

天康生物(002100.sz)

疫苗业务高成长，其他业务盈利能力将恢复

李平祝 分析师

电话：010-68058790

eMail：lpz@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260210090004

管理层间接持股，激励机制顺畅的优质综合性畜牧类公司

公司是一个管理层间接持股的综合性畜牧类公司，管理层的薪酬与公司的经营业绩挂钩，激励机制顺畅。主要业务包括植物蛋白、饲料和兽药，饲料业务是公司的主要收入来源，兽用疫苗是公司的主要利润来源。

兽用疫苗保持高增长，饲料与植物蛋白盈利能力将恢复

10 年疫苗业务表现出色，口蹄疫疫苗市场份额提升至 30% 以上。11 年随着口蹄疫合成肽疫苗和猪蓝耳弱毒苗的推广，公司疫苗业务将保持快速增长。12 年禽流感疫苗将上市，成为新的增长点。10 年饲料业务与植物蛋白业务由于原料价格上涨和产品价格不景气，盈利能力较差。预计 11 年饲料业务的盈利能力将回归常态。植物蛋白业务方面，考虑到存货出清、加工量提升及原料价格回落和产品价格回升，该业务 11 年盈利能力有可能超预期。

盈利预测与投资评级

我们预测公司未来三年分别实现 EPS0.47 元、0.79 元和 1.03 元，以当前股价 19.41 元计算，对应动态 PE 分别为 41 倍、25 倍和 19 倍。我们认为公司的疫苗业务处于高成长期，成长的动力在于新品种借助原有渠道快速增长。疫苗业务 2011 年收入约为 5 亿元，净利润率估计在 30-35% 左右，净利润约 1.5-1.75 亿。考虑该部分业务的持续高成长性，与高技术壁垒，给以 11 年 35 倍 PE 则该业务价值估计在 52-61 亿元。饲料业务和植物蛋白业务明年合计净利润估计至少有 3000 万元，按照 20 倍 PE 算的话，价值是 6 亿元，公司合计价值大约 58-67 亿元。我们给以“买入”投资评级，目标价 25.6 元。

风险提示：猪蓝耳病弱病毒苗竞争强度超预期；饲料与棉籽油价格下跌。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1068.39	2074.69	2484.28	3120.30	3648.69
增长率(%)	130.52	175.55	210.43	294.10	365.80
EBITDA(百万元)	70.32	98.45	107.39	178.36	232.79
净利润(百万元)	45.46%	40.00%	9.08%	66.09%	30.51%
增长率(%)	0.56	0.60	0.47	0.79	1.03
每股收益(元)	20.75	37.12	40.98	24.67	18.91
市盈率	2.27	4.98	4.87	4.07	3.35
市净率	11.84	24.98	22.60	16.19	12.89
EV/EBITDA	1068.39	2074.69	2484.28	3120.30	3648.69

数据来源：新疆天康畜牧生物技术股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	19.41
目标价格(元)	25.60
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.94%	-1.25%	29.18%
沪深 300	-1.00%	8.88%	-7.65%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	226.74/194.69
主要股东:	
新疆天康控股(集团)有限公司	
主要股东持股比例	29.41%

财务比率

ROE	13.42%
ROA	9.71%
资产负债率	57.11%
每股净资产(元)	4.48

2009 年报数据

目录索引

一、我们的观点.....	3
二、公司基本情况简析	4
（一）管理层间接持股，激励机制良好.....	4
（二）饲料贡献收入，兽药贡献利润.....	5
（三）原料成本上升，2010 年饲料及蛋白业务盈利受影响.....	5
三、兽药业务是关键点，饲料与植物蛋白不确定性大.....	7
（一）兽药业务随着新品种加入有望快速增长.....	7
（二）饲料业务明年盈利有望恢复	8
（三）植物蛋白业务明年有望好转，盈利状况的不确定性较高.....	9
四、盈利预测与投资评级	11

一、我们的观点

公司是一个管理层间接持股的综合性畜牧类公司，管理层的薪酬与公司的经营业绩挂钩，激励机制顺畅。公司的业务板块包括植物蛋白、饲料和兽药。从公司的收入结构看公司的主要收入来源是饲料业务，但是公司的利润来源主要是兽药业务，即兽用疫苗。

