

天康生物 (002100.SZ)

生猪出栏量稳健扩张 业绩实现高增长

核心观点:

- **养殖规模稳步扩张, 受益生猪价格上涨, 全年业绩高增长。** 公司发布业绩快报, 2019 年实现营收 78 亿元, 同比增长 47.9%; 归母净利润 6.31 亿元, 同比增长 101.3%。Q4 单季度实现营收 28.2 亿元, 同比增长 80.5%, 归母净利润 3.29 亿元, 同比增长 509%。收入和利润增长源于养殖基地投产, 养殖规模扩大, 生猪价格大幅上涨。
- **新建产能投产推动出栏量稳步扩张, 业绩弹性显现。** 据公司公告, 2019 年公司生猪出栏量 84.27 万头, 同比增长 30.33%, 其中 Q4 单季度出栏量 20.49 万头, 同比增长 15.6%, 估算 2019 年单头盈利约 450 元/头, Q4 单季度头均盈利约 2000 元/头, 区域优势明显。随着河南、甘肃地区产能陆续投产, 预计 2020 年生猪出栏量有望达到 160 万头。
- **禽用疫苗收入快速增长, 猪用疫苗销售下降, 饲料业务稳步增长。** 公司猪用疫苗受非瘟疫情拖累, 根据行业整体情况, 预计猪用疫苗销量大幅下滑超过 50%。参股子公司吉林冠界为高致病禽流感 (H5+H7) 三价苗生产企业, 受益禽流感疫苗招采提价及禽链高景气, 2019 年禽用疫苗销售预计将实现快速增长。饲料业务在产能稳定提升下预计保持稳步增长。
- **投资建议: 维持“买入”评级。** 募投项目逐步投产后公司生猪产能稳步扩张, 将充分享受猪价高位带来的业绩弹性; 考虑到行业产能在非瘟与肺炎疫情双重打压下, 恢复速度或将更加放缓, 生猪供需关系偏紧的持续时间或将延长, 猪价高景气持续时间或超预期。预计 2019-2021 EPS 分别为 0.59 元/股、2.27 元/股、1.75 元/股, 维持合理价值 18.16 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情风险; 猪价上涨不达预期; 新品审批进度不达预期;

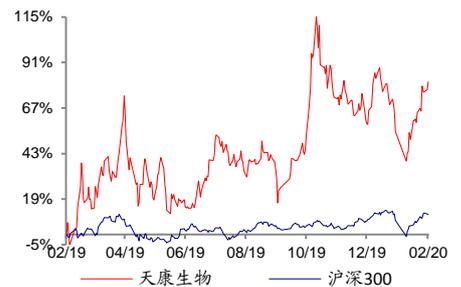
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,630	5,273	7,797	11,138	10,950
增长率 (%)	4.2	13.9	47.9	42.9	-1.7
EBITDA (百万元)	640	620	1,027	3,042	2,379
净利润 (百万元)	407	314	631	2,411	1,863
增长率 (%)	3.7	-22.9	101.2	282.0	-22.7
EPS (元/股)	0.42	0.33	0.59	2.27	1.75
市盈率 (P/E)	19.21	12.90	21.68	5.68	7.35
市净率 (P/B)	2.62	1.26	3.58	2.19	1.69
EV/EBITDA	12.14	9.91	14.88	4.28	5.19

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	12.86 元
合理价值	18.16 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-25

相对市场表现



分析师:

王乾



SAC 执证号: S0260517120002



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

分析师:

钱浩



SAC 执证号: S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-60750607

shqianhao@gf.com.cn

请注意, 王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

天康生物 (002100.SZ): 业绩 2020-01-17

符合预期, 养殖继续贡献业绩

高弹性

天康生物 (002100.SZ): 11 2019-12-06

月出栏量环比下滑 养殖继续

贡献业绩高弹性

天康生物 (002100.SZ): 受益 2019-11-11

区域布局优势, 出栏弹性值得

期待

联系人: 郑颖欣 021-60750607

zhengyingxin@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,575	5,858	5,542	5,783	7,460
货币资金	1,814	2,148	1,987	2,227	2,917
应收及预付	670	713	1,397	1,400	1,579
存货	901	2,502	1,650	1,611	1,738
其他流动资产	190	494	508	545	1,227
非流动资产	2,297	2,651	3,487	3,860	4,147
长期股权投资	44	51	51	53	54
固定资产	1,557	1,715	2,350	2,385	2,435
在建工程	386	559	715	858	908
无形资产	164	166	346	539	725
其他长期资产	146	161	25	25	25
资产总计	5,873	8,509	9,029	9,643	11,607
流动负债	1,763	3,547	3,588	1,774	1,854
短期借款	832	2,675	2,014	0	0
应付及预收	440	377	625	799	802
其他流动负债	491	494	948	975	1,052
非流动负债	1,055	1,683	1,576	1,576	1,576
长期借款	0	600	600	600	600
应付债券	936	976	976	976	976
其他非流动负债	118	107	0	0	0
负债合计	2,818	5,230	5,164	3,350	3,430
股本	963	963	1,066	1,066	1,066
资本公积	566	577	475	475	475
留存收益	1,410	1,627	2,258	4,669	6,532
归属母公司股东权益	2,986	3,210	3,826	6,240	8,108
少数股东权益	69	69	39	52	69
负债和股东权益	5,873	8,509	9,029	9,643	11,607

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,630	5,273	7,797	11,138	10,950
营业成本	3,547	4,163	6,024	6,999	7,462
营业税金及附加	18	21	31	45	44
销售费用	274	313	437	617	613
管理费用	286	302	441	613	613
研发费用	54	79	117	145	164
财务费用	22	74	134	66	6
资产减值损失	7	13	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-5	11	8	13	13
营业利润	426	333	649	2,692	2,087
营业外收支	3	1	5	1	1
利润总额	429	334	653	2,693	2,089
所得税	25	33	52	269	209
净利润	404	301	601	2,424	1,880
少数股东损益	-3	-13	-30	13	17
归属母公司净利润	407	314	631	2,411	1,863
EBITDA	640	620	1,027	3,042	2,379
EPS (元)	0.42	0.33	0.59	2.27	1.75

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	649	-1,178	1,904	3,040	1,993
净利润	404	301	601	2,424	1,880
折旧摊销	189	225	279	321	326
营运资金变动	6	-1,797	857	200	-255
其它	50	92	166	94	43
投资活动现金流	-546	-789	-1,107	-681	-1,251
资本支出	-552	-575	-1,170	-692	-610
投资变动	0	5	0	-2	-1
其他	6	-218	63	13	-640
筹资活动现金流	846	2,251	-958	-2,119	-53
银行借款	-8	2,443	-661	-2,014	0
股权融资	5	12	0	0	0
其他	850	-205	-296	-105	-53
现金净增加额	950	283	-161	240	690
期初现金余额	746	1,696	2,148	1,987	2,227
期末现金余额	1,696	1,979	1,987	2,227	2,917

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	4.2%	13.9%	47.9%	42.9%	-1.7%
营业利润增长	11.7%	-21.7%	94.6%	315.1%	-22.5%
归母净利润增长	3.7%	-22.9%	101.2%	282.0%	-22.7%
获利能力					
毛利率	23.4%	21.0%	22.7%	37.2%	31.8%
净利率	8.7%	5.7%	7.7%	21.8%	17.2%
ROE	13.6%	9.8%	16.5%	38.6%	23.0%
ROIC	14.1%	6.6%	12.6%	43.4%	27.0%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	61.5%	57.2%	34.7%	29.6%
净负债比率	30.1%	50.0%	39.8%	16.3%	13.6%
流动比率	2.03	1.65	1.54	3.26	4.02
速动比率	1.25	0.83	0.93	1.99	2.72
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.73	0.89	1.19	1.03
应收账款周转率	25.94	21.79	9.13	14.60	12.17
存货周转率	3.95	2.45	3.65	4.35	4.29
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.33	0.59	2.27	1.75
每股经营现金流	0.67	-1.22	1.79	2.85	1.87
每股净资产	3.10	3.33	3.60	5.86	7.62
估值比率					
P/E	19.21	12.90	21.68	5.68	7.35
P/B	2.62	1.26	3.58	2.19	1.69
EV/EBITDA	12.14	9.91	14.88	4.28	5.19

广发证券农林牧渔行业研究小组

王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士。2019年新财富农林牧渔行业第三名；2017年新财富农林牧渔行业入围；2016年新财富农林牧渔行业第四名，新财富最具潜力分析师第一名，金牛奖农林牧渔行业第一名。2017年加入广发证券发展研究中心。

钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，主要覆盖畜禽养殖、农产品加工。2017年加入广发证券发展研究中心。

郑 颖欣：联系人，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，主要覆盖动物保健、宠物板块。2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。