

2014年09月30日

天康生物 (002100)

—— 吸收合并集团公司实现全产业链经营与高管持股，维持“买入”评级

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据:	2014年09月29日
收盘价(元)	13.92
一年内最高/最低(元)	14.19/8.1
上证指数/深证成指	2358/8083
市净率	3.5
息率(分红/股价)	0.86
流通A股市值(百万元)	5334

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	3.97
资产负债率%	39.74
总股本/流通A股(百万)	434/383
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《天康生物(002100)——市场直销疫苗持续高增长，饲料业务结构升级，维持买入评级》 2014/08/26

《天康生物(002100)——高管激励进一步到位，农牧业龙头扬帆起航》 2014/08/25

证券分析师

赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com
 宫衍海 A0230513040003
gongyh@swsresearch.com

联系人

龚毓幸
 (8621)23297818x7405
gongyx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
 电话：(8621) 23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

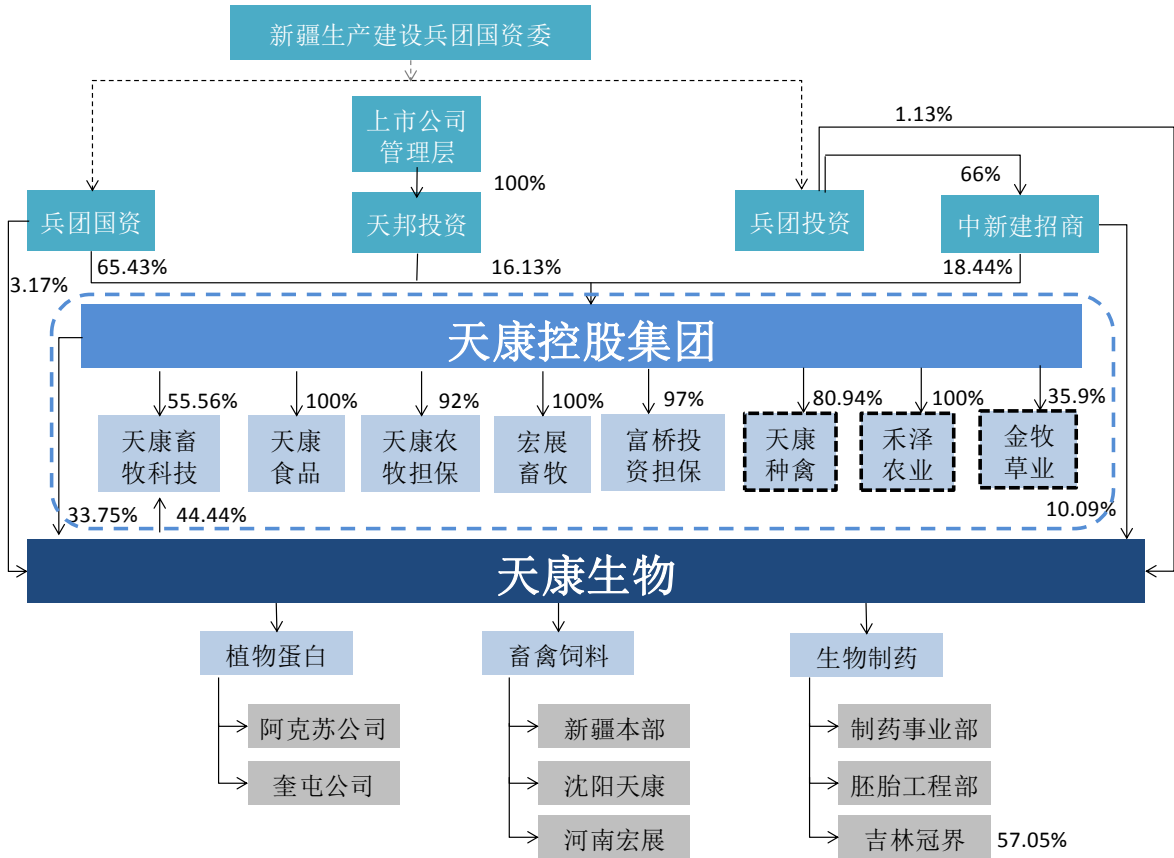
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	3,725	12	170	57	0.39	16.9	10.0	36	22
2014H1	1,731	1	82	17	0.19	17.2	4.8		
2014E	4,233	13.6	227	33.9	0.52	18.7	11.8	27	14.5
2015E	5,885	39.0	348	53.1	0.73	19.7	15.3	19	10.0
2016E	6,610	12.3	440	26.3	0.92	20.8	16.2	14	8.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

