

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: 32.25元

当前股价: 22.00元

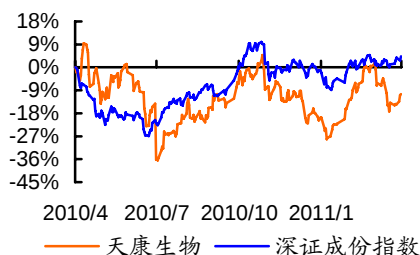
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	13102.08
总股本(百万)	227
流通股本(百万)	195
流通市值(亿)	43
EPS (TTM)	
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	-8.18	15.55	-3.00
深证成份指数	1.98	5.46	3.96



相关报告

《天康生物-2011年强制免疫计划新增小反刍新疆地区, 公司作为唯一生产企业将受益》2011-2-14

《天康生物-10年业绩快报符合预期, 11年业绩持续看好》2011-2-25

《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

002100

强烈推荐

2011年, 公司业绩转折元年

公司2010年实现归属于上市公司股东净利1.07亿, 同比增长9.12%, 按最新股本摊薄合EPS0.47元, 符合我们的预期, 拟10转3派0.5元。

投资要点:

■ **收入、利润均稳定增长:** 2010年, 公司实现收入23.69亿, 同比增长14.19%; 利润总额1.26亿, 同比增12.3%; 净利1.07亿, 同比增9.1%;

■ **分产品数据一利润增长贡献主要来源于兽药:**

动物疫苗收入毛利快速增长: 兽药收入3.8亿, 增65%, 其中动物疫苗增66.3%, 化学药减3.71%; 兽药整体实现毛利额2.37亿, 增60.4%;

饲料收入平稳增长增7.1%, 毛利率下降1.5%, 影响利润: 我们预计10年4季度后, 远期合同带来的高成本消化完毕, 毛利率恢复正常。

植物蛋白收入增33.8%, 毛利率下降12.8%, 影响利润: 我们预计10年四季度开始, 棉豆粕蛋白景气重回, 11年有望带来业绩正面影响

■ **申报、在研新产品丰富, 销售队伍的建设+新产品的上市将带来收入利润增长的叠加效应:** 10年底上市猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗; 我们预计后续新品有11年底牛羊口蹄疫三价苗、禽流感疫苗上市, 悬浮培养实现应用; 12年后ST细胞猪瘟疫苗、以及常规疫苗猪圆环病毒疫苗等上市。持续不断新品将带来利润的持续高速增长。

■ **投资北区制药工业园计划公布, 彰显管理层做强做大公司的决心:** 项目投资5.28亿, 新产品达产后可贡献收入8.85亿, 利润总额3.42亿。

■ **公司业绩转折点到来, 维持强烈推荐评级:** 我们预测11-13年EPS分别为0.9、1.27、1.77元, 对应P/E24、17、12倍, 公司的高成长具有提升动物疫苗板块估值的潜力, 维持强烈推荐评级。

■ **风险提示:** 新产品上市时间具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2369	2950	3359	3818
同比(%)	14%	25%	14%	14%
归属母公司净利润(百万元)	107	205	287	401
同比(%)	9%	90%	40%	40%
毛利率(%)	17.1%	19.9%	21.4%	22.9%
ROE(%)	10.3%	16.4%	18.7%	20.7%
每股收益(元)	0.47	0.90	1.27	1.77
P/E	46.4	24.4	17.4	12.4
P/B	4.8	4.0	3.2	2.6
EV/EBITDA	27	17	13	10

