

生物制品 II

天康生物 (002100. SZ) / 21.38 元

疫苗新品驱动高增长，饲料植物蛋白盈利逐渐向好

独到见解

我们认为公司正处于经营拐点，疫苗产品升级、研发能力得到提升有望带来动物疫苗利润的爆发式增长。未来动物疫苗比重提高将带动净利润的快速增长。饲料植物蛋白盈利逐渐好转。

投资要点

一、疫苗产品产品升级盈利能力得到提升，研发能力增强产品竞争实力跃居行业前列。

公司高毛利新产品猪蓝耳弱毒苗、猪 O 型口蹄疫合成肽疫苗投入市场，产品结构升级、公司盈利水平得到提升。且明年公司有望新建 GMP 车间，产能得到释放后产品销售有望放量。

公司通过增资曙光生物，涉足禽流感疫苗的生产，未来国家强制免疫产品的全系列产公司均有生产，将成为第一家利用细胞悬浮技术生产禽流感疫苗的生产企业。公司入选“国家认定企业技术中心”，成为继中牧股份、瑞普生物之后动物疫苗行业的第三家国家认定企业技术中心，产品竞争实力、产品研发能力有望进入行业前列。在研项目口蹄疫三价苗今年将结束三期临床，牛羊口蹄疫合成肽疫苗有望 2011-2012 年投产。

二、激励到位，销售团队渐显实力。管理层间接持有公司 7.68% 的股权，此外公司实施灵活的奖金激励制度，计提超额净利润的 50% 作为高管以及中层干部、技术骨干的激励奖金，能够至上而下的调动公司的管理层以及销售人员发展公司相关业务的积极性。

三、饲料和植物蛋白下半年销售明显好转，且趋势明年有望延续。上半年由于养殖业低迷，且河南宏展锁定的原料远期合同成本较高导致饲料毛利大幅下滑，第四季度河南宏展基本实现正常盈利。随着养殖行业的逐渐回暖，上游饲料需求逐渐加大，目前公司饲料销售已经逐渐好转且价格有所上升，公司饲料业务将迎来“下游需求加大，毛利反弹”的发展时期。由于棉油价格有望持续上涨，所以我们认为公司有可能囤积了大量的棉油待来年赚取差价，植物蛋白盈利整体向好。

四、投资建议：维持“强烈推荐”评级。公司注重动物疫苗的研发，有望通过不断推出新产品以及技术的革新抢占市场，实现动物疫苗的快速成长。饲料和植物蛋白销售已逐渐好转，且趋势有望持续，未来公司业绩弹性较大，维持 2010/2011/2012 年 EPS 0.49/0.96/1.35 元的预测不变，维持“强烈推荐”评级。

主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	2075	2602	3301	3791
同比增速(%)	94%	25%	27%	15%
净利润(百万)	98	109	215	302
同比增速(%)	40%	11%	97%	41%
每股盈利(元)	0.60	0.49	0.96	1.35
市盈率(倍)	35.58	43.93	22.26	15.80

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

联系人：胡朝凤

Tel: 010-59370816

Email: huchaofeng@hczq.com

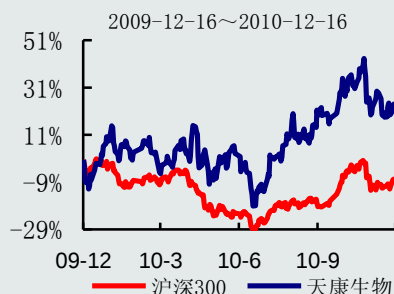
投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	22674
流通 A 股/B 股(万股)	19469/0
资产负债率(%)	57.11
每股净资产(元)	4.48
市盈率(倍)	49.24
市净率(倍)	4.77
12 个月内最高/最低价	26.83/14.81

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《疫苗维持高增长，饲料盈利逐渐好转》

2010-10-29

《增资曙光生物完善产品线，疫苗竞争实力跃居行业前列》

2010-10-17

《动物疫苗快速增长，饲料植物蛋白销售逐渐好转》

2010-10-12

《动物疫苗快速发展大幅增强公司盈利能力》

2010-09-15

目 录

1 我国动物疫苗市场增长空间较大.....	4
1.1 我国兽药快速发展，2000-2009 年的复合增长率达到 29.57%.....	4
1.2 动物疫苗行业增张空间较大.....	4
1.3 国内动物疫苗的竞争核心：新产品+新技术	5
2 天康生物疫苗业务的二次腾飞.....	6
2.1 新疆政策的支持是公司发展的外部动力.....	6
2.2 高毛利动物疫苗比重加大将带动公司净利润的快速增长.....	7
2.3 布局全国的销售网络.....	8
2.4 产品升级换代， 高毛利品种提升疫苗盈利能力.....	8
2.5 入选国家技术中心，研发实力、行业竞争力有望大幅提升.....	9
2.6 提升产品质量，强化品牌优势。	9
2.7 极富吸引力的激励机制是公司发展的内部因素.....	11
3 公司饲料成本得到有效控制，仍然看好河南市场.....	11
3.1 饲料行业回暖趋势明显.....	11
3.2 公司新疆饲料业务收入稳定，同比增长 26%.....	12
3.3 公司下半年饲料原料成本将得到控制，盈利能力加强.....	13
3.4 河南宏展复制新疆饲料销售模式还在磨合期，仍然看好河南市场....	13
4 公司植物蛋白：未来公司盈利的另一亮点.....	14
4.1 具有战略意义的植物蛋白业务.....	14
4.3 公司棉粕蛋白含量较高，替换豆粕优势明显.....	15
4.2 棉油、棉粕价格回升，成本压力仍然较大.....	15
5 投资建议：强烈推荐（首次）	17
5.1 主营业务收入假设：	17
5.2 投资建议：强烈推荐（首次）	17
6 风险提示：	17

图表目录

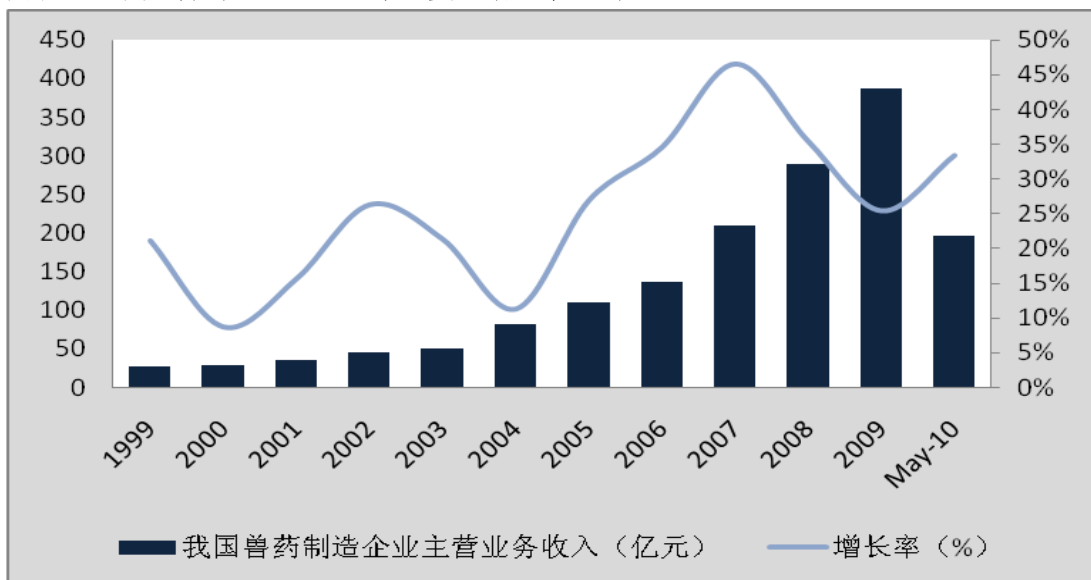
图表 1 我国兽药 2000-2009 年的复合增长率达到 29.57%	4
图表 2 国家强制免疫疫苗市场容量测算	4
图表 3 我国猪肉产量保持每年 5%左右的增速增长	5
图表 4 牛羊肉需求保持每年 5%-10%左右的增速增长	5
图表 5 我国动物疫苗前三位企业动物疫苗收入	6
图表 6 天康生物动物疫苗营业收入增长较快	6
图表 7 中牧股份、金宇集团、天康生物各有优势	6
图表 8 新疆肉食人均消费水平较高	7
图表 8 天康生物实际控制人新疆建设兵团	7
图表 10 公司三大主营业务贡献毛利占比	7
图表 11 公司销售具有优势的省市大多是全国养殖大省	8
图表 12 猪蓝耳弱毒苗毛利较高	8
图表 13 猪口蹄疫合成肽疫苗毛利较高	9
图表 14 公司在研项目	9
图表 15 公司兽药业务盈利预测	10
图表 16 公司奖金激励制度	11
图表 17 公司 2006-2009 年净利润复合增长率 37%	11
图表 18 猪粮比达到盈亏平衡点以上	12
图表 19 猪肉价格走势平稳	12
图表 20 玉米、豆粕价格走势平稳	12
图表 21 上半年公司新疆饲料业务同比增长 26%	13
图表 22 2006 年公司饲料原料构成图	13
图表 23 公司饲料业务盈利预测	14
图表 24 公司产业结构链完善	14
图表 25 豆油主力期货价格 7 月份开始上调	15
图表 26 棉粕价格 6 月-8 月小幅上升	15
图表 27 棉花期货价格持续上涨	16
图表 28 公司植物蛋白业务盈利预测	16

