

日期: 2009 年 3 月 27 日

行业: 农业及食品业



郭昌盛
021-53519888-1924
guochangsheng@sigchina.com

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	14.46
12mth A 股价格区间 (元)	19.96/6.80
总股本 (百万股)	126.01
无限售 A 股/总股本	50.71
流通市值 (百万元)	924.14
每股净资产 (元)	5.07
PBR (X)	2.85
DPS (Y08 拟, 元)	10 送 3 派 0.7

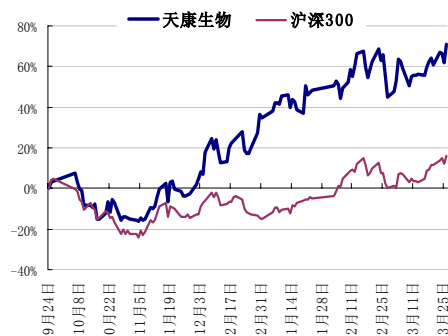
主要股东 (Y08)

新疆天康控股公司	40.71%
新疆自治区畜牧科学院	8.74%
新疆天达生物制品公司	8.66%
河南宏展投资公司	8.58%

收入结构 (Y08)

饲料	76.25%
兽药	22.11%
良种繁育	1.59%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: GCS09-CT07

中国饲料列强中冉冉升起的明星

——对 2008 年年报的点评

■ 动态事件:

公司近日披露年报, 08 实现营业收入同比增长 59.31%, 净利润同比下降 34.19%; 每股收益 (全面摊薄) 为 0.515 元。随年报还提出了每 10 股送 3 股派 0.7 元的分红预案。在此对其中的有关情况予以点评。

■ 主要观点:

饲料拉动收入大涨, 兽药促进利润上升

08 年饲料收入增长 71.75%, 兽药则增长 40.18%, 但后者的营业利润增幅达 40.18%, 对净利润起到主要拉动作用。公司在业务开始成长的同时, 综合毛利率却十分稳定, 与多数同行企业形成鲜明对比。

购并宏展、开创, 可令其公司跻身行业十强

并购的两个河南企业是当地首屈一指的龙头, 也令天康生物阔步跻身业界十强, 竞争优势进一步突出。这是两块不可多得的优质资产, 将为其挺进中原、辐射全国增添强劲动力。

今明两年可保持业绩高增长

保守预计, 2009~2010 年公司可实现营业收入依次增长 97%、19%, 净利润可依次增长 32%、47%, 每股收益依次为 0.68 元和 1.00 元。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持评级为“跑赢大市”

该股市价于中短期内溢价空间不大, 但着眼未来 6~12 个月的时段, 或存在 45% 左右的期望收益率。可重点跟踪关注或谨慎增持。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	670.65	1068.39	2101.88	2502.51
年增长率 (%)	59.53	59.31	96.73	19.06
归属于母公司的净利润	48.34	64.87	85.47	125.90
年增长率 (%)	26.62	34.19	31.75	47.30
每股收益 (元)	0.384	0.515	0.678	0.999
PER (X)	37.66	28.08	21.33	14.47

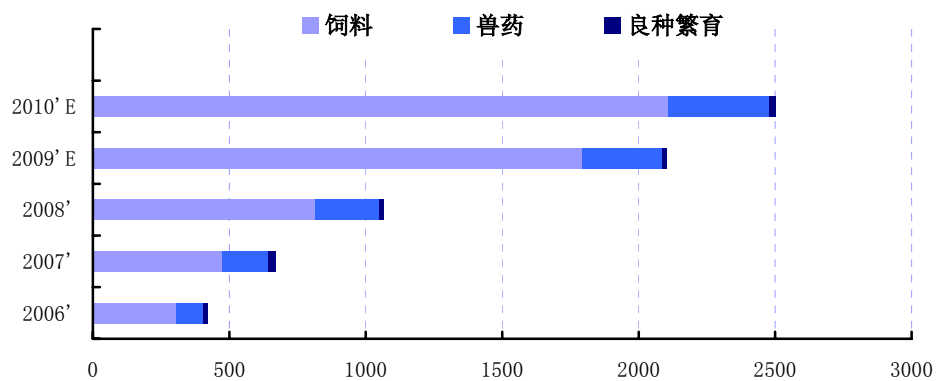
注: 有关指标按最新总股本为 126.01 百万股, 3 月 27 日收盘价计算

一、08 年报基本分析

1、营销卓有成效，饲料、兽药共促业绩增长

公司 08 年业绩略好于预期，收入达 10.68 亿元，增幅达 59.31%，饲料的拉动较大；营业利润更大增 77.95%，尤其兽药（毛利率 64.69%、收入增幅 40.18%）形成首要拉动，其销售已覆盖到全国各地。

图 1 公司各项产品销售收入的趋势（单位：百万元）

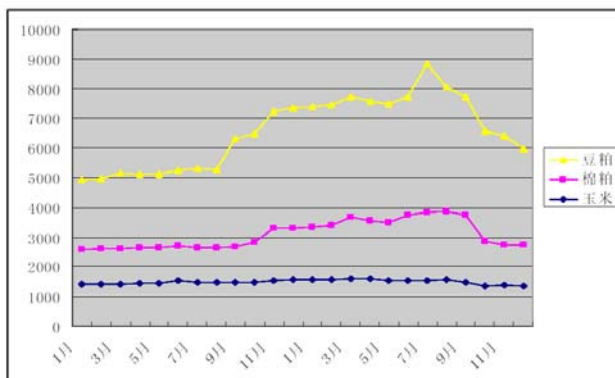


数据来源：公司定期报告；上海证券研究所整理

2、饲料的利润率仍保持了较强的抗跌性

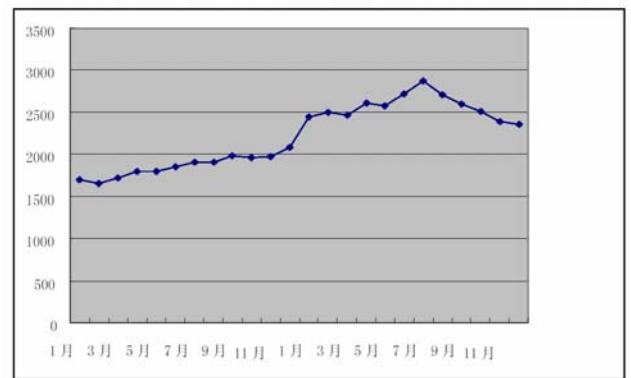
公司因主要基地位于偏远的新疆，饲料粮食及油料资源丰富，08 年的价格波动未对其成本造成太大冲击，且因区政府大力推动畜牧业发展及规模化养殖，其饲料产品需求十分旺盛，售价波动也较小。

图 2 公司采购原料的价格走势（单位：元/吨）



数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；

图 3 公司饲料销售均价的走势（单位：元/吨）



数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；

3、财务状况良好

在营业收入大幅度上升的同时，不仅主业盈利能力保持了相对稳定的高水平，而且资金运营效率、经营现金流也显示稳定，状态良好。只是资产流动性指标有较大幅度的下降（参见附表 2），但这并不意味着短期偿债能力下降。

公司年内实现了有史以来的最重大资本运作，即：通过定向增发 1081 万股将河南省的饲料龙头河南宏展、郑州开创纳入麾下。公司合并报表期末形成的 1.25 亿元短期借款，正在为提升后者的开工率发挥重要作用，且预期经营前景乐观。

4、并购宏展、开创，将再获跨越式成长

已置入的河南宏展、郑州开创两饲料企业，是于 08 年 11 月 10 日变更为天康生物所有的，于是公司的权益产能将因此新增 70 万吨，达 120 万吨，令其跻身同业十强。该两企业的损益将对未来天康公司的损益表产生巨大贡献。08 年两公司合并实现收入、净利润分别为 8.65 亿元和 2390 万元，分别增长 17.08%、53.46%。由于公司长达一年半多的介入与推动，宏展和开创的经营已显示良好势头。

二、业绩趋势的展望

预计宏展和开创的纳入，将成公司今明两年业绩的首要增长点，它们的开工率进一步上升（至 50% 以上）也将为业绩带来突出贡献；其次，现有的疆内子公司的饲料产销量上升，也将产生贡献；最后兽药产品的成长不会延续上年的高速态势，而是产销量趋于平稳增长，除非重大疫情爆发带来额外需求，且产品的毛利率也将稳中趋降。

一两年内，公司净利润仍将保持较高速增长。初步预测公司 2009~2010 年营业收入将依次增长 96.73%、19.06%，净利润增长 31.75%、47.30%。相应的每股收益依次为 0.68 元、1.00 元。但该数据为偏谨慎评估，已较我们此前的预期略有调低。

三、投资评级与建议

1、相对估值的判断

以中小板股票相对保守水平的 25 倍 PE 以及公司预期业绩测算，于未来 6~12 个月的天康生物（002100.SZ）合理位在 16.95~24.98 元之间，区间中位值 20.96 元。

2、投资评级与及建议

目前股价 14.46 元距离上述合理区间尚存在 45%左右的期望回报空间；料该水平应能一定程度地好于市场。在此，维持对其投资评级为“跑赢大市”，建议重点关注或谨慎增持。

四、附表

附表 1 天康生物的损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2007 年报	2008 年报	2009 预测	2010 预测
营业收入	670.65	1068.39	2101.88	2502.51
营业成本	519.27	836.46	1703.15	1993.00
营业税金及附加	1.05	1.46	3.24	4.06
营业费用	29.97	55.37	100.26	124.62
管理费用	58.78	70.74	158.15	186.44
财务费用	9.49	19.64	25.39	26.42
资产减值损失	5.20	1.11	/	/
投资收益		-0.17	/	/
营业利润	46.90	83.46	111.69	167.97
营业外收入	2.54	6.84	10.00	10.00
营业外支出	0.91	2.18	5.00	5.00
利润总额	48.54	88.12	116.69	172.97
所得税费用	0.10	22.99	29.17	43.24
净利润	48.44	65.13	87.52	129.73
归属于母公司所有者的净利润	48.34	64.87	85.47	125.90
少数股东权益	0.09	0.26	2.05	3.83
每股收益 (元)	0.384	0.515	0.678	0.999

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所整理; 每股收益按总股本 126.01 万股计算

附表 2 天康生物的历年财务指标

指标名称	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
销售毛利率(%)	21.74	21.51	22.57	21.71
EBITDA/主营业务收入(%)	12.44	15.6	11.84	12.53
净资产收益率(全面摊薄)(%)	19.41	11.13	12.45	10.16
流动比率	2.4	3.42	2.21	1.38
速动比率	1.26	2.44	1.10	0.70
资产负债率(%)	58.37	40.87	39.86	38.27
存货周转率	4.44	3.83	3.9	4.48
应收账款周转率	36.1	32.75	42.82	40.49
总资产周转率	1.21	0.89	1.08	1.27
主营业务收入同比增长率(%)	31.52	13.23	59.53	59.31
净利润同比增长率(%)	36.39	38.98	26.62	34.19
每股收益(全面摊薄)	0.570	0.600	0.504	0.515
每股经营性现金流量	0.62	0.89	0.53	1.05
每股未分配利润	1.42	1.45	1.06	1.08
每股资本公积金	0.25	2.64	1.76	2.76

数据来源: 公司定期报告, WIND 资讯, 上海证券研究所整理; 每股收益按总股本 126.01 万股计算

分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。