

## 受益养殖景气传导，业绩持续高增长可期

■事件：2016年4月18日，公司发布了2015年年报。报告期内，实现营业收入约42亿，同比减少1.63%；归属于上市公司股东净利润约2.46亿，同比增长约4.3%，对应EPS为0.26元。同时公司发布利润分配预案，拟每10股派息1.2元（含税）。

### ■我们的分析和判断：

1、15年业绩平稳，16年业绩充分受益养殖板块。报告期内，公司各项业务整体发展较为平稳，其中饲料板块受生猪存栏低位影响略有下滑，兽用生物板块业务稳定增长，同时养殖景气复苏带动养殖板块业务复苏。

本轮猪周期自2015年3月启动，截止2016年4月18日，全国生猪均价约20元/公斤，同比上涨约60%。且因资金、环保等因素，大量养殖户永久退出，本轮周期补栏较为缓慢，预计能繁母猪在低位将持续较长时间。能繁母猪存栏水平决定10-12个月后的生猪供应量，母猪存栏量持续下降决定猪价长期走势，且15年冬季发生寒潮及仔猪腹泻疫病等导致仔猪大量死亡，预计16-17年猪价将持续在高位运行。

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2016年-2017年公司出栏肥猪50、80万头，养殖量大幅增长；同时产能利用率提升叠加原材料价格下降，预计16-17年，公司肥猪成本12.5、12元/公斤；预计养殖板块16-17年贡献业绩2.5亿、4亿。养殖量高速扩张叠加成本下降，将为公司贡献业绩弹性。

2、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，预计下半年生猪存栏量逐步提升，公司招采苗有望受益，预计16年招采苗业务增长10%。

2) 16年下半年多品种推出，奠定高增长基础：

a. 口蹄疫市场苗：公司口蹄疫市场苗过去几年发展受制于产能及老车间设备，销量较小。随着16年公司引进国外设备的到位，工艺调试逐步完成，我们预计16年中旬产品试生产推出，口蹄疫市场苗将成为公司新的利润增长点。口蹄疫市场苗空间预计40亿，是动物疫苗中最大品种，目前行业格局为生物股份一家独大，占据约60%份额。目前包括温氏、牧原等养殖龙头均有一直在使用公司产品，随着公司产品品质提升，公司销售队伍素质高、客群关系好等优势将逐步发挥，将成

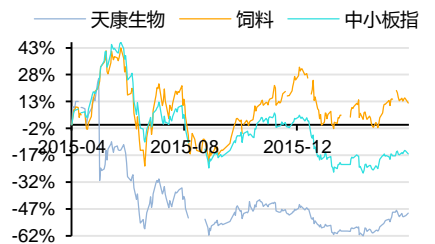
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**15元**  
股价（2016-04-19）**9.44元**

### 交易数据

总市值（百万元）	9,287.03
流通市值（百万元）	4,561.43
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	10.41	13.99	9.67
绝对收益	17.7	17.7	-3.78

吴立

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450515030003  
wuli1@essence.com.cn  
010-83321079

李佳丰

报告联系人  
lijf3@essence.com.cn  
021-35082017

### 相关报告

天康生物：受益养殖景气传导，业绩高增长低估值标的！	2016-04-12
天康生物：受益养殖景气传导，业绩高增长可期	2016-03-24
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

为口蹄疫市场有力竞争品种。预计 16-17 年口蹄疫市场苗贡献收入 0.5、1.5 亿。

**b.禽流感悬浮培养疫苗：**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，目前业内仅有 9 家生产企业。公司是国内首家通过悬浮工艺生产禽流感疫苗，产品品质大幅领先市场现有产品，预计禽类疫苗将有大幅增长。公司公告，该疫苗已完成新兽药注册申报，预计 2016 年 4 月-7 月取得新兽药证书及生产批准文号。我们预计 16-17 年禽流感疫苗销售 0.3、1.5 亿。

**c.猪瘟 E2：**据我们了解，公司产品是首个猪瘟基因工程苗，可辨别出抗原来源，实现可追溯可检测，起到净化猪场功能，预计 16 年下半年推出，成为有力竞争品种。公司公告，该疫苗正在进行复核检验，预计 2016 年 10 月-12 月取得新兽药证书及生产批准文号。我们预计 16-17 年贡献收入 0.2、0.5 亿。

**其他：**猪口蹄疫 O 型三组分合成肽疫苗、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 型二价灭活疫苗等。

### 3、饲料板块：受益养殖景气传导，毛利率提升。

公司公告 2015 年公司饲料销量约 85 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，2016 年公司销量预计增长约 15%，销量有望突破 100 万吨。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。

■**投资建议：**我们预计公司 16 年-18 年净利润为 4.8 亿、7.0 亿、8.1 亿，增速分别为 90%、50%、15%；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，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 15 元。

■**风险提示：**猪价上涨不达预期；

(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	401,462.7	416,728.9	493,823.7	597,032.9	672,856.1
净利润	20,763.0	24,579.3	46,786.5	70,453.9	81,293.0
每股收益(元)	0.22	0.26	0.49	0.73	0.84
每股净资产(元)	1.92	2.44	2.78	3.63	4.23
<b>盈利和估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
市盈率(倍)	43.8	37.1	19.7	13.2	11.5
市净率(倍)	5.0	4.0	3.5	2.7	2.3
净利润率	5.2%	5.9%	9.5%	11.8%	12.1%
净资产收益率	11.2%	10.5%	17.5%	20.1%	20.0%
股息收益率	0.5%	0.0%	1.6%	2.3%	2.6%
ROIC	10.9%	13.6%	19.6%	23.5%	21.5%