1 我国动物疫苗市场增长空间较大

1.1 我国兽药快速发展，2000-2009 年的复合增长率达到 29.57%。

兽药行业被称为“永远的朝阳行业”，是当前利润增长最快的十大行业之一。兽药主要包括兽用生物制品和兽药制剂。生物制品中疫苗占据90%以上的市场份额，且国家强制免疫疫苗需求占绝大多数。我国兽药行业年销售额超过400亿元，市场需求较大。我国是养殖大国，大规模的经济类动物的养殖，以及国家对于动物防疫的重视程度加大，兽药2000-2009年的复合增长率达到29.57%，明显高于全球2000年到2008年的复合增长率7.94%。

图表 1 我国兽药 2000-2009 年的复合增长率达到 29.57%



资料来源: Wind、华创证券研究所

1.2 动物疫苗行业增长空间较大

- 2010年全国动物疫苗市场约52亿元左右。自从国家实施强制免疫计划以来，我国的动物疫苗呈现了快速发展的态势。1999年我国的动物疫苗市场规模约为10亿元，2004年就涨至14亿元，根据2009年全国肉食需求推算全年饲养量，估计2010年的整个动物疫苗国家强制免疫市场规模就可以达到52亿元左右。

图表 2 国家强制免疫疫苗市场容量测算

国家强制免疫疫苗品种	市场容量估算
猪蓝耳疫苗	18 亿元
猪瘟疫苗	8 亿元
口蹄疫疫苗	猪口蹄疫 6.5 亿左右，牛羊口蹄疫 8.65 亿左右
禽流感	11 亿元
小反刍	0.25 亿元

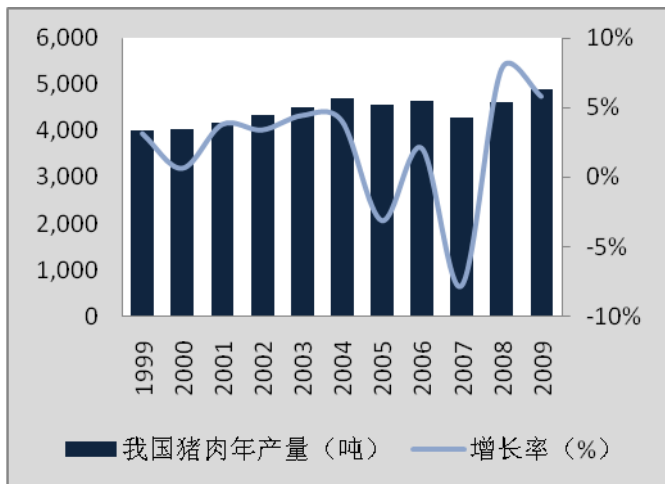
资料来源: 根据 Wind 我国每年的肉食产量，推断牲畜饲养数量，根据国家指导价推算动物疫苗需求。

- 人们饮食习惯改变，肉食需求加大。我国是畜牧养殖大国，每年猪年出栏量超过6.4 亿头，牛的出栏量超过五千万头，羊出栏量超过2 亿头，家禽出栏量超过90 亿羽，还养殖了大量的蛋禽和奶牛。目前由于人们生活水平的提高，饮食习惯有所改变，中国成为亚洲东方饮食习惯的国家中肉食消费水平最高的国家之一，猪肉消费增长速度名列

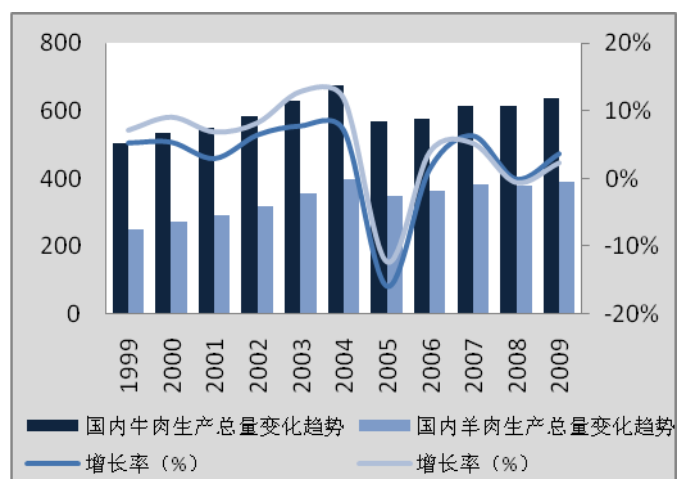
世界第一。据估计，中国肉食的消费水平将在5年内赶上发达国家，达到人均80公斤左右。到2015年将超过美国，达到135公斤，肉食需求的快速增长增长拉动我国的猪、牛、羊等均保持了10%左右快速增长的趋势。

由于中国畜牧业生产的自身特点，我国动物疫苗市场需求中经济动物用疫苗所占比例较大，到2005年我国猪、禽和反刍动物用疫苗分别占兽用疫苗市场的40%、30%和25%左右，目前所有经济动物用疫苗占兽药市场比例超过70%。未来经济动物饲养量的大幅上涨将带动了我国动物疫苗市场的快速发展。

图表 3 我国猪肉产量保持每年 5%左右的增速增长



图表 4 牛羊肉需求保持每年 5%-10%左右的增速增长



资料来源: Wind、华创证券研究所

- **国家鼓励生猪产业链整合，养殖密度得到提高，疫苗需求加大。**财政部日前修订了《生猪调出大县奖励资金管理办法》，新《办法》明确将龙头企业有关支出列入奖励资金使用范围，同时提出对大型生猪产业化龙头企业实施产业链整合给予支持。未来产业链的整合有望加大牲畜饲养的规模效应，加大疫病感染机率，带动动物疫苗的需求。
- **“食品安全”加大疫苗需求。**由于食品安全越来越受到人们的重视，倡导绿色消费观念尤其是绿色肉食消费要求推行使用疫苗，采用比较安全的动物疫苗防治疫病的办法。
- **新版GMP标准对动物疫苗行业向外拓展提供可能。**由于动物疫苗的生产要求较高，GMP生产车间要求较高。而且目前具有国家强制免疫生产许可的企业大多质地优良，完全具有投入资金进行技改的能力，所以我们认为对具有国家强制免疫生产许可的企业影响不是很大，但是一些落后产能的非强制免疫生产企业有可能面临技改的压力和被整合的可能。
- **技术革新扩容动物疫苗市场。**由于现在的疫情一般较为复杂，经常出现多种疫病交叉感染的情况。尤其现在的灭活苗副反应较大，影响了动物疫苗的推广，对疫苗生产企业提出了新的要求。未来，为了更好的防控，副反应小、免疫效果强的弱毒苗、合成肽疫苗以及二价、多价疫苗将成为市场的主流，技术的发展有望扩容动物疫苗市场。**我们认为未来技术的革新将成为动物疫苗企业间竞争的关键因素。**

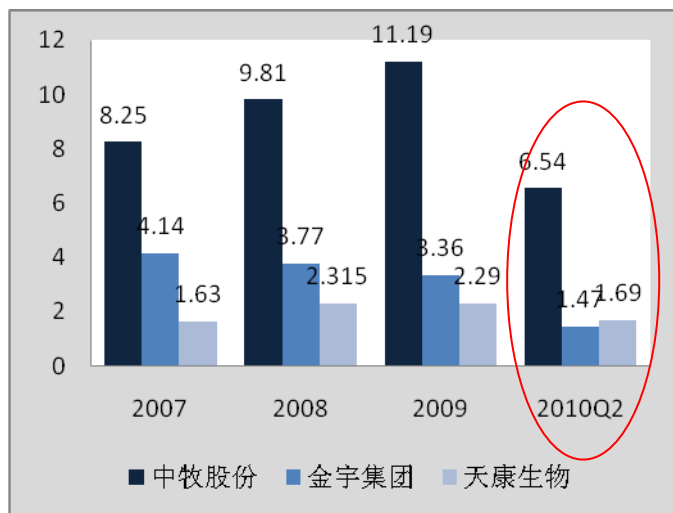
1.3 国内动物疫苗的竞争核心：新产品+新技术

目前国内动物疫苗前三位分别是中牧股份、金宇集团、天康生物，由于动物疫苗的任何瑕疵都有可能给养殖者造成巨大的经济损失，甚至威胁人类的健康。所以动物疫苗是国家管

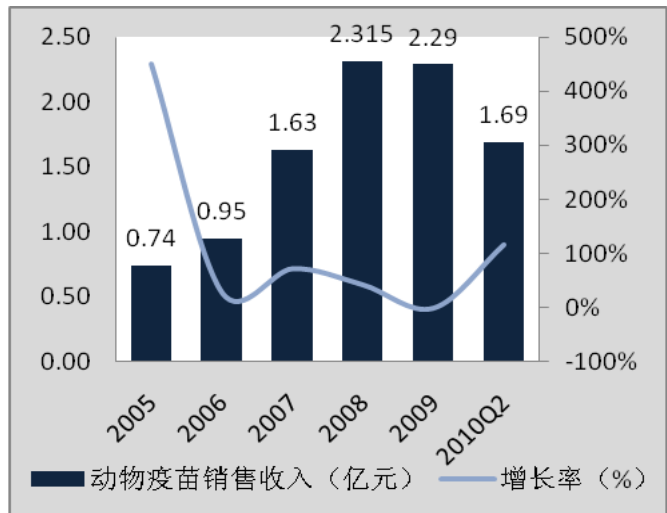
制类生物制品，进入技术、资金、以及国家生产许可壁垒较高，竞争格局相对稳定。

未来新技术和新的生产许可可能是决定企业的增张速速。目前行业前三位中牧、天康、金宇各有优势。但今年天康生物猪蓝耳弱毒苗将实现0的突破、合成肽疫苗目前只有三家企业生产，明年细胞悬浮技术未来投产后，能够有效降低生产成本，成为行业内第一家使用该技术生产禽流感疫苗的生产企业，届时国家强制免疫产品公司将均有销售，为公司未来的快速发展奠定基础。

图表 5 我国动物疫苗前三位企业动物疫苗收入



图表 6 天康生物动物疫苗营业收入增长较快



资料来源：各公司年报、公告、华创证券研究所

图表 7 中牧股份、金宇集团、天康生物各有优势

国家强制免疫产品	中牧股份	金宇集团	天康生物
口蹄疫灭活苗	有	有	有
猪瘟疫苗	有	有	有
猪蓝耳灭活苗	有	有	无
禽流感	有	有	有（2011 年有望投产）
高毛利产品（70%以上）			
口蹄疫合成肽	有	无	有
猪蓝耳弱毒苗	有	有	有
小反刍兽	无	无	有
其他			
细胞悬浮技术	无	有	有（2011 年有望投产）

资料来源：各公司公开资料、华创证券研究所

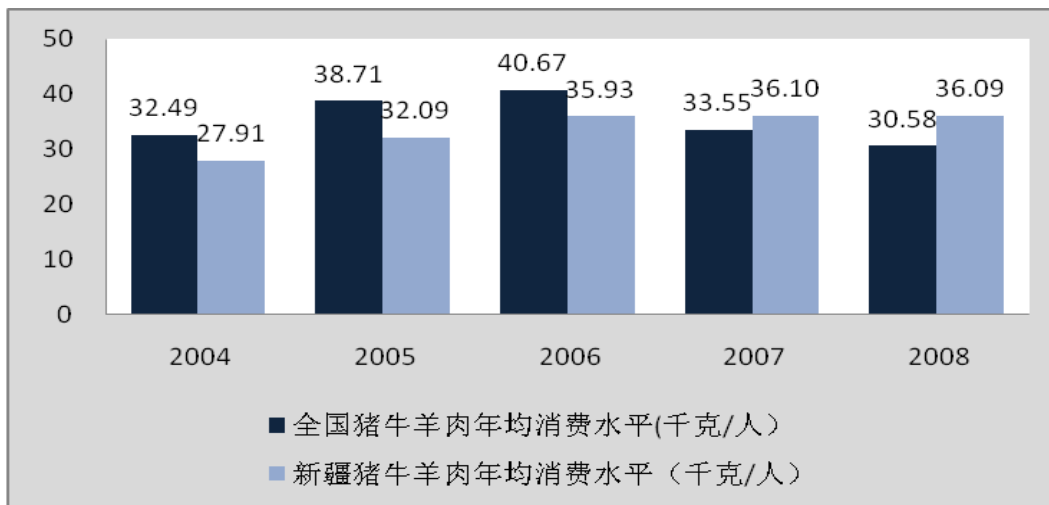
2 天康生物疫苗业务的二次腾飞

2.1 新疆政策的支持是公司发展的外部动力

来自人民日报的数据显示从2011年到2020年，中央财政支持新疆的资金总量预计可达2.1万亿元，相当于过去30年中央对新疆转移支付总量的3倍多；“十二五”期间，新疆全社会固定资产投资规模累计将达2.6万亿元，比“十一五”期间翻一番多。尤其是土地出让金、以及企业所得税的“两免三减半”等具体政策的落实、将吸引吸引大量外地投资者对新疆的煤炭、石油、棉花、水果、畜牧等优势资源进行开发，经济的发展势必吸引大量人口的流入；且新疆的年均猪牛羊肉消费水平增长较快，2008年达到36.09千克每人每年，超过全国平均

水平，且其中牛羊肉消费比重较大。未来新疆人口增多、经济的发展和生活水平的提高有望提高当地肉食需求，利于公司畜牧业相关产业的长期发展。

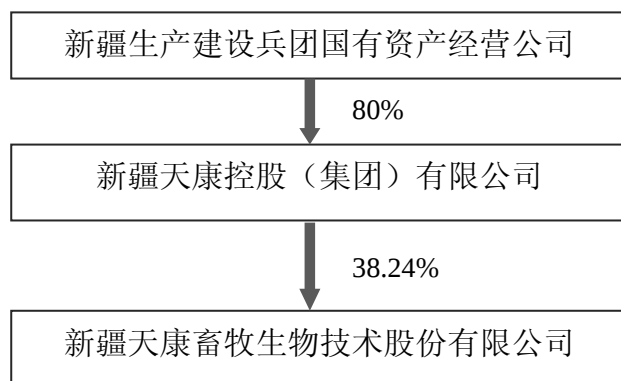
图表 8 新疆肉食人均消费水平较高



资料来源: Wind、华创证券研究所

证监会尚福林主席强调重视新疆的发展，未来证监会将在企业融资、并购重组、期货市场建设等方面，大力支持新疆兵团工作。天康生物作为新疆唯一的医药上市公司，实际控制人是生产建设兵团，未来有望成为政策重点扶植对象。

图表 9 天康生物实际控制人新疆建设兵团

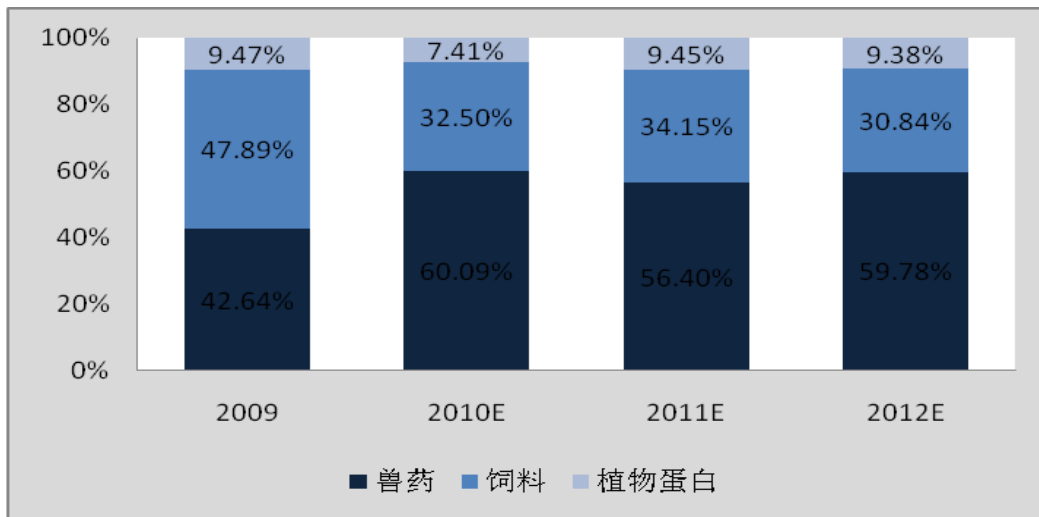


资料来源: 公司年报、华创证券研究所

2.2 高毛利动物疫苗比重加大将带动公司净利润的快速增长

2010年上半年公司牛羊口蹄疫以及猪口蹄疫业务增长较快，带动公司兽药业务同比增长116.64%。我们认为公司发展思路清晰，饲料为公司带来稳定的现金流，动物疫苗是公司净利润的主要来源。目前公司动物疫苗的净利润贡献占全部利润的63.3%，根据我们的测算，未来公司动物疫苗的比重将维持在60%左右，高毛利产品动物疫苗的快速将带动公司净利润的快速增长。

图表 10 公司三大主营业务贡献毛利占比

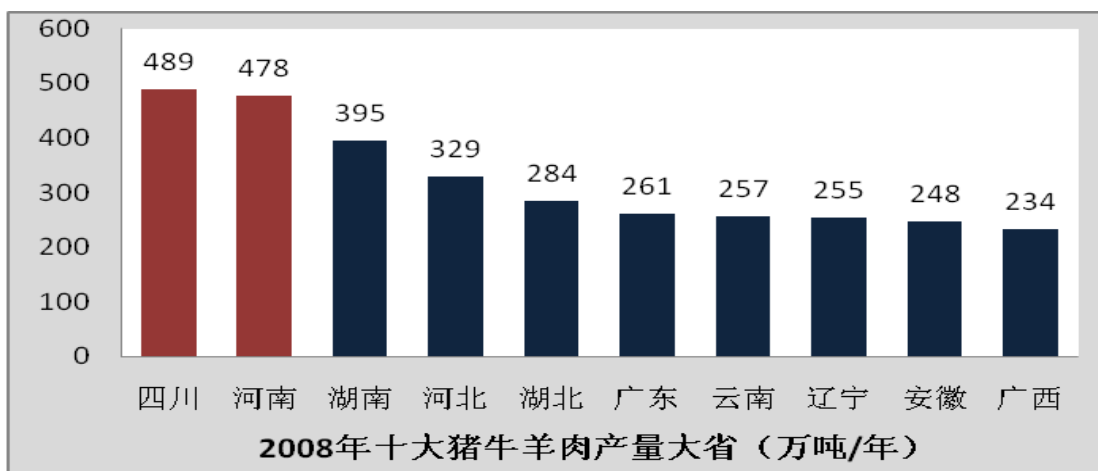


资料来源：公司2010年中报、华创证券研究所

2.3 布局全国的销售网络

公司的快速发展得益于近几年公司疫苗销售的全国布局，目前公司销售已经形成以新疆为中心，向外逐级辐射至全国的销售网络。据了解公司的动物疫苗产品在福建，四川，山东，河南等养殖大省，以及新疆周边的甘肃、西藏等地具有一定的优势。公司覆盖全国的销售网络是公司疫苗业务稳定发展的保证。

图表 11 公司销售具有优势的省市大多是全国养殖大省



数据来源：华创证券研究所

2.4 产品升级换代，高毛利品种提升疫苗盈利能力

猪蓝耳弱毒苗 公司今年已经被农业部确定为国内12家定点生产猪蓝耳病弱毒苗的生产企业之一，公司猪蓝耳疫苗将实现0的突破。由于猪蓝耳弱毒苗产生抗体快、效价高，未来有望逐步替换灭活苗。如果按照猪蓝耳弱毒苗70%替换灭活苗计算，猪蓝耳弱毒苗的市场约12亿，假设全部12家企业均分市场，公司猪蓝耳弱毒苗有望实现1亿左右的销售额，根据现场调研情况，我们分析认为，公司有望筹划新建GMP车间，届时高毛利（75%左右的毛利率）产品猪蓝耳弱毒苗产能得到释放，市场将进一步扩大。

图表 12 猪蓝耳弱毒苗毛利较高

疫苗	价格（元/头份）	毛利率（%）
----	----------	--------

猪蓝耳弱毒苗	1.3-1.4	75%
猪蓝耳灭活疫苗	0.5-0.6	60%-65%

数据来源：公司资料，华创证券研究所

口蹄疫产品。目前国内口蹄疫市场约为14亿元左右，动物疫苗的龙头企业中牧股份占据约35%的市场。作为口蹄疫5家国家定点生产企业之一的天康生物牛羊口蹄疫疫苗具有优势，2009年市场占有率约为20%左右。根据我们的测算，上半年公司的牛羊口蹄疫同比增长87%左右，目前的公司口蹄疫市场占有率有望超过25%。

公司之前在猪口蹄疫方面优势不是很明显，公司只具有猪口蹄疫0型OS/99毒株、OS/99+OZK/93毒株弱毒苗的生产许可，2010年7月公司又获得了0型(II)OZK/93的生产批准文号，该产品市场需求较小，但我们认为该产品获批有望丰富公司猪口蹄疫产品结构，降低客户的招标成本。

由于合成肽疫苗具有免疫效力高、免疫持续期长、疫苗制备抗原的广谱性、过敏反应低、疫苗质量相对稳定等优势。所以目前市场反映较好，未来有望逐步替换灭活苗，市场空间很大。目前合成肽口蹄疫疫苗市场上只有上海申连、中牧股份、天康生物可以生产，竞争相对较小；且合成肽疫苗因为质量好价格高（0.88元/头份），毛利也较高（75%左右）。所以下半年公司猪口蹄疫合成肽疫苗投入市场，一方面可以替换自己销售渠道的猪口蹄疫灭活苗，另一方面可以更多的抢占其他公司的市场份额。有利于公司未来实现更多的高毛利产品的替换，增强公司盈利能力。

