

2017年08月22日

天康生物 (002100.SZ)

业绩略有下滑，期待产品放量推动新发展！

■事件1: 8月22日，公司发布半年报：报告期内，实现营业收入22.69亿元，同比增长4.88%；归属于上市公司股东的净利润1.9亿元，同比减少1.14%。

■事件2: 8月22日，公司公布2017年1-9月业绩预告，预计2017年1-9月归母净利润2.55-3.51亿元，同比上升-20%~10%。

我们的分析和判断：

1、业绩略有下滑，疫苗收入恢复增长。根据公司2017年半年报，业绩同比略有下滑，其中疫苗及生猪养殖是抵消业绩下滑的主动动力。

分产品看，

- 1) 饲料：2017年上半年实现营业收入11.04亿元，同比减少2.23%；毛利率12.81%，同比下降2.23pct。
- 2) 农产品加工：2017年上半年实现营业收入5.3亿元，同比增长30.28%；毛利率3.95%，同比下降3.21pct。
- 3) 兽药：2017年上半年实现营业收入2.66亿元，同比增长13.22%；毛利率70.8%，同比上升8.2pct。
- 4) 生猪养殖：2017年上半年实现营业收入1.02亿元，同比增长57.67%，主要受益于公司上半年生猪出栏量大幅上升：根据公司公告，上半年生猪累计销售13.95万头，同比增长26.68%；毛利率49.94%，同比上升19.2pct。
- 5) 屠宰加工及肉制品销售：2017年上半年实现营业收入2.51亿元，同比下降11.23%；毛利率29.98%，同比下降3.06pct。

分地区看，

- 1) 新疆区内：报告期内实现营业收入13.15亿元，同比增长18.87%。
- 2) 新疆区外：报告期内实现营业收入9.55亿元，同比减少9.74%。

2、禽流感疫苗生产获批，打开成长空间，奠定公司高增长基础。公司是国内首家通过悬浮工艺生产禽流感疫苗，根据公司公告，2017年2月两种新批兽药产品，重组禽流感病毒(H5亚型)二价灭活疫苗(细胞源，Re-6株+Re-8株)和重组禽流感病毒(H5亚型)三价灭活疫苗(细胞源，Re-6株+Re-7株+Re-8株)获得批准文号，将进一步丰富公司产品结构，形成口蹄疫、禽流感、小反刍兽疫、猪瘟、蓝耳病、

公司快报

证券研究报告

饲料

投资评级 **买入-A**

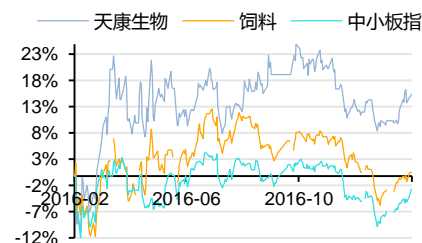
维持评级

6个月目标价：**10.00元**
股价(2017-08-22) **8.35元**

交易数据

总市值(百万元)	8,044.26
流通市值(百万元)	5,923.88
总股本(百万股)	963.38
流通股本(百万股)	709.45
12个月价格区间	7.62/10.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.18	-3.85	-9.23
绝对收益	4.64	6.95	-6.72

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：业绩稳健，预计新品种陆续上市推动业绩稳定增长！/李佳丰 2017-05-01
- 天康生物：业绩高增长，禽流感等疫苗品种陆续上市预计推动业绩稳定增长！/李佳丰 2017-04-21
- 天康生物：2016年盈利大幅提高，禽流感(H5亚型)疫苗获批，奠定2017年增长基础/李佳丰 2017-02-28
- 天康生物：禽流感(H5亚型)疫苗获批，奠定增长基础/李佳丰 2017-02-24
- 天康生物：业绩符合预期，持续高增长可期/吴立 2016-10-27

3. 多品种有望推出，奠定高增长基础。

a. 新的利润增长点-口蹄疫市场苗：猪口蹄疫 O 型三组分合成肽疫苗已于 2017 年 1 月获得新兽药证书；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（OHM/02 株+AKT-III 株）；及口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价合成肽疫苗（多肽 7101+7301）已经完成新兽药注册申报初审，预计 2017 年底获得新兽药证书；）口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗已申报临床试验；多个新口蹄疫疫苗预计将陆续上市，预计将成为公司新的利润增长点。口蹄疫疫苗是动物疫苗中最大品种，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。

b. 备受关注的猪瘟 E2：公司的产品是猪瘟基因工程苗，可辨别出抗原来源，实现可追溯可检测，起到净化猪场功能，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 2017 年有望推出。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017 -19 年净利润为 4.13/5.16/5.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.43/0.54/0.6 元/股，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 10 元。

■ **风险提示：**猪价上涨不达预期；新品推出不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,167.3	4,444.1	4,666.3	5,109.6	5,620.6
净利润	245.8	392.5	412.5	515.8	581.1
每股收益(元)	0.26	0.41	0.43	0.54	0.60
每股净资产(元)	2.44	2.73	3.05	3.42	3.85