疫苗业务持续高成长。公司是新疆地区唯一的动物疫苗生产企业。公司原有品种主要包括口蹄疫疫苗、小反刍兽疫疫苗和猪瘟疫苗。10年公司的猪蓝耳病弱毒苗获批并开始生产，口蹄疫合成肽疫苗也于10年投入市场。公司10月份增资的曙光生物将有效的弥补公司禽流感疫苗的短板。预计禽流感疫苗2011年底将投入市场。公司将能生产农业部强制免疫的所有五个品种。2010年公司的疫苗业务表现出色，口蹄疫疫苗市场份额提升到30%以上。2011年随着口蹄疫合成肽疫苗和猪蓝耳病疫苗的推广，公司疫苗业务将保持快速增长。2012年公司的禽流感疫苗将上市，成为新的增长点。

饲料与植物蛋白业务盈利能力将恢复，并有可能超预期。2010年饲料业务与植物蛋白业务由于原料价格上涨和产品价格不景气，盈利能力较差。2011年预计饲料业务的盈利能力将回归常态。植物蛋白业务方面，考虑到存货的出清和加工量的提升以及原料价格回落和产品价格回升，该业务2011年的盈利能力有可能超预期。

我们预测公司2010-2012年分别实现EPS0.47元、0.79元和1.03元，以当前股价19.41元计算，对应动态PE分别为41倍、25倍和19倍。我们认为公司的疫苗业务处于高成长期，成长的动力在于新品种借助原有渠道快速增长。疫苗业务2011年收入约为5亿元，净利润率估计在30-35%左右，净利润约1.5-1.75亿。考虑该部分业务的持续高成长性，与高技术壁垒，该业务价值估计在52-61亿元。公司的饲料业务与植物蛋白业务虽然属于大消费类别，但是均有周期性，我认为不应享有高估值。饲料业务和植物蛋白业务明年合计净利润估计至少有3000万，该部分业务按照20倍PE算的话，价值是6亿元，公司合计价值大约58-67亿元。我们给以“买入”投资评级，目标价25.6元。

