

天康生物：兽用疫苗新贵，藏在深闺待人识

■公司概况。公司是首批农业产业化国家龙头企业，主营业务包括兽药(疫苗)、饲料、蛋白油脂(棉籽压榨)三部分，2012年毛利占比分别为58%、33%和8%。公司是农业部指定的口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳病、小反刍兽疫疫苗定点生产企业，其中口蹄疫疫苗销量位居全国第三，是继金宇之后国内第2家掌握口蹄疫疫苗悬浮培养技术并实现规模化生产的企业，同时在新型蓝耳疫苗等高端猪用疫苗方面拥有强大的技术实力。口蹄疫疫苗目前是其主要利润来源，2012年政府招采口蹄疫疫苗销售额3.9亿元，占兽药业务总收入的83%。

■对未来几年兽用疫苗市场的判断：1) 畜牧业稳定发展、免疫覆盖率提升驱动兽药行业快速增长，2015年我国兽药市场规模将达到600亿元以上，较2010年翻一番；2) 市场化销售是大势所趋。受规模化养殖提升驱动，大型养殖场对定制化疫苗需求持续增加，未来3-5年市场化销售疫苗将处于高速成长期，并且由于口蹄疫、蓝耳等直销苗技术壁垒高、参与企业少，未来3-5年竞争将相对缓和，利润率有望维持在较高水平。3) 政府强免疫苗采购标准将提高，招采市场有望从“低价竞争”阶段进入“优质优价”阶段，未来几年口蹄疫疫苗等强免品种价格有望进入上升通道。

■随着公司北区高端猪用疫苗生产基地建成量产、口蹄疫疫苗无血清悬浮培养技术改造完成，2013年开始兽药业务将迈入高速增长阶段：1) 市场苗销售异军突起，2012年新型猪蓝耳疫苗和口蹄纯化苗直销收入1800万元，预计2013、2014年直销收入将分别达到7000万和1个亿以上；2) 公司是继金宇之后国内第2家掌握口蹄疫悬浮生产工艺并实现规模化生产的企业，将大幅提升公司在口蹄疫疫苗市场的竞争力，同时生产成本也将出现显著下降；3) 产品储备丰富，禽流感细胞工艺疫苗2014年有望投产，将成为政府招标业务新的主力产品，猪瘟E2亚单位灭活疫苗2015量产，将成为直销业务新的潜力品种。

■饲料业务，从区域市场向全国拓展。公司在新疆、中原、东北三大区域拥有饲料企业21家，产能200万吨，2012年产销量达80万吨。未来公司将以三大区域市场为龙头，积极向周边市场拓展，逐步发展到全国市场，力争2年内饲料产销量达到100万吨，进入全国大型饲料企业行列。

■看好公司发展前景，首次覆盖，给予买入-A评级。按增发6200万股计算，预计公司2013-2015年全面摊薄EPS为0.50、0.66和0.82元。2013年开始随着公司直销业务业务快速放量，禽流感细胞工艺疫苗、猪瘟E2亚单位灭活疫苗等储备产品陆续投产，公司兽药业务将进入快速增长阶段，未来3年净利润复合增速有望达到40%左右。首次覆盖，给予买入-A评级，12个月目标价15元。

■风险提示：下游养殖行业波动风险、直销业务进展低于预期风险。

摘要(万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	298,398.4	332,731.3	365,350.6	415,287.5	473,046.4
净利润	7,688.7	10,801.2	17,859.5	23,441.9	29,276.7
每股收益(元)	0.26	0.37	0.50	0.66	0.82
每股净资产(元)	3.83	4.10	5.26	5.72	6.29

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	44.2	31.4	23.0	17.5	14.0
市净率(倍)	3.0	2.8	2.2	2.0	1.8
净利润率	2.6%	3.2%	4.9%	5.6%	6.2%
净资产收益率	6.8%	8.4%	9.4%	11.3%	12.9%
股息收益率	0.9%	0.4%	1.3%	1.7%	2.1%
ROIC	7.5%	7.8%	11.9%	12.7%	16.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

首次评级

12个月目标价

15.00元

股价(2013-05-20)

11.52元

交易数据

总市值(百万元)	3,395.61
流通市值(百万元)	3,395.61
总股本(百万股)	294.76
流通股本(百万股)	294.76
12个月价格区间	7.41/11.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	8.96	15.28	18.75
绝对收益	11.95	11.84	20.13

吴莉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020019

wuli@essence.com.cn

010-66581623

相关报告

正文目录

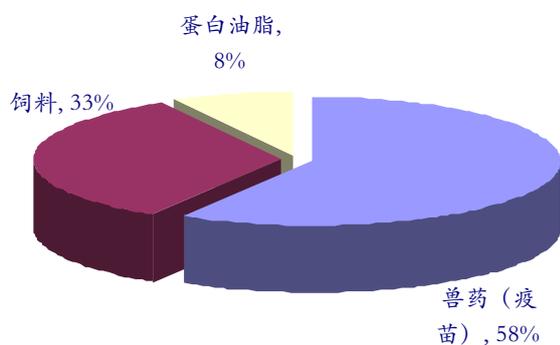
1. 公司概况	3
2. 兽用疫苗行业景气向好	4
2.1. 畜牧业稳定发展、免疫覆盖率提升驱动兽药行业高增长	4
2.2. 政府采购破冰，市场化疫苗步入高速成长期	5
3. 疫苗业务：站在新一轮增长的起点	7
3.1. 公司兽药业务概况	7
3.2. 政府招标业务：价格回升，储备产品即将放量	8
3.2.1. 政府招标口蹄疫疫苗量价齐升	8
3.2.2. 禽流感细胞工艺疫苗 2014 年有望量产	10
3.3. 占据技术制高点，直销苗异军突起	10
3.3.1. 新型蓝耳弱毒苗“防控蓝耳新武器”，市场需求旺盛	10
3.3.2. 口蹄疫纯化苗即将进入大规模推广期	12
3.3.3. 其他高端猪用疫苗储备产品 2015 年开始放量	12
4. 饲料业务：从区域市场向全国拓展	14
5. 植物蛋白业务：控制风险，以销定购，购销同步	14
6. 看好公司发展前景，首次覆盖，给予买入-A 评级	15

1. 公司概况

公司是首批农业产业化国家龙头企业，2000 年设立，第一大股东为新疆生产建设兵团国有资产经营公司控股的天康集团，主营业务包括兽药（疫苗）、饲料、蛋白油脂（棉籽压榨）三部分：1) 兽药业务以疫苗为主，是农业部指定的口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳病、小反刍兽疫疫苗定点生产企业，其中口蹄疫疫苗销量位居全国第三。2012 年兽药业务毛利占比 58%，是公司主要利润来源；2) 饲料业务以畜禽料为主，目前在新疆、河南、东北等地设有 20 多家饲料生产企业，总产能达到 200 万吨，年产量在 80 万吨左右，2012 年饲料业务毛利占比 33%；3) 公司 2008-2010 年在新疆投资设立奎屯和阿克苏两个植物蛋白加工公司，各有 12 万吨棉籽脱酚蛋白生产线，该业务毛利率较低，2012 年盈亏基本平衡。

