

## 天康生物(002100.SZ)

### 猪价反转的滞涨品种，看 50% 市值空间

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价(元)：**10.75**  
 分析师 陈奇 谢刚  
 S0740514070005 xiegang@r.qlzq.com.cn  
 021-20315189 联系人  
 chenqi@r.qlzq.com.cn 刁凯峰  
 2016年02月28日 diaokf@r.qlzq.com.cn

#### 基本状况

总股本(百万股)	963
流通股本(百万股)	473
市价(元)	7.56
市值(百万元)	7,283
流通市值(百万元)	3,577

#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,724.7	4,014.6	4,133.4	4,571.1	4,869.2
营业收入增速	11.94%	7.78%	2.96%	10.59%	6.52%
净利润增长率	57.20%	22.28%	17.99%	67.24%	10.09%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.48	0.25	0.43	0.47
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	29.73	17.78	16.15
PEG	0.57	1.12	1.65	0.26	1.60
每股净资产(元)	3.90	4.95	2.85	3.28	3.75
每股现金流量	0.21	1.12	0.30	0.56	0.61
净资产收益率	10.02%	9.66%	8.92%	12.98%	12.50%
市净率	3.27	2.41	2.65	2.31	2.02
总股本(百万股)	434.16	434.16	963.38	963.38	963.38

#### 股价与行业-市场走势对比



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 2015 年业绩快报，实现营业收入 41.67 亿元，同比增加-1.63%，归属于上市公司股东净利润 2.45 亿元，同比增加 4.01%，eps0.27，同比增加 0%。**
- **未被充分预期的养殖股，1.5 亿元养殖业绩增量对应整体 50% 向上市值空间。**公司 2015 年出栏体量大致为 30 万头，预计全年实现 3000 万以上业绩。2016 公司结合家庭农场等战略，全年预计实现 40 万头出栏体量，考虑行情大猪比例预计有所上升至 70-80%，全年实现 1.7-2 亿元业绩可期。短期猪价坚挺在 18 元/公斤超市场预期，未来随着供给端持续收缩猪价有望持续上涨，而中期结合 1-2 月疫情情况，7-8 月有望出现价格暴涨并超过 2011 年。公司当前 72 亿市值，基本是 2016 年除养殖资产增量贡献外 2.5-3 亿元业绩的预期，养殖资产至少实现 1.5 亿元业绩增量，按 25 倍估值有 40 亿以上市值，空间超过 50%。
- **口蹄疫预计 2016 年有望实现翻倍，其他新品将陆续上市，疫苗增量将支撑当前估值。**2015 年受养殖行情、疫情稳定、产能限制影响，公司口蹄疫市场苗收入仅 6000 万左右。2016 年确定性是养殖大年，同时近期 1-2 月份疫情频发，而公司产能受限问题也将解决，多重利好下公司口蹄疫收入有望翻倍。预计悬浮培养高致病性禽流感与猪瘟 E2 苗将在年底内获得批文，两大品种均相对目前市面主流产品具备质量优势，实现 3000-4000 万以上收入可期。单看疫苗增量贡献下，2016 年整体业绩将达到 2.7 亿元。
- 同时养殖反转也将带动饲料与传统猪苗业务实现 5-10% 体量增长，而毛利率同时有望提升 1% 以上。
- **预计公司 2016-2017 年归母净利润分别为 4.10、4.51 亿元，EPS 分别为 0.43 元和 0.47 元。按 25X2016 年 PE 计算，目标价 10.75 元，对应空间 42.2%，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：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	2,446.40	2,520.00	2,622.00
增长率 (YOY)	N/A	16.45%	14.89%	16.56%	5.61%	-11.81%	3.01%	4.05%
毛利率	8.88%	7.88%	7.53%	9.02%	9.19%	4.68%	7.14%	8.77%
销售成本	1,534.56	1,806.65	2,083.75	2,389.68	2,519.17	2,332.00	2,340.00	2,392.00
增长率 (YOY)	N/A	17.73%	15.34%	14.68%	5.42%	-7.43%	0.34%	2.22%
毛利	149.59	154.60	169.61	236.90	254.82	114.40	180.00	230.00
增长率 (YOY)	N/A	3.35%	9.71%	39.68%	7.56%	-55.11%	57.34%	27.78%
占总销售额比重	71.09%	65.74%	67.73%	70.52%	69.13%	59.18%	55.13%	53.85%
占主营业务利润比重	36.65%	34.38%	32.25%	37.67%	32.52%	14.44%	16.81%	19.45%
<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%	2.46%	2.25%	2.13%
占主营业务利润比重	0.57%	1.05%	0.97%	0.91%	0.82%	0.83%	0.62%	0.57%
<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%	7.72%	7.32%	7.49%
占主营业务利润比重	3.40%	3.84%	7.75%	5.76%	3.12%	7.67%	5.68%	5.75%
<b>兽用生物制品</b>								
销售收入	379.98	436.93	469.44	541.58	740.02	746.14	908.87	1,025.47
增长率 (YOY)	N/A	14.99%	7.44%	15.37%	36.64%	0.83%	21.81%	12.83%
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	268.61	327.19	369.17
增长率 (YOY)	N/A	17.32%	-3.23%	21.31%	34.76%	0.83%	21.81%	12.83%
毛利	236.43	268.52	306.47	343.88	473.61	477.53	581.68	656.30
增长率 (YOY)	N/A	13.57%	14.13%	12.21%	37.72%	0.83%	21.81%	12.83%
占总销售额比重	16.04%	14.65%	14.11%	14.54%	18.44%	18.05%	19.88%	21.06%
占主营业务利润比重	57.93%	59.71%	58.27%	54.68%	60.44%	60.27%	54.32%	55.49%
销售收入小计	2368.94	2983.47	3327.07	3724.49	4012.59	4133.48	4571.12	4869.29
销售成本小计	1960.80	2533.76	2801.12	3095.60	3228.92	3341.22	3500.29	3686.52
毛利	408.14	449.70	525.95	628.88	783.66	792.26	1070.83	1182.78
平均毛利率	17.23%	15.07%	15.81%	16.89%	19.53%	19.17%	23.43%	24.29%

