东兴证券
DONGXING SECURITIES

短期乏力不改长期趋势 银子终会闪耀

——天康生物（002100）2018 年半年报点评

2018 年 08 月 23 日

推荐/首次

天康生物 | 财报点评

孟维肖 分析师 执业证书编号：S1480518070002

Mengweixiao520@sina.com 010-66554040

事件：

2018 年 8 月 22 日，公司发布 2018 年半年度报告称，2018 年上半年公司实现营业收入 22.86 亿元，同比增长 0.73%；归母净利润 1.08 亿元，同比下降 43.05%。预计 2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 19,236.09 至 28,854.14 万元，同比下降 40%到 10%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1187.66	1039.39	1230.08	1196.63	1163.93	996.37	1289.73
增长率（%）	17.42%	8.00%	2.39%	9.51%	-2.00%	-4.14%	4.85%
毛利率（%）	24.10%	22.86%	20.14%	24.79%	25.89%	20.77%	17.68%
期间费用率（%）	20.17%	10.58%	12.95%	12.43%	18.67%	13.29%	13.36%
营业利润率（%）	2.97%	11.23%	4.83%	12.10%	9.01%	5.80%	4.11%
净利润（百万元）	72.66	106.35	81.61	130.31	85.51	54.35	47.42
增长率（%）	110.94%	10.45%	-14.42%	03.77%	17.68%	-48.89%	-41.89%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.11	0.09	0.14	0.09	0.06	0.05
资产负债率（%）	39.78%	36.89%	40.44%	37.99%	47.98%	48.20%	50.28%
净资产收益率（%）	2.69%	3.78%	2.92%	4.46%	2.80%	1.74%	1.54%
总资产收益率（%）	1.62%	2.39%	1.74%	2.76%	1.46%	0.90%	0.77%

观点：

➢ **受周期影响公司生猪养殖毛利率有所下降**

公司营业收入实现同比增长 0.73%，基本保持平稳。一方面占公司营收较大比重的饲料业务毛利率同比上升了 1.51 个百分点，销售收入同比上升 4.73%；生猪养殖规模扩大实现营收增加；另一方面植物蛋白及油脂加工业务销售收入同比减少 12.48%；生猪养殖业务毛利率为 13.76%，同比下降了 36.18 个百分点，抵消了部分产能扩大的效益。净利润的下滑主要为三费上升过快。公司全产业链布局过程中伴随着一些产业毛利率的下降和管理费用上升属正常现象，业绩短期下滑是为了长期布局积蓄力量。

➢ 多元化产品布局 助力未来公司业绩改善

公司轻资产打法清晰，随着畜牧产业链的不断完善，同时扩大“公司+农户”的饲养模式的比重，产品利润率的小幅降低来源于公司涉足新行业的内功不足，随着公司实现现代畜牧业畜禽良种繁育、饲料与饲养管理、动物药品及疫病防治以及畜产品加工销售四个关键环节的完整闭合，形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构，公司的多元化板块有助于分散养殖和动保行业的经营风险。

➢ 突发疫情加速猪周期进程 公司有望全产业链受益

非洲猪瘟有助于公司营收增长契机。从8月1日发现首例非洲猪瘟疫情之后，近期国家农业部又公布了2例非洲猪瘟疫情，虽然目前防控积极有效，但不排除非洲猪瘟未来在其它地区发现的可能。从猪周期的角度角度来看，非洲猪瘟的来袭有望加速猪周期的过程，更早的迎来新一轮上涨周期，随着19-20年温氏、牧原等养殖公司生猪存栏的不断增加，有助于提高行业整体的相关疫苗的免疫覆盖率，生猪企业对于完善免疫体系等方面的需求将明显增加。公司动保板块与养殖板块保持着利润方向变动的一致性，此外屠宰、饲料业务的互补性，有利于化解畜禽疫病带来的经营风险。

投资建议与评级：

结论：我们认为动保市场苗推进比我们预期的要慢一些，但是预计公司产业链整合完成后，业绩有望随明年生猪周期上行时出现较大幅度的改善，规模化养殖集中度是相对长期的过程，公司打法清晰不断扩充上下游产业，未来将稳定增长。我们预计 2018-2020 年营业收入分别为 47.5 亿元、52 亿元和 57 亿元，归母净利润分别为 12.8 亿元、14.3 亿元和 16.8 亿元，每股收益分别为 0.76 元、0.81 元和 0.85 元，对应 PE 分别为 8.0X、7.5X 和 7.19X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：

