

2016年10月27日

天康生物 (002100.SZ)

业绩符合预期，持续高增长可期

■事件：10月27日，公司发布2016年三季报。报告期内实现营收32.6亿，同比增长3.2%；实现归属于上市公司股东的净利润3.19亿，同比增长约51%；扣非净利润3.14亿，同比增长约61%。其中第三季度净利润1.27亿，同比增长79%。同时公司预计2016年净利润3.19-3.93亿，同比增长30-60%。

■我们的分析和判断：

1、受益养殖高景气，业绩大幅增长。报告期内，公司各项业务整体发展较为平稳。受益猪价上涨，养殖板块业绩大幅增长，带动公司业绩大幅增长。

能繁母猪存栏量低位决定猪价长期走势，预计16-17年猪价将持续在高位运行。我们预计公司2016年-2017年公司出栏肥猪40、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1.5亿、2.5亿。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，我们预计随着产品试生产推出，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。据调研，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：已获得新兽药证书，预计16年取得生产批准文号。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，该疫苗已取得新兽药证书，预计2016年中旬取得生产批文，为公司发展奠定基础。我们预计16-17年禽流感疫苗销售0.3、1.5亿。

公司快报

证券研究报告

饲料

投资评级 **买入-A**

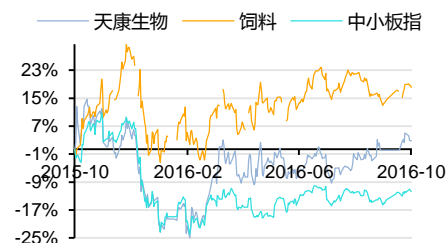
维持评级

6个月目标价：**15元**
股价(2016-10-27) **9.80元**

交易数据

总市值(百万元)	9,441.17
流通市值(百万元)	6,951.15
总股本(百万股)	963.38
流通股本(百万股)	709.30
12个月价格区间	7.23/11.08元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.87	10.01	14.72
绝对收益	2.73	8.41	3.11

吴立

分析师

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

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001
lijf3@essence.com.cn
021-35082017

相关报告

天康生物：天康生物：定增打造现代农牧产业链，大股东及管理层参与凸显发展信心	2016-10-17
天康生物：业绩大幅增长，持续高增长可期	2016-08-23
天康生物：一季度业绩同比增约100%，养殖贡献高弹性	2016-04-28
天康生物：受益养殖景气传导，业绩持续高增长可期	2016-04-20
天康生物：受益养殖景气传导，业绩高增长低估值	2016-04-12

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、定增打造现代农牧产业链，大股东及管理层参与凸显发展信心。 10 月 16 日，公司发布非公开发行股票预案，拟发行股份数量不超过 16,172.4824 万股，募集资金总额不超过 13.8 亿元用于建设高新区北区制药工业园二期工程、生猪养殖产业化项目以及养殖云平台+产业智能物联网建设项目。同时，此次认购对象包括公司控股股东兵团国资公司和天邦投资（公司主要管理层持股）。公司在 2015 年已开始进行产业链延伸，2015 年完成对新疆天康控股的吸收合并后，主营业务从兽用生物制品、饲料的生产和销售向种猪繁育、生猪养殖和屠宰肉品加工业务拓展，打造生猪养殖全产业链。公司此次定增拟募集资金总额不超过 13.8 亿元用于建设高新区北区制药工业园二期工程、生猪养殖产业化项目以及养殖云平台+产业智能物联网建设项目，1) 在兽用生物制药业务方面，高新区北区制药工业园二期工程建设项目将建设具备生产动物用疫苗 99,300 万毫升能力的生产线，产能和产品研发能力进一步升级。2) 生猪养殖方面，生猪养殖产业化项目计划在新疆和河南地区建设种猪、生猪养殖场，逐渐实现年出栏生猪 100 万头的产能目标。3) 养殖云平台+产业智能物联网建设项目目的以公司各项农牧业务为基础构建农牧养殖行业发展云平台，通过信息化系统提高养殖效率，同时发展电商平台建设公司产品网络销售平台，提高市占率。此次认购对象包括公司控股股东兵团国资公司以及公司主要管理层所持股公司天邦投资，凸显了大股东以及公司管理层对公司发展的信心。

■投资建议: 我们预计公司 16 年-18 年净利润为 4.0 亿、5.4 亿、6.0 亿，增速分别为 61%、38%、10%；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	473,820.8	585,168.7	694,595.2
净利润	20,763.0	24,579.3	39,568.0	54,449.6	60,360.0

每股收益(元)	0.22	0.26	0.41	0.57	0.63
每股净资产(元)	1.92	2.44	2.73	3.47	3.90

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	44.6	37.7	23.9	17.2	15.6
市净率(倍)	5.1	4.0	3.6	2.8	2.5
净利润率	5.2%	5.9%	8.4%	9.3%	8.7%
净资产收益率	11.2%	10.5%	15.0%	16.3%	16.0%
股息收益率	0.5%	1.2%	1.2%	1.7%	1.9%
ROIC	10.9%	13.6%	18.4%	20.2%	17.2%

