

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 31.75元

当前股价: 21.79元

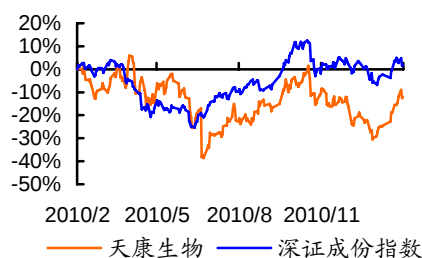
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12578.43
总股本(百万)	227
流通股本(百万)	195
流通市值(亿)	42
EPS (TTM)	0.44
每股净资产(元)	3.26
资产负债率	57.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天康生物	26.32	-2.77	13.19
深证成份指数	9.48	1.38	12.16



相关报告

《天康生物-动物疫苗的后起龙头, 业绩拐点即将出现》2011-2-17

《天康生物-收购曙光生物, 强制免疫产品线进一步丰富》2010-10-17

《天康生物-疫苗产品升级、饲料业务现周期性机会》2010-10-12

天康生物

002100

强烈推荐

10年业绩快报符合预期, 11年业绩持续看好

2月25日, 公司公布2010年业绩快报, 实现营业收入24.5亿, 营业利润1.06亿, 归属于上市公司股东净利1.03亿, EPS0.46元, 基本符合我们的预期, 维持强烈推荐的评级。

投资要点:

■ 动物疫苗业务利润大幅增加, 饲料业务和植物蛋白业务毛利率下降:

动物疫苗业务利润大幅增加: 受公司招标销售的大幅加强和国家防疫力度的加强, 口蹄疫疫苗销售取得成功, 带来动物疫苗业务利润大幅增加。我们认为销售的成功可以复制到新产品猪蓝耳弱毒苗和猪口蹄疫合成肽, 以及的猪瘟疫苗上, 因此猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗将带来2011年业绩的大幅增长;

饲料业务2010年毛利大幅下降, 2011年有望全面恢复: 饲料业务受远期合同影响, 2010年成本大幅上升, 毛利率大幅下降。10年底远期合同带来的影响已消化完全, 毛利率回升, 11年有望恢复盈利能力;

植物蛋白2010年景气低迷, 2011年景气有望好转: 10年, 棉粕和棉油价格低迷, 导致该业务毛利下降; 从10年底开始, 棉油价格回升, 同时棉籽采购价格2.2-2.3元/公斤和10年成本持平, 11年该业务盈利能力有望好转。同时10年底尚有大量棉油存货, 有望带来业绩弹性。

■ 动物疫苗持续新产品不断, 是公司未来业绩持续增长的主要推动力:

2012年预计牛羊合成肽、牛羊口蹄疫三价苗、禽流感有望上市, 2013年及以后预计猪瘟改良苗、猪圆环病毒疫苗等常规疫苗有望陆续上市。

■ 投资建议: 10年公司业绩符合预期, 我们认为2011年将是公司业绩的拐点, 我们预计10-12年EPS分别为0.46、0.88、1.27元, 给予12年25倍PE, 目标价31.75元, 维持强烈推荐评级。

■ 风险提示: 新产品的推出进度具有不确定性

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2075	2446	2936	3334
同比(%)	94%	18%	20%	14%
归属母公司净利润(百万元)	98	102	197	284
同比(%)	40%	3%	93%	44%
毛利率(%)	16.9%	16.4%	19.5%	21.1%
ROE(%)	13.4%	9.8%	15.9%	18.7%
每股收益(元)	0.44	0.46	0.88	1.27
P/E	49.5	47.9	24.7	17.1
P/B	6.6	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	33	26	17	13

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1036	1536	1718	1870	营业收入	2075	2446	2936	3334
现金	77	400	400	400	营业成本	1724	2046	2362	2629
应收账款	87	102	123	139	营业税金及附加	2	2	2	3
其它应收款	14	16	20	22	营业费用	107	126	157	178
预付账款	115	136	157	175	管理费用	110	98	129	147
存货	743	882	1018	1133	财务费用	22	60	62	55
其他	1	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	688	760	763	760	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	452	530	560	571	营业利润	106	116	224	323
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	7	0	0	0
其他	122	115	88	74	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1723	2296	2480	2629	利润总额	112	116	224	323
流动负债	899	1185	1172	1037	所得税	13	14	27	39
短期借款	730	979	948	798	净利润	99	102	197	284
应付账款	66	82	94	105	少数股东损益	0	0	0	0
其他	103	125	130	134	归属母公司净利润	98	102	197	284
非流动负债	85	68	68	68	EBITDA	171	216	333	430
长期借款	68	68	68	68	EPS（元）	0.44	0.46	0.88	1.27
其他	17	0	0	0					
负债合计	984	1253	1240	1105	主要财务比率				
少数股东权益	5	5	5	5	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	164	224	224	224	成长能力				
资本公积	348	549	549	549	营业收入	94.2%	17.9%	20.0%	13.6%
留存收益	222	265	462	746	营业利润	26.8%	9.2%	93.4%	44.3%
归属母公司股东权益	734	1038	1235	1519	归属于母公司净利润	40.0%	3.4%	93.4%	44.3%
负债和股东权益	1723	2296	2480	2629	获利能力				
					毛利率	16.9%	16.4%	19.5%	21.1%
					净利率	4.7%	4.2%	6.7%	8.5%
					ROE	13.4%	9.8%	15.9%	18.7%
					ROIC	8.9%	10.5%	15.6%	19.2%
					偿债能力				
					资产负债率	57.1%	54.6%	50.0%	42.0%
					净负债比率				
					流动比率	1.15	1.30	1.47	1.80
					速动比率	0.32	0.55	0.60	0.71
					营运能力				
					总资产周转率	1.50	1.22	1.23	1.30
					应收账款周转率	32	25	25	24
					应付账款周转率	29.57	27.62	26.80	26.33
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.46	0.88	1.27
					每股经营现金流(最新摊薄)	-2.32	0.23	0.64	1.14
					每股净资产(最新摊薄)	3.28	4.64	5.52	6.79
					估值比率				
					P/E	49.48	47.87	24.74	17.15
					P/B	6.64	4.69	3.95	3.21
					EV/EBITDA	33	26	17	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

管猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434