养殖风险，

公司盈利预测表

资产负债				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合	2541	3575	3570	4458	5396
货币资金	848	1814	1680	2382	3080
应收账款	158	197	185	212	228
其他应收款	14	27	28	31	34
预付款项	453	472	600	680	801
存货	893	901	915	989	1091
其他流动资	173	162	162	162	162
非流动资产	1950	2297	2239	2184	2122
长期股权投	52	44	48	46	47
固定资产	1303.12	1556.34	#######	1535.70	1445.03
无形资产	149	164	178	190	201
其他非流动	15	0	5	7	4
资产总计	4491	5873	5809	6642	7518
流动负债合	1657	1763	1056	1146	1247
短期借款	840	832	0	0	0
应付账款	152	159	156	171	187
预收款项	245	254	321	363	425
一年内到期	0	0	130	130	130
非流动负债	130	1055	318	518	718
长期借款	0	0	200	400	600
应付债券	0	936	0	0	0
负债合计	1787	2818	1374	1664	1965
少数股东权	75	69	75	85	100
实收资本（或	963	963	963	963	963
资本公积	565	566	1444	1444	1444
未分配利润	957	1246	1524	1822	2134
归属母公司	2629	2986	4315	4848	5408
负债和所有	4491	5873	5809	6642	7518

现金流量				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	316	649	665	773	775
净利润	390	404	738	794	838
折旧摊销	318.03	338.61	0.00	167.07	170.67
财务费用	21	22	1	1	1
应收账款减少	0	0	12	-27	-15
预收帐款增加	0	0	66	42	63
投资活动现金	-337	-546	1	-18	-14
公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	-4	2	-1
投资收益	-1	-5	120	115	118
筹资活动现金	93	846	-800	-52	-64
应付债券增加	0	0	-936	0	0
长期借款增加	0	0	200	200	200
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	878	0	0
现金净增加额	72	950	-134	703	697

利润表				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4444	4630	4750	5200	5700
营业成本	3354	3547	3515	3848	4218
营业税金及附	12	18	38	42	46
营业费用	283	274	333	364	419
管理费用	366	340	380	416	456
财务费用	21	22	1	1	1
资产减值损失	20.90	7.30	2.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.51	-5.32	120.00	115.00	118.00
营业利润	387	426	602	644	678
营业外收入	46.10	3.58	160.00	173.00	185.00
营业外支出	7.20	0.72	4.25	4.06	3.01
利润总额	426	429	757	813	860
所得税	36	25	19	20	22
净利润	390	404	738	794	838
少数股东损益	-3	-3	6	10	15
归属母公司净	393	407	732	784	823
EBITDA	727	786	772	830	869
EPS（元）	0.41	0.42	0.76	0.81	0.85

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入增长	6.64%	4.18%	2.59%	9.47%	9.62%
营业利润增长	61.10%	9.93%	41.28%	7.13%	5.28%
归属于母公司	79.87%	7.03%	79.87%	7.03%	5.01%
获利能力					
毛利率(%)	24.52%	23.40%	26.00%	26.00%	26.00%
净利率(%)	8.77%	8.72%	15.54%	15.27%	14.70%
总资产净利润	9.1%	8.74%	6.93%	12.61%	11.80%
ROE(%)	14.93%	13.64%	16.97%	16.17%	15.22%
偿债能力					
资产负债率(%)	40%	48%	24%	25%	26%
流动比率		2.03	3.38	3.89	4.33
速动比率		1.52	2.52	3.03	3.45
营运能力					
总资产周转率	1.07	0.89	0.81	0.84	0.81
应收账款周转	30	26	25	26	26
应付账款周转	29.23	29.79	30.14	31.83	31.86
每股指标（元）					
每股收益(最新	0.41	0.42	0.76	0.81	0.85
每股净现金流	0.07	0.99	-0.14	0.73	0.72
每股净资产(最	2.73	3.10	4.48	5.03	5.61
估值比率					
P/E	14.98	14.62	8.08	7.55	7.19
P/B	2.25	1.98	1.37	1.22	1.09
EV/EBITDA	8.13	7.47	5.91	4.89	4.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

孟维肖

本科毕业于中国农业大学，南新罕布什尔大学硕士。先后就职于多中诚信国际、鹏元资信等多家债券评级机构 2 年债券评级工作经历及中航证券研究所 3 年农林牧渔研究经历。2018 年 7 月加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。