

天康生物（002100）：激励奖金计提致业绩低于预期，超预期的植物蛋白业务具有可持续性 增持（下调）

医药行业/生物制品 2010年3月1日

天相医药组

联系人 匡伟

021-58824282*822

kuangw@txsec.com

事件描述：

2010年2月27日，公司发布业绩快报。快报显示，2009年全年，公司实现营业收入20.52亿元，同比增长92.05%。实现利润总额1.11亿元，同比增长25.65%。实现归属于上市公司股东的净利润9772万元，同比增长50.64%。实现每股收益0.60元。

评论：

- 1. 收入增长符合预期。**2009年全年，公司实现收入20.52亿元，基本符合预期。其中疫苗收入低于预期，由于2009年全年疫苗行业增长幅度不大，以及公司新产品还未上市，公司2009年全年兽药业务收入基本与2008年持平约2.4亿元。饲料业务略低于预期，预计2009年全年实现饲料销售67万吨，略低于我们约70万吨的预测。其中河南宏展和郑州开创合计贡献利润3000万元左右，新疆原有饲料业务贡献利润约4000万元，兽药贡献利润2800万元，植物蛋白贡献利润1280万元。
- 2. 植物蛋白项目超预期，该部分将提升公司2010年业绩。**2009年公司植物蛋白项目共处理棉籽、葵花籽等原材料6万吨，实现销售收入2.24亿元。好于我们2009年处理7万吨原材料，实现1.5亿元收入的预测。每万吨原材料对应收入由2100万元提升78%至3730万元。主要原因是产品收益率的提高以及产品的价格的提高。因此2010年、2011年公司处理16.5万吨、26万吨原材料对应的收入增多2.6亿元、3.9亿元。
- 3. 激励奖金计提致2009年归属于上市公司股东的净利润低于预期。**公司2009年计提激励奖金2000万元，高于我们之前激励奖金1000万元以内的假设，这是公司2009年归属于上市公司股东的净利润低于预期的主要原因。疫苗业务与2008年相比增长幅度较小也是净利润低于预期的一个因素。2010年上述两个因素对公司净利润的影响将减少。
- 4. 2010年业绩将快速增长。**（1）从疫苗春招情况来看，相比2009年，公司疫苗收入有较大幅度的增长，我们预计2010年公司原有疫苗业务将实现15%的增长，弱毒性蓝耳病疫苗将在秋防实现部分销售。（2）植物蛋白项目：奎屯12万吨棉籽年处理生产线继续生产，阿克苏12万吨棉籽年处理生产线2010年新投入生产，每吨棉籽对应收入比原预测值提高78%，量价齐升。（3）自然旱情与其它灾情频发，动物养殖饲料需求量上升。综上三个方面来看，公司2010年收入快速增长确定性大。另外，公司的激励计划正在调整，预计2010年的激励计提比例将有所降低。
- 5. 股价催化剂。**（1）获得弱毒性蓝耳病疫苗批文，预计2010年上半年获得；（2）非公开发行股票实施，公司拟非公开发行不超过3000万股，募集资金2.12亿元用于植物蛋白项目的建设和流动资金的补充；（3）国家对新疆地区的各项优惠政策，具体到公司层面的有，所得税率继续优惠，增加农业（养殖）补贴等；（4）饲料业务的外延式扩张和植物蛋白业务新生产线的建设。



6. **盈利预测。**目前，弱毒性蓝耳病疫苗的生产批文都是临时批文，公司的蓝耳病疫苗仍在等待批文下发。蓝耳病疫苗的春防招标已经进行，而蓝耳病春防的招标基本将秋防招标一同实施，因此2010年弱毒性蓝耳病疫苗对公司的贡献有限。我们下调公司2010-2011年的EPS分别至元0.95元、1.34元（原预测值为1.04元、1.37元），若考虑每年扣除1200万元激励奖金，扣除后EPS分别为0.88元、1.27元，对应上一个交易日24.49元/股的收盘价，动态市盈率分别为28倍、20倍。
7. **投资评级：**公司三大业务，各有亮点，植物蛋白项目成为公司新的利润增长点，量价齐升，新疫苗蓝耳病疫苗和合成肽疫苗也将成为公司股价的催化剂，自我们上调公司评级至买入以来，公司股价上涨约30%，离目标价已较为接近，我们下调对公司的评级至“增持”。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014