二、公司基本情况简析

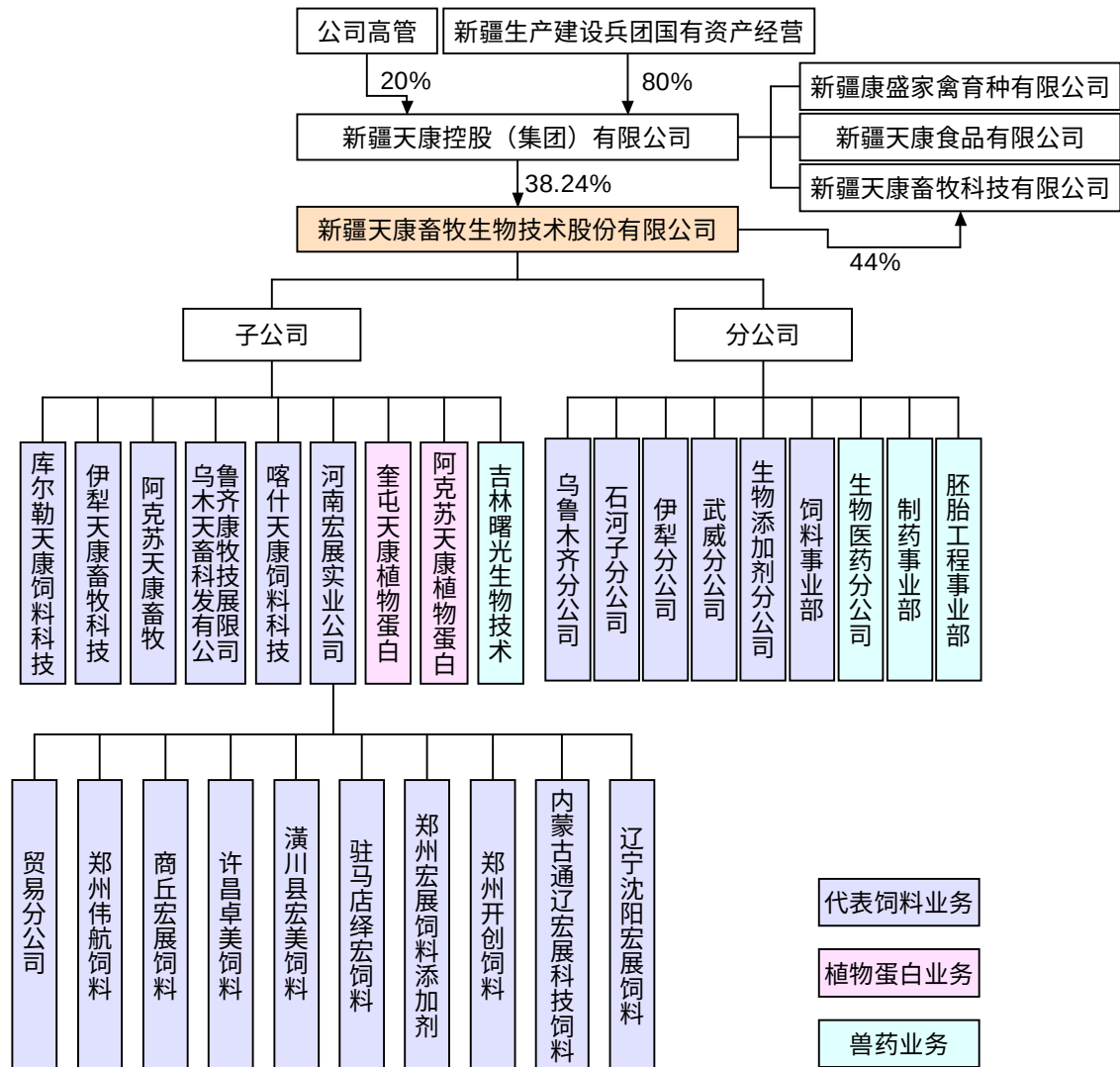
（一）管理层间接持股，激励机制良好

管理层间接持有小部分股权。公司于2006年在深交所上市，公司的实际控制人为新疆生产建设兵团国有资产经营公司，公司高管通过持有控股股东20%股份，间接持有上市公司小部分股份。公司的主要股东还有河南宏展投资有限公司、新疆天达生物制品有限公司、新疆维吾尔自治区畜牧科学院。

经营业绩与奖金挂钩。根据公司的《激励基金及使用管理办法》，超额完成年度经营目标部分，按50%提取激励基金，对公司及控股子公司的中高层管理人员进行激励。

公司是一家综合性畜牧类公司，业务板块包括植物蛋白、饲料和兽药。

图1：天康生物的股权结构及业务模块



数据来源：广发证券发展研究中心

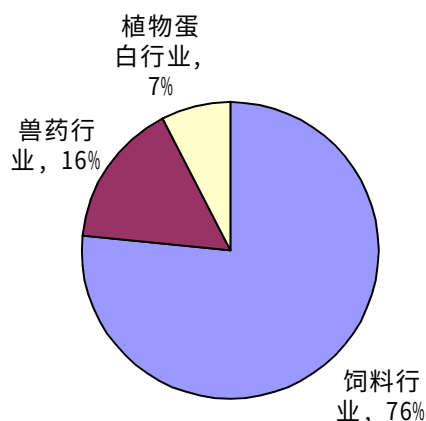
（二）饲料贡献收入，兽药贡献利润

从公司的收入结构看公司的主要收入来源是饲料业务，2009年年报数据和2010年中报数据显示公司收入接近80%来源于饲料业务。

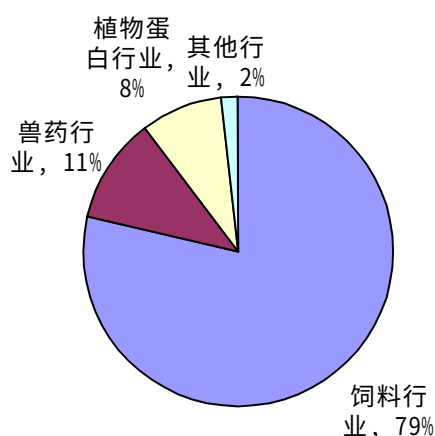
从公司的毛利结构上看，2009年年报显示公司的兽药业务贡献的毛利润与饲料业务相近。2010年随着原料价格的上涨，公司饲料业务的毛利率大幅降低。而公司兽药业务收入大幅增长，毛利率相对稳定，贡献的毛利润比重上升至63%，拥有绝对优势。