图表 13 猪口蹄疫合成肽疫苗毛利较高

疫苗	价格（元/头份）	毛利率（%）
猪合成肽疫苗	0.88	75%
猪口蹄疫灭活疫苗	0.5-0.6	64%

数据来源：华创证券研究所

2.5 入选国家技术中心，研发实力、行业竞争力有望大幅提升。

公司的管理层绝大多数都是畜牧专业出身，奠定了公司重视研发、关注新产品更新换代的基调。公司目前有30-40人的兽药研究团队，多数为研究生学历，此次公司入选国家技术中心，成为行业内继中牧、瑞普生物之后第三家国家技术中心企业，加上公司借收购曙光生物未来有望成为第一家使用细胞悬浮技术生产禽流感疫苗的企业，未来国家强制免疫产品公司均有销售，产品行业竞争力跃居行业前列。研发能力有望得到大幅的提升。

图表 14 公司在研项目

在研项目	预计投产时间	产品意义
牛、羊口蹄疫合成肽	2011-2012年	公司牛羊口蹄疫获得合成肽市场先机
细胞悬浮细胞项目	2011-2012年	有效降低成本，保障疫苗的稳定性
牛羊 O-A-亚洲 I 型口蹄疫三价苗	2011-2012年	降低养殖者注射费用和时间成本，避免免疫工作的重复

数据来源：公司年报，华创证券研究所

2.6 提升产品质量，强化品牌优势。

- 作为动物疫苗的区域龙头，公司重视质量。产品的稳定性得到市场的认同，上半年实现动物疫苗销售额大幅增长。

- 公司今年上半年开始使用进口佐剂替换国产佐剂，保障了疫苗的稳定性和未来产品市场竞争优势愈加明显。
- 公司细胞悬浮投产后，成本有望大幅降低，质量得到进一步提高。

毛利较高的新产品 +成本的大幅降低+ 遍布全国的销售=利润的爆发式增长

图表 15 公司兽药业务盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
牛羊口蹄疫疫苗					
收入（百万元）	116.75	116.00	200.68	220.75	242.82
增长率（%）	2%	-1%	73%	10%	10%
毛利率（%）	65%	64%	60%	59%	59%
猪口蹄疫					
收入（百万元）	67.00	66.00	109	160	204.8
增长率（%）	68%	-1%	65%	47%	28%
毛利率（%）	62%	60%	59%	64%	66%
猪瘟疫苗					
收入（百万元）	13.50	10.69	14.97	16.16	17.46
增长率（%）	568%	-21%	40%	8%	8%
毛利率（%）	87%	83%	75%	75%	75%
小反刍兽疫苗					
收入（百万元）	11.22	12.40	17.36	19.10	20.62
增长率（%）	62%	11%	40%	10%	8%
毛利率（%）	95%	90%	86%	86%	86%
猪蓝耳弱毒苗					
收入（百万元）			25	65	120
增长率（%）				160.00%	84.62%
毛利率（%）			75%	75%	75%
禽流感疫苗（公司占曙光生物 36%股权）					
收入（百万元）				30	120
增长率（%）					
毛利率（%）				50%	50%
其他疫苗					
收入（百万元）	22.64	22.01	28	35	40
毛利率（%）	62%	60%	57%	58%	58%
化学药品					
收入（百万元）	5.55	4.34	4.51	4.73	4.97
增长率（%）	1.17%	-21.89%	4.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	-3.02%	3.46%	3.00%	3.00%	3.00%
兽药营业收入（百万元）					
收入（百万元）	236.66	231.44	399.52	531.55	693.88
增长率（%）	30.90%	-2.21%	72.62%	33.05%	30.54%
毛利（百万）	157.27	149.70	248.52	338.81	447.47
毛利率（%）	66.46%	64.68%	62.21%	63.74%	64.49%

数据来源：公司资料，华创证券研究所

2.7 极富吸引力的激励机制是公司发展的内部因素

公司是国企性质，民营化经营模式。2007年公司实施极富吸引力的激励机制，吸引管理和科研方面的人才；让管理层和中层员工利益一致；至上而下地调动公司管理层积极性。公司高层持有母公司天康控股（集团）有限公司 20%的股权，母公司持有公司38.24%的股权，这样公司管理层间接持有公司7.65%的股权。此外2009 年公司共计提2000 万高额激励奖金，分配比例董事长占3%，总经理占2%，其他高管占10%，公司中层骨干员工占85%。

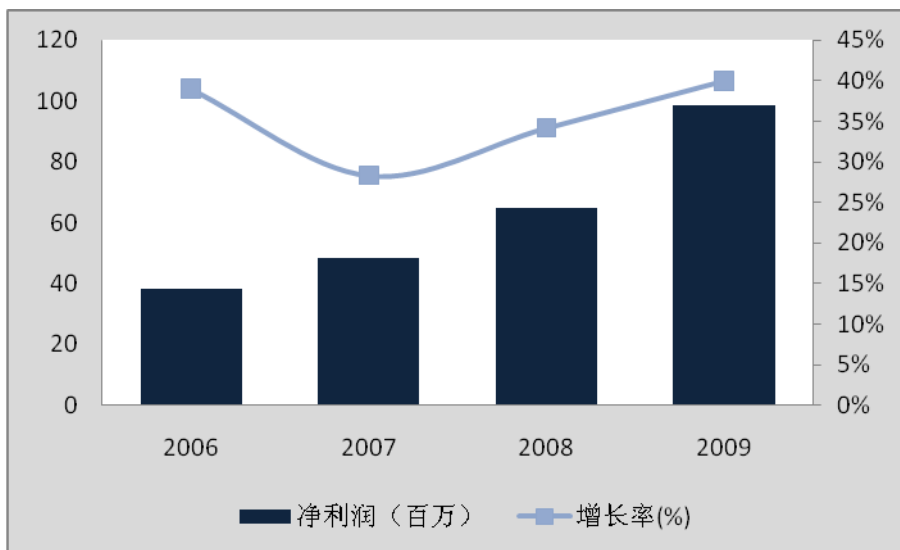
图表 16 公司奖金激励制度

	计算方法
奖金提取前的净利润	①
年度经营目标净利润	②
年度净利润超目标额	③ =①-②
年度计提激励奖金	③*50%

数据来源：公司年报

公司自07 年实施激励制度以来，公司业务发展迅速，营业收入从06 年的4.2 亿增长到09 年的20.74 亿，复合增长率70%；净利润从06 年3818 万增长到09 年9845 万，2006-2009年复合增长率37%，并展现了良好的成长性。

图表 17 公司 2006-2009 年净利润复合增长率 37%



资料来源：公司年报、华创证券研究所

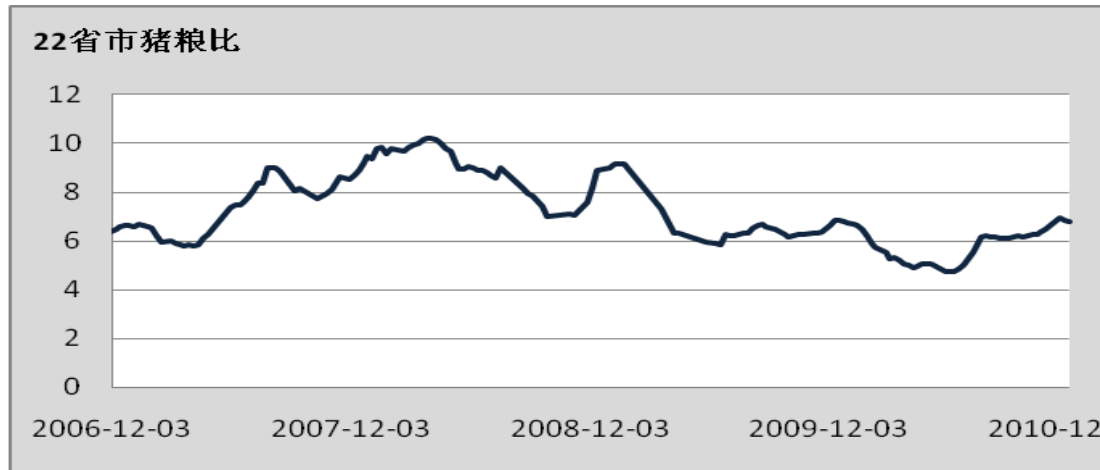
3 公司饲料成本得到有效控制，仍然看好河南市场

3.1 饲料行业回暖趋势明显

今年1~6月份主要大宗原料(玉米、豆粕、鱼粉、磷酸氢钙、赖氨酸、蛋氨酸)平均价格同比上涨9.9%，导致饲料成本较大，加大了养殖成本；由于年初国内牲畜存栏量较大，供过于求，猪肉价格一路下跌，导致国家猪粮比一直处于盈亏平衡点6:1以下，养殖业大规模亏损，严重影响了养殖户养殖热情。估算2010年上半年全国商品饲料总产量6 630万吨，同比增长4.6%。其中配合饲料5 287万吨，同比增长6.7%；浓缩饲料1 100万吨，同比下降10.6%；添加剂预混合饲料243万吨，同比下降9.3%。但是，我们认为明年猪肉价格上涨趋势有望持续。

- 猪肉价格仍有上涨空间。生猪价格继续稳步回暖，目前猪粮比已经回到盈亏平衡点6.0以上，达到6.7；每头猪的猪的盈利保持在250元左右，截止今年8月份我国能繁母猪同比下降了7%，这意味着我国远期生猪供给量或将不足，猪肉价格还有继续上涨的空间，猪肉价格的上涨将有效带动其他肉食价格的回升，调动养殖户的养殖积极性。

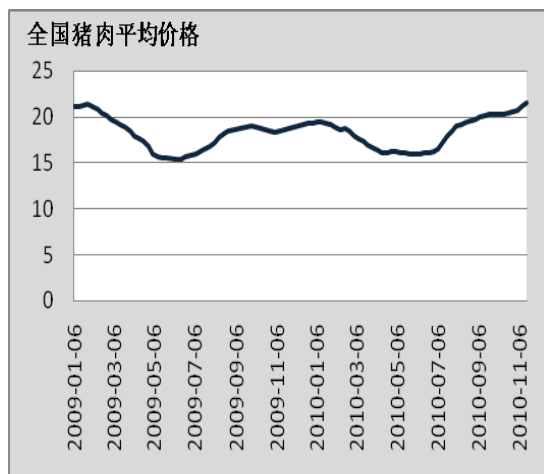
图表 18 猪粮比达到盈亏平衡点以上



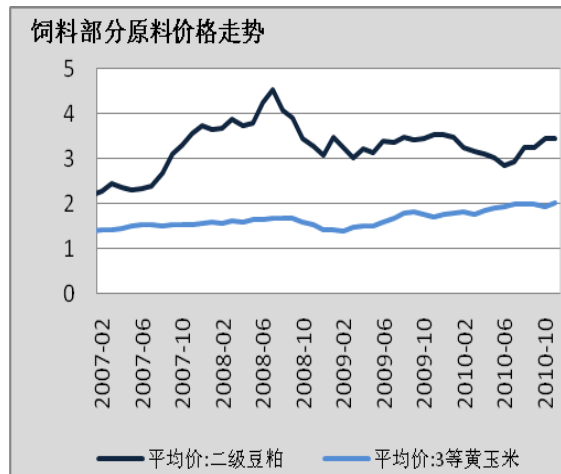
资料来源: Wind、华创证券研究所

- 玉米增产，饲料原材料价格稳定。今年玉米的种植面积扩大了2.2%，中国粮油信息中心预测今年玉米收成将达到1.69 亿吨，同比增长3.1%左右，加上国家大量进口玉米用于饲料加工，未来饲料成本将有所缓解。

图表 19 猪肉价格走势平稳



图表 20 玉米、豆粕价格走势平稳



数据来源: Wind、华创证券研究所

- 生猪存栏量有望逐渐回暖。农业部 5 月份数据显示，5 月生猪存栏量为 4.34 亿头，截止 10 月份全国生猪存栏数为 4.54 亿头，与去年同期相比下降 3.16%，但与五月份相比生猪存栏量有所上升。且能繁母猪存栏量还在继续下降，今年 10 月份能繁母猪同比下降了 3.79%。而国内猪肉的需求还在逐渐扩大，势必造成猪肉的缺口加大、饲料下游成本转嫁能力增强。

3.2 公司新疆饲料业务收入稳定，同比增长 26%

公司是新疆饲料业龙头企业，新疆市场占比 30%左右，公司经营稳健，上半年营业收入逆市中同比增长 26%。且公司在饲料方面具有有较强的研发能力，研发资源聚焦于优质低成本高品质产品配方的研发和产品结构的改善，有望提升公司饲料的盈利能力，稳定新疆饲料的行业龙头地位。

图表 21 上半年公司新疆饲料业务同比增长 26%

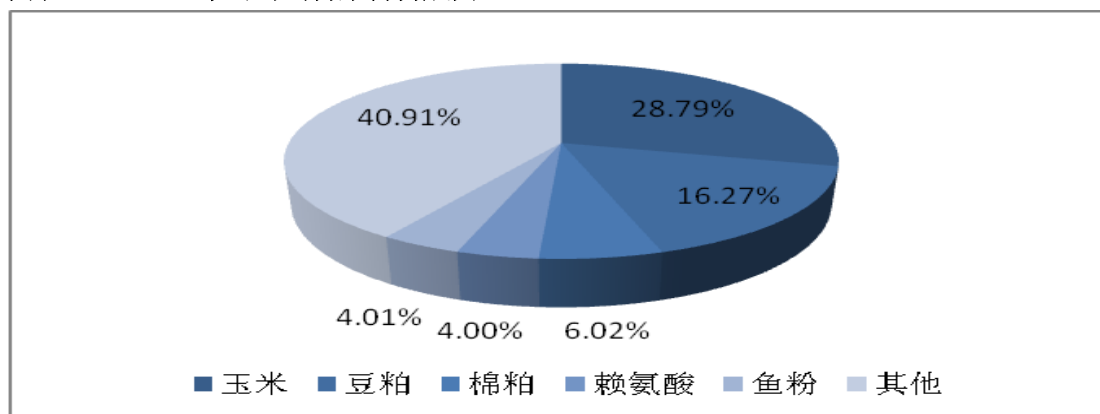


数据来源：公司年报，华创证券研究所

3.3 公司下半年饲料原料成本将得到控制，盈利能力加强

据我们了解，上半年河南宏展的饲料亏损，主要是由于上半年部分原料远期合同价格比市场价格要高300-450元/吨左右，导致公司成本较高；下半年随着合约基本履行完毕，河南宏展目前锁定的原料价格比市场价还要低一些，成本将得到了有效控制。且目前养殖业逐渐回暖，且趋势有望延续到明年，饲料成本的转嫁能力加强，毛利有望回升。

图表 22 2006 年公司饲料原料构成图



数据来源：公司招股书，华创证券研究所

3.4 河南宏展复制新疆饲料销售模式还在磨合期，仍然看好河南市场

- 公司调整了宏展部分管理人员。未来受益管理的改进，公司销售能力将得到加强。
- 公司对河南宏展的部分设施实施技改，提高公司原有车间的产能。随着下半年饲料市场回暖，公司产能的释放有望为公司的快速发展奠定基础。

- 新疆公司饲料研发能力较强。河南宏展将分享公司的研发成果，适时调整产品结构，提高产品的盈利能力。

河南宏展在河南的市场占有率大约只有 5%。未来河南宏展有望和新疆公司集中采购，降低成本，显现规模效应；未来有望逐渐复制新疆公司的营销模式，有望在 800-900 万吨市场需求的河南市场占据更多的市场份额。

