

生物制品 III



赵钦 王斌
证书编号: S0190200010016

农林牧渔行业研究员

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

天康生物 (002100)

疫苗业务快速增长

推荐 (维持)

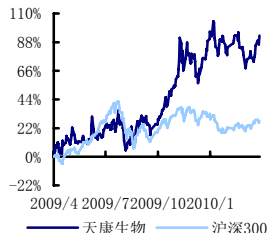
市场数据

报告日期	2010-4-12
收盘价(元)	24.49
52周最高/最低(元)	25.88/13.33
总股本(百万股)	163.81
流通股本(百万股)	149.76
总市值(百万元)	4011.78
流通市值(百万元)	3667.61
净资产(百万元)	713.17
总资产(百万元)	1441.33

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1068	2082	2519	2839
同比增长(%)	59.3%	94.9%	21.0%	12.7%
净利润(百万元)	65	98	121	166
同比增长(%)	34.2%	50.5%	24.1%	36.6%
毛利率(%)	21.7%	15.9%	15.2%	16.2%
净利率(%)	6.1%	4.7%	4.8%	5.8%
净资产收益率(%)	10.2%	13.4%	14.8%	17.5%
每股收益(元)	0.40	0.60	0.74	1.01
每股经营现金流(元)	0.80	0.83	0.86	1.12

股价走势



投资要点

- **疫苗：快速增长。**疫苗业务约占公司毛利贡献的五成，产品以口蹄疫疫苗为主，目前在研的“牛羊O型口蹄疫合成肽”和“口蹄疫三价苗”将成为公司未来增长点。预计2009-2011年疫苗收入2.4、2.8、3.3亿元，毛利率为63%、63%、63%，盈利水平较高。
- **增发项目：股本摊薄有限。**公司目前总股本为1.64亿股，增发项目计划募集资金2.12亿元，投向植物蛋白项目，考虑增发价格，我们预计公司此次实际发行1100万股，增发后股本为1.75亿股，股本摊薄有限。
- **推荐：预计2009-2011年归属母公司净利润为0.98、1.21、1.66亿元。**公司目前股本为1.64亿股，对应2009-2011年EPS为0.60、0.74、1.01元；假设此次实际发行1100万股，对应2009-2011年全面摊薄EPS为0.55、0.69、0.95元，业绩摊薄较少，估值较为合理，考虑公司长期成长性，维持公司推荐评级。
- **风险提示：**棉籽成本持续上升；饲料、疫苗等业务面临一定食品、药品安全风险。