图2：天康生物的收入结构

收入结构（2010H）



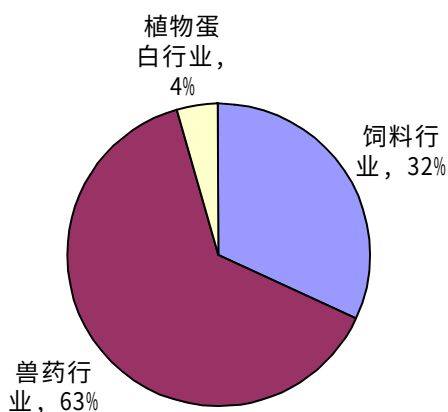
收入结构（2009A）



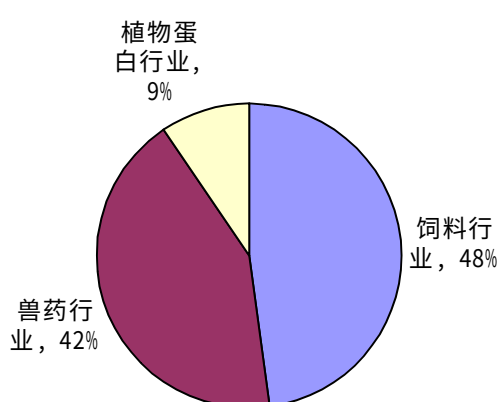
数据来源：广发证券发展研究中心

图3：天康生物的毛利结构

毛利结构（2010H）



毛利结构（2009A）



数据来源：广发证券发展研究中心

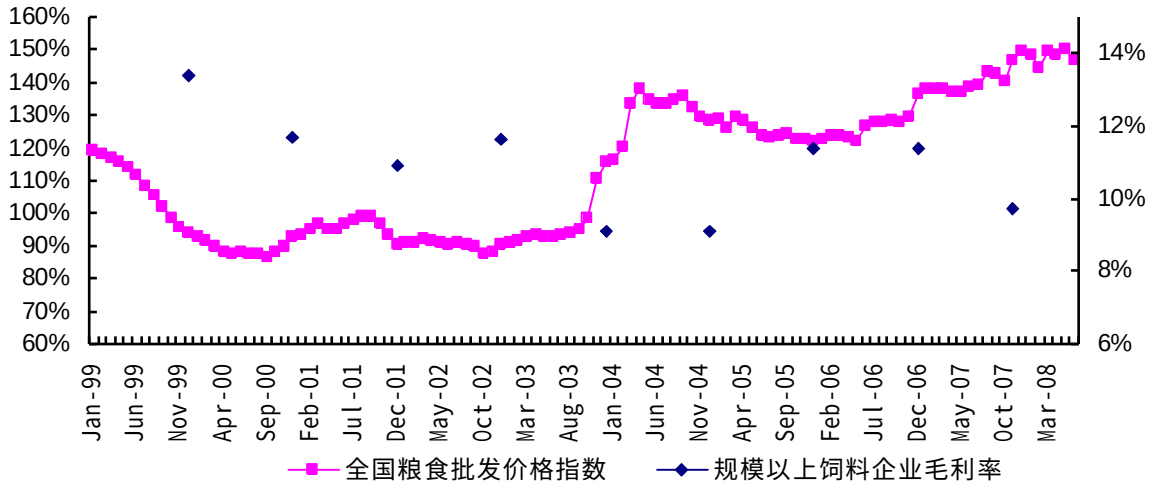
（三）原料成本上升，2010年饲料及蛋白业务盈利受影响

从净利润的角度看，公司的饲料业务与植物蛋白业务受到原料价格上涨的负面影响，盈利状况较去年大幅下滑。

根据历史经验，饲料行业在原料价格上升阶段毛利率会快速降低，随着原料价格的企稳，饲料企业毛利率将恢复。原来成本上涨带来的压力传导到下游大约需要1年的时滞。因此我们认为如果2011年粮食价格企稳公司的毛利率将回升，如果粮食价格进一步

上升，公司饲料业务的毛利率将会企稳，不会进一步降低。

图4：全国粮食批发价格指数与饲料企业毛利率对照

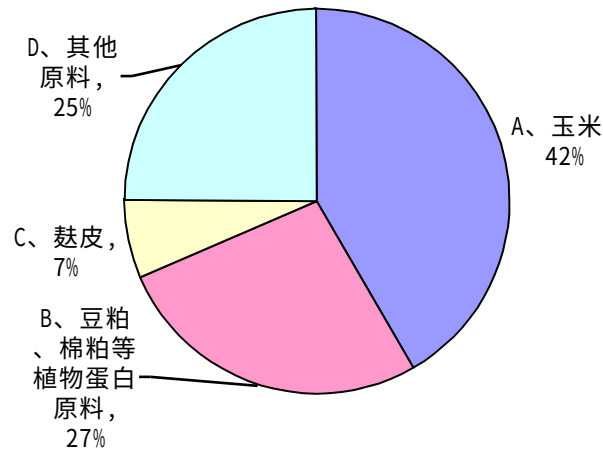


数据来源：广发证券发展研究中心

饲料产品的主要原材料为玉米、豆粕、棉粕等农副产品，占饲料成本的50%以上。2010年初原材料粕类产品处于高点，一、二季度开始一路下滑，降幅在20%左右，而同时玉米价格在不断攀升，5月有所回落，导致上半年原材料价格波动较大。

图5：天康生物饲料产品的原料结构（质量百分比）

喀什6万吨畜禽饲料生产线原料结构



数据来源：广发证券发展研究中心

图6：玉米期货指数结算价格走势



数据来源：广发证券发展研究中心

三、兽药业务是关键点，饲料与植物蛋白不确定性大

（一）兽药业务随着新品种加入有望快速增长

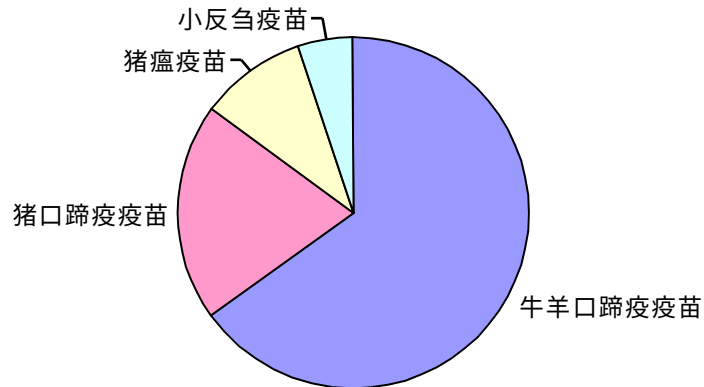
公司兽药业务主要为兽用疫苗。公司是新疆地区唯一的动物疫苗生产企业。公司原有品种主要包括口蹄疫疫苗、小反刍兽疫疫苗和猪瘟疫苗。今年公司的猪蓝耳病弱毒苗获批并开始生产，口蹄疫合成肽疫苗也于今年投入市场。公司10月份增资的曙光生物将有效的弥补公司禽流感疫苗的短板。预计禽流感疫苗2011年底将投入市场。公司将能生产农业部强制免疫的所有五个品种。

公司当前的主打品种是口蹄疫疫苗，09年该品种销售额占公司疫苗品种的85%。2010年公司的口蹄疫招标情况较好，销售增长较快，预计今年公司口蹄疫的市场份额超过25%。由于该品种中牧股份的市场份额高达30%左右，整体市场集中度较高。天康的口蹄疫疫苗的市场份额也较难进一步提高。

公司的猪瘟疫苗和小反刍兽疫疫苗的市场规模相对较小，难以高增长。

公司明年的增长主要来自猪蓝耳病弱毒疫苗和猪口蹄疫o型合成肽疫苗。猪蓝耳病弱毒疫苗市场的整体规模估计在十亿元人民币左右，当前生产企业家数高达十五家以上。考虑到该产品的竞争格局，我们认为公司的猪蓝耳弱毒苗难以像口蹄疫一样取得高达25-30%的市场份额。

图7：2009年公司疫苗产品收入结构



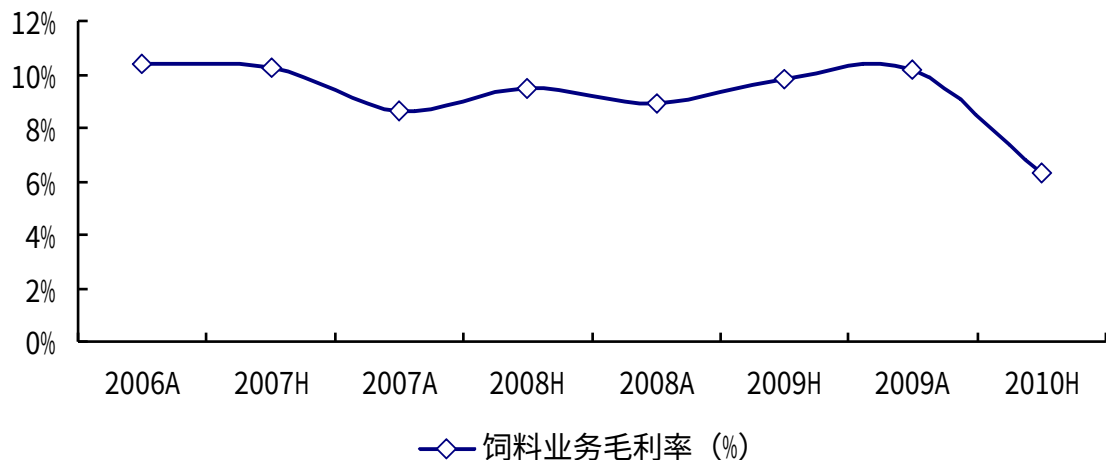
数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 饲料业务明年盈利有望恢复

