生物制品 II

天康生物(002100.SZ)/21.81 元

动物疫苗快速增长，饲料植物蛋白销售逐渐好转

研究员： 廖万国

联系人： 胡朝凤

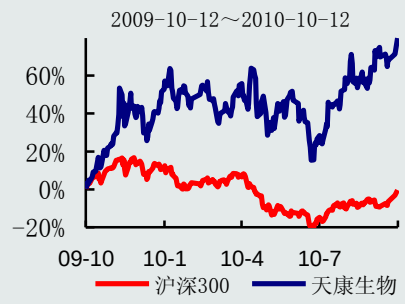
Tel： 075582027735

Email： liaowanguo@hczq.com

投资评级	
投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据	
总股本(万股)	22674
流通 A 股/B 股(万股)	19469/0
资产负债率(%)	57.11
每股净资产(元)	4.48
市盈率(倍)	50.23
市净率(倍)	4.87
12 个月内最高/最低价	26.83/14.81

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《动物疫苗快速发展大幅增强公司盈利能力》 2010-09-15

事　项

近日我们组织机构投资者与公司的管理层见面，并参观了公司头屯河制药车间。

主要观点

一、管理层间接持有公司 7.68%的股权，管理层发展有动力。公司高层持有母公司天康控股（集团）有限公司 20%的股权，母公司持有公司 38.24%的股权，这样公司管理层间接持有公司 7.65%的股权。此外公司实施灵活的奖金激励制度，计提超额净利润的 50%作为高管以及中层干部、技术骨干的激励奖金，2009 年共计提了 2000 万激励奖金。我们认为如此强有力奖金及股权的激励机制，能够至上而下的调动公司的管理层发展壮大公司相关产业的积极性。

二、公司销售团队稳定，疫苗销售深耕细作乡镇一级市场实现销售的突破。公司目前动物疫苗销售人员和技术服务人员总共约有 100 多人，主要是公司从当地招聘优秀毕业生进行培养，对公司的忠诚度高，销售团队比较稳定。今年公司的上半年疫苗销售同比增长 116.42%，主要得益于一方面公司加大对营销的考核力度；另一方面公司的产品经过多年的积累，产品质量得到市场的认同；关键是公司的销售人员深入乡镇一级的市场，做好售后以及相关的技术服务工作，积累口碑树立良好的品牌效应，有利于公司的长远发展。

三、猪蓝耳弱毒苗、合成肽疫苗将成为明年的增长点，在研新项目将支撑未来动物疫苗的快速发展势头。公司猪蓝耳弱毒苗实现了从无到有的质变，且猪蓝耳弱毒苗经过今年的小规模的销售，产品经过市场的检验有利于公司明年放量销售。我们认为目前猪蓝耳弱毒苗市场需求约有 12 亿，除龙头企业中牧股份之外，目前已经获批生产的 13 个企业中还是具有一定的优势，未来公司有望实现一个亿左右的销售，但是猪蓝耳弱毒苗替换灭活苗将逐步进行，预计公司明年有望实现销售 6500 万以上。猪 O 型口蹄疫合成肽疫苗目前只有中牧、上海申连、以及天康生产，由于公司刚刚获得生产批文，今年的销售额还不是很大，但是由于之前上海申连和中牧的销售市场反应比较好，未来也将逐步替换口蹄疫灭活苗。我们认为公司和技术提供方是紧密合作关系，公司未来能够根据毒株的变异调整氨基酸的序列，有利于保证产品的有效性和稳定性，提高公司该项产品在行业内的竞争优势。

此外公司注重动物疫苗的研发，目前和多家科研院所合作开发新的动物疫苗。且公司的新产品牛羊 O-A-亚洲 I 型口蹄疫三价苗有望于明年秋防前获批生产，未来细胞悬浮技术投产以及牛羊口蹄疫合成肽疫苗都将成为维持公司动物疫苗快速增长的新看点。

