

业绩逆势增长，养殖将贡献业绩弹性

■事件：8月29号，公司发布半年报。报告期内，实现营收20.7亿，同比增13.83%；归属于上市公司股东净利润1.41亿，同比增37.75%。同时公司预告前三季度业绩，预计前三季度归属于上市公司股东净利润1.7-2.1亿，同比增20-50%。

■我们的分析和判断：

1、收入、利润双增长，动物疫苗同比大幅增长。报告期内，公司各项业务整体发展较为平稳，其中兽用生物收入大幅增长，贡献收入3.86亿，毛利2.33亿，同比增长超过50%，带动公司收入、利润双增长。

2、疫苗储备充足，将陆续上市

公司后续疫苗储备充足，将陆续上市为公司贡献业绩：1) 已完成新兽药注册申报并顺利通过初审，预计2015年5月-7月取得新兽药证书及生产批准文号有：禽流重组感病毒H5亚型二价灭活疫苗(细胞源)、猪瘟病毒E2重组杆状病毒灭活疫苗、猪口蹄疫O型三组分合成肽疫苗。2) 正在临床试验：猪圆环病毒2型重组杆状病毒亚单位灭活疫苗、猪支原体肺炎灭活疫苗(CJ株)、口蹄疫O型、亚洲I型二价合成肽疫苗、口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗。

3、养殖将贡献业绩弹性。公司发行股份吸收合并新疆天康控股(集团)有限公司已完成。预计公司2015年出栏肥猪35万头，从猪周期来看，养殖反转未及半程，公司养殖板块业绩将同比大幅增长，公司充分受益养殖景气复苏。

■盈利预测及投资建议：

我们预计2015-2017年净利润为2.7/3.4/4.1亿元，同比增30%/25%/20%；EPS为0.33/0.42/0.50元，给予“买入-A”投资评级。

■风险提示：疫苗销量不达预期，养殖反转不达预期

摘要(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	372,476.0	401,462.7	560,441.9	624,892.7	681,757.9
净利润	16,979.7	20,763.0	28,590.2	36,716.4	43,192.2
每股收益(元)	0.18	0.22	0.33	0.42	0.50
每股净资产(元)	1.76	1.92	2.86	3.54	3.89
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	49.4	40.5	27.0	21.2	17.8
市净率(倍)	5.1	4.6	3.1	2.5	2.3
净利润率	4.6%	5.2%	5.1%	5.9%	6.3%
净资产收益率	10.0%	11.2%	11.5%	12.0%	12.8%
股息收益率	0.6%	0.6%	1.1%	1.5%	1.7%
ROIC	11.3%	10.9%	16.3%	12.1%	13.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

15.00元

股价(2015-08-31)

8.42元

交易数据

总市值(百万元)	8,574.12
流通市值(百万元)	4,211.28
总股本(百万股)	963.38
流通股本(百万股)	473.18
12个月价格区间	7.72/23.95元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-13.53	-10.97	-77.54
绝对收益	-25.83	-41.83	-32.93

吴立

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515030003
wuli1@essence.com.cn
010-66581599

报告联系人

李佳丰

021-68765372

lijf3@essence.com.cn

相关报告

疫苗储备丰富，养殖增加公司业绩弹性	2015-04-28
疫苗业务稳步扩张，预计15年业绩增长加速	2015-04-17
年报电话会议纪要	2014-04-23

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月31日)

利润表						财务指标					
(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	372,476.0	401,462.7	560,441.9	624,892.7	681,757.9	成长性					
减:营业成本	309,569.5	322,530.7	460,627.2	509,600.0	551,883.0	营业收入增长率	11.9%	7.8%	39.6%	11.5%	9.1%
营业税费	403.9	381.6	560.4	624.9	681.8	营业利润增长率	44.6%	24.8%	36.0%	30.1%	17.9%
销售费用	23,949.8	28,405.4	42,033.1	37,493.6	40,905.5	净利润增长率	57.2%	22.3%	37.7%	28.4%	17.6%
管理费用	18,710.3	21,880.0	33,626.5	31,244.6	34,087.9	EBITDA 增长率	28.8%	18.0%	40.2%	32.9%	21.1%
财务费用	2,835.6	2,633.2	4,019.7	5,272.6	6,642.5	EBIT 增长率	24.4%	20.3%	37.8%	30.2%	18.9%
资产减值损失	2,281.5	2,868.0	2,200.6	2,450.0	2,506.2	NOPLAT 增长率	44.9%	16.9%	41.8%	30.2%	18.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.0%	-5.0%	74.9%	6.9%	30.2%
投资和汇兑收益	2,592.2	-1,158.3	12,000.0	-	-	净资产增长率	38.9%	8.7%	33.4%	23.1%	9.4%
营业利润	17,317.7	21,605.6	29,374.4	38,207.0	45,051.0	利润率					
加:营业外净收支	906.5	1,360.5	1,234.8	1,167.2	1,254.2	毛利率	16.9%	19.7%	17.8%	18.4%	19.1%
利润总额	18,224.2	22,966.1	30,609.2	39,374.2	46,305.2	营业利润率	4.6%	5.4%	5.2%	6.1%	6.6%
减:所得税	1,733.5	2,802.3	2,910.9	3,744.5	4,403.6	净利润率	4.6%	5.2%	5.1%	5.9%	6.3%
净利润	16,979.7	20,763.0	28,590.2	36,716.4	43,192.2	EBITDA/营业收入	7.9%	8.6%	8.6%	10.3%	11.4%
						EBIT/营业收入	5.4%	6.0%	6.0%	7.0%	7.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	85	93	83	98	109
						流动营业资本周转天数	55	49	55	54	53
						流动资产周转天数	131	131	126	125	125
						应收账款周转天数	15	13	13	14	13
						存货周转天数	64	66	66	65	65
						总资产周转天数	261	265	243	273	288
						投资资本周转天数	172	171	164	194	211
						投资回报率					
						ROE	10.0%	11.2%	11.5%	12.0%	12.8%
						ROA	5.7%	6.7%	6.1%	7.3%	6.9%
						ROIC	11.3%	10.9%	16.3%	12.1%	13.5%
						费用率					
						销售费用率	6.4%	7.1%	7.5%	6.0%	6.0%
						管理费用率	5.0%	5.5%	6.0%	5.0%	5.0%
						财务费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%
						三费/营业收入	12.2%	13.2%	14.2%	11.8%	12.0%
						偿债能力					
						资产负债率	40.2%	37.9%	45.3%	36.9%	44.7%
						负债权益比	67.2%	61.0%	82.9%	58.6%	80.8%
						流动比率	1.40	1.47	1.73	1.50	1.79
						速动比率	0.67	0.76	0.78	0.77	0.81
						利息保障倍数	7.11	9.21	8.31	8.25	7.78
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.05	0.10	0.13	0.15
						分红比率	30.7%	20.9%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.6%	0.6%	1.1%	1.5%	1.7%