相关报告

《天康生物(002100):《调减增发募集资金额议案》点评》
2010-1-13
《饲料业务：盈利增长一倍》
2010-1-8

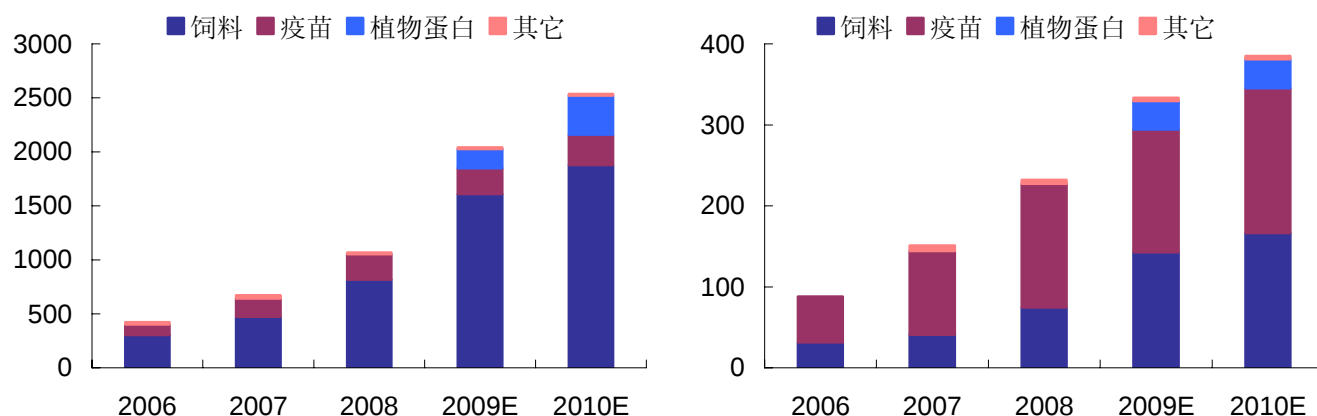
目 录

一. 主业: 饲料、疫苗双驱动	- 3 -
二. 疫苗: 小份额大力量	- 3 -
三. 饲料: 内生增长	- 5 -
三. 植物蛋白: 短期成本压力	- 7 -
四. 推荐: 业绩快速增长	- 9 -
图 1: 公司收入 (左图) 及毛利 (右图) 贡献 (百万元)	- 3 -
图 2: 公司盈利及期间费用情况 (百万元, %)	- 3 -
图 3: 公司疫苗分产品销售量收入占比 (%)	- 4 -
图 4: 农业部定点公司口蹄疫疫苗产能 (亿毫升)	- 4 -
图 5: 公司疫苗业务收入及毛利率 (百万元, %)	- 5 -
图 6: 2008 年公司饲料业务市场份额	- 6 -
图 7: 公司植物蛋白项目工艺及产率	- 7 -
图 8: 郑棉期货主力合约价格 (元/吨)	- 8 -
图 9: 大连豆粕期货主力合约价格 (元/吨)	- 8 -
表 1: 公司疫苗业务预测	- 5 -
表 2: 公司饲料业务预测	- 6 -
表 3: 公司增发募集资金用途	- 7 -
表 4: 公司植物蛋白业务预测	- 9 -
表 5: 激励基金及管理费用估算	- 10 -
附表	- 12 -

一、主业：饲料、疫苗双驱动

饲料业务是公司主要收入来源，约占公司营业收入的七成；疫苗是公司主要利润来源，约占公司毛利贡献的五成。

图 1：公司收入（左图）及毛利（右图）贡献（百万元）

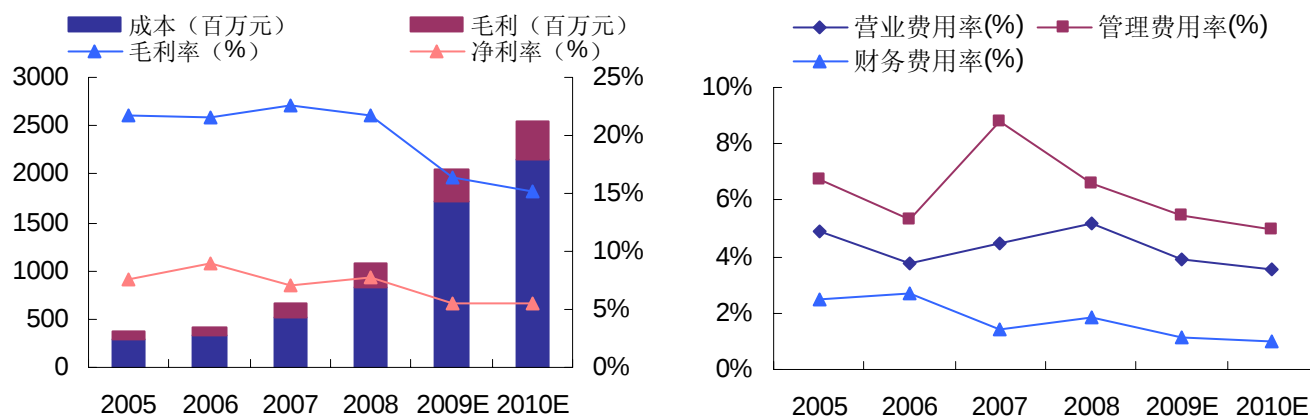


数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

公司 2008 年收购河南宏展、郑州开创后饲料产能由 56 万吨扩张至 126 万吨，2009 年实际产销量由约 30 万吨（本部）增加到约 65 万吨（合计）。

饲料业务毛利率较低，饲料份额上升导致公司综合毛利率和净利率有所下降；费用方面，公司期间费用率较为平稳。

图 2：公司盈利及期间费用情况（百万元，%）



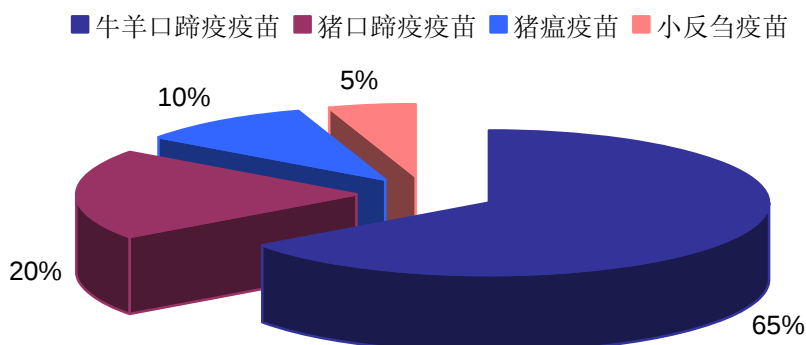
数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

二、疫苗：小份额大力量

公司疫苗（兽药）产品以口蹄疫疫苗为主，其中牛羊口蹄疫疫苗具有较强优势。

公司 2009 年疫苗销售 5 亿毫升左右，对应销售收入约 2.4 亿元，其中口蹄疫疫苗占有绝对份额。

图 3: 2009 年公司疫苗分产品销售量收入占比 (%)

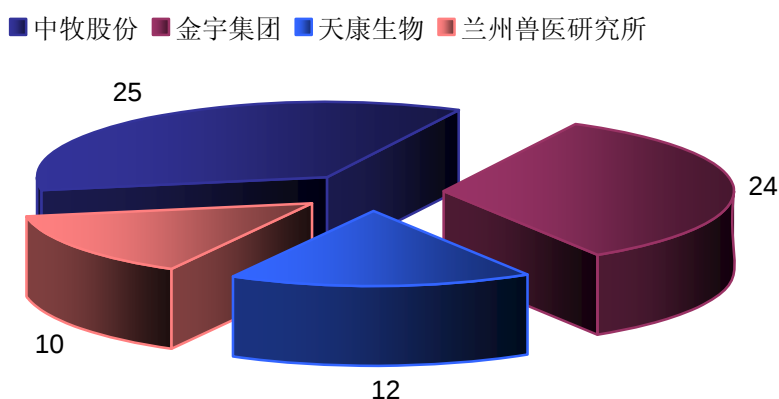


数据来源: 兴业证券研发中心整理

注: 数据为作者测算数据, 不包含普通兽药份额

市场空间较大。目前我国口蹄疫疫苗生产由农业部指定五家企业生产, 合计口蹄疫疫苗产能为 71 亿毫升, 对应市场容量在 35-40 亿毫升。按 0.4 元/毫升估算, 口蹄疫疫苗市场空间在 14-16 亿元, 为公司产品提供较大的市场空间。

图 4: 农业部定点公司口蹄疫疫苗产能 (亿毫升)

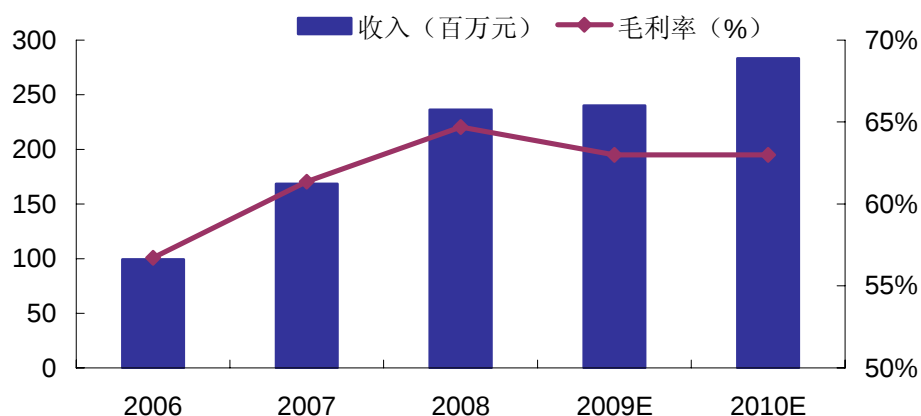


数据来源: 兴业证券研发中心整理

注: 本文中牧股份兰州生物药品厂、中牧乾元浩生物股份有限公司产能合并计入中牧股份产能

高毛利得以维持。疫苗行业具有较高的技术和进入 (许可证) 壁垒, 并且大部分为政府招标采购, 行业维持高毛利。公司疫苗业务 2007、2008 年毛利率分别为 61.36%、64.69%, 我们预计公司疫苗业务 2009、2010、2011 年毛利率维持在 63%。

图 5: 公司疫苗业务收入及毛利率 (百万元, %)



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

2010 年疫苗春季招标基本结束, 我们判断公司 2010 年疫苗业务收入增速在 18% 左右。“牛羊 O 型口蹄疫合成肽”和“口蹄疫三价苗”是公司近期新疫苗研制的重点, 也将成为公司未来业绩新的增长点。

表 1: 公司疫苗业务预测

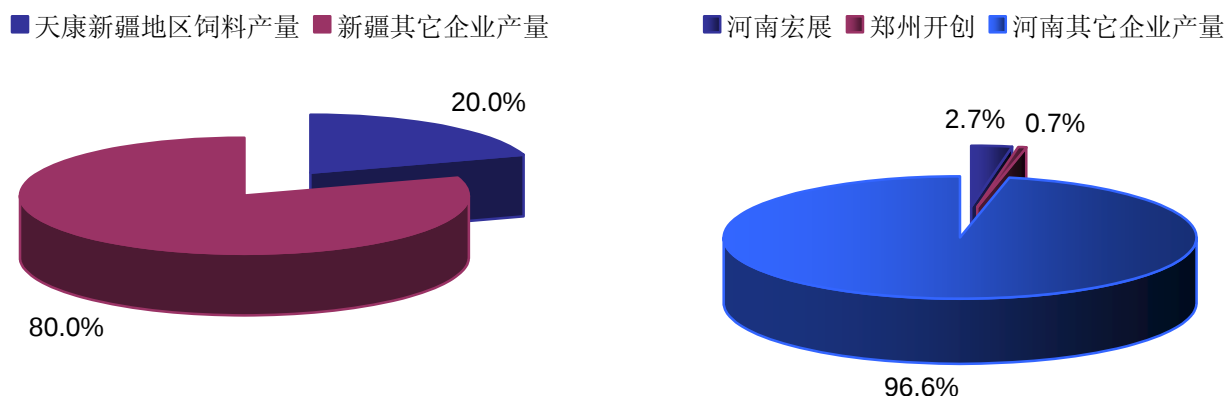
疫苗业务	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (百万元)	168.50	236.20	240.00	283.20	325.68
YOY(%)	69.62%	40.18%	1.61%	18.00%	15.00%
毛利率 (%)	61.36%	64.69%	63.00%	63.00%	63.00%
成本 (百万元)	65.11	83.40	88.80	104.78	120.50
毛利 (百万元)	103.39	152.80	151.20	178.42	205.18
主营收入占比 (%)	25.12%	22.11%	11.76%	11.17%	11.47%
毛利占比 (%)	68.35%	65.90%	45.35%	46.36%	44.58%

数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

三. 饲料: 内生增长

公司饲料业务在新疆约占 20.0%份额, 在河南合计约占 3.4%份额: 新疆饲料市场容量约在 120-150 万吨, 公司本部 (新疆地区) 2008 年销售饲料约为 29 万吨, 约占新疆市场 20.0%份额; 河南是养殖大省, 饲料市场容量约为 800 万吨, 河南宏展 2008 年销量为 21.1 万吨, 约占河南市场的 2.7%, 郑州开创 2008 年销量为 5.5 万吨, 约占河南市场的 0.7%。

图 6: 2008 年公司饲料业务市场份额



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

注：本部饲料销量和相关饲料市场容量为拆分值

饲料行业处于完全竞争状态，行业毛利率较低，更多地依靠“走量”来实现盈利。公司 2008 年收购河南宏展和郑州开创，成功把饲料业务拓展到养殖大省河南，我们判断在没有新增产能的情况下，近期公司饲料业务仍将以内生性增长为主。

表 2: 公司饲料业务预测

饲料业务	2,007	2,008	2009E	2010E	2011E
新疆地区（原有）					
产能（万吨）	50.00	50.00	56.00	56.00	56.00
产销量（万吨）	25.00	29.00	35.00	37.00	39.00
均价（元/吨）	1,897.20	2,500.00	2,200.00	2,400.00	2,400.00
销售收入（百万元）	474.30	725.00	770.00	888.00	936.00
毛利率（%）	8.62%	9.10%	9.00%	9.00%	9.00%
成本（百万元）	433.42	659.03	700.70	808.08	851.76
毛利（百万元）	40.88	65.98	69.30	79.92	84.24
河南宏展					
产能（万吨）	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
产销量（万吨）	21.49	21.11	23.00	25.00	27.00
均价（元/吨）	2,682.08	3,265.85	2,800.00	3,000.00	3,000.00
销售收入（百万元）	576.38	689.42	644.00	750.00	810.00
毛利率（%）	8.08%	8.98%	9.00%	9.00%	9.00%
成本（百万元）	529.82	627.53	586.04	682.50	737.10
毛利（百万元）	46.56	61.89	57.96	67.50	72.90
郑州开创					
产能（万吨）	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
产销量（万吨）	6.93	5.52	7.00	8.00	9.00
均价（元/吨）	2,343.58	3,308.51	2,800.00	3,000.00	3,000.00
销售收入（百万元）	162.41	182.63	196.00	240.00	270.00
毛利率（%）	6.97%	7.17%	8.00%	8.00%	8.00%
成本（百万元）	151.09	169.54	180.32	220.80	248.40
毛利（百万元）	11.32	13.09	15.68	19.20	21.60
合计					
产能（万吨）	120.00	120.00	126.00	126.00	126.00

产销量（万吨）	53.42	55.63	65.00	70.00	75.00
销售收入（百万元）	474.30	816.62	1,610.00	1,878.00	2,016.00
YOY(%)	55.81%	72.17%	97.15%	16.65%	7.35%
毛利率（%）	8.62%	9.13%	8.88%	8.87%	8.87%
成本（百万元）	433.42	742.07	1,467.06	1,711.38	1,837.26
毛利（百万元）	40.88	74.55	142.94	166.62	178.74
主营收入占比（%）	70.71%	76.44%	78.87%	74.09%	71.71%
毛利占比（%）	27.03%	32.15%	42.88%	43.29%	38.61%

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

注：2008-11-30 起合并河南宏展、郑州开创报表

三、植物蛋白：短期成本压力

公司 2009 年 8 月公布增发预案，并于 2010 年 1 月调整募集规模，计划发行不超过 3000 万股，不低于 14.07 元/股，募集资金约 2.12 亿元，投向以下项目：

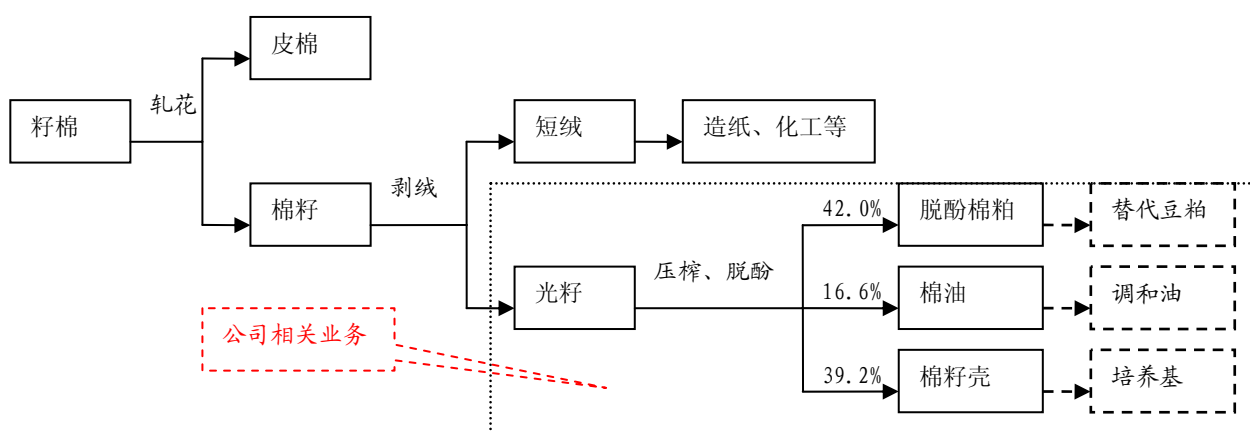
表 3：公司增发募集资金用途

项目	项目实施主体	持股比例（%）	募集资金拟投资额（万元）
阿克苏 12 万吨棉籽脱酚蛋白生产线建设项目	新疆阿克苏天康植物蛋白有限公司	100%	14,899.00
补充奎屯 12 万吨棉籽脱酚蛋白生产线建设项目流动资金	新疆奎屯植物蛋白有限公司	100%	6,301.00
合计			21,200.00

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

“植物蛋白项目”公司主要是公司利用新疆丰富的棉花（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。棉粕主要用于替代豆粕用于饲料生产，主要销售地区为新疆、山东等地；棉油经脱酚后可用于调和油生产，主要在新疆地区销售；副产物棉籽壳价值较低，可以作为食用菌等培养基。

图 7：公司植物蛋白项目工艺及产率



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

09/10 产季棉花减产带来较大成本压力。根据 USDA2010 年 3 月预测，09/10 产季我国棉花产量为 685.8 万吨，减产 113.2 万吨，对应消费量为 979.8 万吨。棉花减

产带来了棉花和棉籽价格上涨，截止 2010-04-13 日，郑棉期货主力合约价格为 16400 元/吨，从 2009 年初至今涨幅超过 40%。我们预计 09/10 产季公司棉籽收购价格在 2200 元/吨左右，同比上升 500-600 元/吨。

图 8: 郑棉期货主力合约价格 (元/吨)



数据来源: Bloomberg、兴业证券研发中心整理

棉粕价格居于低位。根据 USDA2010 年 3 月预测，09/10 产季全球大豆产量为 2.56 亿吨，同比增长 21%，大豆丰产导致豆粕价格低迷，截止 2010-04-13 日，大连豆粕期货主力合约价格为 2981 元/吨，2009 年至今均值为 3165 元/吨，仍居于 2009 年至今均值以下。棉粕主要作为豆粕的替代物用于饲料原料，豆粕价格低迷导致棉粕价格也居于相对低位。

图 9: 大连豆粕期货主力合约价格 (元/吨)



数据来源: Bloomberg、兴业证券研发中心整理

植物蛋白业务业务预测 (具体见下表): 预计奎屯植物蛋白公司 2010 年加工棉籽 12 万吨，达到满产状态，考虑淡季的葵花籽等加工量，合计加工量将达到 15 万吨。预计阿克苏植物蛋白公司将于 2010 年 8 月建成投产，赶上 8-10 月的棉籽收购季节。09/10 产季棉花价格上涨为公司植物蛋白业务带来较大的成本压力。

表 4: 公司植物蛋白业务预测

植物蛋白业务	2009E	2010E	2011E	2012E
处理棉籽能力 (万吨)	12.00	24.00	24.00	24.00
实际处理棉籽 (万吨)	9.00	15.00	20.00	24.00
棉粕				
产率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
实际产量 (万吨)	3.78	6.30	8.40	10.08
实际销量 (万吨)	3.78	6.30	8.40	10.08
均价 (元/吨)	2,800.00	2,500.00	2,800.00	2,800.00
收入 (百万元)	105.84	157.50	235.20	282.24
棉籽油				
产率 (%)	16.60%	16.60%	16.60%	16.60%
实际产量 (万吨)	1.49	2.49	3.32	3.98
实际销量 (万吨)	1.49	2.49	3.32	3.98
均价 (元/吨)	6,500.00	6,500.00	6,500.00	6,500.00
收入 (百万元)	97.11	161.85	215.80	258.96
棉籽壳				
产率 (%)	39.20%	39.20%	39.20%	39.20%
实际产量 (万吨)	3.53	5.88	7.84	9.41
实际销量 (万吨)	3.53	5.88	7.84	9.41
均价 (元/吨)	400.00	400.00	400.00	400.00
收入 (百万元)	14.11	23.52	31.36	37.63
合计				
销售收入 (百万元)	217.06	342.87	482.36	578.83
YOY(%)		57.96%	40.68%	20.00%
毛利率 (%)	15.00%	10.00%	15.00%	15.00%
成本 (百万元)	184.50	308.58	410.01	492.01
毛利 (百万元)	32.56	34.29	72.35	86.82
主营收入占比 (%)	10.43%	13.61%	16.91%	18.54%
毛利占比 (%)	9.85%	8.94%	15.42%	16.79%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

四. 推荐: 业绩快速增长

● 1. 管理费用估算

公司对经营目标 (净利润) 超额部分按 50% 提取作为激励基金, 并计入当年的成本费用 (管理费用, 此笔费用不计企业所得税), 采用下表估算激励基金对于净利润和管理费用的影响, 假设 2010-2011 年每年净利润超额 4000 万元, 对应计提 2000 万元激励基金, 假设扣除激励基金管理费用为 9000、10500、12000 万元, 则考虑激励基金实际管理费用为 11204、12500、14000 万元。

表 5: 激励基金及管理费用估算

激励基金	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营目标 (万元, 归属于母公司)	4000	5136	7403	10116	14663
计提前净利润 (万元)	5672	6805	11811	14116	18663
超额部分 (万元)	1672	1669	4408	2000	2000
计提比例 (%)	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
计提金额 (万元)	836	835	2204	2000	2000
计提后净利润 (万元)	4844	6513	9607	12116	16663
最终净利润 (万元, 年报披露)	4834	6487	9843	12116	16663
当期管理费用 (万元)	5878	7074	11204	12500	14000
当期管理费用扣除计提基金(万元)	5042	6239	9000	10500	12000

数据来源: 兴业证券研发中心整理

注: 此处为估算值, 计提部分为税前利润, 故有小幅出入

● 2. 业绩快速增长

主要假设:

1. 疫苗业务: 2009-2011 年收入增速为 1.61%、18%、15%, 毛利率为 63%、63%、63%;
2. 饲料业务: 2009-2011 年饲料销量为 65、70、75 万吨, 综合毛利率为 8.9%、8.9%、8.9%;
3. 植物蛋白业务: 2009-2011 年加工量为 9、15、20 万吨, 综合毛利率为 15%、10%、15%;
4. 费用: 2009-2011 年营业费用为 8000、9000、10000 万元, 同期管理费用见表 5, 所得税税率均为 13%。
5. 其它费用参考公司历年费用水平。

“牛羊 O 型口蹄疫合成肽”和“口蹄疫三价苗”是公司近期新疫苗研制的重点, 将成为公司未来业绩新的增长点; 饲料业务在不新增加产能的情况下, 仍以内生性增长为主, 增速较为平稳; 植物蛋白业务处于产能扩张期, 2010 年短期承受成本上升压力。

预计 2009-2011 年归属母公司净利润为 0.98、1.21、1.66 亿元, 公司目前股本为 1.64 亿股, 对应 EPS 为 0.60、0.74、1.01 元, 对应 2009-2011 年 PE 为 40、32、23 倍。

公司此次增发项目计划发行不超过 3000 万股, 不低于 14.07 元/股, 募集资金约 2.12 亿元, 投向“植物蛋白项目”, 考虑实际发行价格和募集金额, 假设此次实际发行 1100 万股, 则发行后公司股本为 1.75 亿股, 对应 2009-2011 年全面摊薄 EPS 为 0.55、0.69、0.95 元, 业绩摊薄较少, 对应 2009-2011 年 PE 为 43、34、25 倍 (摊薄后)。

疫苗业务增长是公司近期主要亮点, 饲料业务平稳发展, 近期增发项目将为公司

提供较为充裕资金，目前估值较为合理，考虑公司长期成长性，维持公司推荐评级。

风险提示：棉籽成本持续上升；饲料、疫苗等业务面临一定食品、药品安全风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	416	650	756	865
货币资金	127	241	257	308
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	34	59	71	80
其他应收款	12	19	23	26
存货	203	261	319	355
非流动资产	623	686	701	723
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	28	28	28	28
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	368	431	453	463
在建工程	79	44	27	19
油气资产	0	0	0	0
无形资产	86	105	125	145
资产总计	1039	1336	1456	1588
流动负债	302	510	539	541
短期借款	125	225	225	225
应付票据	0	0	0	0
应付账款	50	88	128	143
其他	127	198	185	173
非流动负债	95	95	95	95
长期借款	78	78	78	78
其他	17	17	17	17
负债合计	398	606	634	636
股本	126	164	164	164
资本公积	348	348	348	348
未分配利润	137	178	258	370
少数股东权益	3	3	3	4
股东权益合计	641	730	823	952
负债及权益合计	1039	1336	1456	1588

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	65	98	121	166
折旧和摊销	26	40	45	49
资产减值准备	1	4	2	1
无形资产摊销	3	10	10	10
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	20	23	25	25
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	1
营运资金的变动	3	14	62	57
经营活动产生现金流量	107	136	141	183
投资活动产生现金流量	-314	-90	-70	-70
融资活动产生现金流量	246	68	-54	-61
现金净变动	38	114	16	51
现金的期初余额	114	127	241	257
现金的期末余额	152	241	257	308

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1068	2082	2519	2839
营业成本	836	1751	2136	2379
营业税金及附加	1	3	4	4
销售费用	55	80	90	100
管理费用	71	112	125	140
财务费用	20	23	25	25
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	83	113	140	191
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	88	113	140	191
所得税	23	15	18	25
净利润	65	98	122	166
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司净利	65	98	121	166
EPS (元)	0.40	0.60	0.74	1.01

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	59.3%	94.9%	21.0%	12.7%
营业利润增长率	77.9%	34.9%	24.1%	36.6%
净利润增长率	34.2%	50.5%	24.1%	36.6%
盈利能力(%)				
毛利率	21.7%	15.9%	15.2%	16.2%
净利率	6.1%	4.7%	4.8%	5.8%
ROE	10.2%	13.4%	14.8%	17.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	38.3%	45.3%	43.5%	40.0%
流动比率	1.38	1.27	1.40	1.60
速动比率	0.70	0.76	0.81	0.94
营运能力(次)				
资产周转率	1.27	1.75	1.80	1.87
应收帐款周转率	38.03	42.10	36.50	35.32
每股资料(元)				
每股收益	0.40	0.60	0.74	1.01
每股经营现金	0.80	0.83	0.86	1.12
每股净资产	3.90	4.44	5.00	5.79
估值比率(倍)				
PE	59.60	39.60	31.91	23.36
PB	6.05	5.31	4.72	4.08

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戔	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。