

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002
联系人： 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

动物疫苗业务正当投入期 静待困境过后展新颜

事件描述

我们与天邦股份董事会秘书沟通了解公司战略、以及近期业务重点发展规划，主要内容如下：

- 公司主营业务仍旧是水产饲料、油脂以及生物制品（动物疫苗）业务的多元组合。公司特种水产饲料细分市场容量与规模有限，油脂业务不需要太大资源投入，目前公司计划将资源重点投入动物疫苗业务；未来 3 年疫苗会成为公司的支柱业务，公司目标为 2012 年疫苗收入突破 1 亿元。
- 公司生物制品团队初步组建完毕，今年属于投入期。有待跟踪公司疫苗新产品的申报批文结果，以及疫苗产品销售的推广与升，预计明年半年报应该不会亏损，期待明年下半年公司业绩改善以及 2010 年的快速发展。我们上调公司盈利预测，预计公司 2010~2012 年公司业绩分别为 0.30 元，0.23 元和 0.31 元，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，公司饲料业务是基础，油脂业务无需大量资源投入

公司最早起步于特种水产饲料业务，该细分市场容量较小；公司普通水产饲料和猪饲料作为饲料业务规模发展的补充。公司设立饲料事业部通过授权+控制机制管理各个饲料子公司。

■ 公司水产饲料子公司盐城天邦生产经营情况较佳。

公司最早的特种水产料是甲鱼鳊鱼饲料，目前主要生产海水鱼鱼饲料。

水产饲料方面子公司盐城天邦生产经营情况不错。子公司安徽天邦去年刚投产，安徽的水产养殖规模没有江苏大，产品还是要销往江苏市场。

公司对子公司越南天邦的持股比例为 65%，其余 35%股份由越南当地股东和四川特区股东持有。越南水产养殖规模大，一年可养 3 季；产品毛利率较高，在 10%以上。目前公司对当地市场不够了解，当地养殖场和养殖户对公司品牌认知度不足，销售推广还需要一定时间。越南天邦的 30 万吨产能没有完全建成，预计子公司 3 年投产，今年亏损预计将低于去年的 500 万。

公司暂时不考虑新建饲料产能，通过收购可能会快一些。水产饲料盈利情况受天气影响大，原料价格波动频繁，因此公司水产饲料业务盈利情况会有波动。

■ 禽畜饲料特别是猪饲料追求规模发展。

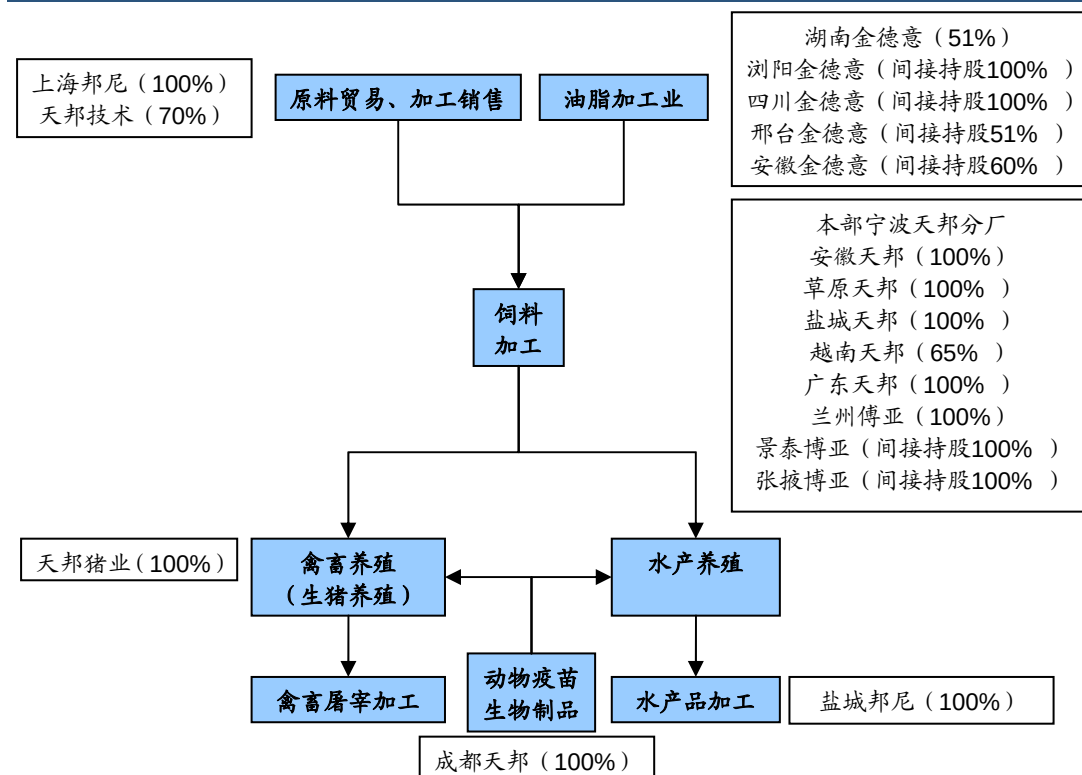
公司猪饲料约占畜禽料收入的一半，主要在兰州跟安徽生产销售。兰州生产的猪饲料主要在甘肃跟青海销售；安徽生产的猪饲料主要在本省销售。猪料市场容量很大，但竞争比较激烈，规模化养殖场越来越多，对饲料养殖效果非常重

视。今年公司猪饲料规模可能会稍微扩大一些。

子公司草原天邦上半年产销量比上年同期下降 33.62%。主要系近几年内蒙古乱事不断，先是三聚氰胺事件，又有口蹄疫负面影响。

■ 公司油脂业务不需要大量资源的投入。

图 1: 天邦股份控股子公司结构



资料来源：长江证券研究部

第二，公司动物疫苗业务尚在投入期，未来将成为利润爆发点

公司成立生物制品事业部，专门管理动物疫苗业务。公司疫苗业务 2010 年预计收入在 5000 万元左右，计划 2012 年收入超过 1 亿元。今年或将获取一个市场苗品种的批文，明年开始推广。未来 3 年疫苗将成为公司的支柱业务。

■ 公司动物疫苗产品以市场苗为主要发展方向。

动物疫苗产品可以分为政府强制招标苗和市场苗。金宇集团、天康生物、中牧股份的业务重点是政府强制市场招标苗，而公司的长远目标是发展市场苗。

公司动物疫苗产品中政府强制招标苗品种只有猪瘟疫苗，且今年上半年政府强制招标苗业务不很理想。

公司目前市场在起步阶段，目前产品品种尚不够多，公司在申报和准备申报的市场苗品种大约有 20 多个。一个产品审批大约需要等待 2~3 年的时间，预计今年或将有 1 个市场苗产品获得批文。近期公司计划对疫苗业务加大投入，今年投入不会少于去年。

■ 动物疫苗业务研发费用维持较高水平。

公司目前研发费用较高，今后几年也会维持较高水平。公司动物疫苗的研发主要以跟高校研究所联合开发为主。

■ 疫苗产能未达瓶颈，车间改造采用先进悬浮培养生产工艺。

公司子公司成都天邦目前产能利用率较低；弱毒疫苗产能瓶颈不大，灭活疫苗需要孵化培养，对产能要求高一些。

公司聘请美国归国博士，投资 3800 万元对车间进行悬浮培养工艺改造。悬浮培养工艺类似于复制技术，好处在于质量好控制，相较于孵化工艺有助于规避外源性病毒的污染。

金宇集团已经投资 2 亿元建设悬浮培养工艺生产线，但国内目前采用悬浮培养工艺的厂商还不多。

■ 生物制品事业部团队初步形成。

公司收购成都精华以后陆续招揽人才组建生物制品事业部，目前已经陆续引进 6~7 位专业人才，分别负责公司动物疫苗业务的产品研发和申报、产品生产及品质、以及市场营销和销售渠道等。

目前公司对引进人才实行年薪制，暂没有股权激励计划，预计今年公司管理费用会上升较多，动物疫苗业务产生效果或将于明年开始显现。

成都精华产品将定位在全国范围销售。市场化苗按照产品划分为禽苗、畜苗，主要通过直销模式销往大型养殖场，大型养殖集团是公司重点客户；公司也通过经销商将疫苗产品销售给散养户。

有些养殖场采购疫苗通过招标形式；有些养殖场选择做产品目录，由每个分厂自主决定使用某家供应商的产品。公司动物疫苗产品与饲料产品的销售渠道并不重合，因为大型养殖场通常自己生产饲料；反而与湖南金德意的客户有部分重合。

公司重视销售队伍建设以及技术服务团队建设。目前销售团队有 40 多人，其中专门技术服务有 10 多人。公司将根据以往销售经验制定销售计划。目前产品配送不需要冷链。

■ 竞争实力在于稳定的产品质量，以及技术服务优势。

动物疫苗产品的竞争力主要体现为产品质量的稳定性，以及技术服务质量。公司主要竞争对手是非上市的市场苗生产企业。全国 77 家动物疫苗生产企业，大多数规模在 1 亿以下，主要靠市场苗生存。现在很多动物疫苗产品需要依靠进口。

公司主要竞争对手包括最近上市的瑞普生物，其优势在于市场营销和服务。其他竞争对手还包括辉瑞，法国梅里亚，这些外资企业的产品毛利率更高。

■ 公司动物疫苗增速高于市场容量增速，抢占其他企业市场份额

动物疫苗市场容量增速约为 10% 左右，公司疫苗业务的发展远高于市场增速。成都天邦的宗旨是做高端的市场苗产品，同外国企业竞争。与国外同类企业相比，公司在生产制造疫苗产品上具有成本优势，国内品牌做高端产品需要通过内部质量控制以及产品生产控制来提高产品品质，同时提升售前售后服务也是关键的一环。