资料来源: 中投证券研究所

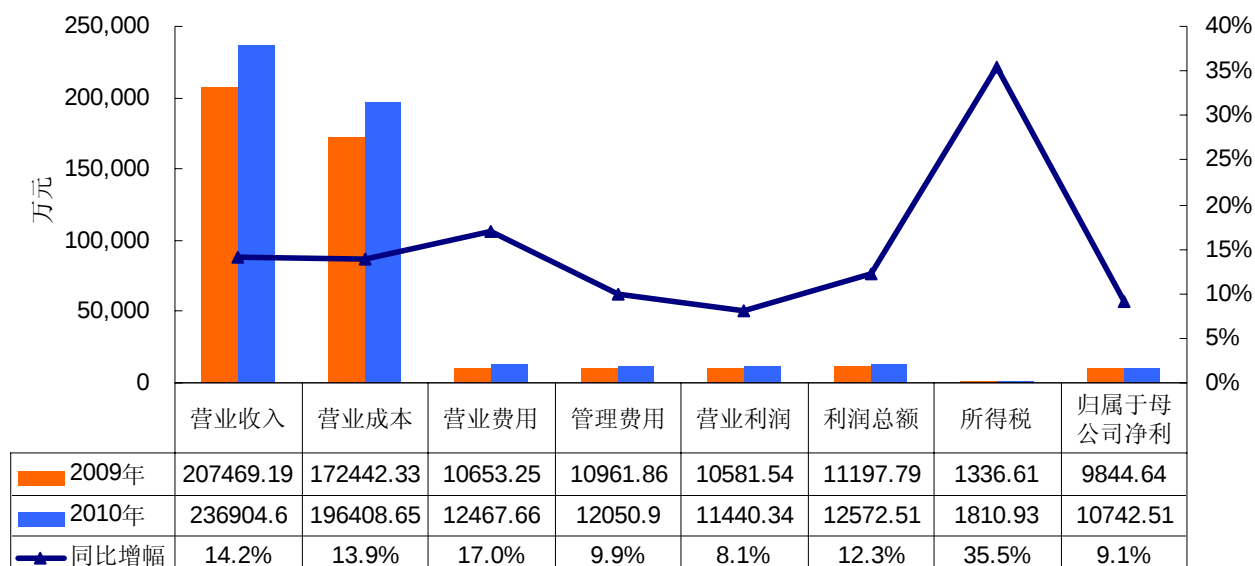
一、收入、利润稳定增长，动物疫苗贡献最大

利润表基本数据解读：

天康生物 10 年实现营业收入 23.69 亿元，较去年同比增 14.19%。实现营业利润 1.26 亿，同比增 12.3%；利润总额 1.26 亿，同比增 12.28%；归属于母公司净利润 1.07 亿，同比增 9.12%。

营业成本增速略低与收入，综合毛利率提高 0.21%，主要原是毛利率高的兽药收入占比提升 5%，由 11.3%提高至 16.3%。营业费用上涨 17%，管理费用上涨 9.9%。

图 1：天康生物 10 年年报主要盈利性指标变化



来源：天康生物 10 年年报、中投证券研究所

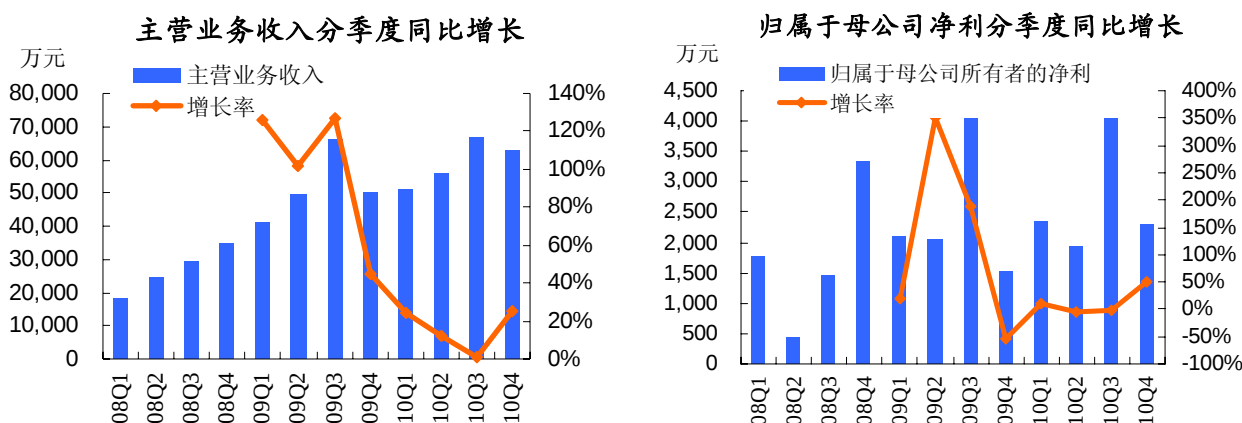
分季度数据解读：

从季度数据来看，4 季度收入同比增长 25.1%，营业费用增长 33.1%，管理费用增长 27.2%，净利润增长 51%。

4 季度饲料业务远期合同带来的高成本消化完全，毛利回升；植物蛋白业务逐步好转，景气回升，棉油价格上涨；动物疫苗发货，带来 4 季度净利润同比大幅增长。

10 年 1 季度开始，净利润同比增长率呈逐步上升趋势。

图 2: 天康生物主营业务收入和净利润同比增长



来源: 天康生物历年年报、中投证券研究所

表 1: 天康生物的季度盈利性数据

财务指标(万)	09年1Q	09年2Q	09年3Q	09年4Q	10年1Q	10年2Q	10年3Q	10年4Q	4Q 环比	4Q 同比
营业总收入	41329	49705	66097	50338	51216	55928	66790	62971	-5.7%	25.1%
营业成本	34441	42511	56894	38596	43761	47154	57170	48323	-15.5%	25.2%
营业费用	1406	2602	2134	4511	2059	1835	2569	6005	133.8%	33.1%
管理费用	2372	1917	1626	5046	1743	1813	2075	6421	209.5%	27.2%
财务费用	344	454	445	962	1010	1169	604	971	60.7%	0.9%
营业利润	2556	1866	4697	1463	2732	2454	4131	2124	-48.6%	45.2%
利润总额	2699	1904	4763	1831	2880	2509	4634	2550	-45.0%	39.2%
所得税	594	-134	553	324	552	552	462	245	-47.0%	-24.4%
归属于母公司净利润	2101	2030	4202	1512	2341	1942	4178	2282	-45.4%	51.0%
EPS	0.09	0.09	0.19	0.07	0.10	0.09	0.18	0.10	-45.4%	51.0%
毛利率	16.7%	14.5%	13.9%	23.3%	14.6%	15.7%	14.4%	23.3%	61.5%	-0.3%
营业费用率	3.4%	5.2%	3.2%	9.0%	4.0%	3.3%	3.8%	9.5%	147.9%	6.4%
管理费用率	5.7%	3.9%	2.5%	10.0%	3.4%	3.2%	3.1%	10.2%	228.2%	1.7%
营业利润率	6.2%	3.8%	7.1%	2.9%	5.3%	4.4%	6.2%	3.4%	-45.5%	16.1%
实际所得税率	22.0%	-7.0%	11.6%	17.7%	19.2%	22.0%	10.0%	9.6%	-3.6%	-45.7%

