

## 天康生物

002100

买入 (维持)

区域龙头，厚积薄发

2020年04月24日

## 市场数据

市场数据日期	2020-04-23
收盘价(元)	15.43
总股本(百万股)	1068.22
流通股本(百万股)	1068.22
总市值(百万元)	16482.62
流通市值(百万元)	16482.62
净资产(百万元)	4592.8
总资产(百万元)	11154.46
每股净资产	4.30

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7476	10187	13379	17574
同比增长(%)	41.8%	36.3%	31.3%	31.4%
净利润(百万元)	644	2533	3180	3458
同比增长(%)	105.4%	293.1%	25.5%	8.8%
毛利率(%)	25.1%	38.6%	36.9%	32.7%
净利润率(%)	8.6%	24.9%	23.8%	19.7%
净资产收益率(%)	14.0%	35.4%	32.2%	27.0%
每股收益(元)	0.60	2.37	2.98	3.24
每股经营现金流(元)	0.29	2.59	2.03	1.67

## 相关报告

《天康生物中报点评: 养殖成本优异, 业绩弹性可期》  
2019-08-28

《生猪出栏快速增长, 招标苗下滑影响已消化》  
2017-08-22

《天康生物: 养殖贡献丰厚业绩, 口蹄疫市场苗再上征程》  
2017-04-20

分析师:

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

S0190518050002

团队成员:

陈娇、毛一凡、阎亚、曹心蕊

## 投资要点

- **事件:** 公司 2019 年实现营收 74.76 亿 (+41.78%), 归母净利润 6.44 亿 (+105.43%), 扣非净利润 6.36 亿 (+119.14%)。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)。
- **其中单四季度:** 公司营收 22.97 亿 (+47.00%), 归母净利润 3.43 亿 (+529.99%), 扣非净利润 3.43 亿 (+707.53%)。
- **养猪量利齐增, 成本控制能力领先行业。**

(1) 生猪行业: 2019 年非瘟致全国生猪存栏、能繁母猪存栏同比下滑最高达 40% 左右。新疆因区位优势仅 Q2 受非瘟影响较大, Q1-Q4 猪价分别为 10.6、12.0、20.4、30.9 元/kg, 同比变动-13%、22%、54%、127%。

(2) 养殖屠宰业务: 全年实现收入 16.4 亿 (+92.3%), 生猪出栏共 84.3 万头 (+30.3%)。我们预计肥猪出栏 58.5 万头, 销售均价 18.6 元/kg。预计肥猪完全成本 12.6 元/kg 左右, 在行业成本升至 15-25 元/kg 的情况下, 公司区位优势、自繁自养精细化管理能力体现。预计肥猪头均盈利约 742 元, 贡献利润约 4.3 亿。预计仔猪出栏 25.8 万头, 盈利约 0.6 亿。养殖板块预计贡献利润 5 亿左右。

(3) 产能: 目前公司能繁存栏 8 万头, 后备 2-3 万头, 随着河南场投产, Q3 起公司出栏或明显增加, 2020 年生猪出栏有望达 150-180 万头。另外,

**风险提示: 猪价波动、疫情风险、出栏量不及预期、原材料价格上涨。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

根据公司规划, 2021-2023 年公司有望实现生猪出栏 250、300-350、400 万头。

- **饲料业务逆势增长。**2019 年饲料行业各品种景气度分化, 受存栏下滑影响全国猪料产量同比-26.6%, 蛋、肉禽料同比+9.6%、+21.0%。公司全年饲料销量 133.4 万吨(+15.5%), 在新疆市占率 50%左右。由于新疆非瘟疫情较轻, 公司猪料销量 56.1 万吨(+8.4%), 实现逆势增长; 禽料 49.3 万吨(+19.5%), 反刍料 19.7 万吨(+36.1%), 水产料 5.0 万吨(-15.1%)。饲料销售收入 29.3 亿(+14.3), 毛利率 14.3%(-0.3pct)。预计贡献利润 0.9 亿。其他板块, 玉米收储业务收入 12.5 亿, 玉米销售量 137.3 万吨, 微亏 1700 万; 油脂加工业收入 8.1 亿(-5.7%), 微盈 0.5 亿。
- **疫苗业务明确中期规划, 高速增长可期。**2019 年非瘟大环境影响猪苗需求基数和意愿, 疫苗业务暂承压, 全年收入 5.6 亿(-26.0%), 销量 9.85 亿 ml(-21.1%)。其中口蹄疫销量 6.1 亿 ml(-14.4%), 占比 62%, 小反刍/猪蓝耳/猪瘟/布病疫苗销量增速为-33.0%/-29.5%/-9.7%/-28.6%, 疫苗业务整体毛利率 60.1%(+1.2pct), 预计贡献利润约 1.4 亿。中期来看, 公司规划 2023 年实现疫苗收入 20 亿, 体现公司对疫苗业务发展信心。目前公司主产品口蹄疫政采苗市占率第二, 市场苗占比较小。公司已推出优势产品口蹄疫 OA 二价、猪瘟 E2 苗, 随着疫苗行业景气度回升, 公司将大力拓展市场苗销售, 疫苗业务有望通过内生+外延方式实现高速发展。
- **2020 年猪价将持续高位运行, 后周期板块景气度回升。**自 2019Q3 起生猪存栏环比转正, 主要为规模场产能, 散户受非瘟干扰复产难度大, 行业产能恢复缓慢。受制于生猪自然生长时间限制, 预计 2020 年猪肉供需缺口继续扩大, 猪价或维持 30 元/kg 以上的高位区间, 行业集中度将快速提升。后周期板块, 因猪存栏已开始恢复, 禽产能高位, 饲料、疫苗行业景气度将在 2020 年逐步回升。
- **投资建议:**公司是区域龙头, 生猪产能稳步扩张, 成本控制大幅领先行业, 盈利能力持续得到验证, 疫苗业务增速可期, 我们坚定看好公司未来发展。我们调整公司 2020-2022 年 EPS 至 2.37、2.98、3.24 元, 基于 2020 年 4 月 23 日收盘价, 对应 PE 分别为 6.5、5.2、4.8 倍, 维持“买入”评级。

