

天康生物 (002100)

证券研究报告

2019年04月27日

公司疫苗业务保持稳定，生猪出栏量持续高增长！

事件：公司发布 2018 年年报，公司实现营业总收入 52.73 亿元，同比增长 13.89%，归母净利润 3.14 亿元，同比下降 22.95%；公司发布 2019 年一季报，公司实现营业收入为 12.05 亿元，同比增长 20.92%，归母净利润为 2892.01 万元，同比下降 47.66%；

我们认为：

营收增长保持稳健，养殖板块拖累整体业绩

1) 养殖及食品加工：2018 年全年公司共出栏生猪 64.66 万头，同比增长 32.11%，实现收入 8.55 亿元，同比增长 15.15%。由于全年猪价低迷以及非洲猪瘟的影响，公司收入增长低于出栏量的增长；2) 兽药业务：2018 年实现销售收入为 7.50 亿元，同比增长 10.90%，全年动物疫苗销售量为 124,780 万头份（毫升），同比增长 3.23%。预计随着 2019 年猪瘟 E2 疫苗、口蹄疫市场苗销量的突破，业绩将稳定增长；3) 饲料业务：公司全年饲料销售量为 115.49 万吨，同比增长 23.48%。在销量大幅增长的情况下，公司饲料业务销售快速增长，实现收入 25.62 亿元，同比增长 16.45%。

生猪养殖布局稳步推进，出栏有望高速增长

2018 年末公司控股子公司母猪存栏 4.14 万头，商品猪存栏 49.14 万头。养殖规模扩大以及生猪市场价格上涨，2019 年 1-3 月，公司累计销售生猪 21.07 万头，同比增长 32.87%，累计销售收入 1.89 亿元，同比增长 22.74%。随着新建产能的建成投产，将支撑公司出栏量的高速增长。

产能趋紧猪价加速上涨，养殖业务盈利有望大幅回升

尽管 2019 年一季度公司收入仍然保持高速增长，同比达到 20.92%，但是由于猪价仍处于低位，公司食品养殖业务利润有较大幅度下降导致公司整体业绩下滑。受非洲猪瘟影响，全国能繁母猪产能大幅去化，据农业农村部数据，2019 年 3 月份能繁母猪存栏同比降低 21%。我们预计本轮周期猪价上涨将持续 2-3 年，高点将突破 25 元/公斤，当前周期仍处于初始阶段。预计进入 5 月份，行业供给将进一步趋紧，需求也将逐步恢复，猪价有望再度加速上涨，出栏量增加叠加猪价回升将贡献公司利润弹性。

盈利预测投资建议

随着公司生猪出栏量的增加叠加猪价高景气，公司业绩有望大幅增长，因此上调盈利预测。预计 2019-2021 年，公司归母净利润 4.72/10.88/15.84 亿元（原预测 19/20 年公司归母净利润 4.62/7.00 亿元），同比增长 50.36%/130.71%/45.56%，对应 EPS 分别为 0.49/1.13/1.64 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情风险，猪价不及预期，产能不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,630.03	5,273.03	6,083.80	7,935.14	9,601.22
增长率(%)	4.18	13.89	15.38	30.43	21.00
EBITDA(百万元)	620.82	685.41	644.30	1,389.38	1,961.36
净利润(百万元)	407.15	313.73	471.72	1,088.33	1,584.15
增长率(%)	3.72	(22.95)	50.36	130.71	45.56
EPS(元/股)	0.42	0.33	0.49	1.13	1.64
市盈率(P/E)	25.44	33.01	21.95	9.52	6.54
市净率(P/B)	3.47	3.23	2.85	2.19	1.64
市销率(P/S)	2.24	1.96	1.70	1.31	1.08
EV/EBITDA	12.44	8.88	14.53	8.19	3.61

资料来源：wind，天风证券研究所

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	10.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	963.41
流通 A 股股本(百万股)	963.41
A 股总市值(百万元)	10,356.71
流通 A 股市值(百万元)	10,356.71
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	61.22
一年内最高/最低(元)	12.82/3.65