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	473,820.8	585,168.7	694,595.2	成长性					
减:营业成本	322,530.7	325,780.2	370,480.5	451,691.7	541,298.0	营业收入增长率	7.8%	3.8%	13.7%	23.5%	18.7%
营业税费	381.6	417.6	473.8	585.2	694.6	营业利润增长率	24.8%	11.3%	80.2%	38.5%	10.9%
销售费用	28,405.4	31,512.2	35,820.9	35,110.1	41,675.7	净利润增长率	22.3%	18.4%	61.0%	37.6%	10.9%
管理费用	21,880.0	30,581.3	28,429.2	29,258.4	34,729.8	EBITDA 增长率	18.0%	28.0%	58.2%	37.0%	15.5%
财务费用	2,633.2	3,791.4	4,008.7	4,889.1	5,794.2	EBIT 增长率	20.3%	14.8%	70.1%	37.1%	11.4%
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%	64.8%	37.1%	11.4%
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%	25.1%	30.6%	9.4%
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%	11.6%	26.7%	12.5%
营业利润	21,605.6	24,041.1	43,325.7	59,997.2	66,509.5	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%	21.8%	22.8%	22.1%
利润总额	22,966.1	26,995.1	45,066.1	62,015.5	68,747.1	营业利润率	5.4%	5.8%	9.1%	10.3%	9.6%
减:所得税	2,802.3	2,513.8	5,498.1	7,565.9	8,387.1	净利润率	5.2%	5.9%	8.4%	9.3%	8.7%
净利润	20,763.0	24,579.3	39,568.0	54,449.6	60,360.0	EBITDA/营业收入	8.6%	10.6%	14.8%	16.4%	15.9%
						EBIT/营业收入	6.0%	6.7%	10.0%	11.1%	10.4%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	93	104	116	117	112
货币资金	41,960.0	73,195.7	37,905.7	46,813.5	55,567.6	流动资产周转天数	49	50	52	47	47
交易性金融资产	-	-21.5	-7.2	-9.6	-12.7	流动资产周转天数	131	154	143	121	122
应收账款	11,594.8	19,191.4	16,503.1	26,506.8	25,047.6	应收账款周转天数	13	13	14	13	13
应收票据	43.0	105.7	39.5	90.5	63.9	存货周转天数	66	65	63	63	64
预付账款	20,091.1	22,719.9	26,121.8	33,576.8	37,754.2	总资产周转天数	265	295	295	283	281
存货	72,391.5	77,164.2	88,790.5	116,227.3	129,311.5	投资资本周转天数	171	177	193	200	200
其他流动资产	2,985.7	14,222.9	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.2%	10.5%	15.0%	16.3%	16.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	6.4%	10.0%	10.4%	10.7%
长期股权投资	14,882.4	5,601.2	12,401.4	37,401.4	37,401.4	ROIC	10.9%	13.6%	18.4%	20.2%	17.2%
投资性房地产	58.4	-	-	-	-	费用率					
固定资产	108,653.4	133,083.1	171,922.6	206,302.4	226,661.6	销售费用率	7.1%	7.6%	7.6%	6.0%	6.0%
在建工程	6,889.5	15,982.4	22,794.7	24,838.4	22,451.5	管理费用率	5.5%	7.3%	6.0%	5.0%	5.0%
无形资产	18,262.2	17,573.1	16,765.9	15,958.7	15,151.5	财务费用率	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	3,298.1	1,708.1	3,653.4	16,112.1	15,674.1	三费/营业收入	13.2%	15.8%	14.4%	11.8%	11.8%
资产总额	301,110.0	380,526.2	396,891.4	523,818.3	565,072.2	偿债能力					
短期债务	41,500.0	61,931.8	54,352.9	43,031.9	66,850.4	资产负债率	37.9%	37.3%	32.9%	35.6%	32.8%
应付账款	39,541.9	42,740.5	42,861.1	65,419.4	65,093.5	负债权益比	61.0%	59.5%	49.1%	55.2%	48.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.47	1.63	1.44	1.63	1.56
其他流动负债	20,259.8	22,202.2	20,380.4	28,744.3	27,055.3	速动比率	0.76	1.02	0.69	0.78	0.74
长期借款	-	-	-	35,546.1	12,459.4	利息保障倍数	9.21	7.34	11.81	13.27	12.48
其他非流动负债	12,801.5	15,129.7	13,039.1	13,656.8	13,941.8	分红指标					
负债总额	114,103.2	142,004.2	130,633.5	186,398.5	185,400.4	DPS(元)	0.05	0.12	0.12	0.17	0.19
少数股东权益	1,991.8	3,327.1	3,327.1	3,327.1	3,327.1	分红比率	20.9%	47.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	43,415.9	96,338.5	96,384.0	96,384.0	96,384.0	股息收益率	0.5%	1.2%	1.2%	1.7%	1.9%
留存收益	141,599.1	138,849.2	166,546.8	237,708.7	279,960.7						
股东权益	187,006.8	238,522.0	266,257.8	337,419.6	379,671.7						

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	39,568.0	54,449.6	60,360.0	EPS(元)	0.22	0.26	0.41	0.57	0.63
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	2.73	3.47	3.90
资产减值准备	2,868.0	4,739.5	-	-	-	PE(X)	44.6	37.7	23.9	17.2	15.6
公允价值变动损失	-	-28.6	14.3	-2.4	-3.2	PB(X)	5.1	4.0	3.6	2.8	2.5
财务费用	2,530.7	4,283.6	4,008.7	4,889.1	5,794.2	P/FCF	49.0	196.0	-39.2	-108.9	36.3
投资损失	1,158.3	-4,105.8	-12,000.0	-	-	P/S	2.4	2.3	2.0	1.6	1.4
少数股东损益	-599.2	-98.0	-	-	-	EV/EBITDA	15.0	21.7	13.8	10.2	8.8
营运资金的变动	12,492.2	-3,940.3	-2,130.8	-12,463.1	-17,151.4	CAGR(%)	39.3%	35.1%	33.9%	39.3%	35.1%
经营活动产生现金流量	48,460.6	51,218.6	52,053.6	77,762.9	87,340.1	PEG	1.1	1.1	0.7	0.4	0.4
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	1.3	1.8	2.0	1.7
融资活动产生现金流量	-19,046.5	-24,394.2	-22,666.4	35,546.1	-23,086.7	REP	2.6	3.2	1.9	1.4	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、李佳丰声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

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号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034