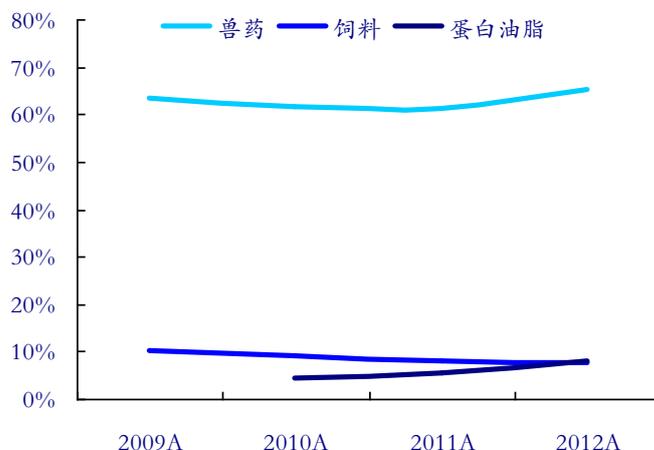
随着公司北区高端猪用疫苗生产基地建成量产、口蹄疫疫苗无血清悬浮培养技术改造完成，2013 年开始兽药业务将迈入高速增长阶段：1) 市场苗销售异军突起，2012 年新型猪蓝耳疫苗和口蹄纯化苗直销收入 1800 万元左右，预计 2013-2014 年直销收入将分别达到 7000 万和 1 个亿以上；2) 公司是继金宇集团之后国内第 2 家掌握口蹄疫悬浮生产工艺并能进行大规模工业化生产的企业，将大幅提升公司在口蹄疫疫苗市场的竞争力，同时生产成本也将出现显著下降，疫苗单位制造成本较之前转瓶工艺降低 7%-11%；3) 产品储备丰富，禽流感细胞工艺疫苗 2014 年有望投产，将成为政府招标业务新的主力产品，猪瘟 E2 亚单位灭活疫苗 2015 量产，将成为直销业务新的潜力品种。

图 1：公司毛利构成



数据来源：公司 2012 年报、安信证券研究中心

图 2：主要业务毛利率水平



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

2. 兽用疫苗行业景气向好

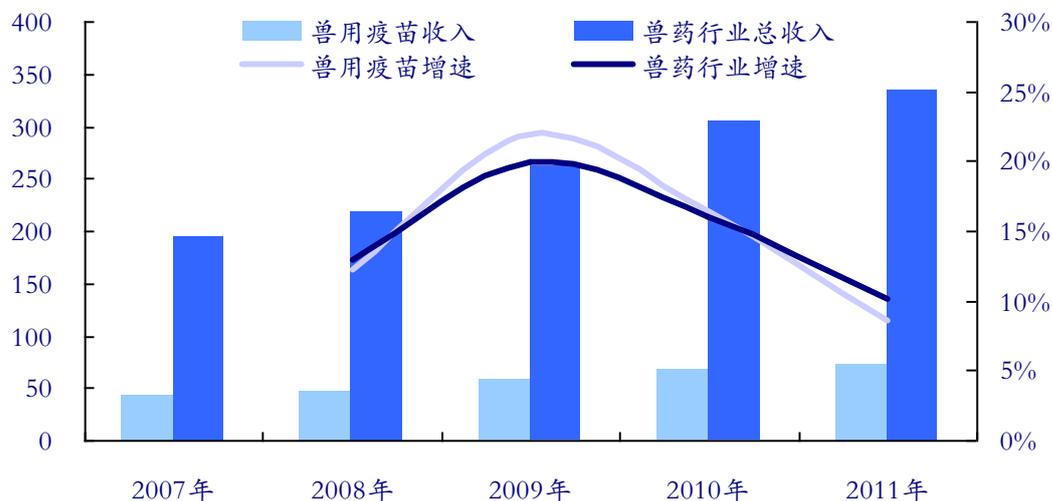
2.1. 畜牧业稳定发展、免疫覆盖率提升驱动兽药行业高增长

我国兽药市场以猪、禽、牛、羊等经济动物为主，下游畜牧业的规模、发展速度以及疫病控制水平直接决定了兽药行业的市场容量和发展前景。2007 年我国兽药行业收入 194 亿元，2011 年达到 335 亿元，年复合增长 14.7%；其中，2007 年兽用疫苗收入 42 亿元，2011 年达到 73 亿元，年复合增长 14.8%。随着居民生活水平提高和免疫覆盖率的上升，2015 年我国兽药市场规模将达到 600 亿元以上。

我国是畜牧业大国，经济动物数量庞大，2011 年生猪出栏 6.6 亿头、肉鸡出栏量 90 亿羽、牛出栏量 4800 万头、羊出栏量 2.7 亿头。我国已成为仅次于美国的全球第 2 大兽药消费国。由于城乡收入差距较大，农村居民年人均肉类消费 20.86 千克，仅为城镇居民的 2/3。随着城镇化建设的进一步深化和居民收入倍增计划的实施，农村居民肉类消费增长潜力巨大。

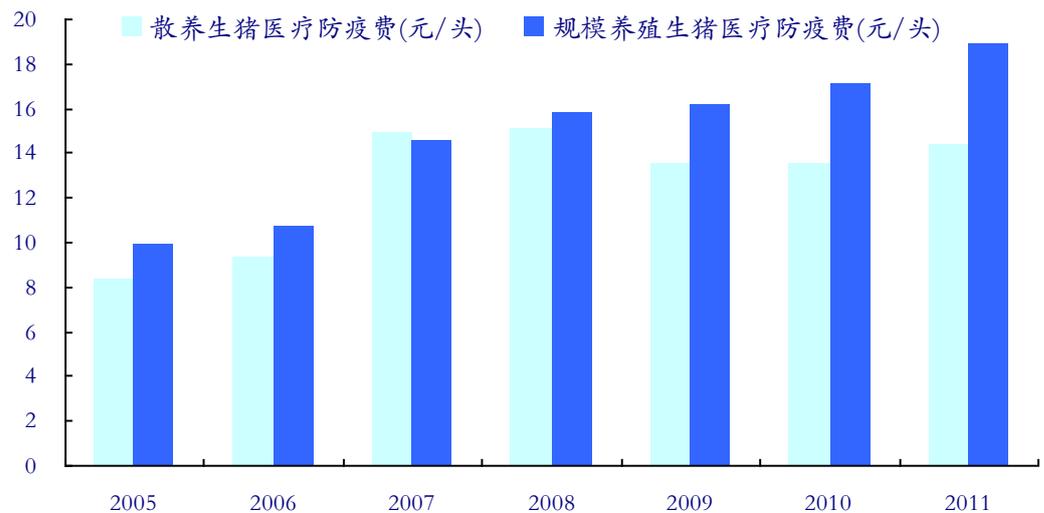
目前仅大型养殖企业主动实施防疫，除国家强制免疫的重大疫病外，其他动物疫病免疫覆盖率还较低。规模化养殖，特别是高密度养殖，提高了禽畜的疫病传染几率，规模化养殖企业具有更强的疫病预防意识。2011 年我国规模养殖场生猪医疗防疫支出 18.86 元/头，是散养的 1.3 倍；肉鸡中等规模养殖的医疗防疫支出为 0.84 元/羽，是小规模养殖的 1.1 倍。《全国畜牧业发展十二五规划》提出到 2015 年，全国畜禽规模养殖比重提高 10~15 个百分点，年出栏 500 头以上生猪规模化养殖比重达到 50%。随着我国畜牧业规模化、标准化发展，将拉动兽药行业持续快速增长

