

受益养殖景气传导，业绩高速增长可期

■ **养殖板块：养殖量高速扩张，预计业绩大幅增长。**

1、能繁母猪持续超预期下降，猪价持续高位可期。近期猪价加速上涨，截止2016年3月22日，全国生猪均价超19元/公斤，同比增约60%。能繁母猪持续超预期下降，16-17年猪价将持续在高位。

2、公司养殖量高速扩张叠加成本下降，业绩有望迎大幅增长！2015年公司完成吸收合并新疆天康控股（集团）有限公司，拥有肥猪产能50万头。同时2016年公司公告收购河南天康宏展，增加30万头肥猪的生产能力。我们预计公司2015年-2017年公司出栏肥猪30万、50、80万头，养殖量高速扩张叠加成本下降，公司养殖板块业绩将大幅增长。

■ **疫苗板块：预计下半年多品种推出，奠定公司高增长基础。**

1、招采苗预计稳定增长：公司是全国动物疫苗龙头企业之一，目前疫苗收入60%以上来自口蹄疫疫苗，渠道90%来自政府招采，招采苗市场较为稳定，为公司贡献稳定业绩。

2、16年下半年多品种推出，奠定高增长基础：

1) 口蹄疫市场苗：加速升级，公司已引进国外设备、工艺，正进行系统工艺调试，预计16年中旬产品试生产推出。我们预计口蹄疫市场苗空间40亿，公司有望成为市场苗主要生产商之一。

2) 禽流感疫苗：已完成新兽药注册申报并顺利通过初审，预计16年取得新兽药证书及生产批准文号。禽流感疫苗是禽类唯一列入招采疫苗，我们预计市场空间约30亿，国家严格管控生产资质。拿到生产批文后，预计公司禽流感招采收入将大幅增长。

3) 其他：已完成新兽药注册申报并顺利通过初审，预计将陆续取得新兽药证书及生产批准文号有：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。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。

■ **饲料板块：受益养殖景气传导，毛利率提升。**

我们预计2015年公司饲料销量约100万吨，据近期草根调研，受益养殖景气传导，养殖户全价料使用比例正逐步提升，预计公司饲料销量环比将逐季改善。同时玉米等饲料原材料价格持续下跌，预计饲料业务毛利率提升，16年公司饲料板块将充分受益养殖景气传导。

■ **盈利预测及投资建议：**我们预计公司15年-17年净利润为2.5亿、4.2亿、5.6亿，增速分别为22%、66%、33%；受益养殖高景气，公司养殖板块将贡献业绩弹性，疫苗板块后续储备潜力大，饲料板块充分受益养殖景气传导，公司业绩将迎来持续高增长，我们给予16年30倍估值，给予买入-A的投资评级，6个月目标价为13元。

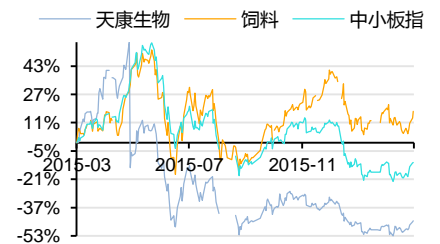
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**13元**
股价(2016-03-23) **8.65元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 8,227.30 |
| 流通市值(百万元) | 4,040.94 |
| 总股本(百万股) | 963.38 |
| 流通股本(百万股) | 473.18 |
| 12个月价格区间 | 7.23/23.95元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|--------|-------|
| 相对收益 | 6.82 | 1.99 | 13.3 |
| 绝对收益 | 6.35 | -19.28 | 10.78 |

吴立

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515030003

wuli1@essence.com.cn

010-66581599

李佳丰

报告联系人

lijf3@essence.com.cn

021-68765372

相关报告

| | |
|---------------------------|------------|
| 天康生物：天康生物公司快报 | 2016-02-28 |
| 天康生物：业绩快速增长，养殖贡献业绩弹性 | 2015-11-02 |
| 天康生物：业绩逆势增长，养殖将贡献业绩弹性 | 2015-08-31 |
| 天康生物：疫苗储备丰富，养殖增加公司业绩弹性 | 2015-04-27 |
| 天康生物：疫苗业务稳步扩张，预计15年业绩增长加速 | 2015-04-16 |