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《天康生物-公司点评:猪口蹄疫获新批文，行业又增新成员》 2019-01-31
- 2 《天康生物-公司点评:跟踪点评:兼具低估值与成长性的农牧一体化企业》 2019-01-07
- 3 《天康生物-公司点评:兼具低估值与成长性的农牧一体化企业》 2018-11-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,814.08	2,148.18	2,433.52	3,174.06	4,356.92	营业收入	4,630.03	5,273.03	6,083.80	7,935.14	9,601.22
应收票据及应收账款	197.99	285.95	193.46	461.67	348.47	营业成本	3,546.75	4,163.43	4,713.24	5,571.92	6,466.08
预付账款	472.04	427.52	640.43	666.20	793.30	营业税金及附加	18.21	20.86	21.27	30.12	36.00
存货	901.05	2,501.76	357.03	3,227.18	742.27	营业费用	273.82	312.94	365.03	476.11	576.07
其他	190.24	494.25	281.64	350.70	402.00	管理费用	339.70	302.18	365.03	476.11	576.07
流动资产合计	3,575.39	5,857.66	3,906.08	7,879.81	6,642.96	研发费用	68.59	78.65	73.01	95.22	96.01
长期股权投资	44.49	50.61	50.61	50.61	50.61	财务费用	21.78	73.90	60.84	79.35	96.01
固定资产	1,556.59	1,714.91	1,872.17	1,953.43	1,987.47	资产减值损失	7.30	12.83	5.00	8.38	8.74
在建工程	386.28	558.66	371.20	270.72	210.43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	188.95	191.49	180.47	169.45	158.43	投资净收益	(5.32)	11.36	1.84	1.84	1.84
其他	121.14	135.41	118.42	105.65	93.63	其他	(66.56)	(36.36)	(3.69)	(3.69)	(3.69)
非流动资产合计	2,297.46	2,651.08	2,592.88	2,549.86	2,500.58	营业利润	425.75	333.23	482.24	1,199.78	1,748.08
资产总计	5,872.85	8,508.74	6,498.96	10,429.67	9,143.54	营业外收入	3.58	2.43	17.37	7.79	9.20
短期借款	832.00	2,675.20	511.35	2,686.21	0.00	营业外支出	0.72	1.24	3.06	1.67	1.99
应付票据及应付账款	185.82	202.03	236.35	286.26	317.15	利润总额	428.61	334.41	496.55	1,205.90	1,755.29
其他	745.11	669.37	947.79	1,004.64	1,219.26	所得税	24.83	33.36	24.83	60.30	87.76
流动负债合计	1,762.93	3,546.60	1,695.49	3,977.12	1,536.41	净利润	403.78	301.06	471.72	1,145.61	1,667.53
长期借款	0.00	600.00	0.00	520.56	0.00	少数股东损益	(3.37)	(12.67)	0.00	57.28	83.38
应付债券	936.38	976.19	976.19	962.92	971.77	归属于母公司净利润	407.15	313.73	471.72	1,088.33	1,584.15
其他	118.37	107.14	118.45	114.65	113.41	每股收益(元)	0.42	0.33	0.49	1.13	1.64
非流动负债合计	1,054.75	1,683.33	1,094.65	1,598.13	1,085.18	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,817.67	5,229.93	2,790.14	5,575.25	2,621.59	成长能力					
少数股东权益	69.25	69.21	69.21	126.49	209.86	营业收入	4.18%	13.89%	15.38%	30.43%	21.00%
股本	963.38	963.41	963.41	963.41	963.41	营业利润	9.93%	-21.73%	44.72%	148.80%	45.70%
资本公积	566.07	577.24	577.24	577.24	577.24	归属于母公司净利润	3.72%	-22.95%	50.36%	130.71%	45.56%
留存收益	1,976.13	2,204.48	2,676.21	3,764.53	5,348.68	获利能力					
其他	(519.66)	(535.52)	(577.24)	(577.24)	(577.24)	毛利率	23.40%	21.04%	22.53%	29.78%	32.65%
股东权益合计	3,055.18	3,278.81	3,708.82	4,854.42	6,521.95	净利率	8.79%	5.95%	7.75%	13.72%	16.50%
负债和股东权益总	5,872.85	8,508.74	6,498.96	10,429.67	9,143.54	ROE	13.64%	9.77%	12.96%	23.02%	25.10%
						ROIC	16.23%	12.69%	9.83%	45.95%	30.50%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	47.98%	61.47%	42.93%	53.46%	28.67%
净利润	403.78	301.06	471.72	1,088.33	1,584.15	净负债率	-1.50%	64.15%	-25.51%	20.51%	-51.90%
折旧摊销	188.87	225.47	101.22	110.25	117.26	流动比率	2.03	1.65	2.30	1.98	4.32
财务费用	30.49	86.06	60.84	79.35	96.01	速动比率	1.52	0.95	2.09	1.17	3.84
投资损失	5.32	(11.36)	(1.84)	(1.84)	(1.84)	营运能力					
营运资金变动	13.87	(1,995.75)	2,577.97	(3,117.46)	2,676.00	应收账款周转率	25.94	21.79	25.38	24.22	23.70
其它	7.00	216.08	0.00	57.28	83.38	存货周转率	5.16	3.10	4.26	4.43	4.84
经营活动现金流	649.33	(1,178.44)	3,209.90	(1,784.11)	4,554.95	总资产周转率	0.89	0.73	0.81	0.94	0.98
资本支出	518.30	563.86	48.68	83.80	81.24	每股指标(元)					
长期投资	(7.72)	6.12	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.42	0.33	0.49	1.13	1.64
其他	(1,056.71)	(1,359.08)	(106.84)	(161.96)	(159.39)	每股经营现金流	0.67	-1.22	3.33	-1.85	4.73
投资活动现金流	(546.14)	(789.10)	(58.16)	(78.16)	(78.16)	每股净资产	3.10	3.33	3.78	4.91	6.55
债权融资	1,768.38	4,251.40	1,487.54	4,169.69	971.77	估值比率					
股权融资	24.55	(67.42)	(102.55)	(79.35)	(96.01)	市盈率	25.44	33.01	21.95	9.52	6.54
其他	(946.50)	(1,933.21)	(4,251.40)	(1,487.54)	(4,169.69)	市净率	3.47	3.23	2.85	2.19	1.64
筹资活动现金流	846.44	2,250.77	(2,866.41)	2,602.80	(3,293.94)	EV/EBITDA	12.44	8.88	14.53	8.19	3.61
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	17.60	12.88	17.24	8.89	3.84
现金净增加额	949.63	283.22	285.34	740.54	1,182.86						

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