## 附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6694	9021	12083	15458
货币资金	2001	4160	5516	6415
交易性金融资产	87	29	39	52
应收账款	314	426	556	735
其他应收款	52	158	263	259
存货	3097	3458	4667	6543
<b>非流动资产</b>	4460	4006	3724	3437
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	81	59	63	68
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3215	3234	3070	2808
在建工程	616	328	184	112
油气资产	0	0	0	0
无形资产	240	260	284	318
<b>资产总计</b>	11154	13027	15806	18895
<b>流动负债</b>	4301	4002	4162	4527
短期借款	2708	2708	2708	2708
应付票据	0	18	12	17
应付账款	251	286	388	538
其他	1342	990	1054	1264
<b>非流动负债</b>	1689	1403	1472	1460
长期借款	1403	1403	1403	1403
其他	286	0	70	58
<b>负债合计</b>	5990	5405	5634	5987
股本	1066	1068	1068	1068
资本公积	1376	1376	1376	1376
未分配利润	1958	4361	6906	9669
少数股东权益	572	464	293	88
<b>股东权益合计</b>	5165	7623	10172	12908
<b>负债及权益合计</b>	11154	13027	15806	18895

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	644	2533	3180	3458
折旧和摊销	334	413	454	481
资产减值准备	2	81	-6	-8
无形资产摊销	32	23	26	27
公允价值变动损失	0	-0	-0	-0
财务费用	193	181	181	181
投资损失	-23	-23	-23	-23
少数股东损益	-52	-108	-171	-205
营运资金的变动	-807	-208	-1529	-2089
<b>经营活动产生现金流量</b>	307	2762	2164	1780
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1362	130	-169	-183
<b>融资活动产生现金流量</b>	933	-733	-640	-698
现金净变动	-122	2159	1355	899
现金的期初余额	1979	2001	4160	5516
现金的期末余额	1858	4160	5516	6415

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	7476	10187	13379	17574
营业成本	5600	6254	8440	11832
营业税金及附加	25	34	45	59
销售费用	546	713	937	1230
管理费用	478	611	803	1054
财务费用	175	181	181	181
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	-0	-0	-0	-0
投资收益	23	23	23	23
<b>营业利润</b>	591	2416	2997	3240
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	590	2415	2996	3239
所得税	-2	-10	-13	-14
净利润	592	2425	3009	3253
少数股东损益	-52	-108	-171	-205
<b>归属母公司净利润</b>	644	2533	3180	3458
<b>EPS(元)</b>	0.60	2.37	2.98	3.24

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	41.8%	36.3%	31.3%	31.4%
营业利润增长率	77.3%	309.1%	24.0%	8.1%
净利润增长率	105.4%	293.1%	25.5%	8.8%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	25.1%	38.6%	36.9%	32.7%
净利率	8.6%	24.9%	23.8%	19.7%
ROE	14.0%	35.4%	32.2%	27.0%

资产负债率	53.7%	41.5%	35.6%	31.7%
流动比率	1.56	2.25	2.90	3.41
速动比率	0.84	1.39	1.78	1.97

资产周转率	76.0%	84.3%	92.8%	101.3%
应收帐款周转率	2734.9%	2675.3%	2604.2%	2628.1%

每股收益	0.60	2.37	2.98	3.24
每股经营现金	0.29	2.59	2.03	1.67
每股净资产	4.30	6.70	9.25	12.00

PE	25.6	6.5	5.2	4.8
PB	3.6	2.3	1.7	1.3

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn