

生物制品 II

天康生物 (002100.SZ) / 21.79 元
**公司将大力发展疫苗业务，
未来疫苗高增长有望持续**
事项

公司发布业绩快报：2010年共实现销售收入24.5 亿元，同比增长18%，营业利润10.6亿元元，同比增长0.19%，归属于母公司的净利润1.03亿元，同比增长4.3%，每股收益0.46 元，基本符合预期。

主要观点

一、去年上半年养殖业不景气造成饲料、植物蛋白毛利大幅下滑，但养殖景气度提升，饲料、植物蛋白毛利已经回升，且公司储存了大量的棉油有望今年兑现业绩。由于2010年上半年养殖业低迷、饲料原料价格的上涨，以及河南宏展原料成本锁定失误导致上半年饲料的毛利一度由2009年的10.21%下降到6.3%，目前已经基本恢复到9%左右；而且养殖进入上升周期，饲料需求加大，公司未来2-3年内要通过旧厂改造等方法实现产能扩张，预计未来2-3年内将扩产到100万吨。由于2010植物蛋白收购成本高，且国际油价较低，公司存储大量的油待价而沽，导致毛利大幅下滑，略微盈利，今年公司吸取以往的经验，今年收购成本低于同行30%左右，预计今年能够实现净利润1000-3000万元左右。

二、公司未来将大力发展动物疫苗业务，今年高毛利产品持续放量+新产品投放市场，预计今年融资项目开始布局多个疫苗新产品，有望2012年贡献业绩，未来高成长将持续。得益于公司强劲的销售团队，和新产品投放市场，测算2010年公司动物疫苗的全年销售增长超过60%。

由于上海申连生产受限，今年口蹄疫合成肽将持续放量，细胞悬浮禽流感疫苗、牛羊三价肽疫苗投放市场，且由于农业部加强边境地区防控力度，将加大动物疫苗的采购，公司有望受益，据我们了解公司今年3-4月份有望融资用于猪蓝耳弱毒疫苗产能扩张、猪瘟ST细胞疫苗、猪圆环病毒疫苗等多个新的动物疫苗产品项目，预计2012年能够贡献业绩，动物疫苗高增长有望持续；

三、奖金激励制度的变革元年，未来释放业绩动力加大。公司正在筹划新的结合ROE和几年的增长率来计提奖金的新办法，这样比原来的超额净利润50%的办法更加合理；2011年是公司新奖金激励的元年，我们认为这是公司新的转折点，未来公司释放业绩的动力加大。

四、投资建议：强烈推荐（维持）。预测2011/2012/2013年EPS 0.49/0.86/1.35元，对应PE45X/25X/18X，公司疫苗增长较快，产品质量得到市场认同，形成了良好的品牌效应，新产品不断，销售渐显实力；且公司正在筹划新的更为长期、合理的的奖金激励计划，未来释放业绩动力有望加大，维持“强烈推荐”评级。

证券分析师：廖万国
 执业编号：S0360210100002

联系人：胡朝凤
 Tel: 010-59370816
 Email: huchaofeng@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(%)	41.99
每股净资产(元)	4.49
市盈率(倍)	58.40
市净率(倍)	4.85
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

《饲料、植物蛋白毛利大幅回升，动物疫苗新产品不断》	2011-01-20
《疫苗新品驱动高增长，饲料植物蛋白盈利逐渐向好》	2010-12-23
《疫苗维持高增长，饲料盈利逐渐好转》	2010-10-29
《增资曙光生物完善产品线，疫苗竞争实力跃居行业前列》	2010-10-17
《动物疫苗快速增长，饲料植物蛋白销售逐渐好转》	2010-10-12
《动物疫苗快速发展大幅增强公司盈利能力》	2010-09-15

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	1007	1094	1366
现金	77	188	505	909
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	1692	1848	2127
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	271	453	705
归属母公司股东权益	734	1047	1229	1481
负债和股东权益	1723	1692	1848	2127

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-518	316	484	453
净利润	99	108	193	273
折旧摊销	43	25	25	25
财务费用	22	35	17	5
投资损失	2	1	1	1
营运资金变动	-688	148	249	148
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	-181	-72	-14
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	-86	-32	-24
现金净增加额	-50	111	317	404

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	3279	3798
营业成本	1724	2188	2711	3084
营业税金及附加	2	1	1	2
营业费用	107	117	161	190
管理费用	110	108	136	163
财务费用	22	35	17	5
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	149	251	350
营业外收入	7	5	6	6
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	112	133	235	334
所得税	13	25	42	61
净利润	99	108	193	273
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	108	192	273
EBITDA	171	208	292	381
EPS (元)	0.60	0.48	0.86	1.22

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	94.2%	25.4%	26.0%	15.8%
营业利润	26.8%	40.8%	68.1%	39.9%
归属母公司净利润	40.0%	9.4%	78.7%	41.9%
获利能力				
毛利率	16.9%	15.9%	17.3%	18.8%
净利率	4.7%	4.1%	5.9%	7.2%
ROE	13.4%	10.3%	15.7%	18.4%
ROIC	7.8%	11.4%	19.7%	29.8%
偿债能力				
资产负债率	57.1%	37.8%	33.2%	30.1%
净负债比率	82.10%	71.40%	66.96%	65.92%
流动比率	1.15	2.08	2.74	3.29
速动比率	0.32	0.63	1.62	2.57
营运能力				
总资产周转率	1.50	1.52	1.85	1.91
应收帐款周转率	34	39	64	64
应付帐款周转率	29.57	37.05	50.20	53.99
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.48	0.86	1.22
每股经营现金	-2.32	1.41	2.17	2.02
每股净资产	3.28	4.68	5.50	6.63
估值比率				
P/E	36.26	45.24	25.32	17.85
P/B	4.86	4.65	3.96	3.29
EV/EBITDA	33	27	19	15

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。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司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,并不构成对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预期收入可能会波动。

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,未经本公司事先书面许可,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。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

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