资料来源: 天康生物历年报表、中投证券研究所

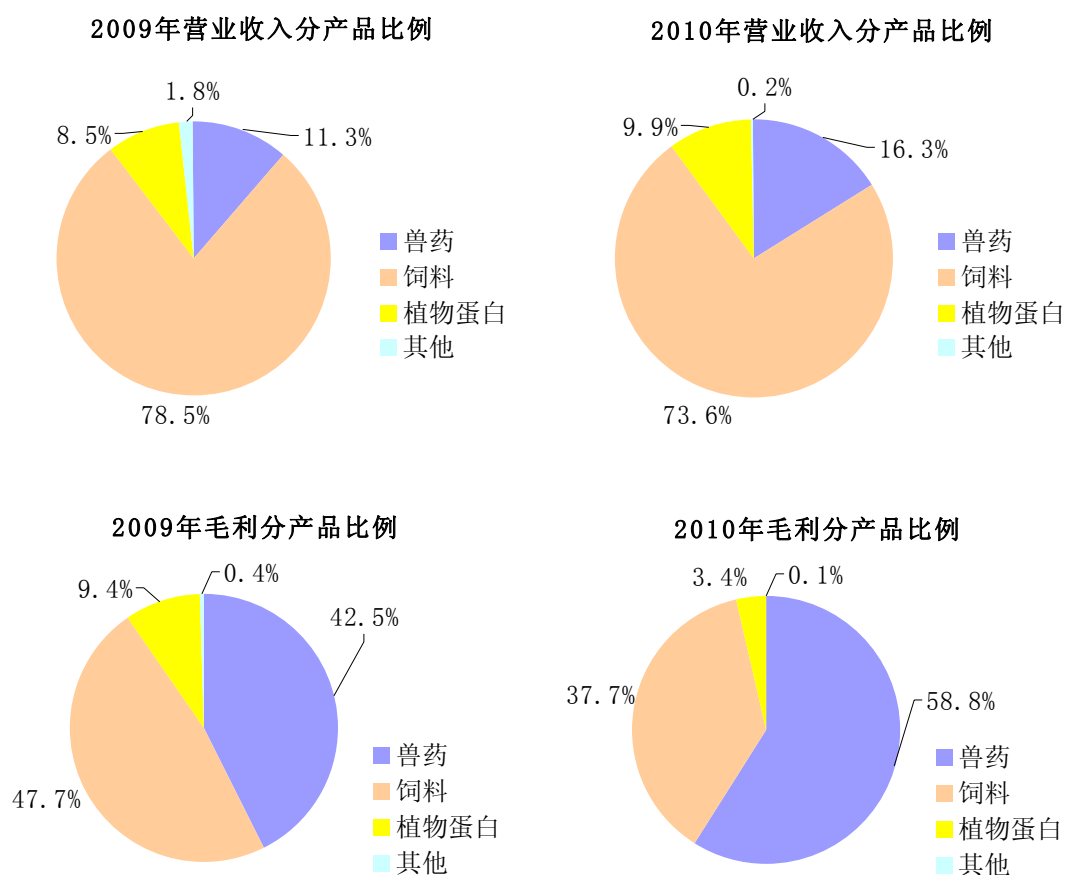
分业务数据解读:

兽药(主要为动物疫苗)收入、毛利占比均提高, 公司动物疫苗业务逐步成为重心:

营业收入占比: 兽药由 09 年 11.3%, 提高至 10 年 16.3%; 饲料由 78.5% 降低至 73.6%; 植物蛋白有 8.5% 提高到 9.9%。

毛利占比: 兽药由 42.5% 提高至 58.8%, 超过了 50%; 饲料由 47.7% 降低至 37.7%; 植物蛋白有 9.4% 降低至 3.4%。

图 3: 天康生物各业务收入和毛利占比变化图



资料来源: 天康生物历年报表、中投证券研究所

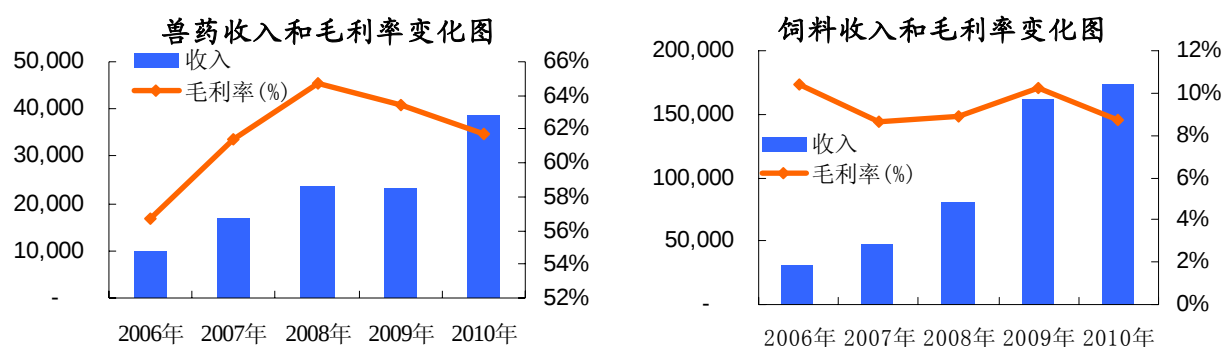
分业务收入和毛利变化图来看:

兽药业务 10 年收入大幅增 64.96%，其中动物疫苗增 66%，毛利率小幅下降 1.76%，主要因为为了保证动物疫苗产品的稳定性，提高产品质量，公司与 10 年上半年更换了进口佐剂，增加了成本。

饲料业务 10 年收入增 7.1%，毛利率下降 1.5%，主要因为前三季度受远期合同的影响，成本锁定较高，高于市场价格，毛利下降，我们预计 4 季度已基本恢复，11 年饲料业务有望重回净利率 1-2%的水平，对业绩贡献正面影响。

植物蛋白业务 10 年收入增 33.8%，毛利率大幅下降 12.8%，10 年对业绩几无贡献。10 年底开始植物蛋白景气好转，棉粕、棉油价格大幅上涨，预计 11 年公司加工棉籽有望达 16 万吨，将带来业绩正面影响。

图 4: 天康生物各业务收入和毛利变化图



资料来源: 天康生物历年报表、中投证券研究所

二、产品储备丰富、发展战略清晰、投资计划彰显决心

1、产品储备丰富，1-2 年强制免疫改良疫苗发力，2-3 年以后常规疫苗给力，公司业绩持续增长的基础坚实：

1-2 年强制免疫改良疫苗将带来业绩的高成长：10 年底猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗上市；预计后续新品有 11 年底牛羊口蹄疫三价苗、禽流感疫苗上市，悬浮培养实现应用；12 年 ST 细胞猪瘟疫苗有望上市。

2-3 年后常规疫苗给力，想象空间大：猪圆环病毒疫苗、猪伪狂犬病毒疫苗等常规疫苗将成为公司业绩后续持续增长的动力。

表 2: 天康生物在研品种

序号	项目名称	研发进展状况
1	猪蓝耳病活疫苗和猪肺炎支原体活疫苗工艺优化	已完成并投入生产
2	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗研制	已取得生产批准文号
3	牛羊口蹄疫 O-A-亚洲 I 型三价灭活疫苗研制	已申请新兽药注册
4	ST 细胞培养猪瘟工艺技术开发	已申请新兽药注册
5	牛羊口蹄疫 O-亚洲 I 型二价灭活疫苗工艺优化	已申请无血清悬浮培养工艺生产批准文号
6	牛羊口蹄疫 O-亚洲 I 型二价合成肽疫苗研制	已申请临床试验
7	禽多联灭活疫苗研制	已申请临床试验
8	小反刍兽疫-羊痘二联疫苗研制及工艺定型	准备申请临床试验
9	猪口蹄疫 O-亚洲 I 型二价灭活疫苗研制	实验室在研
10	发酵型脱酚棉粕规模化生产	已完成

资料来源: 公司年报

2、投资北区制药工业园计划公布，彰显管理层做强做大公司的决心：项目投资 5.28 亿，新产品达产后可贡献收入 8.85 亿，利润总额 3.42 亿：北区将成为公司常规疫苗的主要生产基地，以及少量强制免疫改良疫苗的生产。

3、2011 年度财务预算较保守，是管理层的一贯作风。预算数仅是公司管理层业绩考核的最低标准，不作为我们盈利预测的参考。我们坚定投资逻辑，看好公司业务的反转。

表 3：天康生物 09、10 年预算数

项目	2011 年度预算数(万)	2010 年度预算数(万)	2011 年度预算较 2010 年预算数增减幅度
营业总收入	300,370.00	267,632.00	12.23%
营业总成本	289,100.00	257,962.00	12.07%
其中：营业成本	254,210.00	228,913.00	11.05%
营业税金及附加	323.00	170.00	90.00%
营业费用	14,431.00	12,673.00	13.87%
管理费用	14,036.00	11,800.00	18.95%
财务费用	6,100.00	4,406.00	38.45%
营业利润	11,270.00	9,670.00	16.55%
利润总额	11,270.00	9,670.00	16.55%
所得税费用	1,902.00	1,259.00	51.07%
净利润	9,368.00	8,411.00	11.38%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