图 3：2011 年兽药行业总收入达到 335 亿元，近 5 年来年复合增长 14.7%



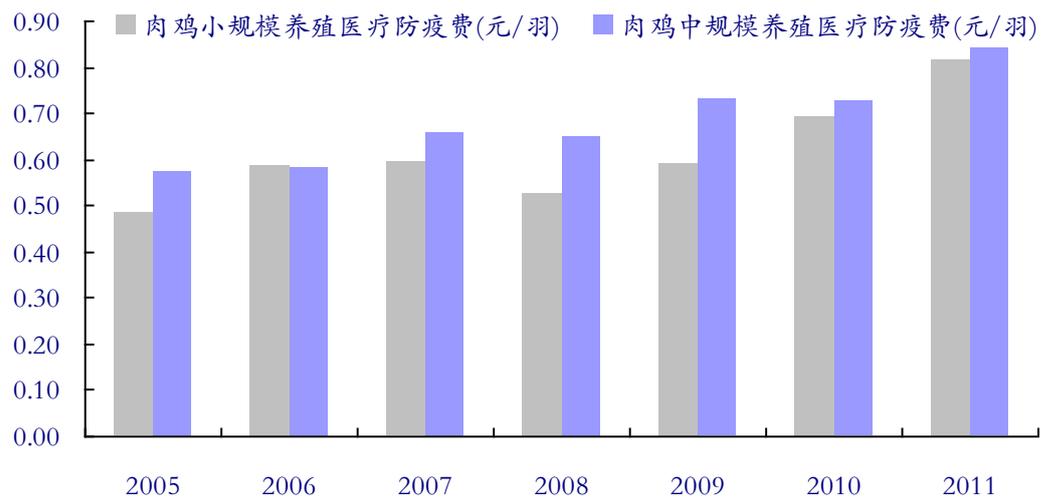
数据来源：WIND 资讯

图 4：2011 年规模养殖场生猪医疗防疫支出 18.86 元/头，是散养的 1.3 倍



数据来源：农产品成本收益资料汇编、安信证券研究中心

图 5：肉鸡中等规模养殖的医疗防疫支出为 0.84 元/羽，是小规模养殖的 1.1 倍



数据来源：农产品成本收益资料汇编、安信证券研究中心

2.2. 政府采购破冰，市场化疫苗步入高速成长期

目前我国兽用疫苗中强免疫苗品种较少但所占比重较大，2012 年全行业兽用疫苗销售额 80 亿元左右，其中政府强免疫苗占比 60%左右。近年来，随着规模养殖场的发展壮大，政府免费提供的强免疫苗在抗原含量、免疫效果等方面难以满足大型规模养殖户的需求，部分规模养殖场越来越倾向于直接采购经过毒株改良、佐剂改良、生产工艺改进（如悬浮培养技术）的疫苗产品。中国兽药协会的统计显示，近年来兽用疫苗市场化销售比例呈不断上升趋势、政府强灭疫苗采购占比呈下降趋势：2009 年兽用疫苗市场化销售占比 33%、2010 年上升至 39%。

对未来几年兽用疫苗市场格局的判断：1) 市场化销售是大势所趋。受规模化养殖提升驱动，大型养殖场对定制化疫苗需求持续增加，未来 3-5 年市场化销售疫苗将处于高速成长期，并且由于口蹄疫、蓝耳等直销苗技术壁垒高、参与企业少，未来 3-5 年竞争将相对缓和，利润率水平将维持在较高水平。2) 政府招标苗短期内难以取消，但采购机制将

变革。其中，猪蓝耳和猪瘟疫苗 2012 年开始在山东、海南等部分省份试点对养殖场实行直补政策，未来这两种疫苗可能逐步走向市场化；口蹄疫和禽流感疫苗是政府将持续控制的产品，因为这两种疫病病毒变异速度快，且很难彻底根除。

表 1：我国兽用疫苗主要销售模式

兽用疫苗类别	销售模式	主要产品
国家强制免疫疫苗	由定点生产企业生产，以政府采购为主，但企业也可以向符合采购资格的养殖场直接销售	高致病性禽流感疫苗灭活疫苗、猪瘟活疫苗、高致病性猪蓝耳病疫苗、口蹄疫疫苗、小反刍兽疫
非强制免疫疫苗	主要为经销商、养殖场（户）、少量通过地方防疫机构采购	常规产品（《中华人民共和国兽药典》收录的 00 多种兽用疫苗产品）、新兽药产品

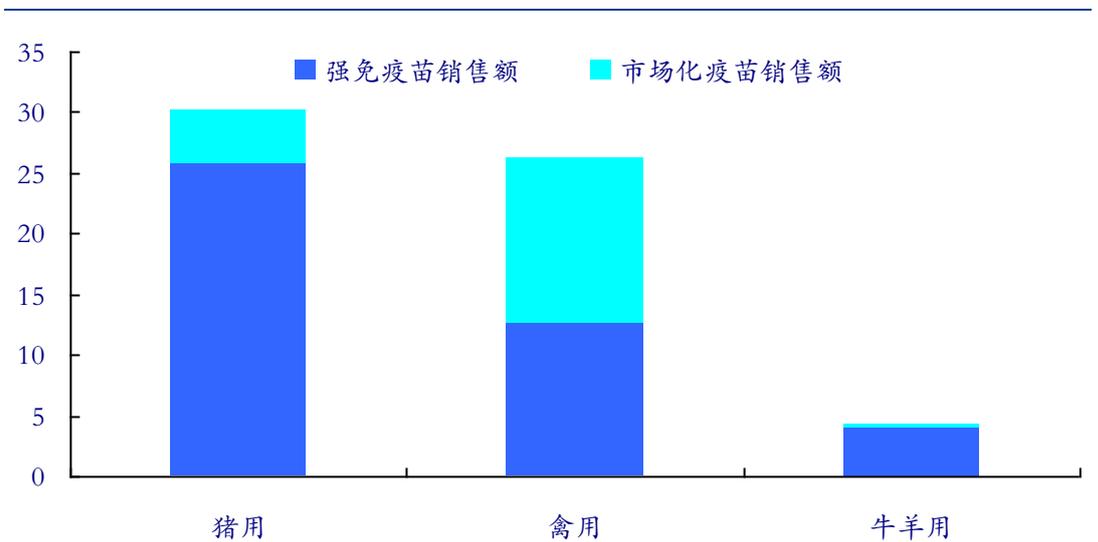
资料来源：农业部、安信证券研究中心搜集整理

表 2：近年来兽用疫苗市场化销售比例上升、政府采购占比有所下降

销售模式	2009 年	2010 年
政府采购占比	68%	61%
经销商占比	21%	28%
终端养殖户占比	11%	11%

资料来源：中国兽药协会、安信证券研究中心搜集整理

图 6：我国猪用、禽用、牛羊用疫苗销售结构（2010 年）（单位：亿元）



数据来源：中国兽药协会、安信证券研究中心

3. 疫苗业务：站在新一轮增长的起点

3.1. 公司兽药业务概况

公司是国内兽用生物制品十强企业，产品包括猪口蹄疫 O 型灭活疫苗、猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗、牛羊口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病疫苗、猪瘟活疫苗、布氏杆菌病活疫苗等牛羊大畜疫苗，是农业部指定的口蹄疫疫苗、猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗定点生产企业。口蹄疫疫苗是公司目前主要的利润来源，2012 年政府招采口蹄疫疫苗销量 8.5 亿毫升（4 亿头份）左右、销售额 3.9 亿元左右，占兽药业务总收入的比例高达 83%。