图表 23 公司饲料业务盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
新疆地区				
产量	35	38	42	45
价格（元/吨）	2200	2400	2650	2650
销售收入（百万元）	797.04	912	1113	1192.5
销售收入增长率（%）		14%	22%	7%
毛利率（%）	9.50%	8.80%	9.50%	9.50%
成本（百万元）	696.85	831.74	1007.26	1079.21
河南宏展				
产销量（万吨）	30	32	36	39
均价（元/吨）	2800	3040	3250	3350
销售收入（百万元）	827.98	972.8	1170	1306.5
销售收入增长率（%）		17%	20%	12%
毛利率（%）	7.94%	5.57%	8.50%	9.00%
成本（百万元）	762.26	918.62	1070.55	1188.915
合计				
产销量（万吨）	65	70	78	84
销售收入（百万元）	1625.02	1884.80	2283.00	2499.00
销售收入增长率（%）		15.99%	21.13%	9.46%
成本（百万元）	1459.11	1750.37	2077.81	2268.12
成本增长率（%）		19.96%	18.71%	9.16%
兽药业务毛利贡献（百万元）	165.91	134.43	205.19	230.87
毛利率（%）	10.21%	7.13%	8.99%	9.24%

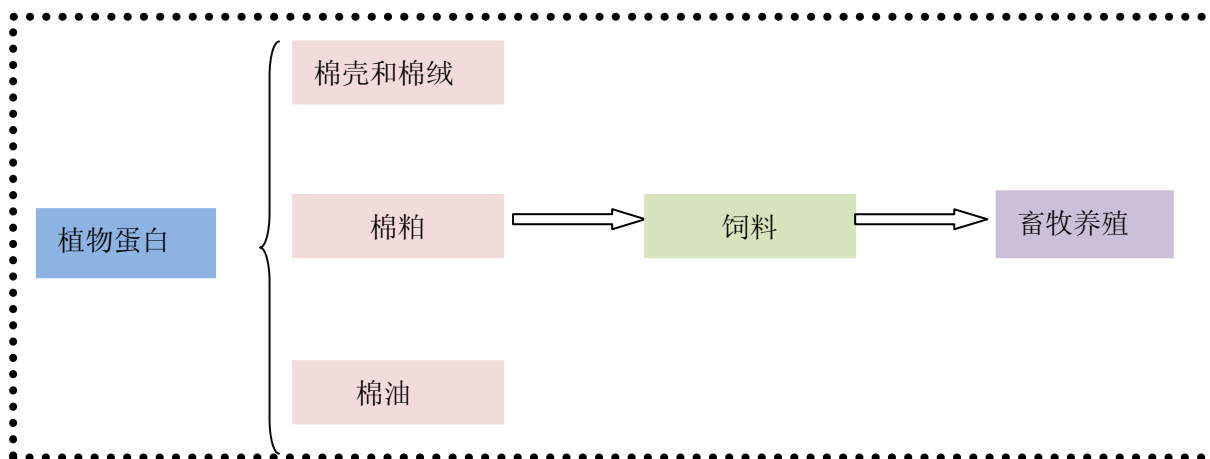
数据来源: 公司资料, 华创证券研究所

4 公司植物蛋白：未来公司盈利的另一亮点

4.1 具有战略意义的植物蛋白业务

我国是饲料蛋白资源紧缺的国家，每年都有 2000 万吨左右的蛋白原料缺口需进口大豆来弥补。棉籽饼粕是棉籽去油后的一种加工副产品，其蛋白质含量可达 38-45%，年产量可达 400 万吨以上，占我国年产各种饼粕总量的 12% 左右，是大豆蛋白良好的替代品，具有很好的市场前景。公司目前是新疆地区最大专门从事植物蛋白生产的企业，植物蛋白业务不仅能够为公司带来丰厚的利润，亦有望为公司饲料生产提供稳定的棉粕原料。

图表 24 公司产业结构链完善



数据来源：公司公告，华创证券研究所

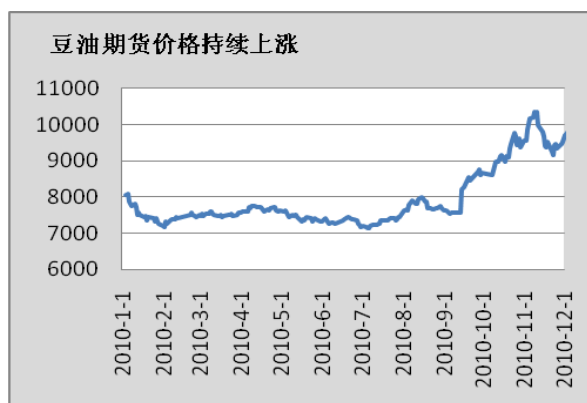
4.3 公司棉粕蛋白含量较高，替换豆粕优势明显。

由于普通棉籽中含有 0.7%-4.8%的“游离棉酚”，有可能导致养殖动物生长迟缓、中毒及死亡，所以作为饲料添加剂的棉粕需要进行脱酚处理。公司的脱酚棉粕质量较好，尤其是棉粕的生产工艺具有较大优势，公司的棉粕蛋白含量最高可以达到 48%，而市场一般都是在 40%-42%左右。豆粕的蛋白含量一般为 42%-46%，公司产品的棉粕作为豆粕的替代品具有非常大的优势。去年公司产品主要销往内地，且蛋白含量高的棉粕价格上要比 40-42%的更具有价格优势，毛利率较高。

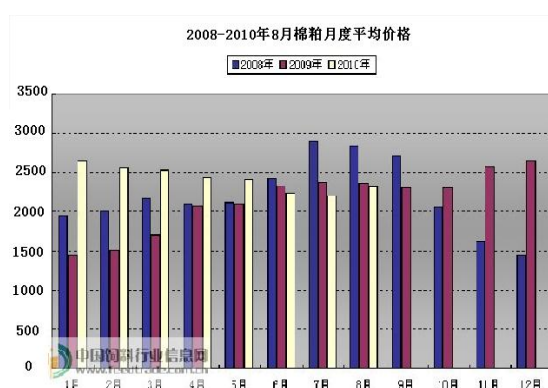
4.2 棉油、棉粕价格回升，成本压力仍然较大。

上半年由于饲养业的不景气导致，棉粕的下游需求较低，以及公司棉籽收购成本压很难转嫁给下游的饲料企业，所以公司的棉粕供自己下游饲料企业的生产，毛利降低，另一方面据我们了解公司有可能储存了大量棉油、棉粕等待行情好转，导致公司的植物蛋白的毛利率由去年的 18.8%降至今年的 8%。目前油价有所回升，需求较大，行情逐渐好转，公司囤积的棉油下半年销售，三季度植物蛋白已经正常盈利；且棉粕是豆粕的替代产品，豆粕价格稳定增长，有望带动棉粕价格的增长，未来下游饲养业回暖，棉粕成本的转嫁下游能力加强，植物蛋白行情持续向好。