通常公司饲料业务的毛利率在8%-10%之间，今年上半年，原料价格上涨，同时由于猪肉价格低迷，成本压力传导不下去。饲料业务的盈利能力两头受到挤压，因此上半年盈利能力较差，较2009年同期大幅降低3.48个百分点，至6.31%。

猪肉价格指数从今年5月份开始恢复至100以上，猪肉价格开始同比上涨，公司盈利能力逐渐恢复，三季度公司饲料业务的毛利率已经逐渐恢复至8%左右。预计明年猪肉价格仍将维持正常水平，公司饲料业务盈利能力恢复，在不考虑外延是扩张的情况下预计公司饲料业务2011年收入规模接近20亿。预计饲料业务的净利润率在1.5-2%之间，公司饲料业务可以贡献净利润约3000万元-4000万元。

图8：天康生物饲料产品的原料结构（质量百分比）



数据来源：广发证券发展研究中心

（三）植物蛋白业务明年有望好转，盈利状况的不确定性较高

棉粕是棉籽提取油脂后的产品，棉籽中含棉仁约50-55%，棉仁中含粗脂肪30-35%，粗蛋白35-38%。提油后的棉粕中含有丰富的蛋白质，粗蛋白含量较高，接近豆粕，达到39-43%。

公司“植物蛋白”业务收购棉籽经过压榨和脱酚生产脱酚棉粕、棉油和棉籽壳，棉粕主要替代豆粕生产饲料，棉油进一步加工为调和油，棉籽壳则用做培养基。该业务的主体为新疆阿克苏天康植物蛋白有限公司和新疆奎屯植物蛋白有限公司。这两个子公司各有12万吨棉籽脱酚蛋白生产线。公司的植物蛋白业务主要是依托新疆丰富的棉花（棉籽）资源，采用压榨、脱酚等技术，生产棉粕、棉油和副产物棉籽壳。奎屯的棉籽脱酚蛋白生产线于2008年10月建成投产，满负荷情况下，年产5万吨高蛋白脱酚棉粕，近2万吨棉油，该生产线同时可以加工大豆和葵花籽。阿克苏天康植物蛋白12万吨生产线为2010年公司非公开发行股票项目。该生产线仅能加工棉籽。

2009年奎屯的植物蛋白生产线的加工量是6万吨，毛利率是18%。2010年奎屯的植物蛋白生产线满产，加工量12万吨，但是棉粕和棉油价过低，同时棉籽价格上涨，该业务的盈利能力大幅下降，上年该业务亏损1150万元左右。下半年棉油价格与棉粕的价格均已经有所回升。该业务亏损的另一个原因是，由于油价过低，公司囤积部分棉油产品未进行销售。

公司三季度末有两亿元的存货。公司棉油的成本大约是七千元，目前棉油价格已经回归到八千多元。该部分存货的出清将兑现部分利润。预计2010年植物蛋白业务略有盈利。我们认为，公司的植物蛋白业务的行业波动性较大，盈利状况不稳定。

由于棉花价格上涨带动棉籽价格从2009年采购季节的2.0元-2.2元/公斤一度上涨到3.1-3.2元/公斤，但是，公司前期并未进行大量的原来采购。当前棉籽价格已经回落到2.2-2.3元/公斤，公司已开始大量采购原料。考虑到存货的出清和成本的锁定，我们2011年该业务的盈利确定性已经增强。