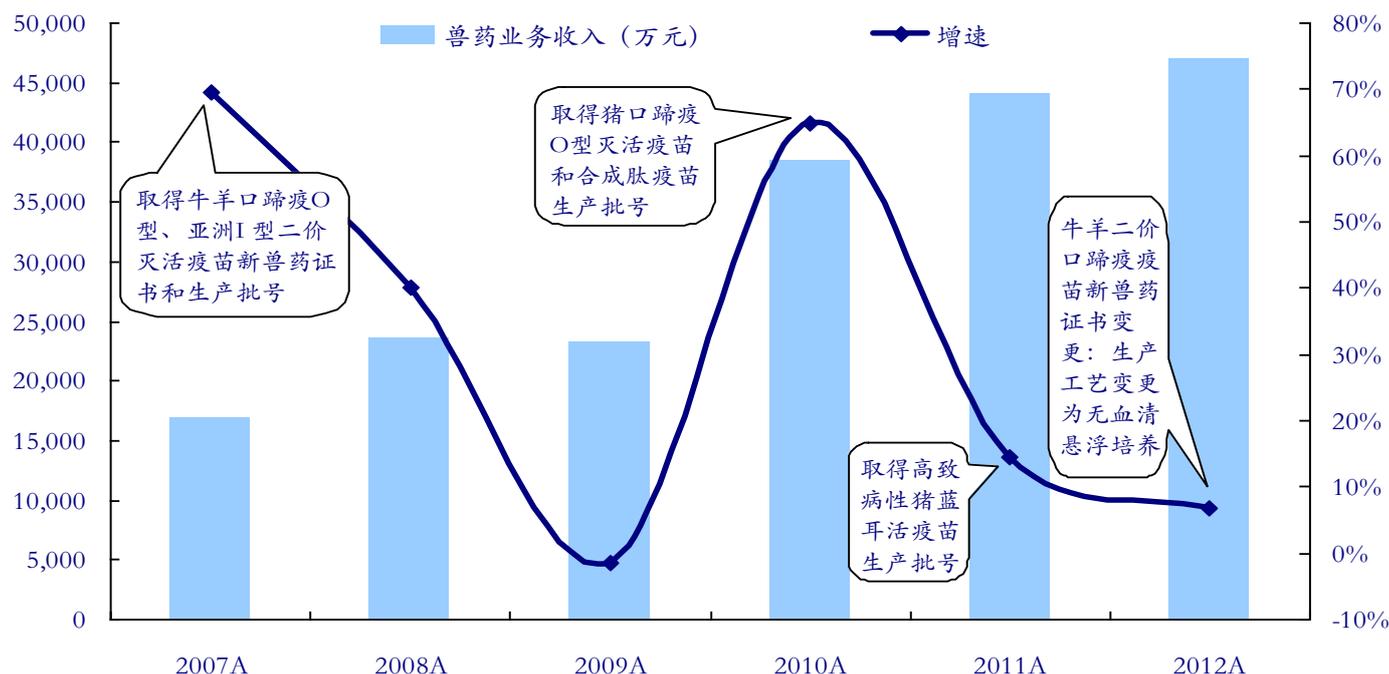
公司目前在乌鲁木齐本部拥有两个兽用疫苗生产基地。其中，**经济技术开发区主要生产口蹄疫疫苗**，2003-2008 年建成，现有 6 个 GMP 车间、13 条生产线、年产能 60 亿毫升。2012 年开始对其中 2 个车间进行悬浮培养工艺改造，1 个牛羊口蹄疫车间悬浮改造已完成、1 个猪口蹄疫车间预计 2013 年底前完成改造，改造后产能均为 7 亿毫升，此外还有 1 个较大的车间暂保留转瓶工艺，如进行改造可再新增 15 亿毫升的悬浮产能。**高新区北区主要生产口蹄疫以外的其他疫苗**，2012 年建成投产，现有 3 个 GMP 车间、9 条生产线、年产能 6.3 亿头份。此外，正在进行新兽药研发的**子公司吉林曙光生物禽流感灭活疫苗设计产能 10 亿羽份**。

表 3：公司兽用疫苗主要产品

	产品名称	适用对象
牛羊口蹄疫疫苗	口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价灭活疫苗 (OHM02+Asia-I-JSL-HENZK06 株)	用于预防牛、羊 O 型、亚洲 I 型口蹄疫
	口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 1 型三价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株+Asial KZ/03 株)	用于预防牛、羊 O 型、A 型、亚洲 1 型口蹄疫
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗系列	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OS 99 株)	用于预防猪 O 型口蹄疫
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (II) (OZK93 株)	用于预防猪 O 型口蹄疫
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OZK93 株+OS99 株)	用于预防猪 O 型口蹄疫
	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 2570+7309)	用于预防猪 O 型口蹄疫
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/GX/09-7 株+O/XJ/10-11 株)	用于预防猪 O 型口蹄疫
细菌活疫苗	布氏菌病活疫苗 S2 株	用于预防山羊、绵羊、猪和牛布氏杆菌病
	布氏菌病活疫苗 A19 株	用于预防牛和绵羊布氏杆菌病
灭活疫苗	羊三联四防灭活苗	用于预防羊快疫、猝狙、肠毒血症
	气肿疽灭活疫苗	用于预防牛、羊气肿疽
	牛出败	用于预防牛多杀性巴氏杆菌病
芽孢活疫苗	II 号炭疽活疫苗	用于预防大动物、绵羊、山羊、猪的炭疽
	无荚膜炭疽活疫苗	用于预防马、牛、绵羊和猪的炭疽
细胞毒活疫苗	蓝耳疫苗 (TJM-F92 株)	用于预防高致病猪蓝耳病
	小反刍疫苗	用于预防羊的小反刍兽疫
	羊痘疫苗	用于预防山羊痘及绵羊痘
	猪瘟活疫苗 (细胞源)	用于预防猪瘟
组织毒活疫苗	猪瘟活疫苗 (脾淋源)	用于预防猪瘟

资料来源：公司网站、安信证券研究中心

图 7：近年来公司兽药业务收入情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2. 政府招标业务：价格回升，储备产品即将放量

3.2.1. 政府招标口蹄疫疫苗量价齐升

口蹄疫是主要侵害猪、牛、羊等偶蹄类动物的一种急性、热性、高度接触性传染病，世界动物卫生组织将其列为 A 类传染病之首，我国《动物防疫法》也将其排在 14 个一类动物烈性传染病的第一位。按照农业部的要求，我国对所有猪进行 O 型口蹄疫强制免疫，对所有牛、羊进行 O 型、亚洲 I 型二价苗强制免疫。

目前全国共有 6 家口蹄疫疫苗定点生产企业，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。2012 年我国口蹄疫疫苗总产量 36 亿毫升左右（其中猪口蹄疫疫苗 21 亿毫升，牛羊 15 亿毫升），前三大厂商中牧股份、金宇集团和公司产量分别在 12 亿毫升、9 亿毫升和 8 亿毫升左右，TOP3 的市场占有率高达 80%。相比其他 3 种政府强制免疫苗（高致病猪蓝耳疫苗、猪瘟疫苗和高致病性禽流感疫苗），口蹄疫疫苗生产厂商数量少、市场集中度高，近年来政府招采价格相对稳定。

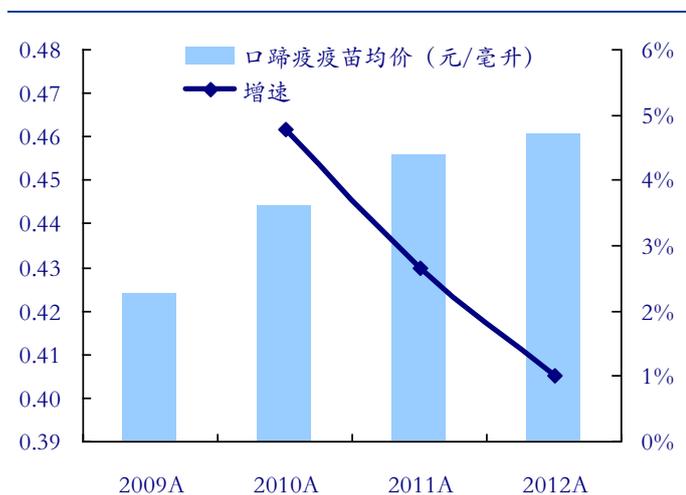
2013 年口蹄疫政府招标苗业务量价齐升：1) 很多省份强免疫苗采购原来分成春防和秋防两次招标，今年绝大部分省份改成 1 次集中招标，分批供货。截至目前公司 2013 年政府招标量已经基本确定，预计销量增速在 5%-10% 左右；2) 今年政府对产品质量更为重视，采取优质优价策略，广东、福建、山东等数个省份招采价格都有所提高，如猪口蹄疫灭活疫苗 2012 年招采价格 0.44 元/毫升，今年招采价格接近 0.50 元/毫升。预计未来几年口蹄疫疫苗政府招标价将在今年基础上稳中有升。

表 4: 政府强免疫苗市场竞争格局

	定点生产企业	市场竞争格局
口蹄疫疫苗	中牧股份、金宇集团、天康生物、中农威特、上海中联生物、内蒙古必威安泰 6 家企业	市场集中度高、市场份额基本稳定
高致病性禽流感疫苗	中牧股份、青岛易邦、大华农、益康生物等 9 家企业	市场集中度高、市场份额基本稳定
高致病性猪蓝耳病疫苗 (含灭活、弱毒活疫苗)	中牧股份、金宇集团、瑞普生物、大华农、天康生物等 20 余家企业	灭活疫苗生产企业 20 余家, 市场竞争激烈; 活疫苗生产企业 10 余家, 竞争相对缓和。
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、金宇集团等 40 余家生产企业。传代细胞源: 广东永顺。	脾淋源和细胞源生产企业众多, 竞争激烈; 传代细胞源目前处于推广试验期。
小反刍兽疫	天康生物、西藏生物制品厂	仅在新疆、西藏强制免疫, 生产企业较少

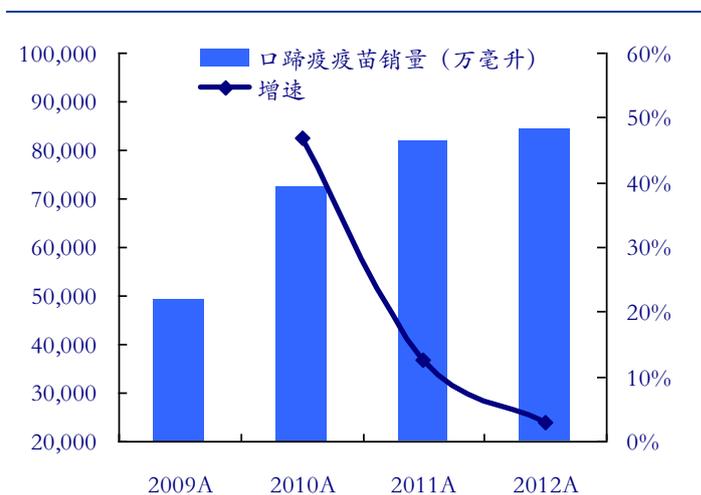
资料来源: 农业部网站、安信证券研究中心

图 8: 近年来公司口蹄疫招标苗价格走势



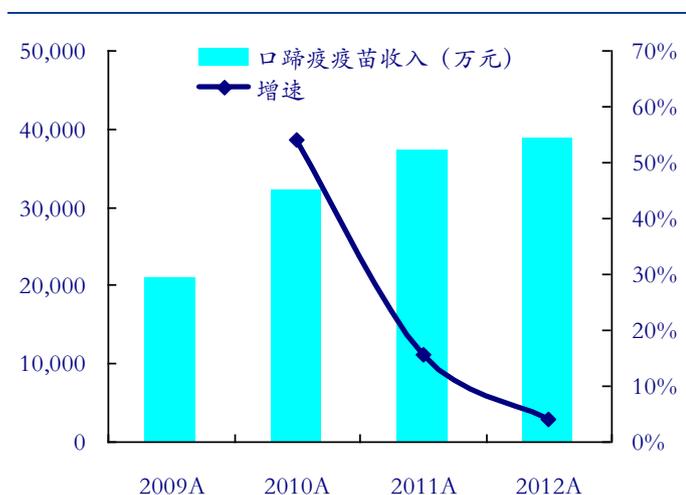
数据来源: 公司资料、安信证券研究中心

图 9: 近年来公司口蹄疫招标苗销量



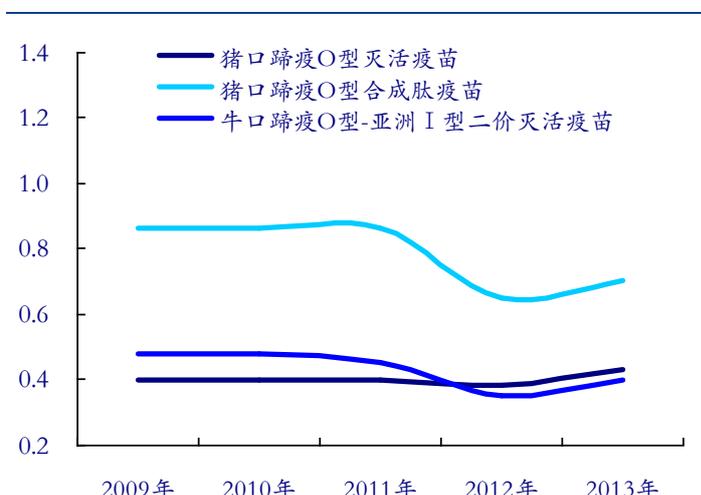
数据来源: 公司资料、安信证券研究中心

图 10: 近年来公司口蹄疫招标苗收入



数据来源: 公司资料、安信证券研究中心

图 11: 2013 年广东省口蹄疫政府采购价格有所回升



数据来源: 广东省政府采购网、安信证券研究中心

3.2.2. 禽流感细胞工艺疫苗 2014 年有望量产

公司下属子公司吉林曙光生物技术公司（持股 57.05%）H5 亚型重组禽流感灭活疫苗已完成实验室研究和微载体悬浮培养技术的中试放大，已经开始申报临床试验，预计 2014 年中期前后有望取得新兽药证书并开始量产，主要针对政府采购市场，将填补公司在高致病性禽流感疫苗方面的空白。

目前国内企业主要采用传统鸡胚工艺生产高致病性禽流感疫苗，存在生物安全性低、产品质量稳定性和均一性差等问题。公司重组禽流感灭活疫苗采用细胞全悬浮工艺生产，相比现在鸡胚源的禽流感疫苗是革命性的变化，避免了鸡胚培养中由于含有大量杂蛋白而存在的安全隐患问题，同时整个生产过程更加可控，无外源病毒污染和母源抗体影响，疫苗质量批间差异小、质量稳定、生产成本也更低。目前全球只有韩国、台湾等少数地区能够利用细胞全悬浮工艺生产禽流感疫苗，国内也仅山东信得 1 家企业获得生产批号。吉林曙光现有禽流感灭活疫苗产能 10 亿羽份，预计 2014 年下半年投产之后 2-3 年销售额有望过亿元。