图表 25 豆油主力期货价格 7 月份开始上调



图表 26 棉粕价格 6 月-8 月小幅上升

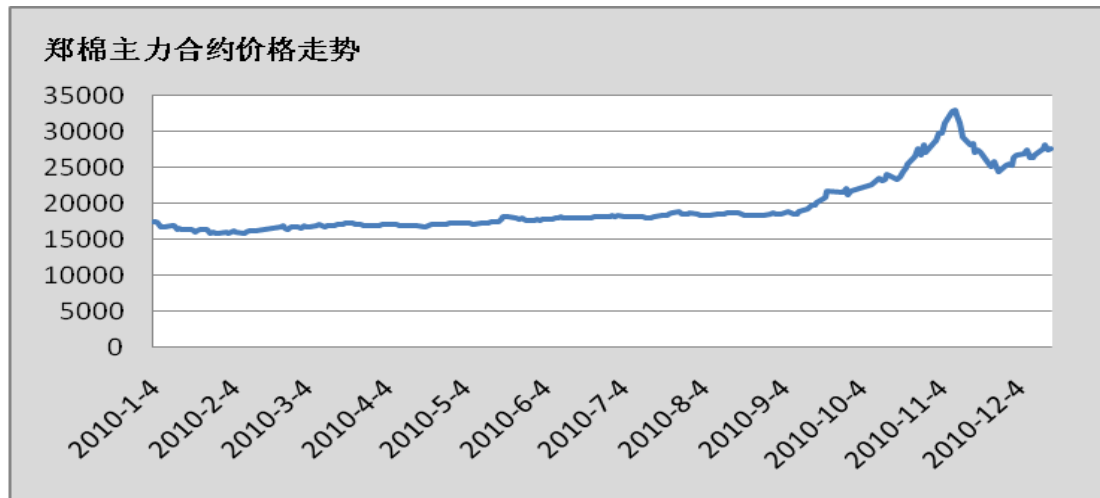


资料来源：Wind、中国饲料行业信息网、华创证券研究所

德国研究与市场认为 2010/11 年中国棉花产量可能达到 780 万吨，只略高于 2009/10 的 760 万吨，原因是棉花价格上涨调动了种植热情；但是我们认为由于今年又发生了自然灾害，影响了新疆等地棉花的产量，且国内纺织的回暖，棉花需求加大，提升了棉花价格上涨的预期，但是近期棉花价格有所回落，最高峰公司光仔的收购价格达到 2.8-2.9 元/千克，但是由于目

前棉花价格有所回落之后，棉籽的价格也有所回落，已经到达 2.5 元左右，但是公司的棉籽的收购还是有很大的压力。

图表 27 棉花期货价格持续上涨



数据来源: Wind

植物蛋白预测: 预计奎屯植物蛋白公司今年能达到达到满产状态，可以加工棉籽12 万吨。但是由于棉花价格上涨为公司植物蛋白业务带来较大的成本压力，公司阿克苏12万吨新生产线产能的释放可能需要根据植物蛋白的行情做随行就市的调整。

图表 28 公司植物蛋白业务盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
棉籽处理数目 (万吨)	8	14	20	24
棉粕				
产率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
实际产量 (万吨)	3.36	5.88	8.40	10.08
均价 (元/吨)	2650.00	2550.00	2850.00	2950.00
收入 (百万元)	89.04	149.94	239.40	297.36
棉籽油				
产率 (%)	16.60%	16.60%	16.60%	16.60%
实际产量 (万吨)	1.33	2.32	3.32	3.98
均价 (元/吨)	6000.00	6200.00	6400.00	6500.00
收入 (百万元)	79.68	144.09	212.48	258.96
棉籽壳				
产率 (%)	39.20%	39.20%	39.20%	39.20%
实际产量 (万吨)	3.14	5.49	7.84	9.41
均价 (元/吨)	400.00	430.00	445.00	445.00
收入 (百万元)	12.54	23.60	34.89	41.87
合计				
销售收入 (百万元)	181.26	317.63	486.77	598.19
增长率 (%)		75.23%	31.70%	25.43%
成本 (百万元)	144.00	287.00	430.00	528.00
毛利率 (%)	20.56%	9.64%	11.66%	11.73%
饲料业务毛利 (百万元)	37.26	30.63	56.77	70.19

数据来源: 华创证券研究所

5 投资建议：强烈推荐（首次）

5.1 主营业务收入假设：

- 疫苗业务：2010-2012年收入增速为72.62%，33.05%，30.54%，毛利率为62.20%，63.74%，64.49%。
- 饲料业务：2010-2012 年饲料销量为70、78、84 万吨，综合毛利率为7.13%、8.99%、9.24%。
- 植物蛋白业务：2010-2012 年加工量为14、20、24万吨，综合毛利率为9.64%、11.66%、11.73%。

5.2 投资建议：强烈推荐（首次）

预测 2010 年-2012 年，动物疫苗增长 72.62%、30.34%、24.95%，饲料增长 15.99%、21.13%、9.46%，保守预测 EPS 分别为 0.49/0.96/1.35 元，对应 PE 44X/22X/16X。动物疫苗是国家管制类行业，进入壁垒高，产品毛利高、竞争较小，市场空间较大。公司处于经营的拐点，有望迎来动物疫苗的爆发式增长，饲料植物蛋白经营持续向好；目前生物制品平均 PE 40 倍，饲料行业的平均 PE 69 倍，保守估计，给予公司 30 倍 PE，按照 2011 年 EPS0.96 元计算，对应 6 个月内目标价 28.8 元，维持“强烈推荐”评级。

6 风险提示：

- 饲料原料（玉米）、植无蛋白原料（棉籽）成本波动对于饲料植物蛋白的盈利影响。
- 新的细胞悬浮技术投产后产品质量风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1036	1008	1118	1417
现金	77	189	528	959
应收账款	87	47	56	63
其它应收款	14	9	12	12
预付账款	115	63	72	83
存货	743	699	449	299
其他	1	0	0	1
非流动资产	688	686	754	761
长期投资	26	18	24	22
固定资产	452	429	407	385
无形资产	89	107	130	143
其他	122	132	194	211
资产总计	1723	1693	1872	2178
流动负债	899	485	399	415
短期借款	730	300	200	200
应付账款	66	52	56	58
其他	103	133	143	157
非流动负债	85	155	215	225
长期借款	68	138	198	208
其他	17	17	17	17
负债合计	984	640	614	640
少数股东权益	5	6	6	6
股本	164	224	224	224
资本公积金	348	553	553	553
留存收益	222	272	476	756
归属母公司股东权益	734	1048	1252	1532
负债和股东权益	1723	1693	1872	2178

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-518	316	508	487
净利润	99	109	215	303
折旧摊销	43	25	25	25
财务费用	22	33	18	10
投资损失	2	1	1	1
营运资金变动	-688	148	249	148
其它	4	0	-0	0
投资活动现金流	-100	-24	-95	-34
资本支出	100	31	50	20
长期投资	-1	-8	6	-1
其他	-0	-1	-39	-15
筹资活动现金流	568	-180	-74	-22
短期借款	605	-430	-100	0
长期借款	-10	70	60	10
普通股增加	38	60	0	0
资本公积增加	0	205	0	0
其他	-65	-84	-34	-32
现金净增加额	-50	113	339	431

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2075	2602	3301	3791
营业成本	1724	2188	2701	3043
营业税金及附加	2	1	1	2
营业费用	107	117	162	187
管理费用	110	108	139	161
财务费用	22	33	18	10
资产减值损失	3	3	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-1	-1	-1
营业利润	106	150	278	385
营业外收入	7	5	6	6
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	112	135	262	369
所得税	13	26	47	66
净利润	99	109	215	303
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	109	215	302
EBITDA	171	208	321	421
EPS（元）	0.60	0.49	0.96	1.35

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	94.2%	25.4%	26.9%	14.8%
营业利润	26.8%	42.1%	84.6%	38.7%
归属母公司净利润	40.0%	10.5%	97.3%	40.9%
获利能力				
毛利率	16.9%	15.9%	18.2%	19.7%
净利率	4.7%	4.2%	6.5%	8.0%
ROE	13.4%	10.4%	17.1%	19.7%
ROIC	7.8%	11.4%	21.8%	33.3%
偿债能力				
资产负债率	57.1%	37.8%	32.8%	29.4%
净负债比率	82.10%	71.40%	66.96%	65.92%
流动比率	1.15	2.08	2.80	3.41
速动比率	0.32	0.63	1.67	2.69
营运能力				
总资产周转率	1.50	1.52	1.85	1.87
应收帐款周转率	34	39	64	64
应付帐款周转率	29.57	37.05	50.01	53.26
每股指标（元）				
每股收益	0.44	0.49	0.96	1.35
每股经营现金	-2.32	1.41	2.27	2.18
每股净资产	3.28	4.69	5.60	6.85
估值比率				
P/E	35.58	43.93	22.26	15.80
P/B	4.77	4.56	3.82	3.12
EV/EBITDA	33	27	17	13

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801