图9：期货市场棉花价格走势（元）



数据来源：广发证券发展研究中心

图10：豆粕期货价格走势（元）



数据来源：广发证券发展研究中心

图11：期货市场豆油价格走势（元）



数据来源：广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资评级

盈利预测假设表如下：

表 1：天康生物未来三年各项业务预测表（元）		2009A	2010E	2011E	2012E
兽药业务	销售收入	232,879,400	381,922,216	496,498,881	645,448,545
	增长率 (YOY)		64.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	63.44%	61.00%	61.00%	60.00%
饲料业务	销售收入	1,625,021,600	1,803,773,976	1,984,151,374	2,182,566,511
	增长率 (YOY)		11.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	10.21%	7.50%	8.00%	8.00%
植物蛋白业务	销售收入	174,903,100	262,354,650	603,415,695	784,440,404
	增长率 (YOY)		50%	130.00%	30.00%
	毛利率	18.76%	10.00%	12.00%	12.00%
其他业务	销售收入	36,233,300	36,233,300	36,233,300	36,233,300
	增长率 (YOY)		0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	4.09%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	销售收入	2,069,037,400	2,484,284,142	3,120,299,249	3,648,688,760
	增长率 (YOY)		20.07%	25.60%	16.93%
	毛利率	16.82%	16.03%	17.23%	18.08%

数据来源：广发证券发展研究中心

基于上述假设，我们预测公司2010-2012年分别实现EPS0.47元、0.79元和1.03元，以当前股价19.41元计算，对应动态PE分别为41倍、25倍和19倍。我们认为公司的疫苗业务处于高成长期，成长的动力在于新品种借助原有渠道快速增长。疫苗业务2011年收入约为5亿元，净利润率估计在30-35%左右，净利润约1.5-1.75亿。考虑该部分业务的持续高成长性，与高技术壁垒，该业务价值估计在52-61亿元。公司的饲料业务与植物蛋白业务虽然属于大消费类别，但是均有周期性，我认为不应享有高估值。饲料业务和植物蛋白业务明年合计净利润估计至少有3000万，该部分业务按照20倍PE算的话，价值是6亿元，公司合计价值大约58-67亿元。我们给以“买入”投资评级，目标价25.6元。

资产负债表

单位：百万元

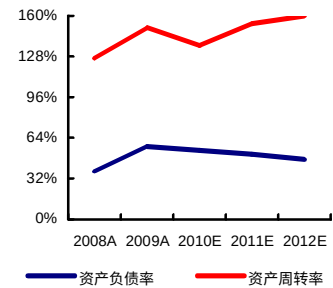
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	416	1,036	1,177	1,335	1,566
货币资金	127	77	443	436	484
应收及预付	86	216	209	254	309
存货	203	743	524	645	772
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	623	688	747	814	856
长期股权投资	28	26	26	26	26
固定资产	369	453	500	545	575
在建工程	79	59	66	67	67
无形资产	146	148	155	176	188
其他长期资产	2	2	1	1	1
资产总计	1,039	1,723	1,924	2,149	2,422
流动负债	297	899	1,010	1,056	1,096
短期借款	125	730	730	730	730
应付及预收	161	158	280	326	366
其他流动负债	11	11	0	0	0
非流动负债	95	85	68	68	68
长期借款	78	68	68	68	68
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	0	0	0
负债合计	392	984	1,078	1,124	1,164
股本	126	164	227	227	227
资本公积	348	348	348	348	348
留存收益	170	222	329	508	741
归属母公司股东权益	644	734	904	1,082	1,315
少数股东权益	3	5	5	5	5
负债和股东权益	1,039	1,723	1,987	2,212	2,485

利润表

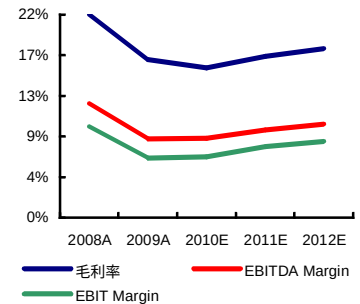
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1068	2075	2484	3120	3649
营业成本	836	1724	2086	2583	2989
营业税金及附加	1	2	2	3	4
销售费用	55	107	124	161	193
管理费用	71	110	109	137	164
财务费用	20	22	40	35	35
资产减值损失	1	3	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-2	-5	-3	-3
营业利润	83	106	117	198	260
营业外收入	7	7	6	5	5
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	88	112	122	203	265
所得税	17	13	15	24	32
净利润	71	99	107	178	233
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	70	98	107	178	233
EBITDA	131	176	210	294	366
EPS (元)	0.56	0.60	0.47	0.79	1.03