来源: 中泰证券研究所

**图表 2：天康生物财务三张表**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>3,327</b>	<b>3,725</b>	<b>4,015</b>	<b>4,133</b>	<b>4,571</b>	<b>4,869</b>	货币资金	395	284	625	1,506	685	978
增长率	11.51%	11.9%	7.8%	3.0%	10.6%	6.5%	应收账款	131	170	127	159	175	187
营业成本	-2,801	-3,096	-3,225	-3,341	-3,500	-3,687	存货	589	742	935	789	821	859
% 销售收入	84.2%	83.1%	80.3%	80.8%	76.6%	75.7%	其他流动资产	176	229	344	370	381	394
毛利	526	629	789	792	1,071	1,183	流动资产	1,291	1,425	2,031	2,824	2,064	2,419
% 销售收入	15.8%	16.9%	19.7%	19.2%	23.4%	24.3%	% 总资产	51.1%	49.6%	53.3%	63.8%	52.6%	56.7%
营业税金及附加	-3	-4	-4	-4	-5	-5	长期投资	50	162	2	2	2	2
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	1,000	1,116	1,533	1,453	1,707	1,695
营业费用	-208	-239	-284	-265	-306	-365	% 总资产	39.6%	38.8%	40.2%	32.8%	43.5%	39.8%
% 销售收入	6.2%	6.4%	7.1%	6.4%	6.7%	7.5%	无形资产	185	171	244	217	224	232
管理费用	-158	-187	-219	-227	-274	-292	非流动资产	1,236	1,451	1,781	1,673	1,935	1,931
% 销售收入	4.7%	5.0%	5.5%	5.5%	6.0%	6.0%	% 总资产	48.9%	50.4%	46.7%	37.8%	49.3%	45.3%
息税前利润 (EBIT)	157	198	283	296	486	521	<b>资产总计</b>	<b>2,527</b>	<b>2,876</b>	<b>3,811</b>	<b>4,430</b>	<b>3,921</b>	<b>4,263</b>
% 销售收入	4.7%	5.3%	7.0%	7.2%	10.6%	10.7%	短期借款	685	503	808	1,008	155	11
财务费用	-42	-28	-26	-34	-13	7	应付款项	357	452	545	401	428	454
% 销售收入	1.3%	0.8%	0.7%	0.8%	0.3%	-0.1%	其他流动负债	37	64	115	137	40	40
资产减值损失	-15	-23	-29	-15	-10	-10	流动负债	1,079	1,019	1,468	1,546	623	505
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	98	25	19	19	19	19
投资收益	19	26	-12	-5	5	3	其他长期负债	112	112	89	89	89	89
% 税前利润	14.4%	14.2%	—	—	1.0%	0.6%	<b>负债</b>	<b>1,288</b>	<b>1,156</b>	<b>1,576</b>	<b>1,654</b>	<b>731</b>	<b>613</b>
营业利润	120	173	216	243	468	520	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,208</b>	<b>1,695</b>	<b>2,149</b>	<b>2,748</b>	<b>3,158</b>	<b>3,609</b>
营业利润率	3.6%	4.6%	5.4%	5.9%	10.2%	10.7%	少数股东权益	31	26	35	28	33	41
营业外收支	14	9	14	25	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,527</b>	<b>2,876</b>	<b>3,759</b>	<b>4,430</b>	<b>3,921</b>	<b>4,263</b>
税前利润	134	182	230	268	488	540	<b>比率分析</b>						
利润率	4.0%	4.9%	5.7%	6.5%	10.7%	11.1%							
所得税	-30	-17	-28	-29	-73	-81	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.3%	9.5%	12.2%	11.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.366	0.391	0.478	0.254	0.425	0.468
净利润	104	165	202	238	415	459	每股净资产 (元)	4.098	3.903	4.950	2.852	3.278	3.746
少数股东损益	-4	-5	-6	-7	5	8	每股经营现金净流 (元)	0.959	0.209	1.116	0.297	0.565	0.606
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>108</b>	<b>170</b>	<b>208</b>	<b>245</b>	<b>410</b>	<b>451</b>	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
净利率	3.2%	4.6%	5.2%	5.9%	9.0%	9.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	8.94%	10.02%	9.66%	8.92%	12.98%	12.50%
							总资产收益率	4.27%	5.90%	5.52%	5.53%	10.45%	10.58%
							投入资本收益率	7.75%	9.96%	10.41%	11.49%	15.42%	16.39%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	11.51%	11.94%	7.78%	2.96%	10.59%	6.52%
							EBIT增长率	-5.74%	26.16%	42.45%	4.81%	63.96%	7.17%
							净利润增长率	40.48%	57.20%	22.28%	17.99%	67.24%	10.09%
							总资产增长率	9.84%	13.82%	30.69%	17.99%	-11.09%	8.79%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	11.6	13.7	11.6	12.0	12.0	12.0
							存货周转天数	82.7	78.5	94.9	85.0	85.0	85.0
							应付账款周转天数	19.5	22.0	23.2	20.0	20.0	20.0
							固定资产周转天数	74.1	86.3	110.4	123.6	114.7	111.1
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	31.34%	14.19%	9.22%	-17.30%	-16.06%	-26.00%
							EBIT利息保障倍数	3.7	7.0	10.7	8.8	37.4	-78.6
							资产负债率	50.99%	40.18%	41.91%	37.34%	18.64%	14.39%

来源：中泰证券研究所

**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。