未经许可，禁止转载

四、饲料和植物蛋白下半年销售明显好转，且趋势有望延续。上半年由于养殖业低迷，且河南宏展锁定的原料远期合同成本较高导致饲料毛利大幅下滑。但是下半年受益于养殖行业的逐渐回暖，上游饲料需求将逐渐加大，目前公司饲料销售已经逐渐好转；且公司下半年部分饲料原料成本锁定，公司饲料业务将迎来“上游成本锁定，下游需求加大”的发展时期，目前河南宏展前三季度已经基本实现盈亏平衡。植物蛋白由于去年以 2.1-2.2 元/公斤的高价收购了大量的棉籽，由于行情不好，开工不足，棉籽没有完全消化，目前存货约有 2 亿左右。今年棉籽价格有所上涨，目前的收购价格为 2.3 元/公斤左右，这样公司未来棉籽成本压力将有所缓解，且目前植物蛋白一个月的净利润已经达到 300 万左右，恢复了正常的盈利水平。未来豆粕价格上涨将导致棉粕价格上涨和需求加大，植物蛋白逐渐好转的趋势有望延续。

投资建议：维持“强烈推荐”评级。公司注重兽药的研发，有望通过不断推出新产品以及技术的革新抢占市场，实现动物疫苗的快速增长。饲料和植物蛋白销售已逐渐好转，且趋势有望持续，未来公司业绩弹性较大，维持 2010/2011/2012 年 EPS 0.49/0.94/1.3 元的预测不变，维持“强烈推荐”。

风险提示：饲料及植物蛋白未来原料成本压力较大，猪蓝耳弱毒苗生产企业变多，竞争激烈。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1036	1008	1114	1401
现金	77	189	525	943
应收账款	87	47	56	63
其它应收款	14	9	12	12
预付账款	115	63	72	83
存货	743	699	449	299
其他	1	0	0	1
非流动资产	688	686	754	761
长期投资	26	18	24	22
固定资产	452	429	407	385
无形资产	89	107	130	143
其他	122	132	194	211
资产总计	1723	1693	1868	2162
流动负债	899	485	399	415
短期借款	730	300	200	200
应付账款	66	52	56	58
其他	103	133	143	157
非流动负债	85	155	215	225
长期借款	68	138	198	208
其他	17	17	17	17
负债合计	984	640	614	640
少数股东权益	5	6	6	6
股本	164	224	224	224
资本公积金	348	553	553	553
留存收益	222	272	473	740
归属母公司股东权益	734	1048	1249	1516
负债和股东权益	1723	1693	1868	2162

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-518	314	504	475
净利润	99	109	211	290
折旧摊销	43	25	25	25
财务费用	22	32	18	11
投资损失	2	1	1	1
营运资金变动	-688	148	249	147
其它	4	0	-0	0
投资活动现金流	-100	-24	-95	-34
资本支出	100	31	50	20
长期投资	-1	-8	6	-1
其他	-0	-1	-39	-15
筹资活动现金流	568	-178	-74	-22
短期借款	605	-430	-100	0
长期借款	-10	70	60	10
普通股增加	38	60	0	0
资本公积增加	0	205	0	0
其他	-65	-83	-34	-32
现金净增加额	-50	112	335	419

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2075	2602	3291	3748
营业成本	1724	2188	2695	3021
营业税金及附加	2	1	1	2
营业费用	107	117	161	184
管理费用	110	109	138	157
财务费用	22	32	18	11
资产减值损失	3	3	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-1	-1	-1
营业利润	106	150	273	370
营业外收入	7	5	6	6
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	112	135	258	354
所得税	13	26	46	64
净利润	99	109	211	290
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	109	211	290
EBITDA	171	207	317	406
EPS（元）	0.60	0.49	0.94	1.30

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	94.2%	25.4%	26.5%	13.9%
营业利润	26.8%	42.1%	81.9%	35.2%
归属母公司净利润	40.0%	10.5%	94.2%	37.2%
获利能力				
毛利率	16.9%	15.9%	18.1%	19.4%
净利率	4.7%	4.2%	6.4%	7.7%
ROE	13.4%	10.4%	16.9%	19.1%
ROIC	7.8%	11.3%	21.4%	32.0%
偿债能力				
资产负债率	57.1%	37.8%	32.9%	29.6%
净负债比率	82.10%	71.40%	66.96%	65.94%
流动比率	1.15	2.08	2.79	3.38
速动比率	0.32	0.63	1.67	2.65
营运能力				
总资产周转率	1.50	1.52	1.85	1.86
应收帐款周转率	34	39	64	63
应付帐款周转率	29.57	37.05	49.91	52.88
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.49	0.94	1.30
每股经营现金	-2.32	1.41	2.26	2.12
每股净资产	3.28	4.69	5.59	6.78
估值比率				
P/E	36.29	44.83	23.08	16.82
P/B	4.87	4.65	3.90	3.22
EV/EBITDA	33	27	18	14

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%－20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%－10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%－20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801