图 12：曙光生物已建成的综合办公楼、研发中心和 GMP 车间、检验动物房



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

3.3. 占据技术制高点，直销苗异军突起

目前公司直销苗主要是基因缺失的高致病性猪蓝耳弱毒苗（TJM-F92 株）和猪新型口蹄疫纯化苗。公司直销部门 2012 年 3 月份组建、8 月份之后开始实际销售，2012 年销售额 1800 万元，2013 年 1 季度直销苗销售额达到 1500 万元左右，预计 2013、2014 年直销收入将分别达到 7000 万和 1 个亿以上。此外，公司目前储备的猪瘟 EII 亚单位疫苗能够根除猪瘟，净化养殖场，2015 年将开始量产，有望成为直销业务新的潜力产品。

3.3.1. 新型蓝耳弱毒苗“防控蓝耳新武器”，市场需求旺盛

高致病性猪蓝耳病是由猪繁殖与呼吸综合征病毒变异毒株引起的一种急性高致死性传染病，该病还可引起猪的免疫抑制，造成猪瘟等多种疫病混合或继发感染。每头商品猪在整个饲养周期中一般需要对高致病性蓝耳病免疫 2 次，种猪在配种前还需加强免疫。2012 年我国生猪出栏 6.9 亿头、年底存栏 4.7 亿头，总饲养量为 11.6 亿头，据此测算我国高致病性猪蓝耳病疫苗年需求量在 23.2 亿头份以上，市场空间广阔。

针对高致病性猪蓝耳病的疫苗有灭活苗和活疫苗两种，活疫苗（即弱毒苗）于2009年开始试点使用，由于活疫苗免疫产生期快、免疫效果好于灭活疫苗，近年来在猪蓝耳病免疫防治中出现活疫苗逐步取代灭活疫苗的趋势。目前我国高致病性猪蓝耳活疫苗主要有3种毒株：JXA1-R株、HuN4-F112株和TJM-F92株。其中，TJM-F92株疫苗有别于其他疫苗，是防控高致病性蓝耳病的新武器：1）是一种自然基因缺失疫苗，缺失的这段基因是免疫抑制相关基因，使病毒致病力下降，同时宿主对病毒的免疫力提升，是目前国内和国际上最安全的蓝耳病活疫苗；2）由于免疫抑制相关基因缺失，TJM-F92株疫苗没有免疫干扰性，可以和猪瘟等其他疫苗同时使用，克服了传统蓝耳弱毒苗在使用时对猪瘟等疫苗的干扰；3）使用耐热保护剂，可常温保存，使用方便，而其他传统蓝耳疫苗须冷藏保存。目前国内仅天康生物、吉林特研、青岛易邦、山西隆克尔获批生产TJM-F92株高致病性蓝耳活疫苗。公司新型蓝耳弱毒苗销售势头良好，2013年1季度直销收入已经超过1000万元，目前已经成功进入温氏、正邦等大型养殖企业采购名单。

表 5：国内高致病性猪蓝耳病活疫苗生产企业

生产企业	毒株
中牧实业股份有限公司成都药械厂	JXA1-R
武汉中博生物股份有限公司	JXA1-R
山西海森生物制品有限公司	JXA1-R
吉林鲸象动物药业有限公司	JXA1-R
国药集团扬州威克生物工程有限公司	JXA1-R
齐鲁动物保健品有限公司	JXA1-R
广东永顺生物制药股份有限公司	JXA1-R
普莱柯生物工程股份有限公司	JXA1-R
广东大华农动物保健品股份有限公司	JXA1-R
哈药集团生物疫苗有限公司	HuN4-F112
吉林正业生物制品股份有限公司	HuN4-F112
上海海利生物技术股份有限公司	HuN4-F112
哈尔滨维科生物技术开发公司	HuN4-F112
吉林特研生物技术有限公司	TJM-F92
青岛易邦生物工程有限公司	TJM-F92
山西隆克尔生物制药有限公司	TJM-F92
新疆天康畜牧生物技术股份有限公司	TJM-F92

资料来源：国家兽药基础信息查询系统

3.3.2. 口蹄疫纯化苗即将进入大规模推广期

目前国内从事猪口蹄疫疫苗直销业务的仅金宇集团、兰研所旗下的中农威特和公司 3 家企业：其中，金宇采取的是低血清悬浮培养技术，是国内最早进行口蹄疫疫苗悬浮培养的企业，起步早；中农威特目前仍使用转瓶培养工艺，后期纯化成本较高；公司采取的是无血清悬浮培养工艺，起步较金宇晚，但起点较金宇更高。此外，目前正在进行口蹄疫悬浮培养技术研发的还有中牧股份和内蒙古必威安泰公司 2 家企业：其中，中牧今年有望拿到新兽药证书工艺变更；必威安泰目前尚未解决工艺问题。

目前国内口蹄疫疫苗生产主要采取的是以人工操作为主的转瓶培养工艺，而悬浮培养工艺是在连续封闭的系统中进行，培养条件更为稳定，抗原平均含量高于转瓶工艺 10 倍以上。疫苗内有效抗原含量是决定疫苗免疫效果的一个重要指标，疫苗的抗原含量越高，则效力越高，从而抗原覆盖谱越宽，免疫持续期越长。

公司口蹄疫纯化苗为新型双组份（缅甸 98 株+新毒株）疫苗，采用国内首创的无血清全悬浮培养工艺：1) 利用悬浮生产技术，大幅提高抗原含量和批次稳定性；2) 在细胞培养方面全程不添加血清，有利于显著减少异源蛋白；3) 抗原浓缩全程利用物理方法去除细胞碎片、杂蛋白，以提高目标抗原比例，消除过敏反应。2010-2012 年公司累计投入 8000 多万元用于口蹄疫灭活疫苗无血清全悬浮培养工艺技术改造，并获得国家专利，2012 年下半年口蹄疫纯化苗进行了少量直销，预计今年下半年在抗体水平稳定之后将进入大规模推广期。

表 6：口蹄疫转瓶培养与悬浮培养工艺比较

	悬浮培养工艺	转瓶培养工艺
设备与自动化程度	全封闭管道化的自动控制	作坊式半开放人工操作
劳动力需求	少	多
产品效力	稳定可控	不可控
均一性	培养体积大、无需混合、批间差小	培养体积小、需混合、批间差大
有效抗原含量	抗原含量是转瓶培养的 10 倍以上	需浓缩
蛋白纯化	杂蛋白含量低、纯化简单	杂蛋白含量高、纯化复杂

资料来源：《中国兽药杂志》、安信证券研究中心

3.3.3. 其他高端猪用疫苗储备产品 2015 年开始放量

公司猪用疫苗储备产品主要是采用台湾技术合作研发的猪瘟 EII 亚单位灭活疫苗、猪支原体灭活疫苗、萎缩性鼻炎类毒素灭活疫苗、传染性胸膜肺炎类毒素疫苗和猪圆环亚单位灭活疫苗等。其中，目前进展最快的是猪瘟 EII 亚单位灭活疫苗，免疫效果好于国内市场广泛使用的兔源疫苗，并且能够根除猪瘟、净化养殖场环境，计划今年 6、7 月份申报临床，预计 1 年左右可投产。猪瘟 EII 亚单位灭活疫苗研制思路是针对国内大型养殖企业，有望成为直销业务新的潜力品种。

表 7: 公司兽用疫苗业务预测 (单位: 万元)

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
1) 政府招标口蹄疫疫苗						
口蹄疫疫苗销量 (万毫升)	72,601	81,716	84,168	88,376	92,795	97,434
增速	47%	13%	3%	5%	5%	5%
售价 (元/毫升)	0.44	0.46	0.46	0.48	0.50	0.51
增速	5%	3%	1%	5%	3%	2%
口蹄疫疫苗政府招标收入	32,233	37,247	38,747	42,719	46,200	49,481
增速	54%	16%	4%	10%	8%	7%
2) 牛羊大畜疫苗						
牛羊大畜疫苗销量 (万毫升\头份)	28,738	19,840	19,840	19,840	19,840	19,840
增速	15%	-31%	0%	0%	0%	0%
售价 (元/毫升或头份)	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
增速	68%	17%	3%	0%	0%	0%
牛羊大畜疫苗销售收入	1,736	1,401	1,443	1,443	1,443	1,443
增速	93%	-19%	3%	0%	0%	0%
3) 其他常规疫苗						
其他常规疫苗销量 (万毫升\头份)	24,195	11,236	11,236	11,236	11,236	11,236
增速	245%	-54%	0%	0%	0%	0%
售价 (元/头份)	0.17	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
增速	15%	170%	0%	0%	0%	0%
其他常规疫苗销售收入	4,029	5,045	5,044	5,044	5,044	5,044
增速	296%	25%	0%	0%	0%	0%
4) 猪口蹄疫、蓝耳等直销苗						
新型猪口蹄疫、蓝耳等直销苗收入			1,800	7,000	11,900	19,040
增速				289%	70%	60%
5) 政府招标禽流感疫苗						
政府招标禽流感疫苗收入					3,000	6,000
增速						100%
兽药业务收入	38,416	44,006	46,953	56,205	67,587	81,007
增速	65%	15%	7%	20%	20%	20%
兽药业务成本	14,721	17,113	16,306	18,548	21,628	25,112
增速	73%	16%	-5%	14%	17%	16%
兽药业务毛利	23,695	26,893	30,647	37,658	45,959	55,895
兽药业务毛利率	61.7%	61.1%	65.3%	67.0%	68.0%	69.0%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

4. 饲料业务：从区域市场向全国拓展

公司在新疆、甘肃、河南、内蒙、辽宁、河北、北京等地拥有饲料生产企业 21 家，产能 200 万吨，生产配合料、浓缩料、预混料等，涉及鸡、猪、反刍、水产等各类饲料，2012 年产销量达 80 万吨。其中，新疆本部产量 40 万吨，近年来每年保持 20%-30% 的增速，预计未来 3 年产量有望翻番；中原业务部产量 30 万吨，2013 年计划新建 1 个 30 万吨的饲料厂；东北业务部 2012 年产量 10 万吨左右。

公司近两年来积极调整饲料产品结构，不断加大猪料在产品结构中的比重，2012 年中原区猪料占比已达 50% 以上，部分公司猪料占比达 70% 以上。未来公司饲料业务将以西北、中原、东北三大区域市场为龙头，积极向周边市场拓展，逐步发展到全国市场，力争 2 年内饲料产销量达到 100 万吨，进入全国大型饲料企业行列。

表 8：公司饲料业务预测（单位：万元）

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
饲料销量（万吨）	60	70	80	88	101	116
增速		17%	14%	10%	15%	15%
饲料业务收入	168,415	196,126	225,335	247,869	285,049	327,806
增速	4%	16%	15%	10%	15%	15%
饲业务成本	153,457	180,665	208,374	229,211	263,593	303,132
增速	5%	18%	15%	10%	15%	15%
饲料业务毛利	14,959	15,461	16,961	18,657	21,456	24,674
饲料业务毛利率	8.9%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

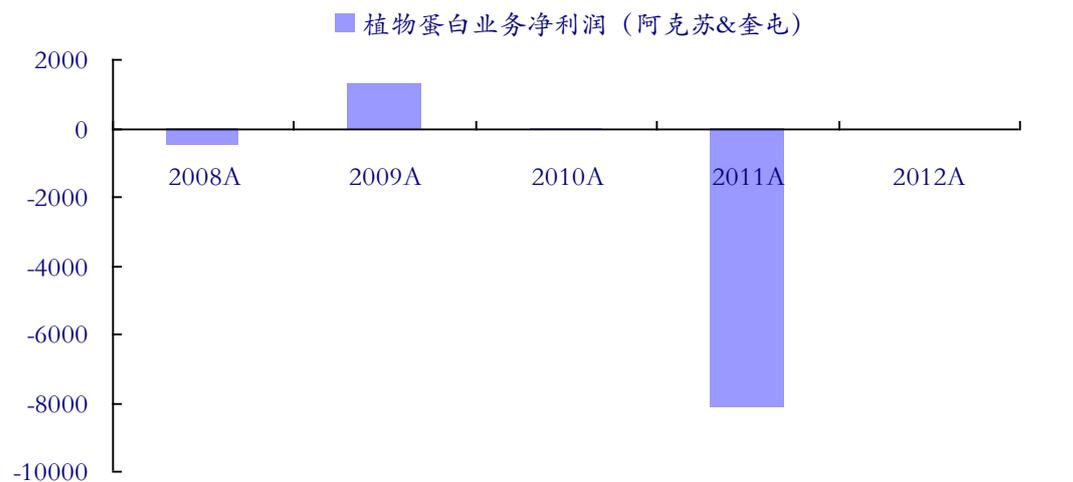
5. 植物蛋白业务：控制风险，以销定购，购销同步

公司植物蛋白业务主要依托新疆丰富的棉籽资源，采用压榨、脱酚等技术，生产棉粕、棉油和副产物棉籽壳，还有部分副产品为棉花短绒，其中 40%-50% 的出粕率、15%-20% 的出油率、30% 的出壳率。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天康植物蛋白有限公司，这两个全资子公司各有 12 万吨棉籽脱酚蛋白生产线。

植物蛋白业务季节性特征明显，每年 8、9 月份新棉上市时集中收购棉籽，来年 1 季度压榨销售。由于加工企业大多集中在 4 季度抢购原料，一方面容易拉高原料价格，另一面存在赌行情风险，来年 1 季度产品价格可能出现回落。公司 2010 年四季度在棉籽价格高涨时囤积了大量的原料，2011 年受棉油和棉粕价格大幅回落影响，植物蛋白业务亏损 8000 多万元。