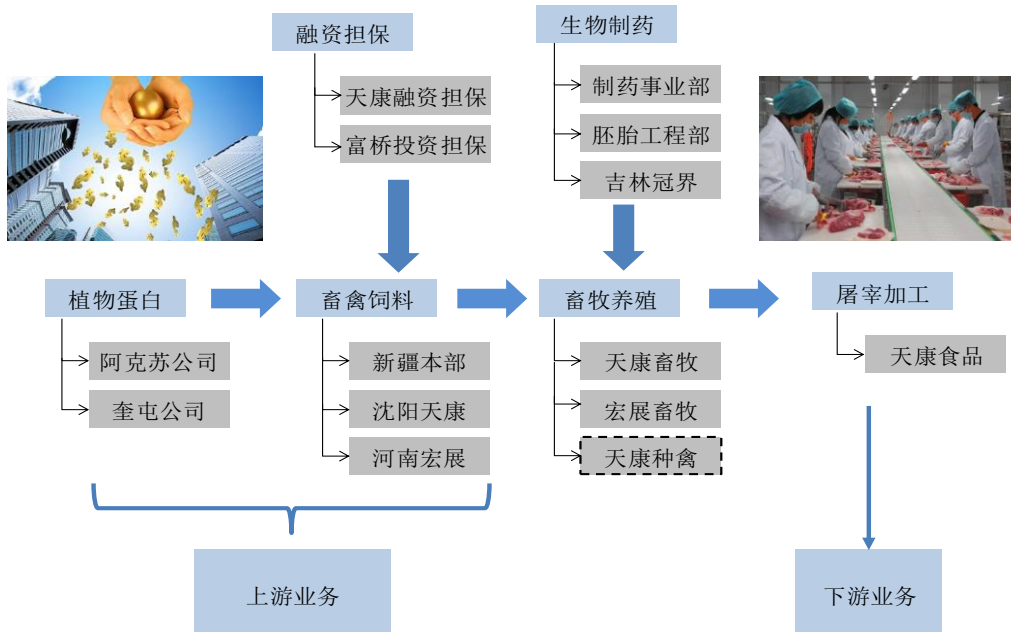
- **公司公告《发行股份吸收合并新疆天康控股有限公司暨关联交易(草案)》**：公司拟以9.57元/股的价格向大股东天康控股发行股份，用于吸收合并天康控股及其下属8项资产的部分或全部股权。与预案相比，经过审计后，天康控股集团全部净资产评估值为18.39亿元，较预案中的18.27亿元提高了1200万元，拟发行股份数在扣除注销天康控股原先持有的上市公司股份数后，为4570万股（新增发行股份数），较预案增加130万股。方案实施后，高管通过天邦投资公司持有上市公司股份数为6.46%，较预案提高0.03个百分点。
- **本次收购之后公司实现集团整体上市，有两方面的影响**：1) **推动公司畜牧全产业链布局**。本次收购完成后，公司业务将包括植物蛋白与油脂、饲料、兽用生物制品、农业融资担保、养殖、肉制品加工6大板块，涵盖整个畜禽养殖全产业链，成为新疆农牧第一股。2) **实现高管持股，完善公司的激励机制**。收购完成后，上市公司核心高管通过天邦投资持有上市公司股权，锁定期为一年，公司成为第一家高管持股的新疆生产兵团国资委下属公司。结合目前已有的激励基金制度，我们认为，公司针对核心高管的激励机制已完全到位，将成为促进公司后期股实发展的重要动力。
- **养殖产业与生物制品(动物疫苗)齐头并进，双轮驱动业绩快速增长**。**养殖产业**：天康畜牧科技公司凭借技术及区域市场优势高速发展，13年单头盈利超过200元，为行业最领先水平。上游供给趋紧推动猪价趋势性上涨，养殖业务盈利持续复苏，且根据市值/出栏量计算的单头市值指标，养殖板块价值严重被低估，且业绩反转可期。此外，天康食品在新疆地区品牌知名度高，随着屠宰规模增长业绩前景乐观；**动物疫苗板块**，公司悬浮培养工艺生产的猪O型口蹄疫及牛羊O型-A型-亚1型三价口蹄疫疫苗获批上市，加上已有的高致病性蓝耳弱毒活疫苗，主导品种持续放量预计14-16年收入维持在50%以上的复合增速。同时，公司储备品种丰富，2年内禽流感、猪瘟E2、圆环疫苗、布氏杆菌病疫苗(A19毒株)将陆续上市，为业绩持续高增长起到有力支撑。此外，小反刍疫苗有望进一步扩大免疫覆盖率和免疫频次，成为增长新亮点。
- **投资建议：维持“买入”评级**。谨慎预计公司14-16年饲料销量分别为90/100/110万吨，生物制品收入分别为7.35/8.46/10.1亿元，同时假设公司14年底完成并购，并购资产于15年1月并入损益表，则公司14-16年收入分别为42.3/58.8/66.1亿元，净利润分别为2.27/3.48/4.4亿元，摊薄后EPS 0.52/0.73/0.92元（与此前预期一致），市盈率27/19/14倍，维持买入评级，给予15年25倍估值，目标价18.3元，尚有至少30%空间。

图 1：天康生物及天康控股集团股权结构图（资产注入前）



资料来源：申万研究

图 2：天康生物及天康控股集团股权结构图（资产注入前）



资料来源：申万研究

表 1：利润表预测
单位：百万元，元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	3,327	3,725	4,233	5,885	6,610
二、营业总成本	3,227	3,578	3,994	5,505	6,125
其中：营业成本	2,801	3,096	3,440	4,727	5,235
营业税金及附加	3	4	5	6	7
销售费用	208	239	284	412	489
管理费用	158	187	226	332	390
财务费用	42	28	26	22	16
资产减值损失	15	23	13	6	(12)
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	19	26	5	0	0
三、营业利润	120	173	244	381	486
加：营业外收入	15	11	11	11	11
减：营业外支出	0	2	2	2	2
四、利润总额	134	182	253	390	495
减：所得税	30	17	30	47	59
五、净利润	104	165	223	343	435
少数股东损益	(4)	(5)	(4)	(5)	(4)
归属于母公司所有者的净利润	108	170	227	348	440
六、摊薄后每股收益	0.37	0.42	0.52	0.73	0.92

资料来源：申万研究
注：请注意股本的变化

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。