

天康生物(002100)调研简报

谨慎推荐

维持评级

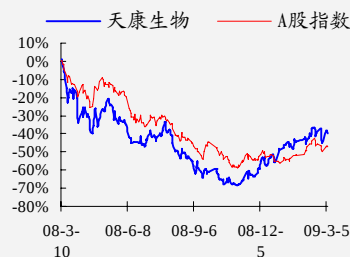
兽药、饲料

2009 年 3 月 9 日

投资要点:

- 2006 年, 计划免疫用 W 疫苗的供应由 2005 年的农业部统一调拨改为原来的地方政府采购, 由各地的财政厅、畜牧兽医局采取招标等方式进行。W 病疫苗由行政管治的市场变为竞争市场。
- 天康生物的利润增长主要来自于新疆以外地区 W 病疫苗推广, 目前业务区域已覆盖内地主要省份, 2008 年以后, 疫苗业务进入平稳增长阶段。
- 对河南宏展和开创饲料的收购大幅提高产能, 收购价格相当于 8 倍 PE, 有利于天康生物老股东。
- 根据疫苗和饲料业务估算, 公司 2009 年 2010 年的业绩增幅为 33%和 12%。
- 公司股票估值区间为 20-30 倍较为合理, 对应股价为 13.8 元和 20.7 元。
- 二级市场股价位估值下线, 给予“谨慎推荐”评级。

走势图



市场数据 2009-3-6

收盘价:	13.67 元
52 周最高价:	23.83 元
52 周最低价:	6.80 元
平均持仓成本:	

基本数据 2008Q3

总股本 (万股):	12,601
流通 A 股 (万股):	12,601
每股收益 (元):	0.29
每股净资产 (元):	3.42
每股经营现金流 (元):	0.45
市净率:	4.00

分析师: 钟大举

TEL: (8621)6336 7000-285

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F
(邮编 200002)

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2007	67,065	59.04	4,834	27.03	0.50	12.45	0.00	
2008E	107,387	60	6,486	34	0.51	11.21	27	
2009E	197,952	84	8,658	33	0.69	13.17	19.81	
2010E	235,153	18	9,729	12	0.77	13.05	17.76	

一、公司简介

天康生物（002100）是新疆兵团草业开发技术中心（改制为天康控股）下属的新疆天康技术发展公司的饲料业务，联合新疆畜牧科学院、新疆生物药品厂的兽药及疫苗业务设立的股份公司。天康生物 2006 年 12 月上市。

天康生物主营业务为两大块：饲料业务，主要是猪饲料；兽药及动物疫苗，主要为口蹄疫疫苗。天康生物上市前的业务范围主要在新疆，饲料及疫苗在新疆的占有率极高，现在已开始在全国逐步拓展，口蹄疫疫苗已遍及全国。公司还在河南收购了一家饲料公司，使饲料业务规模大幅增长。

天康生物上市有过两次股本送配，10 送 5 股，10 送 2 股，股本由 6400 万扩至 1.152 亿，2008 年定向增发后，股本为 1.26 亿。

二、疫苗业务

1、W 病疫苗由国家采购变更为地方政府招标采购

天康生物主要生产口蹄疫疫苗，即 W 疫苗。口蹄疫是一种难以控制的烈性传染病，危害的家畜主要是牛、羊、猪。现已知 W 病毒有 7 个血清型。我国近年来常见的主要有亚洲 I 型和 O 型两种，W 亚洲 I 型灭活苗仅可用于亚洲 I 型 W 病的免疫，两种疫苗需要联合使用。W 疫苗的免疫保护期为半年，动物须每半年注射一次。

W 疫苗和禽流感疫苗均属于国家计划免疫范围，实施强制免疫，国家财政每年安排一定的政府采购资金购买疫苗。2006 年，计划免疫用 W 疫苗的供应由 2005 年的农业部统一调拨改为原来的地方政府采购，由各地的财政厅、畜牧兽医局采取招标等方式进行。W 病疫苗由行政管治的市场变为竞争市场。

中牧股份和金字集团是 6 家 W 疫苗定点企业中生产规模最大的两家企业，约占 80% 的市场份额，两家公司 W 病疫苗产能均超过 20 亿毫升。

2、公司生物制品产能大幅提高

2005 年底，天康生物通过对生物制品车间的 GMP 改造，疫苗产能达到 40 亿份，其中 W 病 12 亿份，包括亚洲 I 型和-O 型各 6 亿份。

2005 年，公司兽用生物制品的产量达 5.948 亿毫升，其中生产 W 疫苗 2.44 亿毫升（包括已建成投产的 GMP 一期、二期车间生产的 2.25 亿毫升 W 疫苗），公司剩余产能空间较大。

3、销售市场从原来的以新疆为主发展到全国市场

2006 年以前，公司 W 病疫苗基本限定在新疆范围内，2006 年后，内地市场已成主要市场，2008 年，估计疫苗销量在 10 亿份，是 2005 年的 5 倍以上。

4、疫苗业务的前景

兽用生物疫苗目前仍不是一个完全竞争市场，其中强制性疫苗是由农业部批准的有资格的企业生产，包括中牧、金宇、天康等 5 家企业，都是建国以来的传统生产者。公司在享受垄断利润的同时，也受到一定的制约。公司疫苗业务的增长点仍是 W 病疫苗的在内地市场的推广，预计在 2008 年以后，该项业务的高增长趋于稳定。

三、饲料业务走出新疆，实现跨区域发展

天康生物饲料生产经营原来仅限于新疆区内，产能 20 万吨以上，新疆的饲料市场规模约 120 万吨左右，公司是新疆最大的饲料生产企业，在新疆的市场占有率已达 20%，更进一步的发展难度较大，公司的新增业务已开始在南疆布点。

2008 年 11 月份，公司完成了对河南宏展实业和开创饲料的收购，这两家公司共计拥有 70 万吨的生产能力，是河南省生产规模最大的饲料企业之一，2008 年的收入约为 8 亿，净利润为 2400 万。

本次收购的方式为向两家饲料公司的股东宏展投资定向增发 1081 万股，发行股价为 16.92 元，收购资产定为 1.83 亿。购买资产 2008 年预测利润约 2400 万，折每股收益为 2.2 元，即使按最低 1000 万年利润估算，也远高于上市公司每股收益，有利于上市公司老股东。2008 年，天康生物仅合并两家公司 12 月份报告。

四、估值与投资建议

1、财务预测

根据我们的分析，天康生物的疫苗业务在 2009 年、2010 年仍能保持一定的增长，但趋于稳定；饲料业务收购资产在 2009 全部合并报表后，收入大幅增加。良种繁育业务转让给集团公司后持股比例变更为 44%，不再并表。估算结果表明，公司 2009 年、2010 年的利润增长为 33%和 12%。

表 1、天康生物(002100)收入利润预测结果 万元，元/股

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
饲料	30441	47430	63678	145379	174455
兽药	9934	16850	42486	50984	58631
良种	1665	2780	1223	1590	2067
合计	42040	67060	107387	197953	235153
净利润	3818	4844	6486	8658	9730
EPS	0.6	0.5	0.51	0.69	0.77

数据来源：公司财报。EPS 为摊薄收益。

2、投资建议

2009 年以后，天康生物的疫苗业务和饲料业务增长都比较平稳，风险较小，且能维持一定增长。目前二级市场对兽用疫苗类上市公司估值较高，我们认为从成长性和风险角度来看，可以予 20-30 倍 PE，按公司 2009 年业绩，估值为 13.8 元和 20.7 元，目前股价位于此区间，给予“谨慎推荐”评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209