

天康生物 (002100)

证券研究报告

2018年11月29日

兼具低估值与成长性的农牧一体化企业

动物疫苗、饲料、养殖屠宰全产业链布局

公司为农牧一体化企业，拥有农产品加工、饲料、动物疫苗、生猪养殖屠宰加工及金融服务的全产业链架构，紧紧围绕畜牧养殖的关键环节，提升养殖效率，实现公司与客户的共赢发展，努力打造国内一流的“健康养殖服务商，安全食品供应商”。公司主要看点 and 利润弹性来自动物疫苗和生猪养殖板块，饲料提供稳定现金流。

动物疫苗：进入新品收获期

公司为口蹄疫疫苗定点生产企业，三大生产基地及研发中心奠定了公司动物疫苗业务长期发展基础。未来两年，收入占比最大的口蹄疫疫苗和猪瘟疫苗将是高增长的动力源泉：1. 公司18年上市的猪瘟E2疫苗是我国最先推出的基因工程猪瘟疫苗，在免疫效果和净化效果上领先。农业部取消政采，推行净化计划，进一步加速优质猪瘟市场开拓。我们预计其18年实现销售1亿元左右。2. 口蹄疫疫苗OA苗蓄势待发：2018年起牛口蹄疫OAI三价苗已退出市场，正在被猪口蹄疫OA二价苗替代，未来猪OA苗大概率将会成为口蹄疫市场苗中的最大单品。公司口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗有望于今年底获得新兽药证书，19年中有望量产上市。我们预计口蹄疫疫苗中18年政府采购苗收入近5亿元，相较17年下降10%左右，公司口蹄疫市场苗收入18年有望达8000万，19年口蹄疫OA苗有望达1.5亿元。

生猪养殖：量、价带来弹性

2017年公司共出栏生猪49万头，公司目标2020年实现生猪出栏200万头。我们根据公司账面流动资金和潜在融资空间，在建工程及生产性生物资产增长速度，预计公司生猪养殖规模有望完成目标，预计18/19/20年有望出栏量80/130/200万头。从猪价来看，非洲猪瘟加速产能去化并加速猪周期的提前到来，我们预计18年能繁母猪存栏低于17年，猪价在19年有望完成筑底，全年生猪均价高于18年，20年有望逐步迎接猪价加速上涨。假设头均市值2000元，对应市值30亿左右。

饲料：提供稳定现金流

饲料业务每年为公司提供较稳定的现金流。2018年预计饲料销量100万吨，收入预计23亿元，从产能布局投放来看，未来饲料业务销量仍有稳步扩张趋势，我们认为，公司饲料板块现金流为疫苗和养殖业务发展提供资金支持和业务协同。

盈利预测及投资建议：兼具成长性与低估值，投资价值进一步显现

我们预测公司18-20年实现收入53.7/62.1/71.7亿元，实现归母净利润3.4/4.6/7.0亿元，对应2018年11月28日收盘市值下的估值为13.3/9.7/6.4倍，均处申万农业板块中较低水平。我们认为估值较低主要原因是：一方面，由于公司多业务并行发展，市场可能给予了一定折价，另一方面，市场可能忽略了公司近年来在动物疫苗领域的沉淀和养殖端的布局，没有充分意识到公司这两块的利润增长。我们认为，在当前的估值水平下，公司的投资价值进一步显现，给予“买入”评级。

风险提示：动物疫苗审批进度不及预期，生猪产能扩充不及预期，疫病风险

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.46元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	963.40
流通A股股本(百万股)	963.40
A股总市值(百万元)	4,296.77
流通A股市值(百万元)	4,296.77
每股净资产(元)	3.27
资产负债率(%)	52.41
一年内最高/最低(元)	8.53/3.65

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

杨钊 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070003
yangzhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,444.14	4,630.03	5,366.48	6,207.88	7,163.72
增长率(%)	6.64	4.18	15.91	15.68	15.40
EBITDA(百万元)	585.71	620.82	511.14	654.57	941.44
净利润(百万元)	392.54	407.15	338.57	461.79	699.67
增长率(%)	59.70	3.72	(16.84)	36.39	51.51
EPS(元/股)	0.41	0.42	0.35	0.48	0.73
市盈率(P/E)	11.46	11.05	13.29	9.74	6.43
市净率(P/B)	1.71	1.51	1.42	1.28	1.12
市销率(P/S)	1.01	0.97	0.84	0.72	0.63
EV/EBITDA	14.79	12.55	9.90	8.13	5.50

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	848.09	1,814.08	1,918.61	1,215.60	1,250.69
应收账款	172.09	224.86	238.14	287.29	319.05
预付账款	453.16	472.04	647.32	654.22	776.06
存货	893.38	901.05	1,143.74	1,230.04	1,393.59
其他	174.32	163.36	180.74	198.08	218.65
流动资产合计	2,541.05	3,575.39	4,128.55	3,585.23	3,958.04
长期股权投资	52.21	44.49	44.49	44.49	44.49
固定资产	1,356.03	1,624.07	1,887.46	2,242.58	2,660.14
在建工程	322.13	386.28	617.65	734.12	560.47
无形资产	173.67	188.95	190.92	193.44	196.57
其他	45.72	53.66	66.57	76.28	82.47
非流动资产合计	1,949.77	2,297.46	2,807.09	3,290.91	3,544.14
资产总计	4,490.82	5,872.85	6,935.64	6,876.14	7,502.19
短期借款	840.00	832.00	1,341.62	917.42	817.83
应付账款	397.04	467.75	570.71	603.88	714.00
其他	419.68	463.17	519.18	502.37	600.44
流动负债合计	1,656.71	1,762.93	2,431.51	2,023.66	2,132.27
长期借款	0.00	0.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	936.38	936.20	936.10	936.00
其他	129.86	118.37	130.20	143.22	157.55
非流动负债合计	129.86	1,054.75	1,266.40	1,279.32	1,293.55
负债合计	1,786.57	2,817.67	3,697.92	3,302.99	3,425.81
少数股东权益	75.25	69.25	67.10	63.80	58.73
股本	963.38	963.38	963.40	963.40	963.40
资本公积	565.13	566.07	566.07	566.07	566.07
留存收益	1,664.58	1,976.13	2,207.22	2,545.95	3,054.24
其他	(564.10)	(519.66)	(566.07)	(566.07)	(566.07)
股东权益合计	2,704.25	3,055.18	3,237.73	3,573.16	4,076.37
负债和股东权益总	4,490.82	5,872.85	6,935.64	6,876.14	7,502.19

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	389.88	403.78	338.57	461.79	699.67
折旧摊销	182.24	188.87	93.27	116.89	145.06
财务费用	25.46	30.49	60.74	67.54	70.26
投资损失	0.51	5.32	2.00	2.61	3.31
营运资金变动	(293.49)	28.66	(290.80)	(139.98)	(121.40)
其它	11.45	(7.79)	(2.22)	(3.25)	(5.09)
经营活动现金流	316.05	649.33	201.57	505.60	791.81
资本支出	380.23	533.12	578.16	577.98	377.78
长期投资	(3.80)	(7.72)	0.00	0.00	0.00
其他	(713.62)	(1,071.53)	(1,170.02)	(1,171.68)	(773.17)
投资活动现金流	(337.19)	(546.14)	(591.86)	(593.70)	(395.39)
债权融资	840.00	1,768.38	2,477.82	2,053.52	1,953.83
股权融资	(20.22)	24.55	(107.13)	(67.54)	(70.26)
其他	(726.76)	(946.50)	(1,875.86)	(2,600.89)	(2,244.90)
筹资活动现金流	93.02	846.44	494.82	(614.91)	(361.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	71.88	949.63	104.53	(703.01)	35.09

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,444.14	4,630.03	5,366.48	6,207.88	7,163.72
营业成本	3,354.25	3,546.75	4,197.59	4,781.15	5,365.26
营业税金及附加	11.55	18.21	13.48	18.71	22.59
营业费用	282.58	273.82	300.52	369.83	417.20
管理费用	365.77	339.70	409.75	480.13	542.21
财务费用	21.28	21.78	60.74	67.54	70.26
资产减值损失	20.90	7.30	25.20	17.80	16.77
公允价值变动收益	0.00	0.00	(0.07)	0.05	(0.01)
投资净收益	(0.51)	(5.32)	(2.00)	(2.61)	(3.31)
其他	1.02	2.03	4.14	5.12	6.63
营业利润	387.30	425.75	357.14	470.14	726.11
营业外收入	46.10	3.58	3.00	17.56	8.05
营业外支出	7.20	0.72	4.25	4.06	3.01
利润总额	426.19	428.61	355.89	483.65	731.15
所得税	36.31	24.83	19.47	25.15	36.56
净利润	389.88	403.78	336.42	458.50	694.60
少数股东损益	(2.66)	(3.37)	(2.15)	(3.30)	(5.08)
归属于母公司净利润	392.54	407.15	338.57	461.79	699.67
每股收益(元)	0.41	0.42	0.35	0.48	0.73

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	6.64%	4.18%	15.91%	15.68%	15.40%
营业利润	61.10%	9.93%	-16.12%	31.64%	54.45%
归属于母公司净利润	59.70%	3.72%	-16.84%	36.39%	51.51%
获利能力					
毛利率	24.52%	23.40%	21.78%	22.98%	25.11%
净利率	8.83%	8.79%	6.31%	7.44%	9.77%
ROE	14.93%	13.64%	10.68%	13.16%	17.42%
ROIC	16.57%	15.91%	13.36%	13.66%	17.45%
偿债能力					
资产负债率	39.78%	47.98%	53.32%	48.04%	45.66%
净负债率	-0.30%	-1.50%	17.27%	23.45%	17.25%
流动比率	1.53	2.03	1.70	1.77	1.86
速动比率	0.99	1.52	1.23	1.16	1.20
营运能力					
应收账款周转率	24.42	23.33	23.18	23.63	23.63
存货周转率	5.34	5.16	5.25	5.23	5.46
总资产周转率	1.07	0.89	0.84	0.90	1.00
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.42	0.35	0.48	0.73
每股经营现金流	0.33	0.67	0.21	0.52	0.82
每股净资产	2.73	3.10	3.29	3.64	4.17
估值比率					
市盈率	11.46	11.05	13.29	9.74	6.43
市净率	1.71	1.51	1.42	1.28	1.12
EV/EBITDA	14.79	12.55	9.90	8.13	5.50
EV/EBIT	21.20	17.75	12.11	9.90	6.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com