■ 风险提示：猪价上涨不达预期。

| (万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营业务收入 | 372,476.0 | 401,462.7 | 414,309.5 | 499,657.3 | 607,083.6 |
| 净利润 | 16,979.7 | 20,763.0 | 25,239.1 | 41,959.5 | 56,087.7 |
| 每股收益(元) | 0.18 | 0.22 | 0.26 | 0.44 | 0.58 |
| 每股净资产(元) | 1.76 | 1.92 | 2.65 | 3.30 | 3.71 |

| 盈利和估值 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 48.1 | 39.3 | 33.3 | 19.7 | 14.9 |
| 市净率(倍) | 4.9 | 4.5 | 3.3 | 2.6 | 2.3 |
| 净利润率 | 4.6% | 5.2% | 6.1% | 8.4% | 9.2% |
| 净资产收益率 | 10.0% | 11.2% | 9.9% | 13.2% | 15.7% |
| 股息收益率 | 0.6% | 0.6% | 0.9% | 1.5% | 2.0% |
| ROIC | 11.3% | 10.9% | 13.7% | 15.4% | 16.4% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 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 | 414,309.5 | 499,657.3 | 607,083.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 309,569.5 | 322,530.7 | 337,703.7 | 389,532.8 | 467,211.5 | 营业收入增长率 | 11.9% | 7.8% | 3.2% | 20.6% | 21.5% |
| 营业税费 | 403.9 | 381.6 | 414.3 | 499.7 | 607.1 | 营业利润增长率 | 44.6% | 24.8% | 19.4% | 70.0% | 34.3% |
| 销售费用 | 23,949.8 | 28,405.4 | 33,144.8 | 35,375.7 | 42,981.5 | 净利润增长率 | 57.2% | 22.3% | 21.6% | 66.2% | 33.7% |
| 管理费用 | 18,710.3 | 21,880.0 | 24,858.6 | 24,982.9 | 30,354.2 | EBITDA 增长率 | 28.8% | 18.0% | 24.5% | 57.3% | 32.4% |
| 财务费用 | 2,835.6 | 2,633.2 | 2,200.7 | 2,986.6 | 4,547.1 | EBIT 增长率 | 24.4% | 20.3% | 15.5% | 67.3% | 35.5% |
| 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% | 18.8% | 67.3% | 35.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 21.0% | -5.0% | 48.6% | 26.7% | 19.4% |
| 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% | 37.4% | 23.8% | 11.8% |
| 营业利润 | 17,317.7 | 21,605.6 | 25,786.8 | 43,829.6 | 58,876.0 | 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% | 18.5% | 22.0% | 22.5% |
| 利润总额 | 18,224.2 | 22,966.1 | 27,021.6 | 44,996.8 | 60,130.2 | 营业利润率 | 4.6% | 5.4% | 6.2% | 8.8% | 9.2% |
| 减:所得税 | 1,733.5 | 2,802.3 | 2,569.8 | 4,279.2 | 5,718.4 | 净利润率 | 4.6% | 5.2% | 6.1% | 8.4% | 8.7% |
| 净利润 | 16,979.7 | 20,763.0 | 25,239.1 | 41,959.5 | 56,087.7 | EBITDA/营业收入 | 7.9% | 8.6% | 10.4% | 13.5% | 14.3% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 5.4% | 6.0% | 6.8% | 9.4% | 9.9% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 固定资产周转天数 | 85 | 93 | 112 | 122 | 124 |
| 货币资金 | 28,372.7 | 41,960.0 | 33,144.8 | 39,972.6 | 48,566.7 | 流动营业资本周转天数 | 55 | 49 | 53 | 50 | 50 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 131 | 131 | 130 | 120 | 120 |
| 应收账款 | 16,995.4 | 11,594.8 | 19,317.3 | 18,434.6 | 26,354.7 | 应收账款周转天数 | 15 | 13 | 13 | 14 | 13 |
| 应收票据 | 25.0 | 43.0 | 11.5 | 44.0 | 23.5 | 存货周转天数 | 64 | 66 | 65 | 62 | 63 |
| 预付账款 | 22,921.2 | 20,091.1 | 20,133.2 | 29,618.8 | 29,587.3 | 总资产周转天数 | 261 | 265 | 288 | 305 | 305 |
| 存货 | 74,231.1 | 72,391.5 | 78,243.1 | 94,558.0 | 114,804.7 | 投资资本周转天数 | 172 | 171 | 200 | 225 | 228 |
| 其他流动资产 | -0.1 | 2,985.7 | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 10.0% | 11.2% | 9.9% | 13.2% | 14.9% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 5.7% | 6.7% | 6.7% | 8.5% | 9.4% |
| 长期股权投资 | 16,128.2 | 14,882.4 | 21,682.6 | 46,682.6 | 46,682.6 | ROIC | 11.3% | 10.9% | 13.7% | 15.4% | 15.5% |
| 投资性房地产 | 61.9 | 58.4 | 58.4 | 58.4 | 58.4 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 98,817.1 | 108,653.4 | 148,661.1 | 191,136.6 | 223,042.0 | 销售费用率 | 6.4% | 7.1% | 8.0% | 7.1% | 7.1% |
| 在建工程 | 12,830.0 | 6,889.5 | 20,066.9 | 24,020.1 | 22,206.0 | 管理费用率 | 5.0% | 5.5% | 6.0% | 5.0% | 5.0% |
| 无形资产 | 11,855.5 | 18,262.2 | 17,487.7 | 16,713.2 | 15,938.7 | 财务费用率 | 0.8% | 0.7% | 0.5% | 0.6% | 0.8% |
| 其他非流动资产 | 5,402.1 | 3,298.1 | 5,522.3 | 18,238.2 | 18,050.0 | 三费/营业收入 | 12.2% | 13.2% | 14.5% | 12.7% | 12.8% |
| 资产总额 | 287,640.1 | 301,110.0 | 364,328.9 | 479,477.1 | 545,314.6 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 48,000.0 | 41,500.0 | 22,096.9 | 6,155.3 | 27,650.2 | 资产负债率 | 40.2% | 37.9% | 29.5% | 33.7% | 35.1% |
| 应付账款 | 36,408.1 | 39,541.9 | 29,368.4 | 54,337.9 | 47,592.1 | 负债权益比 | 67.2% | 61.0% | 41.8% | 50.8% | 54.1% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 1.40 | 1.47 | 2.20 | 2.13 | 2.28 |
| 其他流动负债 | 17,473.1 | 20,259.8 | 17,056.5 | 25,410.8 | 21,684.5 | 速动比率 | 0.67 | 0.76 | 1.06 | 1.03 | 1.08 |
| 长期借款 | 2,520.0 | - | 27,219.3 | 63,634.3 | 80,623.2 | 利息保障倍数 | 7.11 | 9.21 | 12.72 | 15.68 | 13.03 |
| 其他非流动负债 | 11,186.0 | 12,801.5 | 11,732.6 | 11,906.7 | 12,147.0 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 115,587.2 | 114,103.2 | 107,473.7 | 161,445.0 | 189,697.0 | DPS(元) | 0.05 | 0.05 | 0.08 | 0.13 | 0.16 |
| 少数股东权益 | 2,591.0 | 1,991.8 | 1,204.5 | -37.4 | -1,713.3 | 分红比率 | 30.7% | 20.9% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 股本 | 43,415.9 | 43,415.9 | 96,384.0 | 96,384.0 | 96,384.0 | 股息收益率 | 0.6% | 0.6% | 0.9% | 1.5% | 1.9% |
| 留存收益 | 126,045.9 | 141,599.1 | 159,266.5 | 221,685.3 | 260,946.8 | | | | | | |
| 股东权益 | 172,052.9 | 187,006.8 | 256,854.9 | 318,031.7 | 355,617.4 | | | | | | |

现金流量表

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 净利润 | 16,490.7 | 20,163.8 | 25,239.1 | 41,959.5 | 56,087.8 |
| 加:折旧和摊销 | 9,292.1 | 10,498.2 | 15,027.5 | 20,851.8 | 26,188.8 |
| 资产减值准备 | 2,281.5 | 2,868.0 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 2,800.2 | 2,530.7 | 2,200.7 | 2,986.6 | 4,547.0 |
| 投资损失 | -2,592.2 | 1,158.3 | -12,000.0 | - | - |
| 少数股东损益 | -489.1 | -599.2 | -787.3 | -1,241.9 | -1,675.9 |
| 营运资金的变动 | -16,490.0 | 12,492.2 | -28,285.2 | 10,262.8 | -38,036.9 |
| 经营活动产生现金流量 | 9,060.6 | 48,460.6 | 1,394.8 | 74,818.8 | 47,110.8 |
| 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 |
| 融资活动产生现金流量 | 3,984.0 | -19,046.5 | 54,438.6 | 36,415.0 | 16,989.1 |

业绩和估值指标

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS(元) | 0.18 | 0.22 | 0.26 | 0.44 | 0.55 |
| BVPS(元) | 1.76 | 1.92 | 2.65 | 3.30 | 3.68 |
| PE(X) | 48.1 | 39.3 | 33.3 | 19.7 | 15.7 |
| PB(X) | 4.9 | 4.5 | 3.3 | 2.6 | 2.4 |
| P/FCF | -19.7 | 43.3 | -15.5 | -66.5 | 33.3 |
| P/S | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 19.8 | 15.0 | 19.8 | 12.8 | 10.4 |
| CAGR(%) | 35.2% | 36.4% | 32.9% | 35.2% | 36.4% |
| PEG | 1.4 | 1.1 | 1.0 | 0.6 | 0.4 |
| ROIC/WACC | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.5 |
| REP | 2.7 | 2.6 | 2.3 | 1.6 | 1.4 |

资料来源: 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 | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| | 张青 | 0755-82821681 | zhangqing2@essence.com.cn |
| | 邹玲玲 | 0755-82558183 | zoull@essence.com.cn |
| | 邓欣 | 0755-82821690 | 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