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	32.7	20.5	19.5	15.6	13.8
市净率(倍)	3.4	3.1	2.7	2.4	2.2
净利润率	5.9%	8.8%	8.8%	10.1%	10.3%
净资产收益率	10.5%	14.9%	14.0%	15.6%	15.7%
股息收益率	1.4%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%
ROIC	13.6%	16.6%	14.9%	18.3%	15.8%

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					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,167.3	4,444.1	4,666.3	5,109.6	5,620.6	成长性					
减:营业成本	3,257.8	3,354.3	3,523.1	3,814.9	4,193.0	营业收入增长率	3.8%	6.6%	5.0%	9.5%	10.0%
营业税费	4.2	11.5	7.0	7.7	8.4	营业利润增长率	11.3%	61.1%	16.6%	26.3%	13.1%
销售费用	315.1	282.6	298.6	321.9	348.5	净利润增长率	18.4%	59.7%	5.1%	25.0%	12.6%
管理费用	305.8	365.8	374.2	385.8	417.6	EBITDA 增长率	28.0%	32.5%	24.6%	27.6%	15.9%
财务费用	37.9	21.3	11.9	9.4	8.7	EBIT 增长率	14.8%	46.8%	13.4%	25.0%	12.7%
资产减值损失	47.4	20.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	18.6%	48.1%	5.4%	25.0%	12.7%
加:公允价值变动收益	0.3	-	-	-	-	投资资本增长率	21.7%	17.5%	1.6%	30.6%	-4.6%
投资和汇兑收益	41.1	-0.5	-	-	-	净资产增长率	27.5%	13.4%	11.2%	11.9%	11.9%
营业利润	240.4	387.3	451.5	570.0	644.4	利润率					
加:营业外净收支	29.5	38.9	27.3	31.9	32.7	毛利率	21.8%	24.5%	24.5%	25.3%	25.4%
利润总额	270.0	426.2	478.8	602.0	677.2	营业利润率	5.8%	8.7%	9.7%	11.2%	11.5%
减:所得税	25.1	36.3	71.8	90.3	101.6	净利润率	5.9%	8.8%	8.8%	10.1%	10.3%
净利润	245.8	392.5	412.5	515.8	581.1	EBITDA/营业收入	10.6%	13.2%	15.6%	18.2%	19.2%
						EBIT/营业收入	6.7%	9.2%	9.9%	11.3%	11.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	104	109	122	140	143
						流动资产周转天数	50	63	54	54	57
						流动资本周转天数	154	187	157	136	139
						应收帐款周转天数	13	15	14	14	14
						存货周转天数	65	67	64	64	65
						总资产周转天数	294	336	323	313	314
						投资资本周转天数	178	199	206	219	220
						投资回报率					
						ROE	10.5%	14.9%	14.0%	15.6%	15.7%
						ROA	6.4%	8.7%	10.5%	10.2%	12.0%
						ROIC	13.6%	16.6%	14.9%	18.3%	15.8%
						费用率					
						销售费用率	7.6%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%
						管理费用率	7.3%	8.2%	8.0%	7.6%	7.4%
						财务费用率	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
						三费/营业收入	15.8%	15.1%	14.7%	14.0%	13.8%
						偿债能力					
						资产负债率	37.3%	39.8%	22.6%	32.9%	21.3%
						负债权益比	59.5%	66.1%	29.2%	49.0%	27.0%
						流动比率	1.63	1.53	2.06	2.00	2.26
						速动比率	1.02	0.99	1.03	1.10	1.16
						利息保障倍数	7.34	19.20	39.04	61.70	75.37
						分红指标					
						DPS(元)	0.12	0.10	0.13	0.16	0.18
						分红比率	47.0%	24.5%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	1.4%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	244.8	389.9	412.5	515.8	581.1	EPS(元)	0.26	0.41	0.43	0.54	0.60
加:折旧和摊销	167.5	182.2	266.2	351.7	425.9	BVPS(元)	2.44	2.73	3.05	3.42	3.85
资产减值准备	47.4	20.9	-	-	-	PE(X)	32.7	20.5	19.5	15.6	13.8
公允价值变动损失	-0.3	-	-	-	-	PB(X)	3.4	3.1	2.7	2.4	2.2
财务费用	42.8	25.5	11.9	9.4	8.7	P/FCF	166.5	36.8	-22.0	42.2	36.9
投资损失	-41.1	0.5	-	-	-	P/S	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4
少数股东损益	-1.0	-2.7	-5.5	-4.1	-5.5	EV/EBITDA	21.7	14.8	10.7	8.9	7.1
营运资金的变动	-39.4	-293.5	386.7	-506.7	292.4	CAGR(%)	27.9%	13.9%	26.4%	27.9%	13.9%
经营活动产生现金流量	512.2	316.1	1,071.8	366.1	1,302.6	PEG	1.2	1.5	0.7	0.6	1.0
投资活动产生现金流量	-188.2	-337.2	-695.4	-665.1	-555.1	ROIC/WACC	1.3	1.6	1.4	1.8	1.5
融资活动产生现金流量	-243.9	93.0	-851.2	334.5	-706.7	REP	3.3	2.1	2.0	1.3	1.5

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

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	王秋实	010-83321351
田星汉		010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人		胡珍	0755-82558073
	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