<b>销售收入小计</b>	<b>2368.94</b>	<b>2983.47</b>	<b>3327.07</b>	<b>3724.49</b>	<b>4012.59</b>	<b>4935.17</b>	<b>5749.18</b>	<b>6596.67</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>1960.80</b>	<b>2533.76</b>	<b>2801.12</b>	<b>3095.60</b>	<b>3228.92</b>	<b>3834.95</b>	<b>4352.50</b>	<b>5000.33</b>
<b>毛利</b>	<b>408.14</b>	<b>449.70</b>	<b>525.95</b>	<b>628.88</b>	<b>783.66</b>	<b>1100.22</b>	<b>1396.67</b>	<b>1596.33</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>17.23%</b>	<b>15.07%</b>	<b>15.81%</b>	<b>16.89%</b>	<b>19.53%</b>	<b>22.29%</b>	<b>24.29%</b>	<b>24.20%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2：天康生物财务三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	3,327	3,725	4,015	4,935	5,749	6,597
增长率	11.51%	11.9%	7.8%	22.9%	16.5%	14.7%
营业成本	-2,801	-3,096	-3,225	-3,835	-4,353	-5,000
% 销售收入	84.2%	83.1%	80.3%	77.7%	75.7%	75.8%
毛利	526	629	789	1,100	1,397	1,596
% 销售收入	15.8%	16.9%	19.7%	22.3%	24.3%	24.2%
营业税金及附加	-3	-4	-4	-5	-6	-7
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-208	-239	-284	-331	-362	-416
% 销售收入	6.2%	6.4%	7.1%	6.7%	6.3%	6.3%
管理费用	-158	-187	-219	-296	-351	-409
% 销售收入	4.7%	5.0%	5.5%	6.0%	6.1%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	157	198	283	469	678	765
% 销售收入	4.7%	5.3%	7.0%	9.5%	11.8%	11.6%
财务费用	-42	-28	-26	-2	13	15
% 销售收入	1.3%	0.8%	0.7%	0.0%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-15	-23	-29	-8	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	19	26	-12	10	15	15
% 税前利润	14.4%	14.2%	—	2.1%	2.1%	1.9%
营业利润	120	173	216	469	701	790
营业利润率	3.6%	4.6%	5.4%	9.5%	12.2%	12.0%
营业外收支	14	9	14	5	5	10
税前利润	134	182	230	474	706	800
利润率	4.0%	4.9%	5.7%	9.6%	12.3%	12.1%
所得税	-30	-17	-28	-71	-106	-120
所得税率	22.3%	9.5%	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	104	165	202	403	600	680
少数股东损益	-4	-5	-6	-14	7	12
归属于母公司的净利润	108	170	208	417	593	668
净利率	3.2%	4.6%	5.2%	8.4%	10.3%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	104	165	202	403	600	680
少数股东损益	0	0	0	-14	7	12
非现金支出	83	116	134	119	133	151
非经营收益	32	2	38	-5	-20	-25
营运资金变动	64	-192	112	-415	-116	-145
经营活动现金净流	283	91	485	87	603	674
资本开支	140	156	159	23	402	148
投资	-1	-114	1	0	0	0
其他	51	28	0	10	15	15
投资活动现金净流	-89	-242	-158	-13	-387	-133
股权筹资	0	332	0	1,144	0	0
债权筹资	-130	-255	-113	-415	0	0
其他	-48	-37	-78	-10	-111	0
筹资活动现金净流	-178	40	-190	719	-111	0
现金净流量	16	-111	136	793	105	541

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	395	284	420	1,227	1,325	1,854
应收款项	131	170	116	189	221	253
存货	589	742	724	896	1,014	1,164
其他流动资产	176	229	231	298	335	380
流动资产	1,291	1,425	1,491	2,610	2,893	3,651
% 总资产	51.1%	49.6%	49.5%	64.6%	62.9%	68.1%
长期投资	50	162	149	149	149	149
固定资产	1,000	1,116	1,155	1,101	1,381	1,391
% 总资产	39.6%	38.8%	38.4%	27.3%	30.0%	25.9%
无形资产	185	171	215	186	186	187
非流动资产	1,236	1,451	1,520	1,438	1,718	1,729
% 总资产	48.9%	50.4%	50.5%	35.6%	37.4%	32.2%
资产总计	2,527	2,876	3,011	4,040	4,598	5,362
短期借款	685	503	415	0	0	0
应付款项	357	452	507	467	534	614
其他流动负债	37	64	91	139	30	35
流动负债	1,079	1,019	1,013	606	564	648
长期贷款	98	25	0	0	0	0
其他长期负债	112	112	128	128	128	128
负债	1,288	1,156	1,141	734	692	776
普通股股东权益	1,208	1,695	1,850	3,300	3,893	4,561
少数股东权益	31	26	20	6	13	25
负债股东权益合计	2,527	2,876	3,011	4,040	4,598	5,362

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.366	0.391	0.478	0.376	0.534	0.602
每股净资产 (元)	4.098	3.903	4.261	2.973	3.508	4.110
每股经营现金净流 (元)	0.959	0.209	1.116	0.092	0.537	0.596
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.94%	10.02%	11.22%	12.63%	15.23%	14.65%
总资产收益率	4.27%	5.90%	6.90%	10.32%	12.89%	12.46%
投入资本收益率	7.75%	9.96%	14.46%	20.64%	23.70%	25.18%
增长率						
营业总收入增长率	11.51%	11.94%	7.78%	22.93%	16.49%	14.74%
EBIT 增长率	-5.74%	26.16%	42.45%	65.76%	44.72%	12.85%
净利润增长率	40.48%	57.20%	22.28%	100.76%	42.21%	12.73%
总资产增长率	9.84%	13.82%	4.68%	34.44%	13.90%	16.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.6	13.7	11.4	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	82.7	78.5	83.0	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	19.5	22.0	22.2	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	74.1	86.3	94.3	78.4	71.2	66.0
偿债能力						
净负债/股东权益	31.34%	14.19%	-0.25%	-37.11%	-33.92%	-40.43%
EBIT 利息保障倍数	3.7	7.0	10.7	256.1	-53.5	-50.6
资产负债率	50.99%	40.18%	37.89%	18.17%	15.06%	14.48%

来源：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。