三、看好公司业绩增长的持续性，具有提升动物疫苗板块估值的潜力，维持强烈推荐评级

我们坚持前期对动物疫苗行业的看法和判断：行业短期看强制免疫品种改良；长期看常规疫苗大品种，未来新品种多的企业将是成长性最快的企业。

我们认为天康生物是动物疫苗行业里目前最具备持续高成长潜力的公司，1-2 年有多个强制免疫改良疫苗上市，目前开始着手布局常规疫苗，2-3 年以后常规疫苗将迎来大力发展。

天康生物未来的业绩高速增长将持续增长将改变大家对动物疫苗板块稳定增长的看法，具有提升板块估值水平的潜力。

我们预测 11-13 年的 EPS 为 0.9、1.27 和 1.77 元。对应 P/E24、17、12 倍，公司的高成长具有提升动物疫苗板块估值的潜力，维持强烈推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1104	1342	1478	1627	营业收入	2369	2950	3359	3818
现金	158	200	200	200	营业成本	1964	2364	2640	2944
应收账款	48	59	68	77	营业税金及附加	3	3	4	4
其它应收款	23	29	33	38	营业费用	125	156	176	191
预付账款	150	180	201	224	管理费用	121	148	168	191
存货	726	874	976	1089	财务费用	38	45	39	23
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-2	1	1	1
非流动资产	801	869	866	858	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	-7	0	0	0
固定资产	527	605	631	638	营业利润	114	234	331	464
无形资产	104	105	105	105	营业外收入	13	6	6	6
其他	129	118	89	74	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1906	2211	2344	2485	利润总额	126	239	336	470
流动负债	655	757	602	341	所得税	18	34	48	68
短期借款	480	525	354	77	净利润	108	205	288	402
应付账款	81	95	106	118	少数股东损益	0	0	1	1
其他	94	138	142	146	归属母公司净利润	107	205	287	401
非流动负债	205	203	203	203	EBITDA	200	324	423	545
长期借款	178	178	178	178	EPS (元)	0.47	0.90	1.27	1.77
其他	27	25	25	25					
负债合计	860	960	805	544	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	4	4	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	227	227	227	227	成长能力				
资本公积	550	550	550	550	营业收入	14.2%	24.5%	13.8%	13.7%
留存收益	267	471	759	1160	营业利润	8.1%	104.5%	41.4%	40.3%
归属母公司股东权益	1043	1248	1535	1936	归属于母公司净利润	9.1%	90.4%	40.4%	39.6%
负债和股东权益	1906	2211	2344	2485	获利能力				
					毛利率	17.1%	19.9%	21.4%	22.9%
					净利率	4.5%	6.9%	8.6%	10.5%
					ROE	10.3%	16.4%	18.7%	20.7%
					ROIC	10.0%	16.3%	20.2%	24.9%
					偿债能力				
					资产负债率	45.1%	43.4%	34.3%	21.9%
					净负债比率				
					流动比率	1.69	1.77	2.46	4.77
					速动比率	0.58	0.62	0.83	1.58
					营运能力				
					总资产周转率	1.31	1.43	1.47	1.58
					应收账款周转率	34	55	53	53
					应付账款周转率	26.69	26.95	26.38	26.36
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.90	1.27	1.77
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.72	1.14	1.54
					每股净资产(最新摊薄)	4.60	5.50	6.77	8.54
					估值比率				
					P/E	46.43	24.38	17.36	12.43
					P/B	4.78	4.00	3.25	2.58
					EV/EBITDA	27	17	13	10

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 $\pm 10\%$ 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；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

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，金融学硕士，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；

免责声明

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