

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 31.75 元

当前股价: 20.68 元

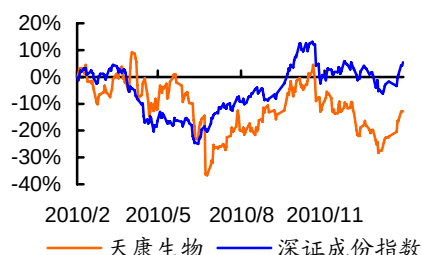
评级调整: 上调

基本资料

深证成份指数	12884.87
总股本(百万)	227
流通股本(百万)	195
流通市值(亿)	40
EPS (TTM)	0.44
每股净资产(元)	3.26
资产负债率	57.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天康生物	8.61	-5.57	6.65
深证成份指数	4.80	5.46	15.41



相关报告

《天康生物-收购曙光生物, 强制免疫产品线进一步丰富》2010-10-17

《天康生物-疫苗产品升级、饲料业务现周期性机会》2010-10-12

天康生物

002100

强烈推荐

动物疫苗的后起龙头, 业绩拐点即将出现

我们认为, 公司未来将重点转向动物疫苗, “销售实力增强”和“新产品不断推出”, 将带来公司利润 11 年增长 87%, 12 年增长 45%, 业绩拐点出现, 调高评级至强烈推荐。

投资要点:

- **动物疫苗市场容量大, 增长潜力大:** 增长主要来源于新疫苗品种的增加而非养殖数量的增加, 因此注重新品种的企业是成长性最大的企业
- **公司发展重心转向动物疫苗, 业绩拐点将出现, 业务进入上升通道:**
销售实力增强: 公司 2010 年开始重抓销售, 口蹄疫收入增长将超 60%。2011 年以后, 销售的成功有望复制到其他产品中。
研发实力强, 持续新产品不断: 2-3 年看强制免疫新品, 3 年后常规疫苗发力: 强制免疫新品有牛羊合成肽、牛羊口蹄疫三价苗、禽流感、猪瘟改良苗有望在 11 年底上市, 12、13 年快速增长; 猪圆环病毒疫苗等常规苗有望在 13 年底上市, 14 年以后快速增长。
新技术应用和新产品将带来毛利率提升: 悬浮培养技术有望于 11 年大规模应用到口蹄疫、猪蓝耳弱毒苗、猪瘟疫苗生产, 提高产品毛利率 10%, 新产品尤其是合成肽和常规苗毛利率都较高可达 70%以上。
- **植物蛋白业绩弹性大:** 2011 年原料成本低, 随通胀预期和农业景气度提升, 棉粕和棉油价格有望继续上涨, 毛利大幅提升, 业绩弹性大。
- **饲料业务虽随养殖业景气波动, 但为公司提供充足现金流:** 2010 年高成本负面影响消除, 毛利率全面回升至 9%-10%, 维持稳定增长。
- **公司未来有望整合大股东养殖和屠宰加工的资源, 实现植物蛋白、饲料、养殖、动物疫苗、兽药、屠宰加工全产业链布局, 实现整体上市。**
- **投资建议:** 我们认为 2011 年是公司业绩的拐点, 未来 3 年利润复合增长率可超 40%, 我们调高 10-12 年 EPS 分别为 0.47、0.88、1.27 元(之前 0.46、0.82、1.23 元), 给予 12 年 25 倍 PE, 目标价 31.75 元, 调高评级至强烈推荐。
- **风险提示:** 公司有再融资意向, 再融资的进度影响新产品的推出进度

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2075	2604	3057	3466
同比(%)	94%	26%	17%	13%
归属母公司净利润(百万元)	98	105	196	284
同比(%)	40%	7%	87%	45%
毛利率(%)	16.9%	15.8%	19.1%	20.7%
ROE(%)	13.4%	10.1%	15.8%	18.7%
每股收益(元)	0.44	0.47	0.88	1.27
P/E	47.0	44.1	23.6	16.3
P/B	6.3	4.4	3.7	3.0
EV/EBITDA	32	24	16	12

资料来源: 中投证券研究所

目 录

核心观点	4
我们的主要观点总结:	4
市场的疑问及我们的解答:	7
一、公司简介: 继饲料业务、植物蛋白后, 大力发展动物疫苗	8
1.1 公司基本情况	8
1.2 公司股权架构——管理层间接持股, 经营动力充足; 国资背景, 民营治理, 管理有效	9
二、疫苗业务: 做大做强, 后起的龙头	10
2.1 动物疫苗行业市场容量大、增长潜力大; 容量的增长主要来源于新疫苗品种的增加而非养殖数量的增加, 因此注重新品种的企业是成长性最大的企业	10
2.2 2010 年开始, 公司动物疫苗业务进入快速发展的上升通道:	18
2.3 悬浮培养技术重大技术改进, 主要产品毛利率可提高 10%, 产品稳定性好, 市场竞争力增强	21
三、植物蛋白业务: 产业链布局的重要环节之一, 抓住景气周期可取得可观利润	22
3.1 行业特点: 原材料和产品价格均随商品期货价格波动, 抓住景气周期可带来可观利润	22
3.2 2011 年公司原材料成本锁定, 随着大宗商品上涨, 收益将可观	23
四、饲料业务: 稳定增长, 提供现金流	25
4.1 行业特点: 集中度逐步提高, 运输半径限制, 全国性和区域性龙头有发展优势	25
4.2 做区域龙头, 稳居新疆市场, 逐步拓展疆外市场	25
五、盈利预测及投资建议: 强烈推荐	26

图表目录

图 1 公司发展方向图	8
图 2 股权结构图	9
图 3 猪养殖头数, 牛羊存栏头数变化图	11
图 4 猪养殖头数, 牛羊存栏头数变化图	14
图 5 动物疫苗行业发展推动因素图	17
图 6 动物疫苗收入及增长率变化图	18
图 7 新产品推出和疫苗销售收入预计图	20
图 8 植物蛋白业务分解图	22
图 9 郑棉期货价格走势	23
图 10 豆粕期货价格走势	23
图 11 豆油期货价格走势	24
图 12 各企业动物疫苗动物疫苗年报营业收入及增长率比较	27
图 13 各企业动物疫苗半年报营业收入及增长率比较	28
图 14 各企业毛利占比比较图	29
表 1 动物疫苗行业容量测算(猪口蹄疫以合成肽 30%的市场, 传统苗 70%计算)	10
表 2 动物疫苗行业相关重大政策	12
表 3 2010 年国家动物疾病强制免疫计划	13
表 4 上市公司拥有强制免疫产品对比表(注: 猪蓝耳灭活苗 11 年有望被猪蓝耳弱毒苗全面替代) ..	13
表 5 一类疫病中, 强制免疫类和非强制免疫类对比表	15
表 6 鸡新城疫疫苗市场容量, 及瑞普生物市场份额, 单位(万羽份)	15
表 7 动物疫苗上市公司看好顺序比较	17
表 8 公司动物疫苗业务的发展过程	18
表 9 公司动物疫苗产品信息	19
表 10 悬浮培养技术比较表	21
表 11 天康生物盈利预测主要假设条件(单位百万元)	26
表 12 天康生物 2011 年分业务净利率和净利润估计(单位百万元)	26
表 13 同行业公司估值比较	27

核心观点

我们的主要观点总结：

1、动物疫苗行业市场容量大、增长潜力大；容量的增长主要来源于新疫苗品种的增加而非养殖数量的增加，因此注重新品种的企业是成长性最大的企业

1)、我国经济动物基数大，行业市场容量大；但动物养殖数量增长不快，养殖数量的增长不是疫苗增长的主要原因，疫苗品种的增加才是主要原因：

2)、“疫情的不断爆发”引发“政策的改革”，带来“国家强制免疫的实施”，强制免疫疫苗品种的不断增多是 2000-2010 年动物疫苗行业的快速发展的主要推动因素。这一阶段，强制免疫疫苗生产企业最受益，如中牧、金宇、天康

3)、“常规疫苗品种的增长”和“强制免疫范围的扩大”将是行业增长未来新的推动因素，这一阶段重视常规疫苗大品种生产的企业将会快速发展。如中牧、天康、瑞普

行业分析小结：我们认为行业短期看强制免疫品种改良；长期看常规疫苗大品种，未来新品种多的企业将是成长性最快的企业

06-10 年行业发展推动因素：“疫情频发”带来“政策的支持”，政府强制免疫品种增多；

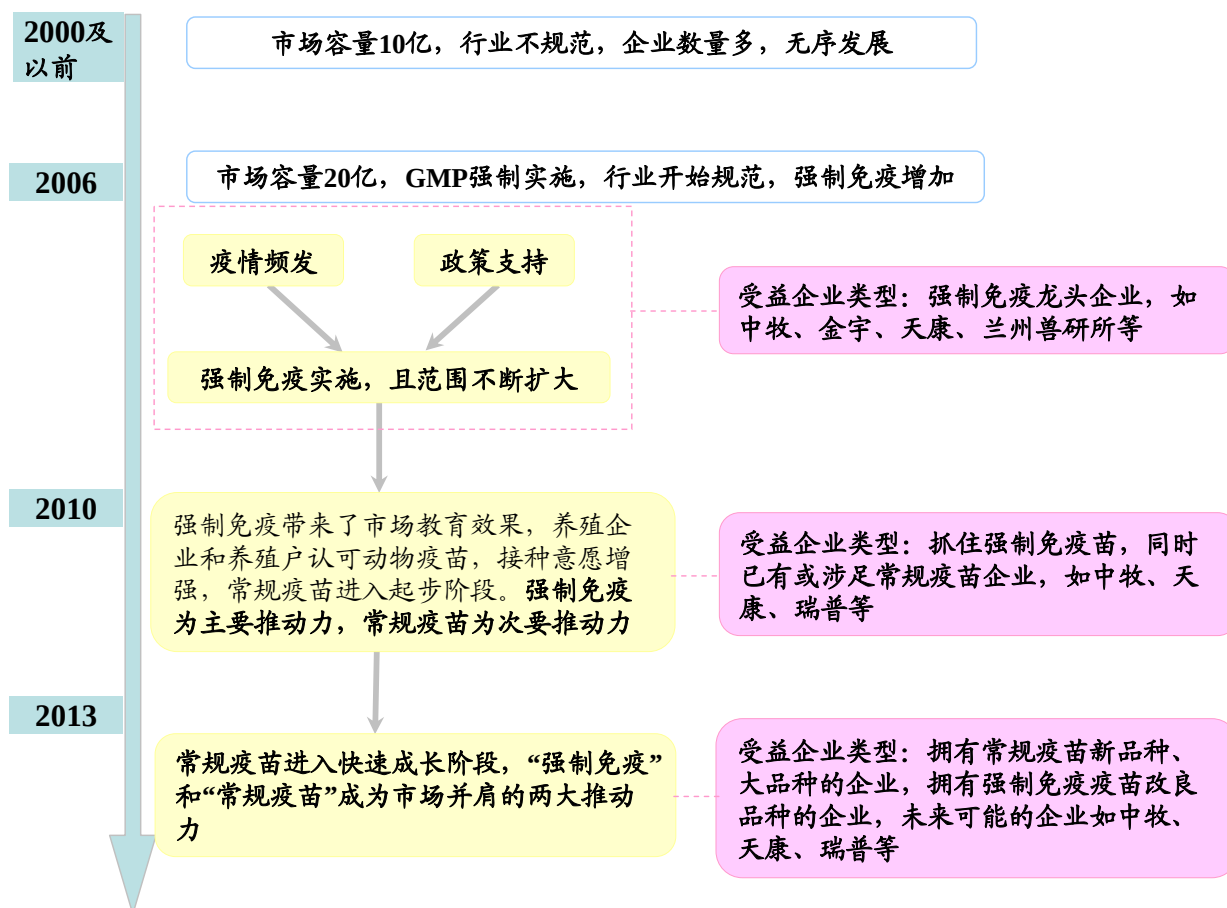
受益企业类型：拥有强制免疫品种的企业受益，如中牧、金宇、天康、兰州兽研所几大企业。

11 年-13 年行业发展推动因素：强制免疫范围扩大依然是主要推动因素，同时常规疫苗将快速增长，常规疫苗成为行业发展的次要推动因素；

受益企业类型：抓住强免疫苗，已有或开始研发、涉足常规疫苗的企业，如中牧、天康、瑞普。

14 年及以后行业发展推动因素：常规疫苗将和强制免疫范围扩大有同样作用，成为行业新的推动力；

受益企业类型：拥有常规免疫疫苗大品种、新品种，拥有强制免疫疫苗改良品种的企业，未来可能的如中牧、天康、瑞普等。



因此我们看好的公司具有的特点和顺序为：

看好顺序	评价标准	涉及上市公司	公司入选原因
最看好	目前为强制免疫龙头，同时已有或即将扩张常规疫苗领域	天康生物	强制疫苗 5 大类 7 小类，常规苗目前较少，即将大力进军该领域
		中牧股份	强制免疫 4 大类 7 小类，已有常规疫苗
次看好	少量强制免疫疫苗，常规苗龙头企业	瑞普生物	强制免疫 3 大类 3 小类，常规苗龙头
再次	强制免疫龙头，涉及少或不涉及常规苗	金宇集团	强制免疫 4 大类 6 小类，常规苗很少
不看好	仅有少量强制免疫产品或常规疫苗的小规模企业	无，大多非上市企业	

2、天康的发展策略和我们认为最看好的动物疫苗企业具有的特点一致，公司业绩拐点即将到来。

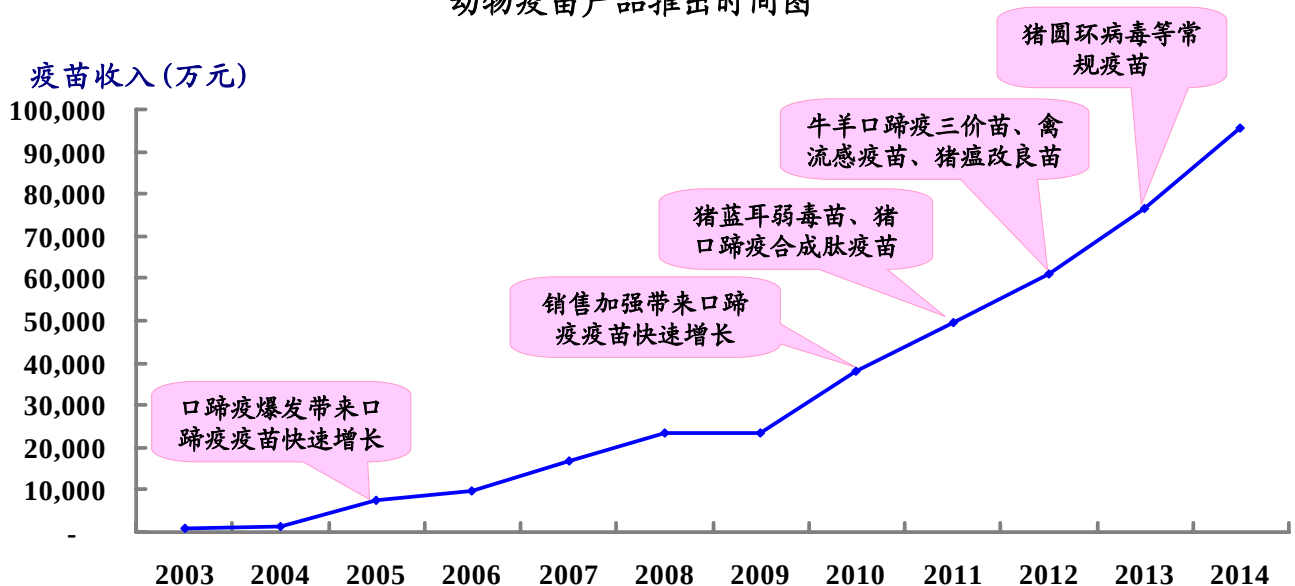
2010 年开始紧抓销售，效果体现在口蹄疫疫苗，大幅增长超过 60%。2011 年始，销售实力会体现在口蹄疫、猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗，以及未来不断增加的新品如牛羊口蹄疫三价苗、禽流感疫苗、猪瘟改良苗、猪圆环病毒疫苗等等，公司会形成销售加强、新产品持续不断推出、业绩增长的良性循环。近几年的主要增长产品如下：

2010 年，口蹄疫大幅增长超过 60%，猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗上市；
2011 年，猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗将大幅增长，禽流感、牛羊口蹄疫三价疫苗、猪瘟改良疫苗将上市；

2012 年，禽流感、牛羊口蹄疫三价疫苗、猪瘟改良疫苗大幅增长，同时猪蓝耳、合成肽继续增长；牛羊口蹄疫合成肽有望上市

2013 年及以后，猪圆环病毒疫苗等其他常规疫苗产品有望上市，常规疫苗助业绩持续增长。

动物疫苗产品推出时间图



市场的疑问及我们的解答:

- 1、**管理层释放业绩动力不足：公司激励机制为每年年初制定计划，超过计划的部分计提 50% 为奖金，管理层不希望下一年计划基数太高？**

管理层间接持股 7.65%，经营动力足，释放业绩动力正在改善：公司新的激励机制正在制定中，将会以更为长期的指标，如连续几年的 ROE 等指标作为依据，参考几年而非一年的数据，未来管理层不仅经营动力足，释放业绩动力也会充足。同时，公司未来也有可能整合大股东天康控股的资源，实现整体上市，管理层间接持股将转变为直接持股，动力将更足。

- 2、**公司植物蛋白业务复杂，看似 10 年利润不高，该如何看？**

植物蛋白业务会受农产品景气波动而呈弱周期性变化，业绩弹性大，因此赚钱，但不应享受高估值：植物蛋白业务原材料棉籽和产品棉油和棉粕脱酚蛋白均受农产品价格的变动而变动。控制好棉籽收购的时机，抓住棉油和棉粕上涨的时机，该业务即赚钱。棉油、棉粕的价格走势和豆油、豆粕一致。

- 3、**公司饲料业务毛利率不高，10 年毛利率大幅下降，是否恢复？**

饲料业务是公司的起家业务，是 10 年以前的发展重心。饲料业务不是公司主要的利润来源，但现金流好，疫苗业务大多数收款需要等到年底财政结算，因此饲料业务对公司现金流是个很好的补充，也有利于公司申请银行贷款等政策支持。10 年远期合同带来的成本大幅提升，毛利率大幅下降的现象已经结束，公司管理层已经意识到和重视该部分的风险，以后出现类似事件的概率小。目前公司饲料业务毛利率已全面恢复至 9%-10%，将随养殖业景气的发展小幅增长。和植物蛋白业务享受同样的估值水平。

- 4、**公司悬浮培养技术进度如何？除了毛利率提高 10% 以外，有何其他意义？**

公司悬浮培养技术已经达到生产要求，有望 11 年上半年投产。目前应用于口蹄疫疫苗，未来可应用于猪瘟改良苗、猪蓝耳弱毒苗等的生产。除毛利率提高外，公司悬浮培养技术是国内第一个无血清培养技术，作为重大技术改进，将会收到新的产品批准文号，对公司产品的质量是个很好的证明，大大有利于招标销售。

- 5、**公司再融资意向如何，进度如何？**

公司目前有再融资计划，预计募集资金 4-5 亿元，主要用于北区新生产线的建设，用于猪蓝耳弱毒苗的扩产，未来的常规疫苗的生产线建设等。目前正在进行中，我们认为有望 2011 年二季度开展，四季度前完成。

一、公司简介：继饲料业务、植物蛋白后，大力发展

动物疫苗

1.1 公司基本情况

天康生物成立于 2000 年 12 月 28 日，是由新疆兵团草业开发技术服务中心对其下属的新疆天康技术发展公司进行改制而成，主要发起股东有天康控股、新疆畜牧科学院、新疆生物药品厂(现新疆天达生物制品)等。公司于 2006 年 12 月 26 日在深交所上市。目前总股本 2.267 亿股，其中流通股 1.947 亿股，限售股 3205 万股。

