

疫苗渐次放量，养殖弹性推动业绩高增长

核心观点：

1、事件

天康生物近期公布 2015 年年报：2015 年度实现营业收入 41.67 亿元，同比增长 3.8%；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 83.65%；EPS 为 0.27 元。其中，第四季度营业收入 10.11 亿元，同比减少 13.57%；归母净利润 0.34 亿元，同比下降 46.8%。

另外，公司公布 2016 年度 1 季报：报告期内实现营业收入 9.62 亿元，同比减少 6.08%；归母净利润 0.97 亿元，同比增长 97.16%；EPS 为 0.1 元。公司预计 2016 年上半年实现归母净利润 1.69-2.11 亿元，同比增长 20%-50%。

2、我们的分析与判断

业绩符合预期，养殖业绩贡献弹性。2015 年度，公司的饲料业务受益于玉米、豆粕成本下滑，毛利率同比增长 2.94%达到 12.13%，但由于销量和价格走低，收入同比下降 10.5%；**养殖**方面全年出栏生猪约 30 万头，其中大猪：仔猪的比例为 2:1，全年收入同比增长 23.9%，净利润达到 2000 万元以上；**兽用疫苗**全年销量同比增长 17.3%至 15.4 万头份，由于招采苗价格下滑导致毛利率下滑 2.68%，全年收入同比增加 4.58%。2015 年四季度，由于公司计提商誉减值和坏账减值准备合计 3702 万元（2014 年该费用为 1964 万元），短期业绩增速略有下滑。2016 年一季度，公司出栏生猪约 10 万头，生猪均价同比上涨 50%至 18.3 元/公斤，预计一季度贡献公司利润约 5000 万，养殖业务高弹性是公司一季度取得亮眼业绩的主因。

招采苗春防平稳增长，新品储备丰富。公司政府苗的三大产品：口蹄疫、小反刍、猪蓝耳，在 2016 年春防中实现平稳增长，同比增速在 10%左右。2015 年，公司口蹄疫市场苗受制于产能瓶颈增长不足，目前正在对口蹄疫悬浮车间的改造，并将于 2016 年 7 月份投入使用，届时口蹄疫产能增至 25 亿毫升。另外，公司的在研品种丰富，包括：1、禽流感 H5N1 二价苗：采用悬浮培养技术，已经获得新药证书，预计 2016 年下半年将获得批文并推出；2、猪瘟 E2：高端猪瘟苗，主要针对规模猪场，具有种群净化作用，预计 2016 年三季度推出；3、口蹄疫 AO 二价合成肽疫苗：正处于申请新药证书的临床试验阶段；4、圆环、支原体、布病等储备疫苗品种丰富产品线。预计公司 2016 年疫苗部分将带来 1 亿元的业绩增量，净利润达到 1.5 亿元以上。

生猪价格高企，养殖端盈利。公司通过吸收合并天康控股，收购宏展农牧科技 70%的股权，扩大生猪养殖规模，2016 年全年生猪出栏预计将达到 40 万头，大猪比例将得到提升。我们预计 2016 年生猪平均价格将在 18 元/公斤，以养殖成本 13 元/公斤计算，则头均盈利 500 元/头，养殖业务预计将贡献公司 2 亿元的业绩。随着公司家庭农场轻资产扩张，公司将在十三五规划期间，逐渐扩大生猪养殖规模至 300 万头。

天康生物（002100）

推荐 评级

分析师

张婧

☎：(8610) 66568757

✉：zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513070001

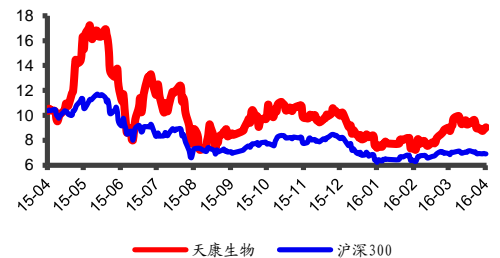
联系人

史凡可

☎：(8510) 83571363

✉：shifanke@chinastock.com.cn

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究：

2016.3.30《农林牧渔行业深度：养殖后周期景气上升，饲料动保业绩大幅增长》

3、投资建议

我们预计公司 2016-2017 年的净利润为 4 / 4.9 亿,对应 EPS 为 0.42 / 0.51 元(摊薄后),对应当前股价 PE 为 22 / 18 倍,给予公司“推荐”评级。

表 1: 财务预测表

资产负债表					利润表				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	596.62	561.47	1112.15	1829.89	营业收入	4167.29	4706.72	5106.55	5543.73
应收和预付款项	420.17	403.51	484.91	473.20	营业成本	3257.80	3609.17	3875.93	4159.30
存货	771.64	885.22	894.10	1015.31	营业税金及附加	4.18	4.76	5.17	5.61
其他流动资产	142.01	142.01	142.01	142.01	营业费用	315.12	330.52	358.60	389.30
长期股权投资	56.01	56.01	56.01	56.01	管理费用	305.81	279.45	303.19	329.14
固定资产和在建工程	1490.66	1244.43	998.20	751.97	财务费用	37.91	6.53	-15.72	-29.98
无形资产和开发支出	175.73	153.34	130.95	108.56	资产减值损失	47.40	32.96	32.96	32.96
其他非流动资产	15.66	7.83	0.00	0.00	投资净收益	41.06	0.00	0.00	0.00
资产总计	3668.51	3453.82	3818.33	4376.94	公允价值变动损益	0.29	0.00	0.00	0.00
短期借款	619.32	0.00	0.00	0.00	营业利润	240.41	443.32	546.42	657.39
应付账款	557.37	638.95	608.12	693.58	其他非经营损益	29.54	17.40	17.40	17.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	269.95	460.72	563.82	674.79
其他负债	106.59	106.59	106.59	106.59	所得税	25.14	69.11	84.57	101.22
负债合计	1283.29	745.54	714.72	800.17	净利润	244.81	391.62	479.25	573.57
归属母公司股东权益	2351.95	2683.28	3088.74	3574.01	少数股东损益	-0.98	-8.27	-10.12	-12.12
少数股东权益	33.27	25.00	14.87	2.76	归属母公司股东净利润	245.79	399.89	489.37	585.69
股东权益合计	2385.22	2708.27	3103.62	3576.77	每股收益 (EPS)	0.26	0.42	0.51	0.61
负债和股东权益合计	3668.51	3453.82	3818.33	4376.94					
现金流量表					财务指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	245.79	399.89	489.37	585.69	毛利率	21.82%	23.32%	24.10%	24.97%
折旧与摊销	167.45	243.49	243.49	235.66	销售净利率	5.87%	8.32%	9.38%	10.35%
经营性现金净流量	515.61	641.35	600.96	770.26	ROE	10.45%	14.90%	15.84%	16.39%
投资性现金净流量	-188.25	14.79	14.79	14.79	ROA	8.30%	13.44%	14.27%	14.66%
筹资性现金净流量	-243.94	-691.29	-65.08	-67.32	ROIC	12.21%	15.50%	20.44%	25.98%
现金流量净额	83.42	-35.15	550.68	717.73	销售收入增长率	3.80%	12.94%	8.49%	8.56%
EBITDA	471.89	707.62	788.48	877.35	营业利润增长率	20.72%	52.46%	17.42%	17.74%
					净利润增长率	21.41%	59.96%	22.38%	19.68%

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

张婧，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn