

疫苗优势扩大 植物蛋白望盈利 买入

投资要点:

- 细胞悬浮培养技术投入使用提高疫苗毛利 10 个百分点
- 棉粕价格大涨使 2011 年计提减值准备大部分冲回

报告摘要:

- 植物蛋白业务 12H2 有望扭亏。**植物蛋白业务主要由奎屯（光子）及阿克苏（毛子）两个公司生产。2010 年棉籽收购价每公斤达到 2.7 元，2011 年降至 1.5 元，目前 1.9 元。我们测算了公司年内平均原料成本为 2.28 元，以目前棉粕油等价格计算，每吨加工净利润约 120 元，考虑到 12H1 棉粕等价格较低，预计全年净利润每吨约 20 元。
- 2011 年计提的存货减值有望大部分冲回。**公司 2011 年计提的 4444 万元存货减值中，除 1000 多万元和短线有关的外，由于棉粕等价格的飙升，存货减值 2012 年末有望大部分冲回。
- 动物疫苗竞争力突出。**国家 5 种强免动物疫苗中，公司生产除禽流感疫苗以外的全部 4 种，处研发阶段的曙光生物着眼于禽流感疫苗生产技术的革新。公司动物疫苗收入只占营收的 13%，但对毛利贡献达 60%。公司疫苗现以口蹄疫为主，年销量 8 亿毫升，国内市占率 25%，仅次于中牧。公司是国内少数拥有合成肽口蹄疫苗及细胞悬浮培养技术生产疫苗的生药企业，技术水平在国内处于先进水平。
- 公司疫苗业务毛利率有望提高 10% 以上。**公司 2012 年 5 月牛羊口蹄疫苗全部采用细胞悬浮培养，猪口蹄疫苗年内有望实现悬浮技术。2013 年后，悬浮培养导致成本下降将提升疫苗毛利率 10 个百分点。目前北区 8 条生产线已建成 4 条，1 条已投入生产蓝耳病和猪瘟等。
- 评级。**考虑奖励基金的计提，预测公司 2012-14 年净利润 1.63/2.54/3.35 亿元，按定增后股本计算，EPS 为 0.46/0.71/0.97 元。考虑到公司细胞悬浮培养技术牛羊猪疫苗的全面推广及毛利提升、植物蛋白 12H2 扭亏在望、参股公司天康畜牧养殖盈利能力逐步增强等因素，按动物疫苗/饲料和养殖/植物蛋白分别估值 30/18/6 亿元，公司合理估值 54 亿元，每股价值 15.14 元，较市价有 35% 的空间，给予买入评级。
- 风险提示。**植物蛋白业务存在诸多不确定因素。

主要经营指标	2010	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (万元)	236,905	298,398	332,231	351,967	372,273
净利润 (万元)	10,762	7,680	16,370	25,410	34,494
总股本 (万股)	22,674	29,476	35,676	35,676	35,676
每股收益 (元)	0.48	0.26	0.46	0.71	0.97

农林牧渔业

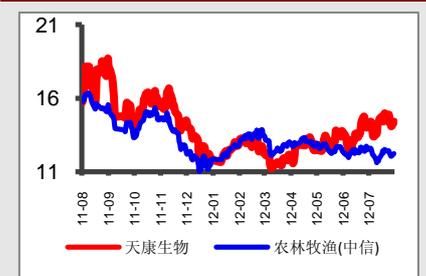
分析师:

胡建军 (S1180510120004)

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	2.95
总市值 (亿元)	32.25
流通市值 (亿元)	31.14
公司第一大股东	天康控股

相关研究

行业研究*关注美国旱灾 把握畜禽反弹 2012.8

行业研究*12H2 投资策略:脉冲性机会显现 2012.6

公司研究*雏鹰农牧:模式和规模护航确定增长可期 2012.3

公司研究*东凌粮油:趋势向好 波动难免 2012.5

公司研究*亚盛集团:多元化农业 战略性资源 2012.1

公司研究*金新农:饲料放量 养殖增长 2012.5

目录

一、饲料业务产能稳定及结构调整	4
(一) 饲料业务产销量将稳定在 75 万吨左右	4
(二) 饲料业务结构调整向猪饲料倾斜	5
(三) 关注天康畜牧未来发展及可能的资产注入	6
二、动物疫苗竞争力增强	6
(一) 口蹄疫疫苗竞争力突出	6
1、口蹄疫疫苗市场份额排名第二	6
2、口蹄疫疫苗市场及毛利率相对稳定	6
3、公司口蹄疫疫苗毛利率有望提升	7
(二) 高新区北区生物制药项目年新增 6.3 亿头份非口蹄疫疫苗	8
1、北区基地生产状况	8
2、未来公司品种看点	9
三、植物蛋白业务有望下半年扭亏	9
(一) 公司植物蛋白业务主要情况	9
1、目前产能及原料	9
2、植物蛋白 2011 年巨亏	10
(二) 公司植物蛋白生产年内有望实现盈利	10
1、2011/2012 榨季加工量减至 6 万吨	10
2、2011/2012 榨季棉籽成本降至每吨 1500 元	10
3、棉粕价格 2012 年 6 月以来上涨 31%	11
4、2011 年计提的减值准备有冲回的空间	12
5、公司植物蛋白加工净利润 2012 年约 20 元	12
四、关注兵团股权激励政策的推出	13
五、天康生物各业务模块盈利预测	14

插图

图 1: 公司 2010 年饲料板块各品种收入占比	4
图 2: 公司 2011 年饲料板块各品种收入占比	4
图 3: 公司 2011/2010 年各品种毛利率比较	5
图 4: 公司 2011/2010 年饲料收入及毛利率	5
图 5: 公司 2011 年饲料业务结构	5
图 6: 公司 2015 (E) 年饲料业务结构	5
图 7: 公司高新区北区生药基地投入使用车间外观图	8
图 8: 公司植物蛋白业务近三年收入及毛利率走势	10
图 9: 棉花现货价格走势 (元/吨)	11
图 10: 乌鲁木齐棉籽收购价走势 (元/吨)	11
图 11: 三级棉油现货价格走势 (元/吨)	11
图 12: 棉粕现货价走势 (元/吨)	11
图 13: 中国美豆到港成本价格走势 (元/吨)	12
图 14: 豆粕现货价格走势 (元/吨)	12

表格

表 1: 公司饲料业务产销量构成 (万吨)	4
表 2: 国内动物强制免疫疫苗厂商及竞争状况	7
表 3: 公司主要动物疫苗品种储备	9
表 4: 公司各业务模块分项预测	14

一、饲料业务产能稳定及结构调整

(一) 饲料业务产销量将稳定在 75 万吨左右

饲料是公司的起家业务及主要收入来源，目前总产能在 200 万吨左右。公司饲料业务在西北五省区位居第一，被中国饲料工业协会评比为“全国三十强饲料企业”。

公司实际饲料年产销量在 75 万吨左右，包括新疆 35 万吨、河南宏展（2008 年公司定增购入）35 万吨及沈阳天康和通辽天康（原通辽宏展）各 3 万吨。

公司在新疆饲料市场处于绝对领先地位。新疆总的饲料产销量约 120-130 万吨，公司市场份额近 30%，排名第二的是新疆泰昆，市场份额约 20%。公司和泰昆的市场份额合计超过 50%。

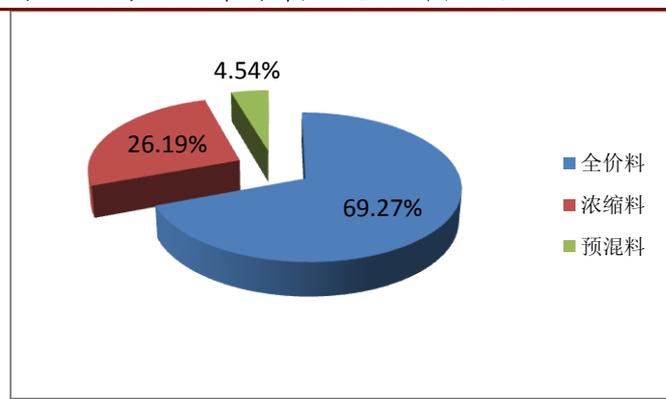
表 1: 公司饲料业务产销量构成 (万吨)

新疆地区（排名第一，市场份额 30%）	35
河南宏展（08 年定增注入）	35
沈阳天康	3
通辽天康（原通辽宏展）	2
合计	75

数据来源：公司资料

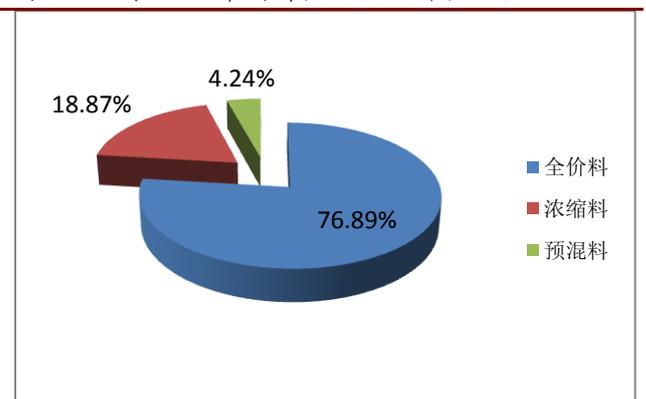
公司饲料业务结构中，全价料占比近 77%、浓缩料近 19%、预混料不足 5%。同时，全价料收入占比在 2011 年较 2010 年提高了 7.6 个百分点，也符合行业发展趋势。

图 1: 公司 2010 年饲料板块各品种收入占比



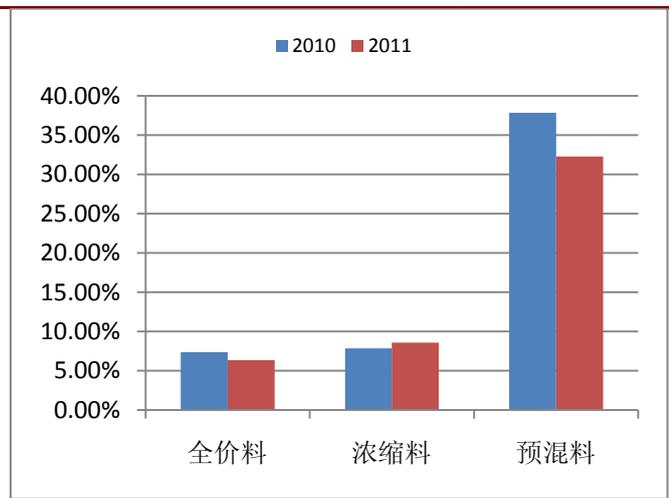
资料来源：公司资料 宏源证券

图 2: 公司 2011 年饲料板块各品种收入占比



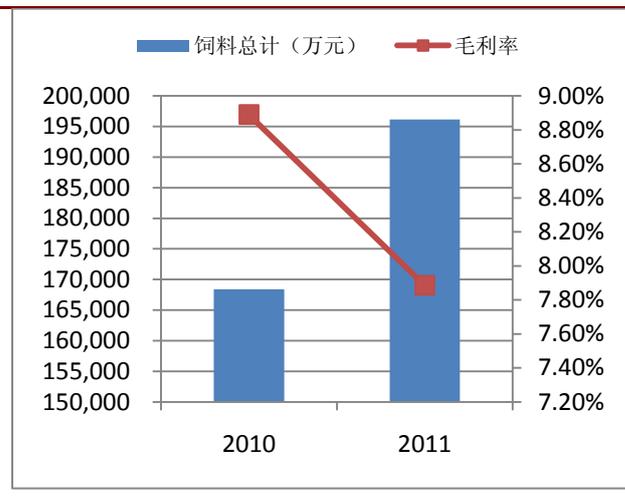
资料来源：公司资料 宏源证券

图 3: 公司 2011/2010 年各品种毛利率比较



资料来源: 公司资料 宏源证券

图 4: 公司 2011/2010 年饲料收入及毛利率



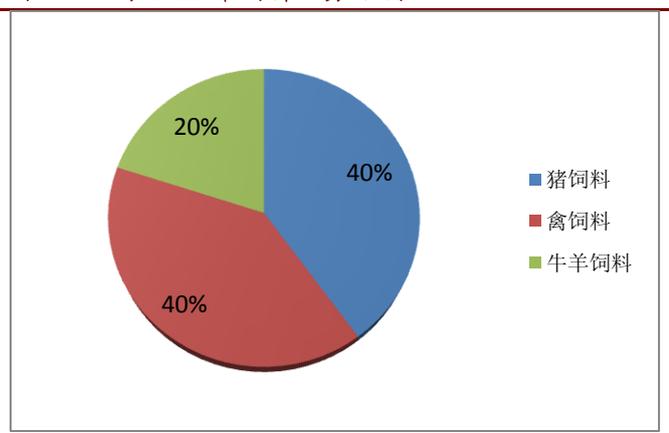
资料来源: 公司资料 宏源证券

(二) 饲料业务结构调整向猪饲料倾斜

公司饲料业务结构中以猪禽为主,牛羊料为补充。目前公司猪饲料和禽饲料各占 40%,牛羊饲料占 20%左右。

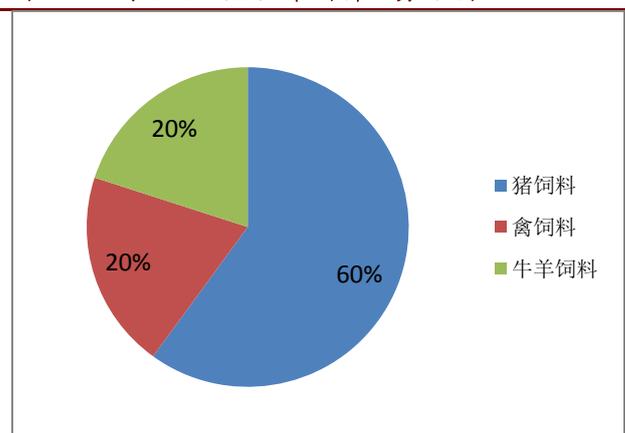
从未来发展看,公司的饲料品种将向猪饲料倾斜。主要有以下原因:猪饲料毛利相对较高,同时,新疆玉米等饲料成本相对较低。另外,公司参股、集团控股的天康食品“天康放心肉”未来几年随着养殖量的增加,对饲料的需求将逐步放量。按目标 50 万头的养殖量计算,对饲料的需求将超过 20 万吨。

图 5: 公司 2011 年饲料业务结构



资料来源: 公司资料 宏源证券

图 6: 公司 2015 (E) 年饲料业务结构



资料来源: 公司资料 宏源证券

（三）关注天康畜牧未来发展及可能的资产注入

天康畜牧由公司参股 44.44%、集团控股，主营业务为种畜等相关产品的销售，基地在昌吉、呼图壁、玛纳斯等地，采取公司+基地+农户的合作养殖模式，技术和饲料由公司提供。其下游天康食品（上市公司未参股），成立于 2003 年 7 月，是集现代畜牧养殖基地建设、肉食屠宰加工、冷链物流配送及品牌连锁经营为一体的现代化食品企业，其生产的天康放心肉在疆内供不应求。

天康畜牧 2011 年的出栏量在 15 万头左右，当年净利润达到 5136 万元，另外天康食品的净利润 2000 多万元。2012 上半年，在养殖行业发生行业性亏损的背景下，天康畜牧的净利润也在 2000 万元左右。

从天康放心肉的需求端来看，团购、专营店及其他（包括收储）各占三分之一。

从新疆需求看，新疆全区总人口 2000 多万，其中汉族超过 1000 万人。按人均每年消费 0.4 头猪计算，新疆生猪的年消费量在 400 万头左右。按 10-15% 的目标市占率测算，天康畜牧的生猪目标年出栏量 40-60 万头。按每头 200 元的净利润计算，天康畜牧未来几年的净利润将达 1 亿元左右。

我们相信，随着天康畜牧养殖规模及盈利水平的进一步提升，未来全部装入上市公司的可能性很大。

二、动物疫苗竞争力增强

（一）口蹄疫疫苗竞争力突出

1、口蹄疫疫苗市场份额排名第二

口蹄疫疫苗是公司的主要疫苗品种，也是公司生物制药产业乃至公司主营利润的主要来源。公司是国内少数拥有合成肽口蹄疫疫苗及细胞悬浮培养技术生产疫苗的生药企业，技术水平在国内处于先进水平。

经过几年的快速发展，公司口蹄疫疫苗市场份额由最初的排名最后上升到目前的第二位，年生产口蹄疫疫苗 8 亿头份左右，市场份额约 25%，仅次于行业老大中牧股份的 30%。

随着公司高新区北区生物制药工业园建设项目的投入运营，公司头屯河工业区的天康制药工业园将专注于口蹄疫疫苗的生产，在生产规范 and 安全性上进一步得到保障。

2、口蹄疫疫苗市场及毛利率相对稳定

目前全国共有 7 家口蹄疫疫苗生产企业，包括中牧股份、天康生物、金宇集团、上海申联等，共生产 14 个口蹄疫疫苗产品，其中猪口蹄疫疫苗 9 个，牛口蹄疫疫苗 5 个。2010 年，全国共生产猪口蹄疫疫苗 19.6 亿毫升，牛口蹄疫疫苗 13.78 亿毫升，合计 33.38 亿毫

升。

相对于蓝耳病、猪瘟、禽流感等其它国内强免品种，口蹄疫疫苗由于生产厂商相对较少，近两年每毫升的单价维持在 0.50 元左右，毛利率也维持了相对稳定的水平。

从未来发展看，我们认为国内口蹄疫疫苗的毛利率较蓝耳病、猪瘟、禽流感等要相对乐观。

表 2：国内动物强制免疫疫苗厂商及竞争状况

销售模式	主要产品	主要生产厂商	竞争情况	公司涵盖
由定点生产企业生产，以政府采购为主，但企业也可向符合采购资格的养殖场销售	口蹄疫疫苗	天康生物、中牧股份、金宇集团、上海申联生物医药有限公司等 7 家企业	市场集中度较高，市场份额相对稳定	有
	高致病性禽流感疫苗灭活疫苗	中牧股份、青岛易邦、益康生物等 8 家定点生产企业	市场集中度较高，市场份额相对稳定	无
	猪瘟活疫苗（含脾淋源、细胞源和传代细胞源）	脾淋源和细胞源：中牧股份、金宇集团、益康生物等 40 余家企业；传代细胞源：目前仅广东永顺一家生产、本公司即将获得生产批号	脾淋源和细胞源生产企业众多，竞争较为激烈；传代细胞源目前处于推广期	有
	高致病性猪蓝耳病疫苗（含灭活、弱毒活疫苗）	中牧股份、大华农、金宇集团等 20 余家企业	灭活疫苗生产企业 20 家左右，竞争较为激烈，弱毒活疫苗生产企业 10 家左右	有
	小反刍兽疫	天康生物、西藏生物制品厂	仅在西藏、新疆强制免疫，生产企业较少，竞争较小	有

数据来源：公司资料 宏源证券

3、公司口蹄疫疫苗毛利率有望提升

口蹄疫灭活疫苗无血清悬浮培养生产线技术改造项目使用的悬浮培养工艺与传统的转瓶生产方式相比，具有自动化程度高、工艺条件稳定可控、劳动生产效率高、生产规模大、单位能耗及成本低、疫苗批间差异小、不良反应低等优点。无血清培养最大程度降低了动物源性物质的使用，能够显著降低疫苗副反应，降低生物安全风险，提高了产品的质量，有利于公司进一步巩固并扩大口蹄疫市场的占有份额。该项目采用无血清悬浮培养工艺进行牛羊口蹄疫二价灭活疫苗中试生产结果表明，疫苗单位制造成本较之转瓶工艺能够降低 7%~11%，牛羊注射疫苗后基本无较大不良反应。

2012 年 7 月后，公司牛羊口蹄疫疫苗全部采用了细胞悬浮培养技术。猪口蹄疫疫苗悬浮培养技术由金宇集团首先使用，金宇集团也借此在 2011 年打了一个翻身仗。预计公司的猪口蹄疫疫苗悬浮培养技术在 2012 年内有望投入使用。

猪 O 型口蹄疫合成肽疫苗与传统灭活苗相比，免疫持续期长、接种量小、效力稳定。合成肽疫苗不含任何感染因子，具有较高的生物安全性，抗原为纯化的中和性抗原多肽，

无任何杂质干扰，具有免疫的高效性，并且该疫苗不含任何多肽以外的异体蛋白，基本上不会产生过敏反应。

另外，公司合成肽口蹄疫疫苗占比仍较低，目前销售量约 8000 万毫升，占总销量的 10%，单价 0.85 元左右，年收入 6000-7000 万元。目前合成肽疫苗国内主要生产厂商主要是中牧、天康及上海中联再做，竞争压力较小。

随着细胞悬浮培养技术的全面推广及公司在疫苗结构上的优化和调整，我们判断，公司 2013 年后，公司的口蹄疫疫苗毛利率有望提升 10 个百分点。

（二）高新区北区生物制药项目年新增 6.3 亿头份非口蹄疫疫苗

1、北区基地生产状况

高新区北区生物制药工业园建设项目的实施将为公司增加 6.30 亿头份/年的动物疫苗（非口蹄疫疫苗）生产能力并预留了今后新增 5~10 亿头份新产品的扩产接口。该项目实施后，公司疫苗产品从此结束一品（口蹄疫疫苗）独大的尴尬局面，产品将覆盖猪、牛、羊等主要家畜当前流行的 9 种疫病。

北区共设计 8 条生产线，目前 4 条生产线已经建成，其中 1 条生产线已经投入生产，主要生产蓝耳病和猪瘟疫苗。

小反刍兽疫苗每两年免一次，2011 年没有该项收入，2012 年能贡献 1000 万元左右的收入。

我们预计公司北区生药项目 2012 年的销售收入 6000 万元左右，其中猪瘟收入 3000 万元、蓝耳病及小反刍兽疫苗各 1000 万元。考虑到公司现有丰富的品种储备，公司北区生物制药基地 2014 年后达到整个生药收入的三分之一。

图 7：公司高新区北区生药基地投入使用车间外观图



资料来源：公司资料 宏源证券

2、未来公司品种看点

布病有望纳入国家强免。市场预期国家未来将对目前动物疫苗的强免格局进行修正，未来防范重点是人畜共患病，如口蹄疫、禽流感、小反刍兽及布尔氏杆菌病。布病若能纳入强免，对公司业务会是较大的促进。

曙光生物将对禽流感疫苗生产模式产生革命性的变化。公司子公司曙光生物研发的细胞悬浮培养禽流感疫苗方法对目前普遍采用的鸡胚法产生革命性的变化，公司目前已经投入 5200 万元（投资 2000 万元加债转股 3200 万元），其技术路径及 GMP 车间验收已经得到农业部批准，但实际运用及生产周期仍尚需时日。

市场化疫苗。目前公司主要收入来源于强免品种，在市场化疫苗开拓方面空间较大。

产品储备丰富。牛羊口蹄疫 O-A-亚洲 I 型三价灭活疫苗、猪口蹄疫 O-亚洲 I 型二价灭活疫苗、牛羊口蹄疫 O-亚洲 I 型二价合成肽疫苗、ST 细胞培养猪瘟疫苗、禽多联灭活疫苗、小反刍兽-羊痘二联疫苗等。

表 3：公司主要动物疫苗品种储备

	项目名称	研发进展状况
1	牛羊口蹄疫 O-A-亚洲 I 型三价灭活疫苗研制	已通过农业部评审
2	猪口蹄疫 O-亚洲 I 型二价灭活疫苗研制	已申请临床试验
3	牛羊口蹄疫 O-亚洲 I 型二价合成肽疫苗研制	已申请临床试验
4	牛羊口蹄疫 O-亚洲 I 型二价灭活疫苗无血清悬浮培养工艺	已通过农业部评审
5	ST 细胞培养猪瘟工艺技术开发	已取得新兽药注册
6	禽多联灭活疫苗研制	已通过农业部评审
7	小反刍兽疫-羊痘二联疫苗研制及工艺定型	准备申请临床试验
8	猪 O 型口蹄疫灭活疫苗无血清悬浮培养工艺	已申请批准文号
9	猪支原体灭活疫苗	准备申请临床试验

数据来源：公司年报

三、植物蛋白业务有望下半年扭亏

（一）公司植物蛋白业务主要情况

1、目前产能及原料

公司植物蛋白业务主要在奎屯和阿克苏两个植物蛋白公司，各单产 12 万吨的棉籽加工能力，满产实际产能总共能达 40 万吨左右。

从原料看，奎屯主要是棉籽光子，而阿克苏地区由于主要盛产长绒棉，其阿克苏公司主要是毛子（有短绒）。

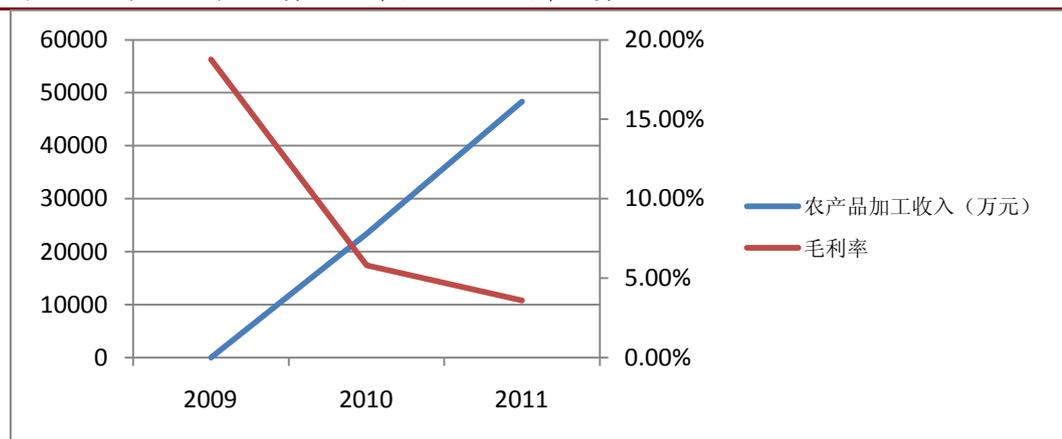
2、植物蛋白 2011 年巨亏

2011 年，公司植物蛋白业务发生巨亏，共亏损 8000 多万元（包括 2011 年末计提的 4444 万元存货减值准备），并导致 2011 年净利润下滑 28.6%。

公司植物蛋白业务 2009 年的毛利率达到 18.76%，2010 年降至 5.81%，2011 年更是降至 3.59%。尤其 2011 年阿克苏公司投入生产，短绒业务毛利率为-5.12%，加重了公司植物蛋白业务的亏损。

公司 2011 年植物蛋白业务亏损主要原因。2010/2011 榨季，国内棉花减产，加上美元贬值导致的国际大宗商品价格牛市，棉花产品价格连续飙升（皮棉达到 3.5 万元每吨），国内棉籽、棉油价格延续上涨态势。2011 年，随着棉花价格的大幅回落，棉花产品市场行情预期趋于悲观，冲击了棉籽、棉油、棉粕、短绒行情，10 月份之后，随着国内新棉上市，棉籽等供应量大增，尤其是在市场预期棉花大幅增产的影响下，国内棉花价格大跌，直接冲击棉籽、棉油及副产品市场。当年国内棉油跌幅近 18%，棉短绒市场交易清淡、行情低落，公司根据实际情况年底对油脂存货进行了减值测算并计提了存货减值准备。

图 8：公司植物蛋白业务近三年收入及毛利率走势



资料来源：公司年报 宏源证券

（二）公司植物蛋白生产年内有望实现盈利

1、2011/2012 榨季加工量减至 6 万吨

由于 2011 年植物蛋白业务的大幅亏损，公司 2012 年减少了棉籽的加工量，从 2010/2011 年榨季的 30 万吨减少到 2011/2012 榨季的 6 万吨。2012 年全年加工量 15 万吨左右。

但由于价格低迷，公司 2011 年减少了棉油、棉粕等销售量，整体看 2012 年处于相对的去库存期。加工量虽然减少，销售量同比不会明显减少。

2、2011/2012 榨季棉籽成本降至每吨 1500 元

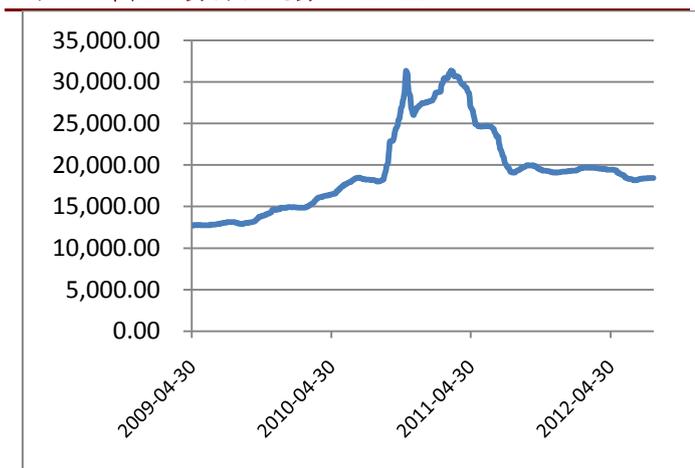
2010 年，由于当年国内棉花减产及价格上升，公司棉籽收购价格达到每公斤 2.7 元。

原料成本高及下游油料价格受国家调控等是公司植物蛋白业务亏损的主要原因。

2011年，棉产品价格回落，当年公司棉籽收购成本降至1.5元。按照这个成本，公司植物蛋白业务2012年内有望实现盈利。但由于高成本库存较多，我们判断全年公司植物蛋白业务盈利能力仍不会太乐观。

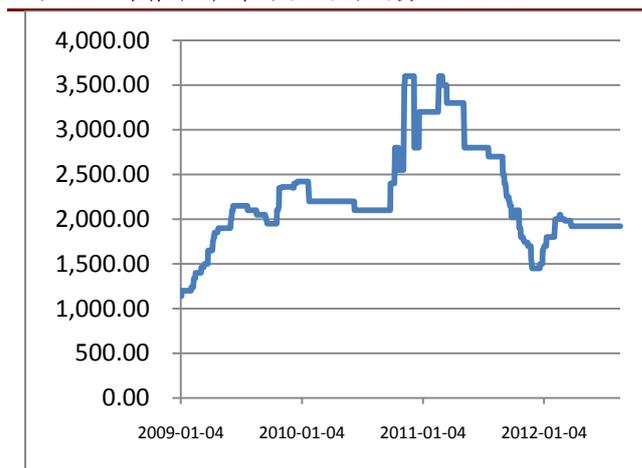
同时，我们预测随着棉粕价格的大幅上涨及棉油上涨预期，2012/2013榨季棉籽收购价格有望回升至2.2元左右。

图9：棉花现货价格走势（元/吨）



资料来源：WIND 宏源证券

图10：乌鲁木齐棉籽收购价走势（元/吨）



资料来源：Wind 宏源证券

3、棉粕价格2012年6月以来上涨31%

受美国2012年旱灾的影响，国内豆粕价格大幅上涨，并带动棉粕价格上涨。6月1日-8月20日，棉粕价格上涨31%，同豆粕价格上涨幅度一致。

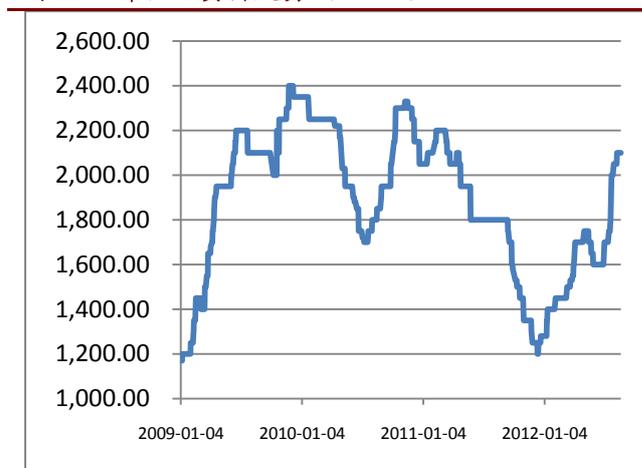
另外，同期，国内大豆现货上涨9%，而美豆到港成本上涨超过20%。

图11：三级棉油现货价格走势（元/吨）



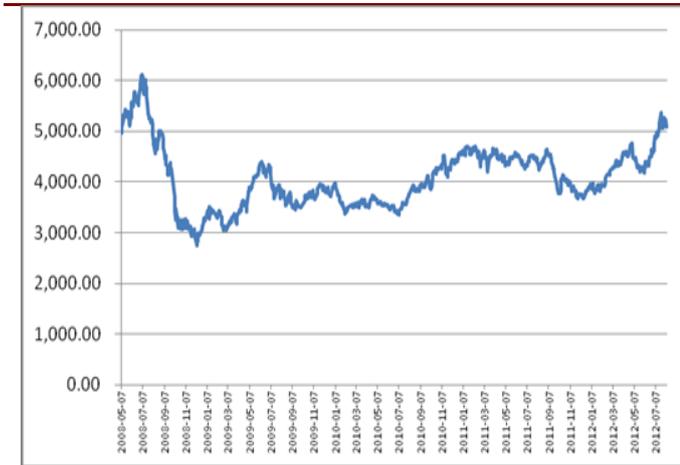
资料来源：WIND 宏源证券

图12：棉粕现货价走势（元/吨）



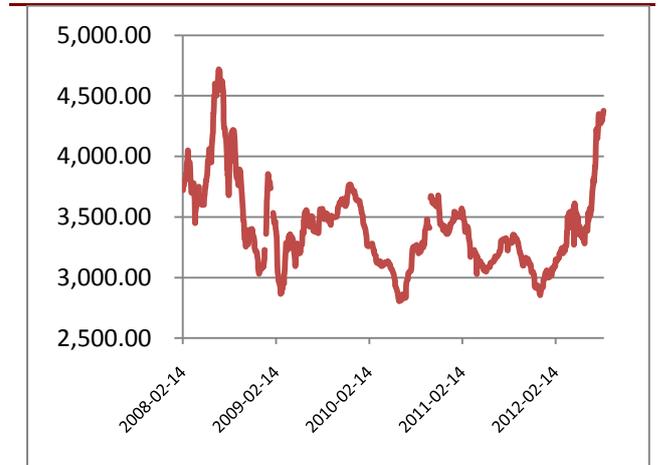
资料来源：Wind 宏源证券

图 13: 中国美豆到港成本价格走势 (元/吨)



资料来源: WIND 宏源证券

图 14: 豆粕现货价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind 宏源证券

4、2011 年计提的减值准备有冲回的空间

虽然公司 2012 上半年植物蛋白业务仍未扭亏, 但我们预期下半年将发生明显改观。

按照 8 月 20 日的棉粕和棉油价格计算, 相对于 2011 年末减值测试价格, 棉粕价格上涨 64%、棉油价格上涨 8%。

2011 年末, 公司产成品及库存商品账面余额 4.25 亿元, 计提的 4444 万元减值准备中, 约 75% (超过 3000 万元) 和棉粕及棉油价格相关, 另外 25% (约 1000 多万元) 和短绒价格相关。

以目前美国旱灾的发展态势看, 大豆及玉米大幅减产已成定局, 12Q4 国际大豆等价格走低的可能性较小, 并带动国内豆粕、棉粕乃至豆油、棉油等价格上涨, 公司 2012 年植物蛋白业务有望实现盈利, 其 2011 年末计提的存货减值准备至少 3000 多万元有冲回的可能(短绒减值仍可能无法冲回)。

5、公司植物蛋白加工净利润 2012 年约 20 元

按照 43% 出粕率/15% 出油率/30% 棉壳率/12% 短绒率, 及年内 2000 元棉粕/8500 元棉油/800 元棉壳/6000 元短绒价格; 年内 2010 和 2011 年平均棉籽成本 2.28 元测算; 公司 2012 年均加工净利润每吨 20 元。虽然 2012 上半年仍然亏损, 但全年扭亏在望。

四、关注兵团股权激励政策的推出

兵团所属上市企业中，目前基本没有实施股权激励政策的企业。公司管理层通过天邦投资持有天康控股 20% 的股份间接持有公司 8% 的股份，在兵团系公司中已是少见。

另外，由于受制于兵团的相关政策，公司股权激励政策迟迟难以推出，前几年公司采取了超额净利润计提 50% 的奖励基金措施，受益层面涵盖了管理层到业务骨干等 400 多人。

以上政策在兵团层面得以推行和实施，反映了兵团对公司管理层的肯定和积极支持的态度。

据悉，兵团层面在 2012 年刚刚制定了所属上市企业股权激励的指导政策，这也为公司实施股权激励开了一个口子。

我们相信，如果兵团上市企业股权激励政策得以试点推行，天康生物必然会成为首批实施的公司。这也会很大程度上解决 50% 奖励基金带来的中小股东不同意见，对于公司的稳定和长远发展大有裨益。

五、天康生物各业务模块盈利预测

表 4: 公司各业务模块分项预测

	2010	2011A	2012E	2013E	2014E
饲料					
产量 (万吨)	65	68	70	75	75
销售收入 (万元)	168,419	196,126	221,250	225,000	229,500
成本 (万元)	168,270	195,971	201,075	205,575	195,075
毛利率	8.89%	7.89%	9.12%	8.63%	8.25%
饲料添加剂					
销售收入 (万元)	5,548	8,701	9,745	10,233	10,437
毛利率	4.16%	5.43%	5.50%	5.50%	5.50%
兽药					
口蹄疫 (亿毫升)	6.70	7.80	8.20	8.50	9.50
收入 (万元)	37,997	43,693	45,933	47,614	53,215
毛利率	62.22%	61.45%	65.00%	70.00%	73.00%
非口蹄疫 (产能亿头份)	-	-	6.30	6.30	6.30
销售收入 (万元)	-	-	6,000	20,000	30,000
毛利率	-	-	50.00%	55.00%	56.00%
兽用化药	417.72	313.25	350	350	350
毛利率	12.46%	13.20%	13.50%	13.50%	13.50%
兽药合计 (万元)	38,415	44,006	52,283	67,964	83,565
毛利率	61.68%	61.11%	60.30%	65.29%	66.65%
植物蛋白业务					
加工棉籽量 (吨)	14	30	15	15	15
销售收入 (万元)	23395.43	48313.96	46,152	47,970	47,970
毛利率	5.81%	3.59%	15.05%	9.84%	10.39%
其他					
销售收入 (万元)	542.98	726.78	800	800	800
毛利率	6.48%	16.34%	16.00%	16.00%	16.00%
销售总收入 (万元)	236,320	297,874	330,231	351,967	372,273
毛利率	17.05%	15.00%	17.85%	19.67%	21.57%

分析师简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业高级研究员。

主要研究覆盖公司: 亚盛集团、雏鹰农牧、登海种业、金新农、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、獐子岛、国联水产、华英农业、天宝股份、西王食品、好当家、益生股份。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华东 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18682185141 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
华南 区域					
QFII					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。