公司的发展重心从饲料、植物蛋白，2010 年彻底转向动物疫苗：

2000 年，公司成立，以饲料业务起家，新疆最大的饲料企业；

2000-2009 年，饲料业务都是公司的发展重心；

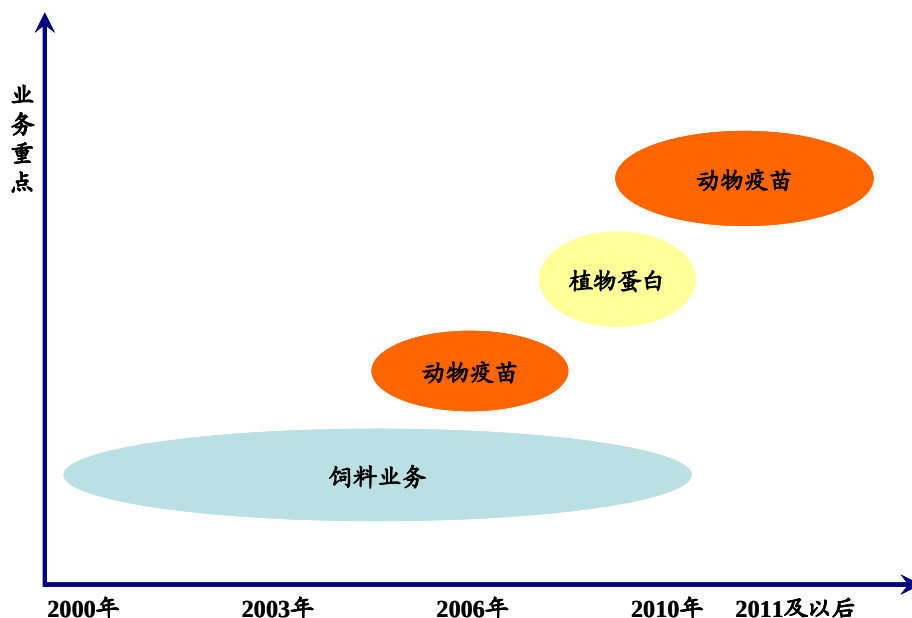
2003 年，公司开始涉足动物疫苗业务；

2005 年因口蹄疫的爆发，公司在动物疫苗业务上受益颇丰，动物疫苗业务毛利首次超过饲料；

2009 年，公司涉足植物蛋白业务，植物蛋白业务成为重心之一；

2010 年开始，公司重新大力发展动物疫苗，决心成为行业龙头企业。

图 1 公司发展方向图



资料来源：招股说明书、公司年报、中报；中投证券研究所

1.2 公司股权架构——管理层间接持股，经营动力充足；国资背景，民营治理，管理有效

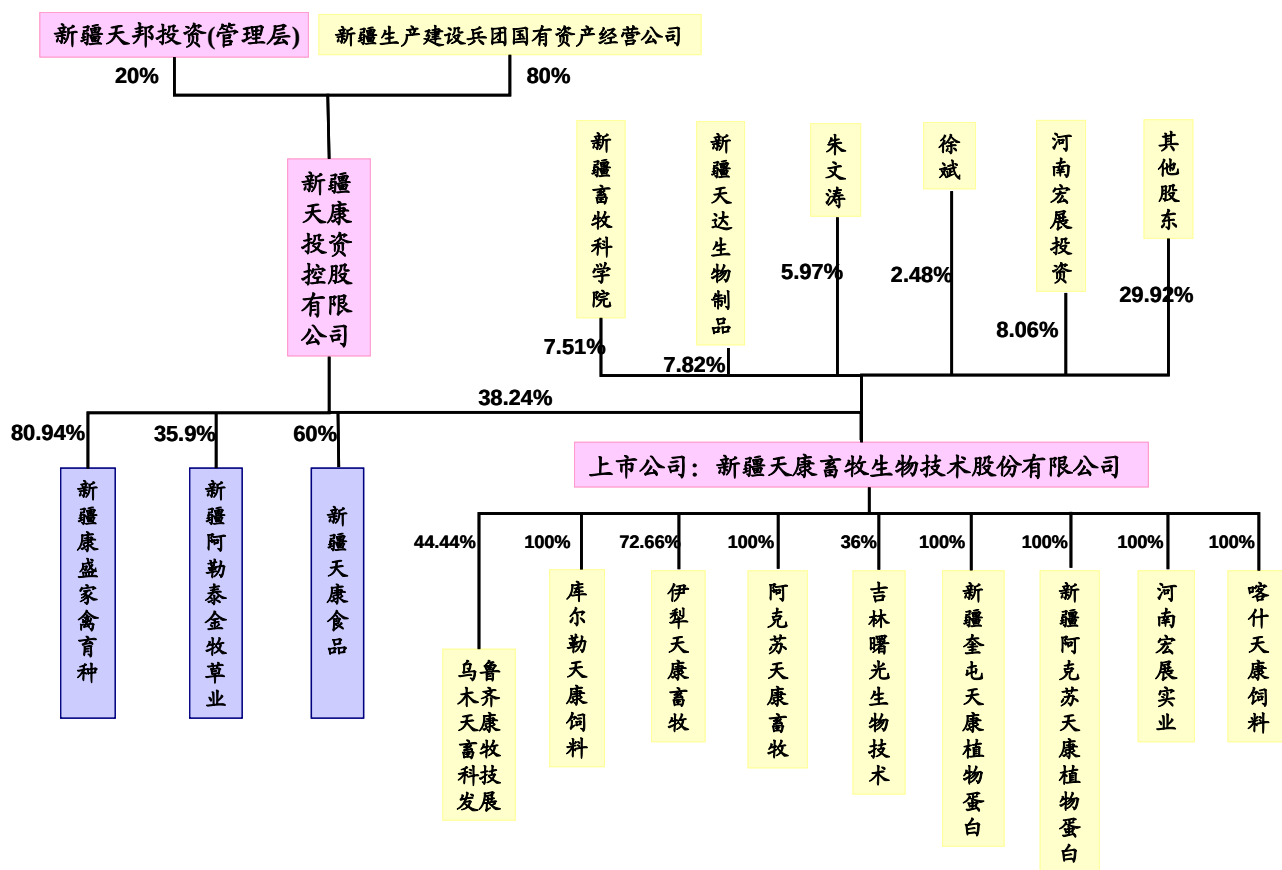
管理层经营动力足；国资的背景，民营的风格，经营管理有效：

1、管理层通过天邦投资间接持有上市公司股权 7.648%，目前虽不能变现，但未来可通过股权激励或整体上市等实现变现，管理层经营动力充足；

2、国资背景、民企治理：公司成立之初由董事长一手创办，虽实际控制人为国资，但一直有着民营企业的治理机制和风格，管理有效，效率高；

3、奖金激励机制改变酝酿中，预期将以更为长期的指标(如综合几年的 ROE 等)替代目前的每年制定计划，超额收益部分计提的方法。改变后，公司将不会出现经营有动力，但业绩释放动力不足的现象：公司 07 年开始实行奖金激励机制，对超过当年目标的超额收益计提 50%为奖励基金。运作 2 年以后，发现该办法对管理层经营有强大的促进作用，但副作用是释放业绩动力不足，为了改变这一现象，公司的新的激励机制正在酝酿。

图 2 股权结构图



资料来源：控股公司旗下除上市公司外数据来源于招股说明书；公司年报、中报；中投证券研究所

二、疫苗业务：做大做强，后起的龙头

动物疫苗分类：动物疫苗分为“强制免疫类疫苗”和“非强制免疫疫苗(即常规疫苗)”两种。目前强制免疫疫苗为5种，口蹄疫疫苗、禽流感疫苗、猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗，其他均为常规疫苗

强制免疫类疫苗：由国家定点企业生产，由省级政府单位统一招标发放，由国家财政负担；销售是各定点生产企业参加各省招标。

常规疫苗：需要养殖户及企业自行购买付费。销售有两个途径：直接向大型养殖户销售、销售到各县级兽医站，企业有自己销售和寻找代理商两种方式。

2.1 动物疫苗行业市场容量大、增长潜力大；容量的增长主要来源于新疫苗品种的增加而非养殖数量的增加，因此注重新品种的企业是成长性最大的企业

1、我国经济动物基数大，行业市场容量大；但动物养殖数量增长不快，养殖数量的增长不是疫苗增长的主要原因，疫苗品种的增加才是主要原因：

我国经济动物基数大，行业市场容量大：2009年底，猪养殖头数为11.15亿头，比上年增长3.94%，牛羊养殖头数约为6.5亿头，比上年增长1.34%，禽类出栏数约115亿羽，存栏数约55亿羽。以该数据估算，2010年动物疫苗市场容量如下：

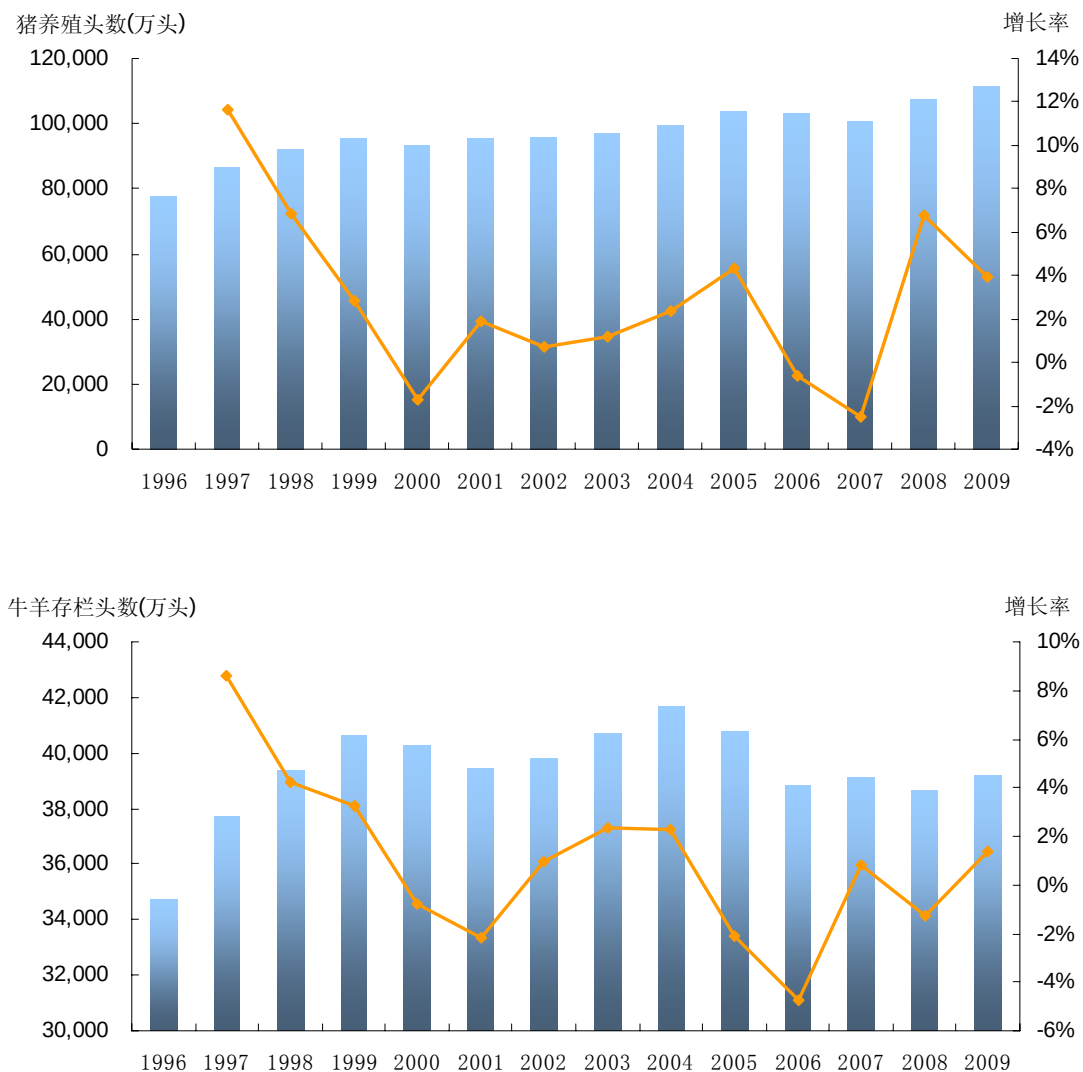
表1 动物疫苗行业容量测算(猪口蹄疫以合成肽30%的市场，传统苗70%计算)

	接种次数	接种量(ml)	单价(元/ml)	理论市场容(亿)	现有市场容(亿)
猪蓝耳病弱毒	2	1	1.20	26.8	18
猪瘟	2	1	0.40	8.9	8
猪口蹄疫(30%合成肽，70%传统苗)	合成肽1次， 传统苗2次	1	合成肽0.88元， 传统苗0.4元	9.2	6.5
牛羊口蹄疫	2	1	0.45	5.9	6.25
禽流感	2	1	0.15	34.5	11
小反刍兽疫	0.5	1	0.30	0.43	0.25
总计				85.6	50

资料来源：农业部、调研数据、中投证券研究所整理

动物养殖数量基数大，增长不快，养殖数量的增长不是疫苗增长的主要原因：2009年底，猪养殖头数为11.15亿头，比上年增长3.94%，牛羊养殖头3.92亿头，比上年增长1.34%。我国肉类产量从1990年开始，一直居世界首位。

图 3 猪养殖头数，牛羊存栏头数变化图



资料来源：国家统计局、中投证券研究所整理

2、“疫情的不断爆发”引发“政策的改革”，带来“国家强制免疫的实施”，强制免疫疫苗品种的不断增多是2000-2010年动物疫苗行业的快速发展的主要推动因素。这一阶段，强制免疫疫苗生产企业最受益

疫情的发生推动国家对重大动物疾病强制免疫的实施，05年禽流感、口蹄疫实行强制免疫、07年猪蓝耳疫苗和猪瘟疫苗实行强制免疫、08年小反刍兽疫纳入强制免疫，不断的强制免疫品种增加是05年以来动物疫苗行业快速发展的主要因素：

2004、2005年，禽流感H5N1疫情爆发，全国捕杀3000多万只禽类，政府对全国禽类实行强制免疫；

2005年，亚洲I型口蹄疫疫情爆发，政府对重点地区的牛、羊共6000多万头实行强制免疫；

2006年猪蓝耳病疫情爆发，2007年，政府将猪蓝耳病、猪瘟疫苗列入强制免疫范围；

2007年西藏地方发生羊小反刍兽疫情，2008年，西藏等地区的小反刍兽疫苗列入强制免疫范围。

政策的改革规范行业的发展，规范的企业、尤其是强制免疫疫苗生产企业在改革中受益最大，长期保持寡头垄断的优势：

2006年1月1日，兽药企业强制实施GMP认证，开启了动物疫苗行业的规范式发展，行业洗牌加速，大企业在行业洗牌的过程中受益；

2007年，制定《防疫法》，将动物疾病分为一类、二类、三类，同时提出对有严重危害的疾病实行强制免疫，2008年1月1日起实施；

2010年，制定《2010年国家动物疾病强制免疫计划》，首次公布禽流感、口蹄疫、猪蓝耳病、猪瘟、小反刍兽疫5种强制免疫疾病的免疫计划。

表2 动物疫苗行业相关重大政策

时间	政策、主要内容及影响
1989年	《兽药生产质量管理规范(试行)》
1994年	《兽药生产质量管理规范实施细则(试行)》，从1995年10月1日始，兽药企业可申请GMP认证，通过的企业在申请生产新药时，可优先受理；1998年6月30日后，未通过GMP认证的企业，卫生部将不再受理新药生产申请
2002年	农业部修订《兽药生产质量管理规范》(简称《兽药GMP规范》)、发布《第202号公告》，规定2002年6月19日至2005年12月31日为该规范实施过渡期，自2006年1月1日起强制实施
2004年	农业部畜牧兽医局一分为二，增设兽医局，开始建立官方兽医制度
2005年	《中国畜牧法》、《兽药管理条例》
2007年	《中华人民共和国动物防疫法》，将动物疾病分为一类、二类、三类，国家对有严重危害的动物疫病实施强制免疫，由国务院兽医主管部门等制定强制免疫计划，省级政府兽医主管部门制定本区域强制免疫计划，2008年1月1日开始实施
2010年1月	《2010年国家动物疾病强制免疫计划》，公布禽流感、口蹄疫、猪蓝耳病、猪瘟、小反刍兽疫5种强制免疫疾病的免疫计划

资料来源：农业部、中投证券研究所整理

表 3 2010 年国家动物疾病强制免疫计划

疾病	疫苗种类	年接种次数	接种程序
禽流感	禽流感-新城疫二联苗(rL-H5), 禽流感病毒 H5 二价苗 Re-5+Re-4 株, H5-H9 二价	2	春秋两季各实施一次集中免疫, 每月对新补栏的家禽要及时补免。对种鸡、鸭、鹅每年 4-6 次免疫
口蹄疫	猪口蹄疫 O 型: 猪口蹄疫 O 型灭活、O 型合成肽(双抗原)	2	仔猪、羔羊: 28~35 日龄时进行初免。 犊牛: 90 日龄左右进行初免。 所有新生家畜初免后, 间隔 1 个月后进行一次强化免疫, 以后每隔 4~6 个月免疫一次
	牛羊 O 型亚洲 I 型: O-I 二价、O-A 二价	2	
	牛羊口蹄疫 A 型(奶牛和公牛)(广西、云南、西藏、新疆和兵团边境): A 型灭活苗	2	
猪蓝耳病	猪蓝耳病活疫苗(弱毒苗), 灭活疫苗	2	1. 商品猪: 断奶时初免, 4 个月后加免 1 次; 2. 散养猪免疫: 春、秋各一次, 定期补免
猪瘟	猪瘟活疫苗; (传代细胞源疫苗在广东、广西、四川、河南、山东、江苏、辽宁、福建等批准省份使用)	2	1. 规模养猪场免疫: 商品猪: 25~35 日龄初免, 60~70 日龄加免 1 次; 2. 散养猪免疫: 春、秋各一次, 定期补免
小反刍兽疫	西藏等受威胁地区羊: 小反刍兽疫活疫苗	2 年 1 次	新生羔羊 1 月龄以后免疫一次, 对本年未免疫羊和超过 3 年免疫保护期的羊进行免疫

资料来源: 农业部、中投证券研究所整理

表 4 上市公司拥有强制免疫产品对比表(注: 猪蓝耳灭活苗 11 年有望被猪蓝耳弱毒苗全面替代)

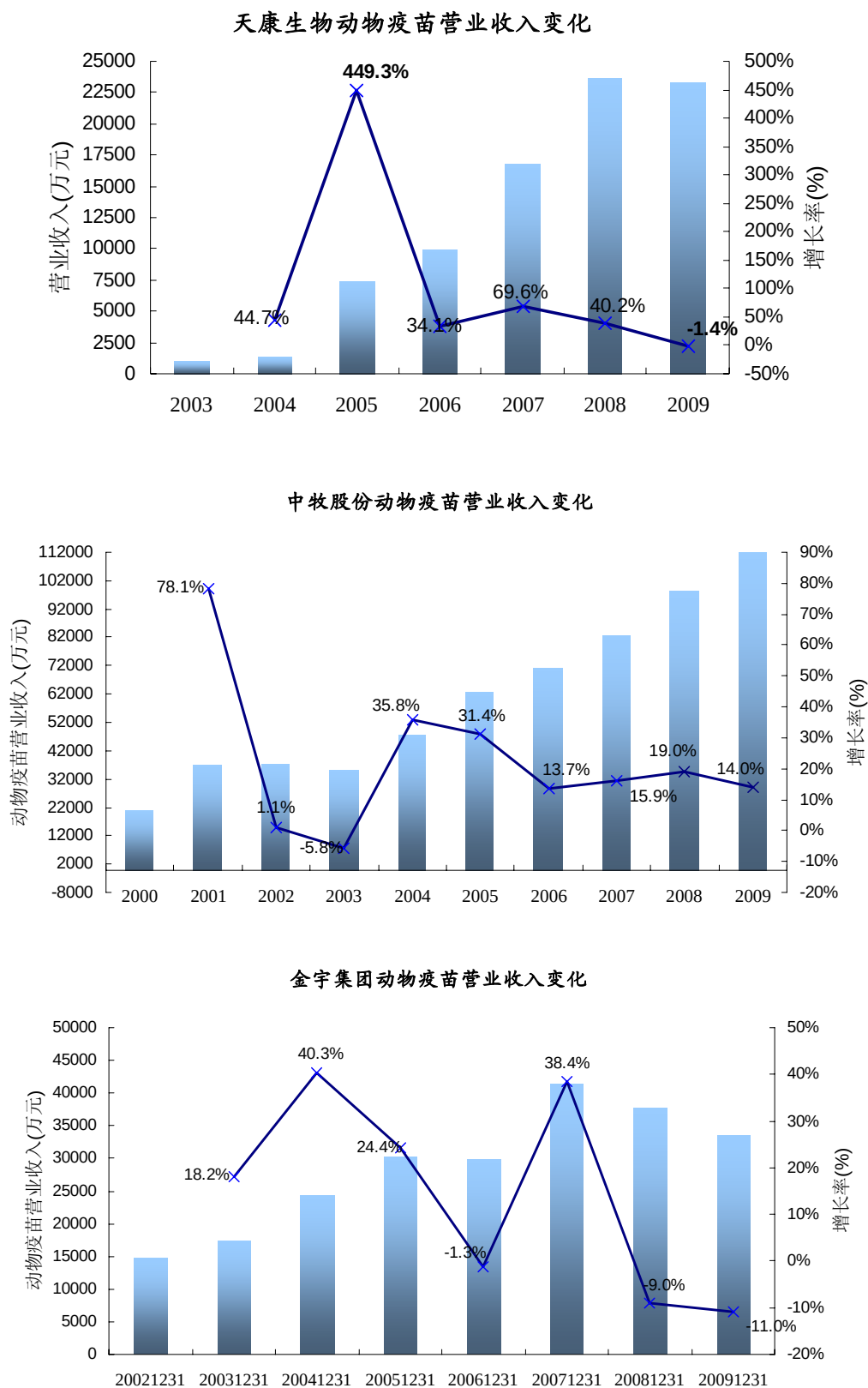
产品列表		中牧股份	天康生物	瑞普生物	金宇集团
口蹄疫疫苗	牛羊口蹄疫	有	有	无	有
	猪口蹄疫普通	有	有	无	有
	猪口蹄疫合成肽	有	有	无	无
猪瘟疫苗		有	有	有	有
猪蓝耳病疫苗	猪蓝耳灭活苗	有	无	有	有
	猪蓝耳弱毒苗	有	有	无	有
禽流感疫苗		有	即将有(2011 年)	有	有
小反刍兽疫		无	有	无	无
数量总计		4 大类, 7 小类	5 大类, 7 小类	3 大类, 3 小类	4 大类, 6 小类

资料来源: 公司公告、中投证券研究所整理

这一阶段最受益的企业是上市公司中牧股份、天康生物、金宇集团, 非上市公司兰州兽研所、哈尔滨兽研所等这些强制免疫疫苗生产企业。

我们从下面的三家公司营业收入变化图表中可以看出, 04-05 年开始动物疫苗业务收入快速增长。(天康生物主打产品是口蹄疫; 中牧股份主打产品是口蹄疫、禽流感; 金宇集团主打产品口蹄疫, 其禽流感因违规销售从 08 年开始大幅下降。)

图 4 猪养殖头数，牛羊存栏头数变化图



资料来源：公司公告、中投证券研究所整理

3、“常规疫苗品种的增长”和“强制免疫范围的扩大”将是行业增长未来新的推动因素，这一阶段重视常规疫苗大品种生产的企业将会快速发展。

强制免疫范围有望继续扩大，下一个被纳入的最有可能是鸡新城疫疫苗：2008年农业部公布的一、二、三类疫病病种中，一类17种，二类77种，三类63种。目前强制免疫仅为一类重大疫病中的5种，未来随着政府及饲养单位对于其他重大疾病的重视，市场容量将持续扩大。鸡新城疫是目前禽类和禽流感危害相当的疾病，也是目前常规疫苗中销售收入较大的品种，最有可能最先纳入强制免疫范围。