资产负债表					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	28,372.7	41,960.0	44,835.4	49,991.4	54,540.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	16,995.4	11,594.8	30,220.4	16,993.7	33,304.9
应收票据	25.0	43.0	15.6	53.8	22.0
预付帐款	22,921.2	20,091.1	34,774.7	30,312.5	39,623.3
存货	74,231.1	72,391.5	133,073.8	92,990.4	154,314.5
其他流动资产	-0.1	2,985.7	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	16,128.2	14,882.4	21,682.6	46,682.6	46,682.6
投资性房地产	61.9	58.4	58.4	58.4	58.4
固定资产	98,817.1	108,653.4	148,661.1	191,136.6	223,042.0
在建工程	12,830.0	6,889.5	20,066.9	24,020.1	22,206.0
无形资产	11,855.5	18,262.2	17,487.7	16,713.2	15,938.7
其他非流动资产	5,402.1	3,298.1	5,522.3	18,238.2	18,050.0
资产总额	287,640.1	301,110.0	456,398.9	487,190.9	607,783.0
短期债务	48,000.0	41,500.0	62,194.8	46,966.2	66,687.9
应付帐款	36,408.1	39,541.9	54,451.6	55,055.8	65,346.7
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	17,473.1	20,259.8	23,535.1	24,804.3	25,796.5
长期借款	2,520.0	-	54,940.7	41,251.8	101,654.9
其他非流动负债	11,186.0	12,801.5	11,732.6	11,906.7	12,147.0
负债总额	115,587.2	114,103.2	206,854.8	179,984.8	271,633.0
少数股东权益	2,591.0	1,991.8	1,099.9	13.2	-1,277.4
股本	43,415.9	43,415.9	86,831.8	86,831.8	86,831.8
留存收益	126,045.9	141,599.1	161,612.2	220,360.9	250,595.4
股东权益	172,052.9	187,006.8	249,543.8	307,205.7	336,149.7

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	16,490.7	20,163.8	28,590.2	36,716.4	43,192.2	EPS(元)	0.18	0.22	0.33	0.42	0.50
加:折旧和摊销	9,292.1	10,498.2	15,027.5	20,851.8	26,188.8	BVPS(元)	1.76	1.92	2.86	3.54	3.89
资产减值准备	2,281.5	2,868.0	-	-	-	PE(X)	49.4	40.5	27.0	21.2	17.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	4.6	3.1	2.5	2.3
财务费用	2,800.2	2,530.7	4,019.7	5,272.6	6,642.5	P/FCF	-20.2	44.5	-24.7	-49.4	42.4
投资损失	-2,592.2	1,158.3	-12,000.0	-	-	P/S	2.3	2.1	1.4	1.2	1.1
少数股东损益	-489.1	-599.2	-891.9	-1,086.7	-1,290.6	EV/EBITDA	19.8	15.0	17.5	12.6	11.4
营运资金的变动	-16,490.0	12,492.2	-77,102.8	61,496.8	-75,081.2	CAGR(%)	29.3%	27.6%	38.6%	29.3%	27.6%
经营活动产生现金流量	9,060.6	48,460.6	-42,357.3	123,250.9	-348.3	PEG	1.7	1.5	0.7	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-24,157.4	-15,826.8	-64,648.6	-104,406.0	-55,505.6	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.7	1.2	1.4
融资活动产生现金流量	3,984.0	-19,046.5	109,881.3	-13,688.9	60,403.1	REP	2.6	2.5	1.6	1.9	1.4

现金流量表

业绩和估值指标

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴立声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