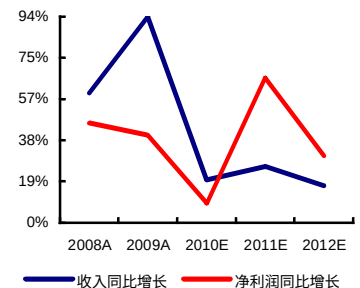
资产负债率趋势



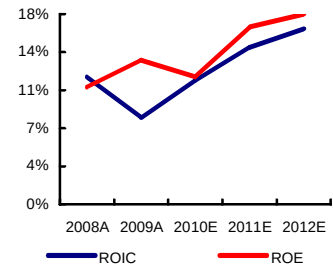
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

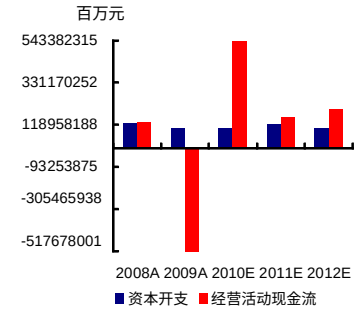
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	132	-518	543	156	197
净利润	65	99	107	178	233
折旧摊销	26	43	48	58	67
营运资金变动	18	-688	346	-119	-143
其它	22	28	42	39	39
投资活动现金流	-128	-100	-108	-123	-108
资本支出	-125	-99	-103	-120	-105
投资变动	-1	-1	-5	-3	-3
其他	-2	0	0	0	0
筹资活动现金流	9	568	-68	-41	-41
银行借款	310	919	0	0	0
债券融资	-277	-324	-27	0	0
股权融资	0	3	0	0	0
其他	-24	-30	-41	-41	-41
现金净增加额	13	-50	367	-7	48
期初现金余额	114	127	77	443	436
期末现金余额	127	77	443	436	484

主要财务比率

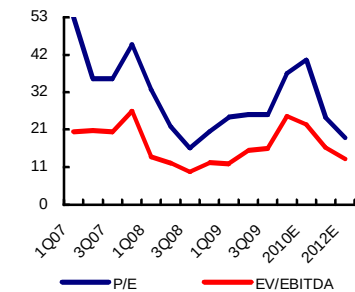
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	59.3%	94.2%	19.7%	25.6%	16.9%
营业利润	77.9%	26.8%	10.1%	70.1%	31.2%
归属于母公司净利润	45.5%	40.0%	9.1%	66.1%	30.5%
获利能力					
毛利率	21.7%	16.9%	16.0%	17.2%	18.1%
净利率	6.6%	4.8%	4.3%	5.7%	6.4%
ROE	10.9%	13.4%	11.9%	16.5%	17.7%
ROIC	11.9%	8.1%	11.5%	14.6%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	37.7%	57.1%	54.2%	50.8%	46.9%
净负债比率	13.3%	98.9%	39.0%	33.3%	23.8%
流动比率	1.40	1.15	1.17	1.26	1.43
速动比率	0.58	0.20	0.52	0.51	0.56
营运能力					
总资产周转率	1.27	1.50	1.36	1.53	1.60
应收账款周转率	40.49	34.22	39.33	37.81	36.99
存货周转率	4.48	3.65	3.98	4.01	3.87
每股指标 (元)					
每股收益	0.56	0.60	0.47	0.79	1.03
每股经营现金流	1.05	-3.16	2.40	0.69	0.87
每股净资产	5.11	4.48	3.99	4.77	5.80
估值比率					
P/E	20.8	37.1	41.0	24.7	18.9
P/B	2.3	5.0	4.9	4.1	3.3
EV/EBITDA	11.8	25.0	22.6	16.2	12.9

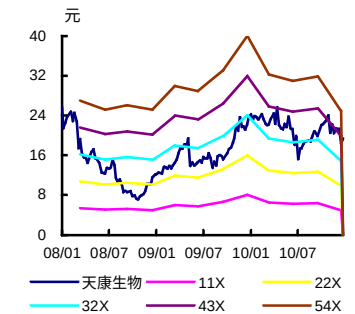
资本支出与经营活动现金流



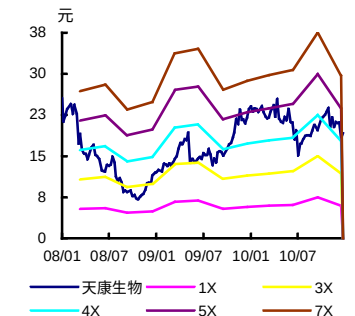
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

李平祝，分析师，北京大学药剂学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有 (Hold)	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 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。