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)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	401,462.7	416,728.9	493,823.7	597,032.9	672,856.1	成长性					
减:营业成本	322,530.7	325,780.2	382,466.5	451,536.0	506,593.4	营业收入增长率	7.8%	3.8%	18.5%	20.9%	12.7%
营业税费	381.6	417.6	493.8	597.0	672.9	营业利润增长率	24.8%	11.3%	109.8%	52.2%	15.9%
销售费用	28,405.4	31,512.2	39,505.9	35,822.0	40,371.4	净利润增长率	22.3%	18.4%	90.3%	50.6%	15.4%
管理费用	21,880.0	30,581.3	29,629.4	28,657.6	32,297.1	EBITDA 增长率	18.0%	28.0%	65.2%	47.4%	18.3%
财务费用	2,633.2	3,791.4	-	-	-	EBIT 增长率	20.3%	14.8%	81.2%	52.2%	15.9%
资产减值损失	2,868.0	4,739.5	3,296.3	3,634.6	3,890.2	NOPLAT 增长率	16.7%	18.5%	75.6%	52.2%	15.9%
加:公允价值变动收益	-	28.6	14.3	-2.4	-3.2	投资资本增长率	-5.0%	21.7%	27.2%	26.9%	8.6%
投资和汇兑收益	-1,158.3	4,105.8	12,000.0	-	-	净资产增长率	8.7%	27.5%	13.3%	30.0%	15.9%
营业利润	21,605.6	24,041.1	50,446.1	76,783.3	89,027.9	利润率					
加:营业外净收支	1,360.5	2,954.1	1,740.4	2,018.3	2,237.6	毛利率	19.7%	21.8%	22.5%	24.4%	24.7%
利润总额	22,966.1	26,995.1	52,186.5	78,801.6	91,265.5	营业利润率	5.4%	5.8%	10.2%	12.9%	13.2%
减:所得税	2,802.3	2,513.8	6,366.8	9,613.8	11,134.4	净利润率	5.2%	5.9%	9.5%	11.8%	12.1%
净利润	20,763.0	24,579.3	46,786.5	70,453.9	81,293.0	EBITDA/营业收入	8.6%	10.6%	14.8%	18.0%	18.9%
						EBIT/营业收入	6.0%	6.7%	10.2%	12.9%	13.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	93	104	111	114	116
						流动资产周转天数	49	50	52	46	46
						流动营业资本周转天数	131	154	141	119	120
						流动资产周转天数	131	154	141	119	120
						应收帐款周转天数	13	13	14	13	13
						存货周转天数	66	65	63	62	61
						总资产周转天数	265	295	288	279	286
						投资资本周转天数	171	177	187	197	203
						投资回报率					
						ROE	11.2%	10.5%	17.5%	20.1%	20.0%
						ROA	6.7%	6.4%	11.3%	13.4%	14.6%
						ROIC	10.9%	13.6%	19.6%	23.5%	21.5%
						费用率					
						销售费用率	7.1%	7.6%	8.0%	6.0%	6.0%
						管理费用率	5.5%	7.3%	6.0%	4.8%	4.8%
						财务费用率	0.7%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	13.2%	15.8%	14.0%	10.8%	10.8%
						偿债能力					
						资产负债率	37.9%	37.3%	33.6%	32.0%	25.8%
						负债权益比	61.0%	59.5%	50.5%	47.1%	34.8%
						流动比率	1.47	1.63	1.45	1.59	1.81
						速动比率	0.76	1.02	0.69	0.78	0.88
						利息保障倍数	9.21	7.34			
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	0.15	0.22	0.25
						分红比率	20.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.5%	0.0%	1.6%	2.3%	2.6%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	20,163.8	24,481.4	46,786.5	70,453.9	81,293.0	EPS(元)	0.22	0.26	0.49	0.73	0.84
加:折旧和摊销	10,498.2	16,745.1	22,593.4	30,889.7	38,340.5	BVPS(元)	1.92	2.44	2.78	3.63	4.23
资产减值准备	2,868.0	4,739.5	-	-	-	PE(X)	43.8	37.1	19.7	13.2	11.5
公允价值变动损失	-	-28.6	14.3	-2.4	-3.2	PB(X)	5.0	4.0	3.5	2.7	2.3
财务费用	2,530.7	4,283.6	-	-	-	P/FCF	48.2	192.8	-48.2	-321.3	30.1
投资损失	1,158.3	-4,105.8	-12,000.0	-	-	P/S	2.3	2.2	1.9	1.6	1.4
少数股东损益	-599.2	-98.0	-966.8	-1,266.1	-1,161.9	EV/EBITDA	15.0	21.7	13.0	8.8	7.2
营运资金的变动	12,492.2	-3,940.3	-6,790.0	-3,336.7	-13,695.7	CAGR(%)	50.8%	48.5%	40.6%	50.8%	48.5%
经营活动产生现金流量	48,460.6	51,218.6	49,637.4	96,738.4	104,772.7	PEG	0.9	0.8	0.5	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-15,826.8	-18,824.6	-64,677.2	-104,401.2	-55,499.3	ROIC/WACC	1.1	1.4	2.0	2.4	2.2
融资活动产生现金流量	-19,046.5	-24,394.2	-18,650.0	15,919.5	-43,207.5	REP	2.6	3.1	1.7	1.1	1.1

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@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
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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： 上海市虹口区东大名路638号3楼

邮编： 200122

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034