第三，生猪养殖项目投资暂缓，期货套保暂停

■ 安徽天邦猪业暂缓投入建设生猪养殖项目。

公司子公司安徽天邦猪业的生猪养殖项目目前处于暂缓阶段。安徽天邦主业先征一部分地，建一个原种猪场和商品猪场。生猪养殖项目需要很大资源投入，目前公司资源重点投向疫苗。今后有机会将继续投入生猪养殖产业，因为长期来看，养殖行业的产业链一体化是必然的发展趋势。

■ 上海邦尼国际贸易不再做期货套保。

公司现在计划不再做饲料原材料的期货套保，主要系饲料产品售价无法锁定，对原材料的期货套保意义不大。

第四，营业外收入的搬迁损失补偿不可持续

2008 年公司决定出让余姚市土地使用权，由余姚市土地交易储备中心分步进行收购和搬迁补偿，2008 年公司收到前

2 期收购及补偿款共 14,514 万元，2010 年上半年又收到第 3 期机器设备搬迁损失补偿款 1,771 万元。今后不会再有土地搬迁损失补偿的营业外收入。

第五，暂无融资需求与股权激励计划

■ 疫苗业务暂时没有融资需求。

疫苗业务具有投资前置性特点，前期开发产品的研发申报投入较大，暂时没有融资需求。

■ 股权激励暂时不考虑，目前疫苗业务引入人才实行年薪制，等稳定再考虑。

第六，上调公司盈利预测，维持“谨慎推荐”评级

公司在主营业务战略定位上有所变化，公司生物制品团队初步组建完毕，近期计划重点加大对动物疫苗业务的投入。今年属于投入期。有待跟踪公司疫苗新产品的申报批文结果，以及疫苗产品销售的推广与升，预计明年半年报应该不会亏损，期待明年下半年公司业绩改善以及 2010 年的快速发展。

我们上调公司盈利预测，预计公司 2010~2012 年公司业绩分别为 0.30 元，0.23 元和 0.31 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	969	1031	1299	1606	货币资金	121	103	130	161
营业成本	804	873	1077	1330	交易性金融资产	3	3	3	3
毛利	165	158	223	275	应收账款	49	60	76	94
% 营业收入	17.0%	15.3%	17.1%	17.1%	存货	98	106	131	162
营业税金及附加	0	0	1	1	预付账款	28	31	38	47
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	44	49	56	69	流动资产合计	305	310	386	476
% 营业收入	4.6%	4.8%	4.3%	4.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	86	99	117	143	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.9%	9.6%	9.0%	8.9%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	15	10	10	10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.0%	0.8%	0.6%	固定资产合计	314	315	309	296
资产减值损失	-1	-7	2	2	无形资产	90	85	81	77
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	59	59	59	59
投资收益	35	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	56	6	38	51	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	5.7%	0.5%	2.9%	3.1%	资产总计	771	772	838	911
营业外收支	5	44	0	0	短期贷款	169	126	143	149
利润总额	60	50	38	51	应付款项	32	34	42	52
% 营业收入	6.1%	4.8%	2.9%	3.1%	预收账款	14	19	23	29
所得税费用	3	7	6	8	应付职工薪酬	3	4	5	6
净利润	56	42	32	43	应交税费	3	6	5	7
归属于母公司所有者的净利润	53.1	41.4	31.5	41.9	其他流动负债	20	22	26	32
少数股东损益	3	1	1	1	流动负债合计	241	210	244	275
EPS (元/股)	0.39	0.30	0.23	0.31	长期借款	75	75	75	75
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	11	0	0	0
经营活动现金流净额	146	96	83	101	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	330	288	322	353
收回现金					归属于母公司	385	427	458	500
长期股权投资	35	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	55	56	57	58
固定资产投资	-74	-60	-63	-66	股东权益	441	483	515	558
其他	-23	0	0	0	负债及股东权益	771	772	838	911
投资活动现金流净额	-62	-60	-63	-66	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	2	0	0	0	EPS	0.387	0.302	0.230	0.306
银行贷款增加 (减少)	-60	-43	17	6	BVPS	2.81	3.12	2.23	2.43
筹资成本	35	-10	-10	-10	PE	26.46	33.92	44.60	33.48
其他	-70	0	0	0	PEG	-3.51	-4.49	-5.91	-4.44
筹资活动现金流净额	-93	-53	7	-4	PB	3.64	3.29	4.60	4.21
现金净流量	-8	-18	27	31	EV/EBITDA	15.00	18.77	12.31	10.21
					ROE	13.8%	9.7%	6.9%	8.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 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。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。