表 5 一类疫病中，强制免疫类和非强制免疫类对比表

一类疫病	强制免疫类	非强制免疫类
口蹄疫、猪水泡病、猪瘟、非洲猪瘟、高致病性猪蓝耳病、非洲马瘟、牛瘟、牛传染性胸膜肺炎、牛海绵状脑病、痒病、蓝舌病、小反刍兽疫、绵羊痘和山羊痘、高致病性禽流感、新城疫、鲤春病毒血症、白斑综合征	口蹄疫、猪瘟、高致病性猪蓝耳病、高致病性禽流感、小反刍兽疫共5种	猪水泡病、非洲马瘟、牛瘟、牛传染性胸膜肺炎、牛海绵状脑病、痒病、蓝舌病、绵羊痘和山羊痘、新城疫、鲤春病毒血症、白斑综合征共11种

资料来源：中投证券研究所整理

常规疫苗出现快速增长的迹象，我们认为常规疫苗的增长会是行业发展的新的推动力：在我们的调研和走访过程中，公司、兽医站均提到一个相同的问题，常规疫苗出现快速增长，比如现在销售最好最普遍的常规疫苗是鸡新城疫疫苗(生产企业主要是瑞普生物)，销售情况相当于禽流感疫苗；最紧缺的潜力最大的疫苗是猪圆环病毒疫苗。我们认为出现这种情况的主要原因是，在强制免疫的推动过程中，随着重大疾病防治效果的显现，疫苗接种防止了疾病的传播、避免了大量的经济损失，养殖企业和养殖户对疫病防治的积极主动性提高。先成本观念推动养殖企业和养殖户主动防治非强制免疫的流行疾病，因此我们认为未来常规疫苗将成为推动行业快速发展的又一大因素。

常规疫苗品种很多，在此我们无法一一介绍，就以鸡新城疫疫苗和猪圆环病毒疫苗这两者为例，做一个介绍：

1)、鸡新城疫：俗称鸡瘟，高致死性和传染性，国际A类传染病，国家一级疫病。目前市场容量已经很大，是常规疫苗中市场容量做到最大的疫苗，08年鸡新城疫疫苗市场容量145亿羽份，已超过禽流感110亿羽份，瑞普生物是做该疫苗最大的受益企业。可见常规疫苗的市场也可以做大。

有批文的厂家众多，达54家。前几大为瑞普生物、中牧实业、山东齐鲁、北京大北农、山东信得、青岛易邦。

表 6 鸡新城疫疫苗市场容量，及瑞普生物市场份额，单位(万羽份)

产品	瑞普生物市场排名	2008年产量	2008年市场容量	市场份额
鸡新城疫灭活疫苗(La Sota株)	第二	21,763.35	129,467.55	16.81%
鸡新城疫耐热保护剂活疫苗(LaSota株)	第一	10,979.80	85,857.35	12.79%
鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗	第二	117,519.55	1,234,338.35	9.52%
合计		150,262.70	1,449,663.25	10.37%

资料来源：瑞普生物招股说明书，中投证券研究所整理

2)、猪圆环病毒病：是我国养猪业的三大疫病之一，前两大是猪瘟和猪蓝耳病(均为强制免疫范围的疫病)。猪感染猪圆环病毒以后，可导致机体免疫抑制、免疫失败，引起严重的呼吸系统、消化系统疾病及繁殖障碍，死亡率高。我国每年猪养殖头数 11.15 亿头，因此猪圆环病毒疫苗是市场前景很大的疫苗。

目前猪圆环病毒疫苗，产品主要依赖进口，国产产品少且质量不稳定：2010 年，国内批准四家厂家生产，为洛阳普莱柯、哈尔滨维科生物、上海海利生物、江苏南农，但产品质量不稳定，副反应大，免疫效果不好。

稀缺产品、大品种，单价高、毛利高：目前进口产品德国勃林格殷格翰公司的 FLEX 系列茵格发猪圆环病毒疫苗零售价约 28 元/头份，在美国 1.7 美元/头份；国产产品零售价约 8 元/头份，约为进口产品的 1/3。

我们认为常规疫苗发展空间大有两大原因：1、常规疫苗市场规模也可以做到和强制免疫接近；2、常规疫苗单价高、毛利高与强制免疫类疫苗。因此，我们认为未来能生产出质量稳定的改良猪圆环病毒疫苗的企业将分享大品种带来的盛宴。

行业分析小结：我们认为行业短期看强制免疫品种改良；长期看常规疫苗大品种，未来新品种多的企业将是成长性最快的企业

06-10 年行业发展推动因素：“疫情频发”带来“政策的支持”，政府强制免疫品种增多；

受益企业类型：拥有强制免疫品种的企业受益，如中牧、金宇、天康、兰州兽研所几大企业。

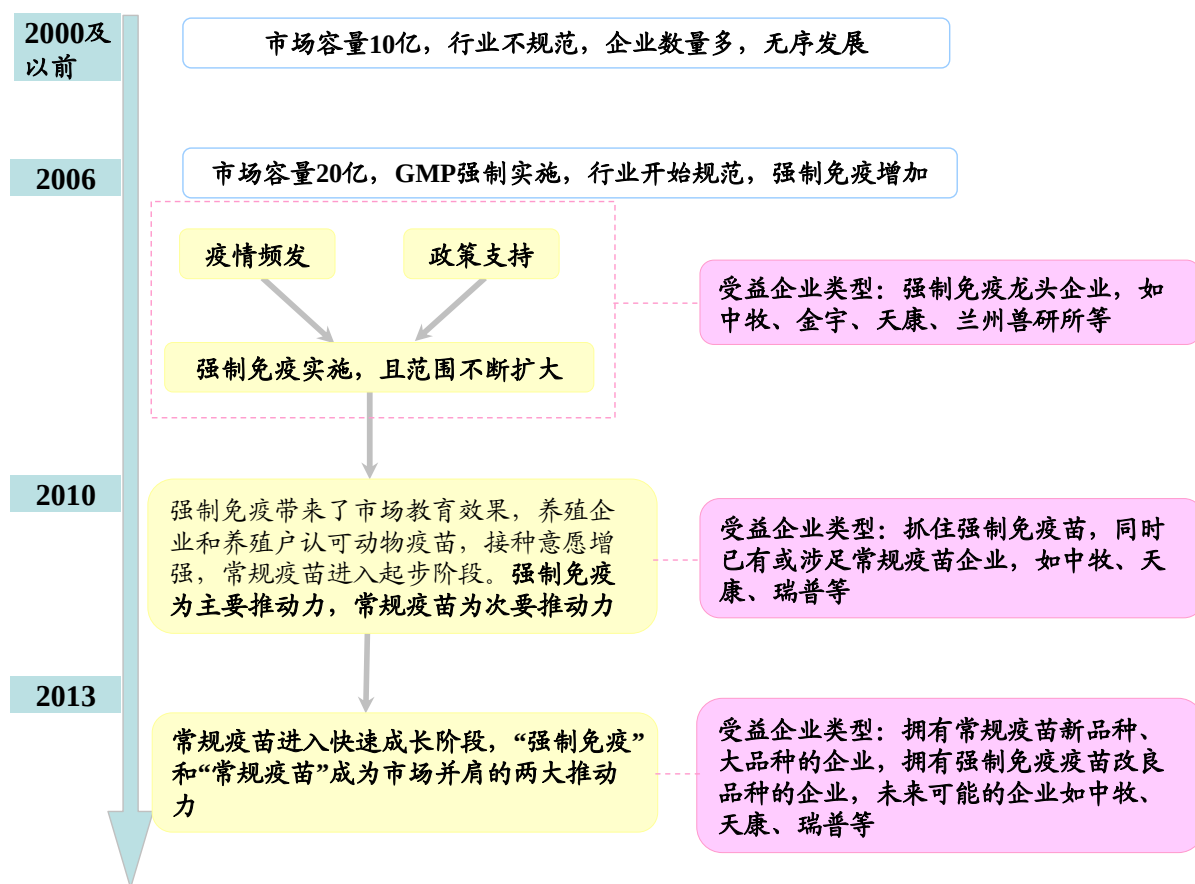
11 年-13 年行业发展推动因素：强制免疫范围扩大依然是主要推动因素，同时常规疫苗将快速增长，常规疫苗成为行业发展的次要推动因素；

受益企业类型：抓住强免疫苗，已有或开始研发、涉足常规疫苗的企业，如中牧、天康、瑞普。

14 年及以后行业发展推动因素：常规疫苗将和强制免疫范围扩大有同样作用，成为行业新的推动力；

受益企业类型：拥有常规免疫疫苗大品种、新品种，拥有强制免疫疫苗改良品种的企业，未来可能的如中牧、天康、瑞普等。

图 5 动物疫苗行业发展推动因素图



资料来源：中投证券研究所

因此我们看好的公司具有的特点和顺序为：

- 最看好：**目前在强制免疫领域很强，同时已经或正要涉足常规疫苗领域，
天康和中牧；
次看好：少量强制免疫疫苗，常规疫苗龙头企业，瑞普；
再次：仅在强制免疫领域发展的龙头企业，金宇；
不看好：仅有少量强制免疫产品或常规疫苗的小规模企业。

表 7 动物疫苗上市公司看好顺序比较

看好顺序	评价标准	涉及上市公司	公司入选原因
最看好	目前为强制免疫龙头，同时已有或即将扩张常规疫苗领域	天康生物	强制疫苗 5 大类 7 小类，常规苗目前较少，即将大力进军该领域
		中牧股份	强制免疫 4 大类 7 小类，已有常规疫苗
次看好	少量强制免疫疫苗，常规苗龙头企业	瑞普生物	强制免疫 3 大类 3 小类，常规苗龙头
再次	强制免疫龙头，涉及少或不涉及常规苗	金宇集团	强制免疫 4 大类 6 小类，常规苗很少
不看好	仅有少量强制免疫产品或常规疫苗的小规模企业	无，大多非上市企业	

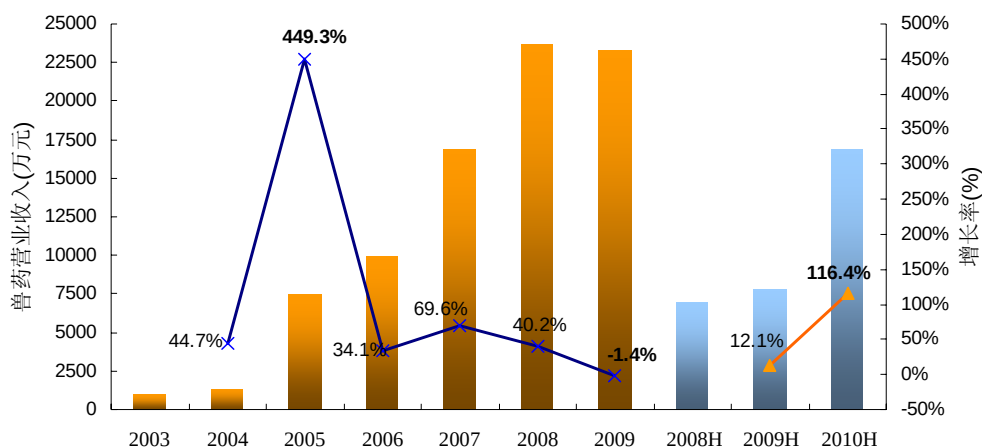
资料来源：农业部、调研数据、中投证券研究所整理

2.2 2010 年开始，公司动物疫苗业务进入快速发展的上升通道：

1、公司策略重心转向动物疫苗，先抓销售，后抓产品，重视强制免疫产品的同时，将大举进军常规疫苗领域：

策略重心转向动物疫苗：公司 05 年公司因口蹄疫爆发，动物疫苗业务收入大幅增长 449.3%，随后增速减慢，09 年业务出现负增长。10 年开始，公司将动物疫苗作为未来的重点发展方向，狠抓销售，10 年上半年收入增长 116.4%。

图 6 动物疫苗收入及增长率变化图



资料来源：公司年报、中报；中投证券研究所

表 8 公司动物疫苗业务的发展过程

时间	发展事件
2003 年	开始进入动物疫苗行业；
2004、2005 年	口蹄疫爆发，公司作为 5 大定点生产企业之一，公司动物疫苗收入出现 449% 的爆发式增长；
2006-2008 年	动物疫苗业务稳步增长，增速逐步放慢，分别为 34%、70% 和 40%；
2009 年	公司动物疫苗出现 -1.4% 的负增长；
2010 年始	公司管理层开始重点关注动物疫苗行业，狠抓政府招标，销售在口蹄疫疫苗中初见成效，10 年中期，动物疫苗业务收入同比大幅增长 116.4%。下半年猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗上市，品种逐步丰富；（见下图 3）

资料来源：中投证券研究所

未来规划：加强销售的同时，积极开发新产品，大力进军常规疫苗领域

“重销售”：公司狠抓政府招标销售，在口蹄疫疫苗中初见成效，口蹄疫2010年增长超过60%，未来协同效应将出现在猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗、猪瘟等其他强免疫苗中，公司会形成销售加强、新产品持续不断推出、业绩增长的良性循环。；

“重产品，将大力发展常规疫苗”：公司将加快新产品研发和收购，逐步涉足常规疫苗，2年后将分享常规疫苗增长带来的盛宴。其中较为确定的，11-12年，牛羊口蹄疫合成肽疫苗、牛羊口蹄疫三价苗、禽流感、猪瘟改良苗有望上市；13年，猪圆环病毒等常规疫苗有望上市。

2、公司已有批文丰富、在研产品多，未来新产品不断推出将带来疫苗业务利润的快速增长：

公司产品批文多，现有产品和未来产品储备丰富，新产品不断，将与销售产生协同效应，带来公司动物疫苗业务的快速增长：

表 9 公司动物疫苗产品信息

产品进度	产品种类
目前在生产的主要产品	强制免疫类：牛羊口蹄疫 O-I 二价疫苗、猪口蹄疫传统疫苗、猪口蹄疫合成肽疫苗、猪瘟疫苗、猪蓝耳弱毒苗、小反刍兽疫疫苗
目前有批文，但未生产的主要产品	常规疫苗：牛多杀性巴氏杆菌病灭活疫苗、山羊痘活疫苗、布鲁氏菌病活疫苗（M5 株、S2 株、A19 株）、伪狂犬病活疫苗、羊快疫、猝狙（或羔羊痢疾）、肠毒血症三联、羊大肠杆菌病灭活疫苗、鸡新城疫疫苗、鸡传染性法氏囊病活疫苗、鸡传染性喉气管炎、鼻炎、支气管炎疫苗等
在研产品	强制免疫：牛羊口蹄疫合成肽疫苗、禽流感疫苗、猪瘟改良疫苗 常规疫苗：牛羊口蹄疫三价疫苗、猪圆环病毒疫苗等

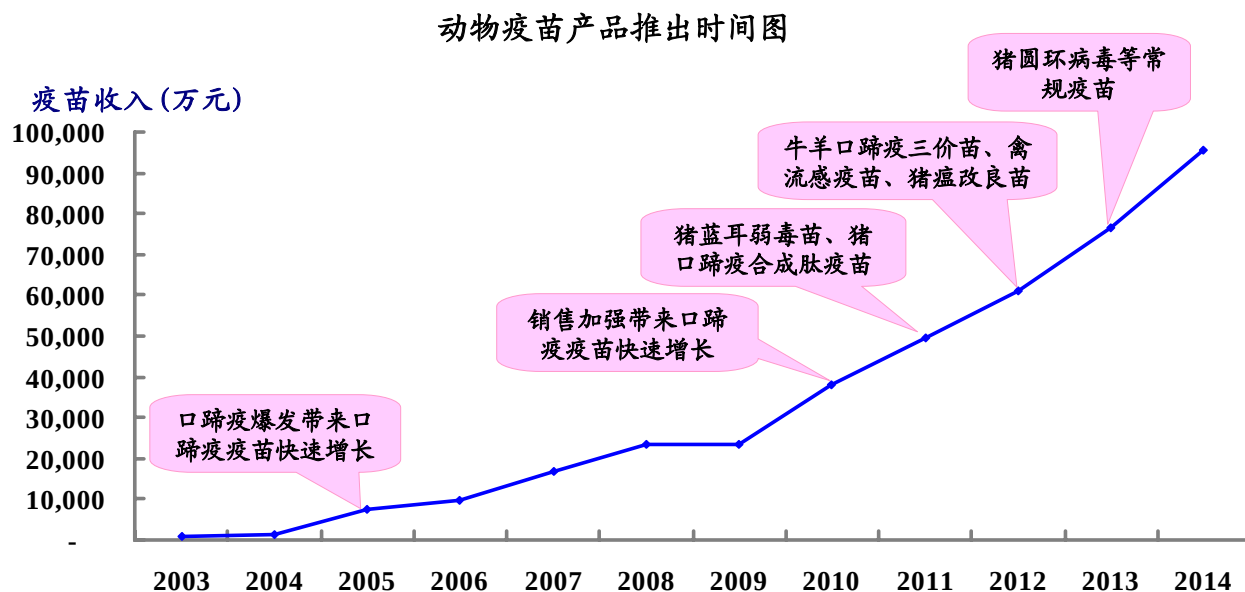
资料来源：农业部、中投证券研究所

未来以每年 2-3 个新产品的速度不断推出，将带来利润的持续快速增长：

近几年的主要增长产品如下：

2010 年，口蹄疫大幅增长超过 60%，猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗上市；2011 年，猪蓝耳弱毒苗、猪口蹄疫合成肽疫苗将大幅增长，禽流感、牛羊口蹄疫合成肽疫苗、牛羊口蹄疫三价疫苗、猪瘟改良疫苗将上市；2012 年，禽流感、牛羊口蹄疫合成肽疫苗、牛羊口蹄疫三价疫苗、猪瘟改良疫苗大幅增长，同时猪蓝耳、合成肽继续增长；2013 年及以后，猪圆环病毒疫苗等其他常规疫苗产品有望上市，常规疫苗助业绩持续增长。

图7 新产品推出和疫苗销售收入预计图



资料来源：中投证券研究所

我们认为，“强制免疫疫苗新产品”和“政府招标销售的加强”是2-3年公司业绩快速增长的推动力，“常规疫苗新产品”是3年后公司业绩持续增长的动力。公司的发展轨迹非常符合行业发展的特性。公司大手笔投入动物疫苗行业将带来丰厚的收益，在行业高速成长的同时，稳居龙头的地位。

2.3 悬浮培养技术重大技术改进，主要产品毛利率可提高 10%，产品稳定性好，市场竞争力增强

悬浮培养技术作为重大技术改进，相关产品将可能取得新的新药证书，技术改进带来产品质量的提高、生产效率提高、毛利率的提高、产品市场竞争力的提高，意义重大。

国内悬浮培养技术均来源于国外技术的引进，公司是国内第一家(目前唯一)利用无血清悬浮培养技术的公司(金宇为低血清悬浮培养)，该新技术主要优点有两点：

- 1、悬浮培养相对传统的贴壁培养效率大幅提高，占地空间小，工作人员大幅缩减，产品毛利可提高 10%以上；
- 2、无血清悬浮培养产品质量更加稳定，免疫效果更好，是未来的趋势。

表 10 悬浮培养技术比较表

技术名称	技术差别	优缺点	应用企业
转瓶培养	利用转瓶，细胞贴壁培养	生产效率低: 1ml 培养基产 200 万单位病毒 需大量人工和场地，需人工清洗转瓶	所有疫苗生产企业
悬浮培养(低血清)	利用细胞或载体悬浮培养，培养基含 3-5% 牛血清	生产效率高: 1ml 培养基产 700-800 万单位病毒 人员和场地可节省至 1/3 缺点: 培养基含低血清，稍微影响产品质量	金宇集团
悬浮培养(无血清)	利用细胞或载体悬浮培养，培养基不含血清	生产效率高: 1ml 培养基产 700-800 万单位病毒 人员和场地可节省至 1/3 培养基无血清，国外最高标准技术	天康生物

资料来源：中投证券研究所

公司悬浮培养技术将首先应用于口蹄疫的生产，随后应用至猪蓝耳弱毒苗和猪瘟改良苗等的生产，预计 2011 年上半年有望扩产。技术革新将带来主要产品毛利提高 10% 以上，带来业绩的增长。

三、植物蛋白业务：产业链布局的重要环节之一，抓

住景气周期可取得可观利润

3.1 行业特点：原材料和产品价格均随商品期货价格波动，抓住景气周期可带来可观利润

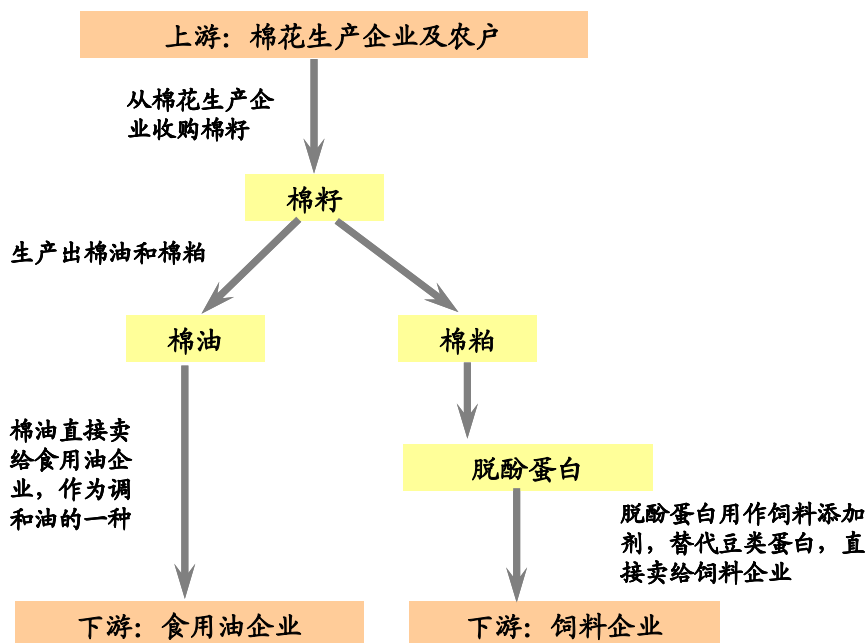
植物蛋白业务简介——产棉油和棉粕脱酚蛋白：利用棉籽，加工生产出两种产品棉油和棉粕。棉油直接作为食用调和油中的原料，棉粕经过脱酚处理生成棉粕脱酚蛋白可作为饲料蛋白原料替代豆粕蛋白。

棉粕脱酚蛋白市场空缺大，销售不是问题：假设棉粕替代豆粕的替代率为60%，饲料中35%为植物蛋白。09年全国饲料产量为1.1亿吨，棉粕市场容量达2327万吨，但全年全国棉粕销量约550万吨，市场空缺大。公司饲料业务预计未来产量将达100吨，植物蛋白需求量为35吨，60%的棉粕脱酚蛋白需求为15吨。公司植物蛋白产能为处理24吨棉籽，棉粕生产能力为10.08吨，棉粕对公司内部供不应求，销售不是问题。

植物蛋白业务的上下游分析：

- 1、上游为棉花种植企业和农户，数量众多，棉籽价格随棉花价格波动；
- 2、下游是食用油企业和饲料企业，食用油企业行业企业多但行业集中度较高，主要有中粮集团、嘉里粮油等巨头，棉油价格随豆油价格波动；饲料业务是公司主营业务之一，因此棉粕脱酚蛋白可与公司饲料业务产生上下游一体化的协同效应，保证销售渠道，同时降低饲料成本。

图8 植物蛋白业务分解图

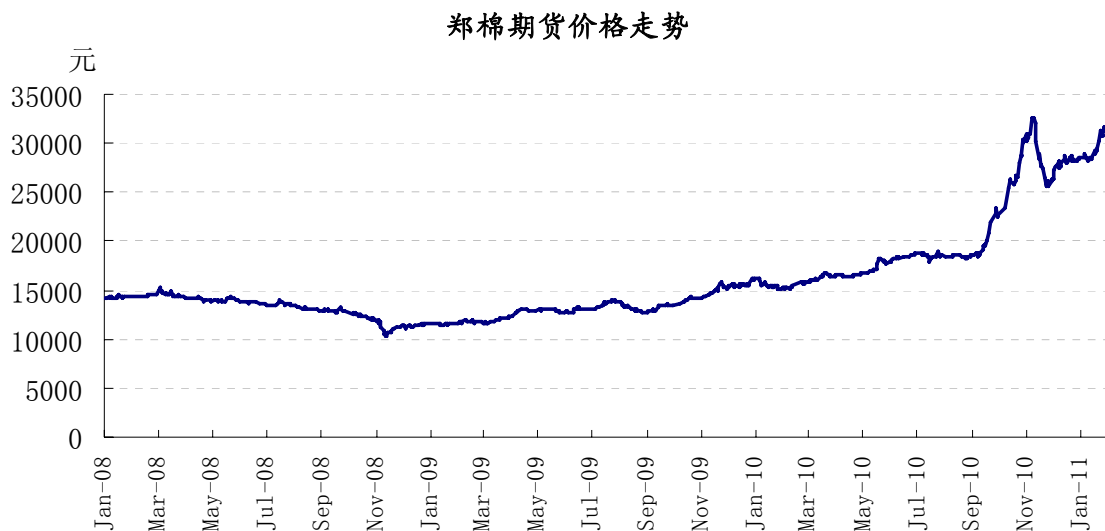


资料来源：中投证券研究所

3.2 2011 年公司原材料成本锁定，随着大宗商品上涨，收益将可观

原材料成本锁定，低于同行业 30%，和公司 2010 年基本持平： 2011 年棉籽成本：2.2-2.3 元/公斤；2010 年棉籽成本：2.1-2.2 元/公斤。2010 年 9 月棉籽采购价上涨至 3.1-3.2 元/公斤，12 月回落至 2.2-2.3 元/公斤，公司 12 月开始采购，采购价低于 9 月份约 30%，原材料成本锁定。

图 9 郑棉期货价格走势



资料来源：Wind，中投证券研究所

棉粕和棉油价格随豆粕和豆油价格波动而波动，随豆油和豆粕价格上涨，棉油 2011 年 1 月底涨至 9000 元/吨： 公司棉油成本约 7300 元/吨，10 年尚有 1 万吨棉油存货未销售。商品期货价格的持续上涨，将有利于今年植物蛋白业务的盈利。

图 10 豆粕期货价格走势



资料来源：Wind，中投证券研究所

图 11 豆油期货价格走势



资料来源: Wind, 中投证券研究所

我们预计 2011 年公司有望投产 16 万吨棉籽, 将贡献收入 4.55 亿元, 按净利率 4% 计算, 贡献净利润约 1,800 万。若农产品价格继续上涨, 棉油和棉粕价格上涨, 11 年植物蛋白贡献的净利润还将增加。

我们认为, 植物蛋白业务在贡献利润的同时, 是公司布局养殖业全产业链的一个上游环节, 具有战略意义。

四、饲料业务：稳定增长，提供现金流

4.1 行业特点：集中度逐步提高，运输半径限制，全国性和区域性龙头有发展优势

1、集中度逐步提高，行业上演优胜劣汰的过程：我国饲料行业集中度不高，但逐步提高。前十大企业所占市场份额由 05 年的 20% 提高至 09 年的 28%，还有进一步提高的趋势。行业竞争激烈，毛利长期维持 8%-10% 的较低水平，小企业在竞争过程中出现逐步淘汰的趋势，。

2、运输半径限制，全国性龙头及区域性龙头企业占优：由于饲料企业有 300-500 公里的销售半径，因此饲料企业的扩张要靠加强布点。全国性龙头和区域性龙头是发展过程中竞争力最强的企业。

3、受上下游影响较大，行业有周期性波动：饲料行业原料主要为谷物 60%、蛋白质 30% 和其他添加剂，上游受农产品价格波动影响大，下游受养殖业景气波动影响大。因此行业呈现弱周期性特点。

4.2 做区域龙头，稳居新疆市场，逐步拓展疆外市场

公司是新疆饲料区域龙头企业，新疆市场占有率第一，09 年收购河南宏展，拓展至疆外市场，成为国内饲料企业前 30 名。目前年产量 70 万吨，3 年之内目标将达 100 万吨。

饲料业务定位——饲料业务是公司全产业链布局的重要部分，不是主要利润来源，但为公司提供充足的现金流：饲料业务是公司的起家业务，预计 2011 年销售收入约 21 亿，净利润 3,000 万左右，收入占比超过 70%，但利润占比小于 10%。

饲料业务毛利全面回升至 9% 左右，11 年开始重回正常轨道：09 年远期合同带来的成本大幅升高已消化完全，毛利全面回升

五、盈利预测及投资建议：强烈推荐

盈利预测主要假设如下：

表 11 天康生物盈利预测主要假设条件(单位百万元)

		2009A	2010E	2011E	2012E
动物疫苗业务	营业收入	233	378	495	611
	增长率		63.52%	31.3%	23.03%
	毛利率	63.74%	66.38%	69.24%	72.17%
饲料业务	营业收入	1625	1914	2118	2302
	增长率		17.78%	10.66%	8.66%
	毛利率	10.21%	6.86%	9.1%	9.14%
植物蛋白业务	营业收入	175	312	442	553
	增长率		71.98%	41.85%	25%
	毛利率	18.76%	9.00%	11.00%	12.00%
合计	营业收入	2075	2604	3057	3466
	增长率		27.8%	17.4%	13.36%
	毛利率	16.88%	15.76%	19.15%	20.71%

资料来源：中投证券研究所

对净利润的估算如下：

表 12 天康生物 2011 年分业务净利率和净利润估计(单位百万元)

业务	项目	2011E
动物疫苗业务	营业收入	496.92
	净利率	30%
	净利润	149.08
饲料业务	营业收入	2118.08
	净利率	1.4%
	净利润	32.22
植物蛋白业务	营业收入	442.21
	净利率	4%
	净利润	17.69
合计	净利润	19.64

资料来源：中投证券研究所

同行业企业估值比较:

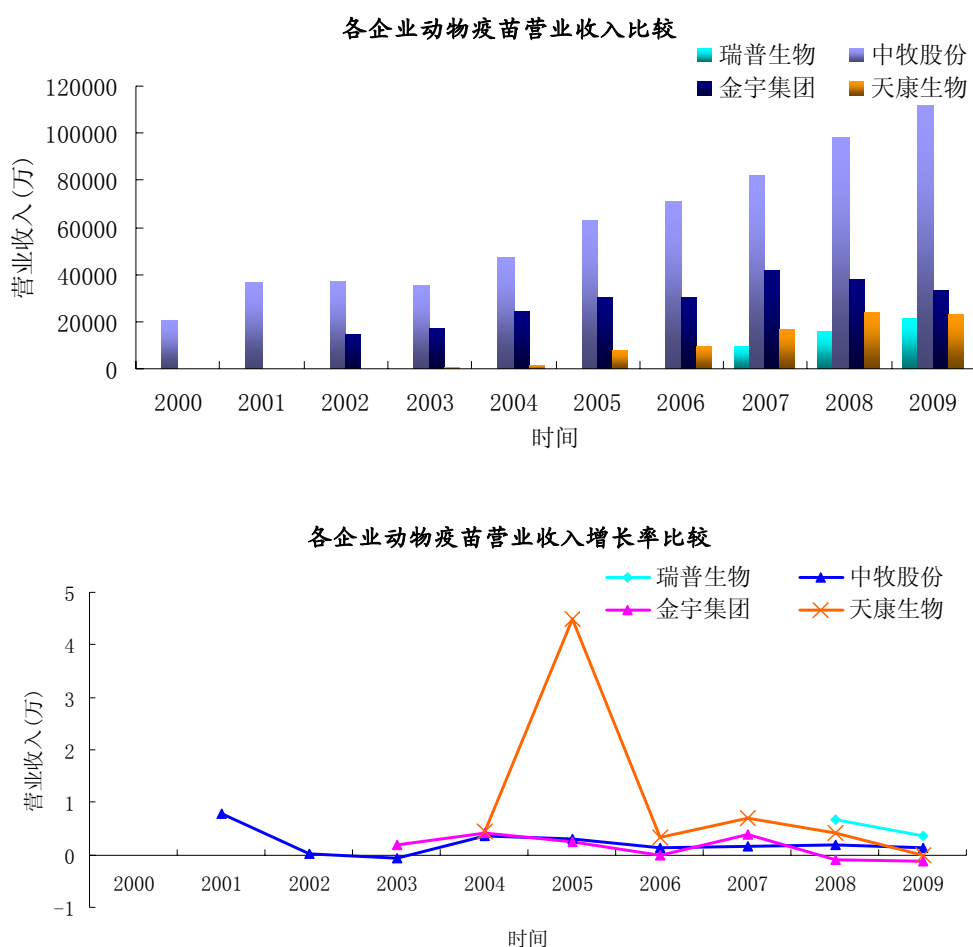
表 13 同行业公司估值比较

公司名称	2月16日 收盘价	EPS				市盈率			
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
中牧股份	23.06	0.58	0.8	0.95	1.14	39.8	28.8	24.3	20.2
金宇集团	13.34	0.24	0.39	0.48	0.57	55.6	34.2	27.8	23.4
瑞普生物	67.49	0.83	1.33	1.83	2.41	81.3	50.7	36.9	28.0
天康生物	20.67	0.44	0.47	0.88	1.27	47.0	44.0	23.5	16.3
		增长率				PEG			
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
中牧股份			38%	19%	20%		0.76	1.28	1.01
金宇集团			63%	23%	19%		0.54	1.21	1.23
瑞普生物			60%	38%	32%		0.85	0.97	0.88
天康生物			7%	87%	44%		6.28	0.27	0.37

资料来源：中投证券研究所

同行业企业成长性比较：各企业均在 05、07 年快速增长，09 年增速下滑

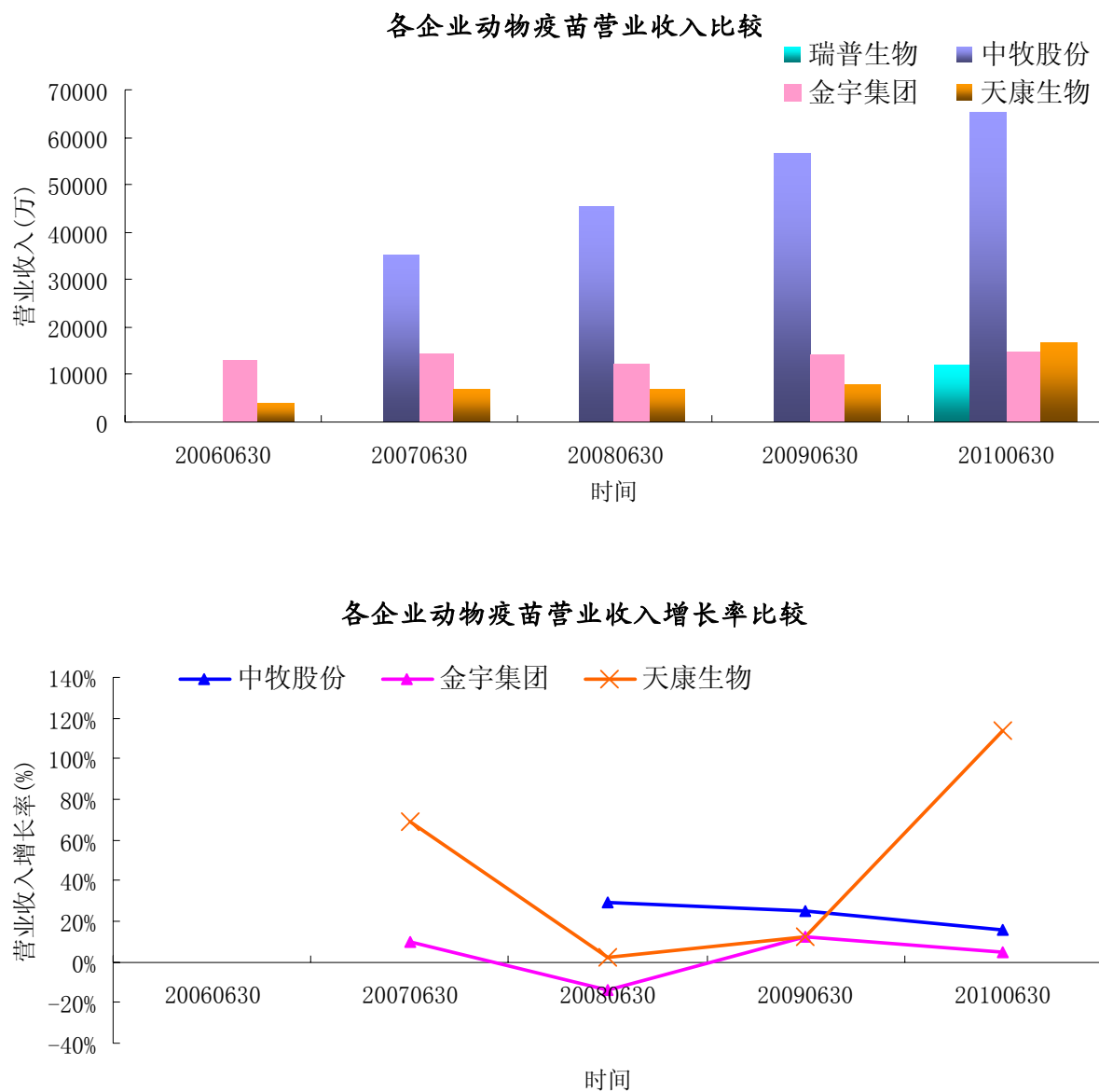
图 12 各企业动物疫苗动物疫苗年报营业收入及增长率比较



资料来源：公司报表，中投证券研究所

同行业企业成长性比较：天康生物 10 年中期动物疫苗收入大幅上升，大力发展动物疫苗业务的策略在上半年即开始显现效果。

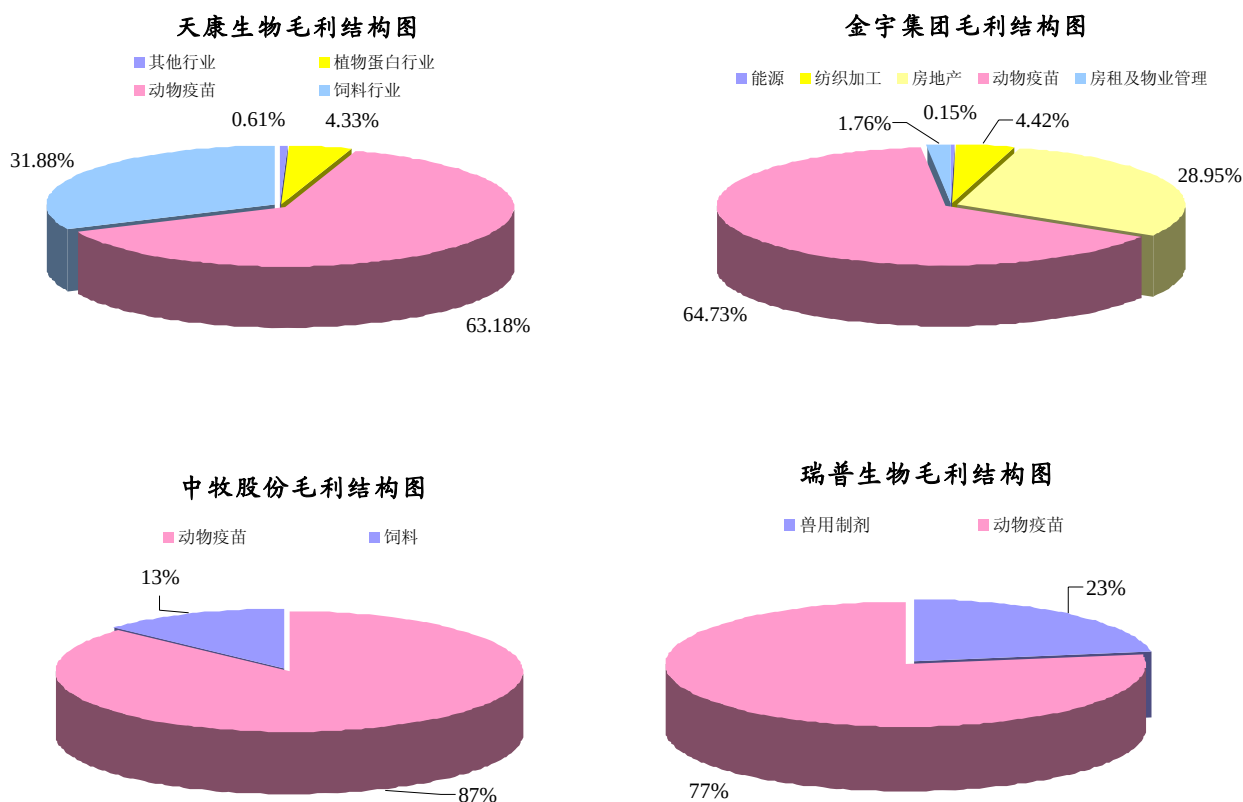
图 13 各企业动物疫苗半年报营业收入及增长率比较



资料来源：公司报表，中投证券研究所

同行业企业业务结构比较：四家企业动物疫苗毛利占比均超过 60%

图 14 各企业毛利占比比较图



料来源：公司报表，中投证券研究所

基于以上假设，我们对 10-12 年净利润估计分别为 1.05 亿、1.96 亿、2.84 亿，合 EPS 分别为 0.47、0.88、1.27 元，11、12 年增长率分别为 86.74%、45.01%，10-12 年三年复合增长率 42%。

鉴于公司动物疫苗业务的 3 年复合增长率超过 40%，业绩成长性好，新技术的应用和新产品的推出可以大幅提高毛利率，提高动物疫苗业务的盈利能力，我们给予 12 年 25 倍 PE，目标价 31.75 元，强烈推荐。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1036	1618	1778	1935	营业收入	2075	2604	3057	3466
现金	77	400	400	400	营业成本	1724	2194	2472	2748
应收账款	87	109	128	145	营业税金及附加	2	2	2	3
其它应收款	14	17	20	23	营业费用	107	122	157	178
预付账款	115	146	164	182	管理费用	110	104	138	156
存货	743	946	1066	1185	财务费用	22	63	66	59
其他	1	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	688	760	763	760	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	452	530	560	571	营业利润	106	119	222	322
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	7	0	0	0
其他	122	115	88	74	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1723	2378	2541	2695	利润总额	112	119	222	322
流动负债	899	1264	1231	1101	所得税	13	14	27	38
短期借款	730	1050	1001	856	净利润	99	105	196	284
应付账款	66	88	99	110	少数股东损益	0	0	0	0
其他	103	126	131	135	归属母公司净利润	98	105	196	284
非流动负债	85	68	68	68	EBITDA	171	222	336	434
长期借款	68	68	68	68	EPS (元)	0.44	0.47	0.88	1.27
其他	17	0	0	0					
负债合计	984	1332	1299	1169	主要财务比率				
少数股东权益	5	5	5	5	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	164	224	224	224	成长能力				
资本公积	348	549	549	549	营业收入	94.2%	25.5%	17.4%	13.4%
留存收益	222	268	464	748	营业利润	26.8%	12.6%	86.6%	45.0%
归属母公司股东权益	734	1041	1237	1521	归属于母公司净利润	40.0%	6.6%	86.6%	45.0%
负债和股东权益	1723	2378	2541	2695	获利能力				
					毛利率	16.9%	15.8%	19.1%	20.7%
					净利率	4.7%	4.0%	6.4%	8.2%
					ROE	13.4%	10.1%	15.8%	18.7%
					ROIC	8.9%	10.5%	15.3%	18.8%
					偿债能力				
					资产负债率	57.1%	56.0%	51.1%	43.4%
					净负债比率				
					流动比率	1.15	1.28	1.44	1.76
					速动比率	0.32	0.53	0.58	0.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.50	1.27	1.24	1.32
					应收账款周转率	32	25	25	24
					应付账款周转率	29.57	28.48	26.49	26.32
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.47	0.88	1.27
					每股经营现金流(最新摊薄)	-2.32	-0.07	0.74	1.14
					每股净资产(最新摊薄)	3.28	4.66	5.53	6.80
					估值比率				
					P/E	46.96	44.06	23.61	16.28
					P/B	6.30	4.44	3.74	3.04
					EV/EBITDA	32	24	16	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

管猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434