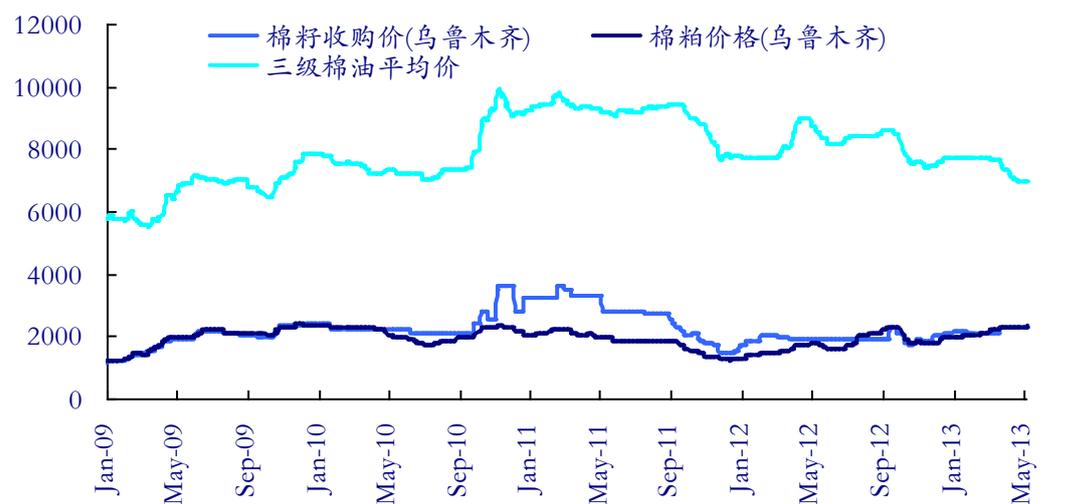
在经历了 2011 年的严重亏损之后，2012 年公司对植物蛋白业务的经营模式进行了重大调整，确定了“以销定购、购销同步”的稳健经营思路，降低了经营风险，2012 年植物蛋白业务大幅扭亏，盈亏基本平衡。未来公司植物蛋白业务将充分利用现有生产能力，发挥新疆本地原料资源优势，坚持“以销定产、稳健经营”的思路。

图 13: 近年来公司植物蛋白业务盈利情况 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 14: 近年来棉籽、棉粕、棉油价格走势



数据来源: WIND 资讯

6. 看好公司发展前景, 首次覆盖, 给予买入-A 评级

按增发 6200 万股计算, 预计公司 2013-2015 年全面摊薄的 EPS 分别 0.50、0.66 和 0.82 元。公司作为国内生物制品十强企业, 是继金宇集团之后国内第 2 家掌握口蹄疫疫苗悬浮培养技术并实现规模化生产的企业, 同时在新型蓝耳疫苗等高端猪用疫苗方面拥有强大的技术实力, 2013 年开始随着直销业务业务快速放量, 禽流感细胞工艺疫苗、猪瘟 E2 亚单位灭活疫苗等储备产品陆续投产, 公司兽药业务将进入快速增长阶段, 未来 3 年净利润复合增速有望达到 40%左右。看好公司发展前景, 首次覆盖, 给予买入-A 评级, 12 个月目标价 15 元。

表 9：公司细分业务预测（单位：万元）

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
1、兽药						
兽药业务收入	38,416	44,006	46,953	56,205	67,587	81,007
增速	65%	15%	7%	20%	20%	20%
兽药业务成本	14,721	17,113	16,306	18,548	21,628	25,112
增速	73%	16%	-5%	14%	17%	16%
兽药业务毛利	23,695	26,893	30,647	37,658	45,959	55,895
兽药业务毛利率	61.7%	61.1%	65.3%	67.0%	68.0%	69.0%
2、饲料						
饲料业务收入	168,415	196,126	225,335	247,869	285,049	327,806
增速	4%	16%	15%	10%	15%	15%
饲料业务成本	153,457	180,665	208,374	229,211	263,593	303,132
增速	5%	18%	15%	10%	15%	15%
饲料业务毛利	14,959	15,461	16,961	18,657	21,456	24,674
饲料业务毛利率	8.9%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
3、饲料添加剂						
饲料添加剂业务收入	5,548	8,701	8,334	9,167	10,543	12,124
增速	67%	57%	-4%	10%	15%	15%
饲料业添加剂业务成本	5,317	8,228	7,824	8,606	9,897	11,382
增速	65%	55%	-5%	10%	15%	15%
饲料添加剂业务毛利	231	473	510	561	645	742
饲料添加剂业务毛利率	4.2%	5.4%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
4、农产品加工						
农产品业务收入	23,492	48,495	51,158	51,158	51,158	51,158
增速	34%	106%	5%	0%	0%	0%
农产品业务成本	22,127	46,755	47,011	47,011	47,011	47,011
增速	56%	111%	1%	0%	0%	0%
农产品业务毛利	1,365	1,741	4,147	4,147	4,147	4,147
农产品业务毛利率	5.8%	3.6%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
营业收入合计	236,905	298,398	332,731	365,351	415,288	473,046
增速	14%	26%	12%	10%	14%	14%
营业成本合计	196,409	253,377	280,133	303,924	342,676	387,184
增速	14%	29%	11%	8%	13%	13%
毛利合计	40,496	45,021	52,599	61,427	72,611	85,862
毛利率	17.1%	15.1%	15.8%	16.8%	17.5%	18.2%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 10: 公司业绩预测主要结果 (单位: 万元)

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	236,905	298,398	332,731	365,351	415,288	473,046
增速	14%	26%	12%	10%	14%	14%
营业成本	196,409	253,377	280,133	303,924	342,676	387,184
增速	14%	29%	11%	8%	13%	13%
营业利润	11,440	8,074	11,974	21,407	28,102	35,396
增速	8%	-29%	48%	79%	31%	26%
利润总额	12,573	9,094	13,411	22,607	29,302	36,596
增速	12%	-28%	47%	69%	30%	25%
归属于母公司所有者的净利润	10,743	7,689	10,801	17,860	23,442	29,277
增速	9%	-28%	40%	65%	31%	25%
每股收益 (元)	0.36	0.26	0.37	0.50	0.66	0.82

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心 (2013-2015 年 EPS 按照增发 6200 万股摊薄后计算)

财务报表预测和估值数据汇总(2013年05月21日)

利润表						财务指标					
(万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	298,398.4	332,731.3	365,350.6	415,287.5	473,046.4	成长性					
减:营业成本	253,377.1	280,132.8	303,923.6	342,676.3	387,184.3	营业收入增长率	26.0%	11.5%	9.8%	13.7%	13.9%
营业税费	331.0	345.9	379.9	431.8	491.8	营业利润增长率	-29.4%	48.3%	78.8%	31.3%	26.0%
销售费用	17,614.5	20,751.9	21,921.0	24,917.3	28,382.8	净利润增长率	-28.4%	40.5%	65.3%	31.3%	24.9%
管理费用	10,389.9	15,772.4	16,806.1	19,103.2	21,760.1	EBITDA 增长率	-1.3%	15.7%	38.0%	23.6%	18.5%
财务费用	5,664.6	4,232.4	2,813.0	2,056.6	1,931.6	EBIT 增长率	-9.6%	18.0%	49.4%	24.5%	23.8%
资产减值损失	4,788.8	1,452.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	-10.8%	8.5%	52.0%	26.1%	23.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.9%	-0.1%	18.2%	-6.6%	6.2%
投资和汇兑收益	1,841.7	1,930.4	1,900.0	2,000.0	2,100.0	净资产增长率	8.0%	9.6%	53.9%	8.6%	9.9%
营业利润	8,074.2	11,974.0	21,407.0	28,102.4	35,395.8	利润率					
加:营业外净收支	1,019.9	1,437.3	1,200.0	1,200.0	1,200.0	毛利率	15.1%	15.8%	16.8%	17.5%	18.2%
利润总额	9,094.2	13,411.2	22,607.0	29,302.4	36,595.8	营业利润率	2.7%	3.6%	5.9%	6.8%	7.5%
减:所得税	1,414.5	2,997.1	4,747.5	5,860.5	7,319.2	净利润率	2.6%	3.2%	4.9%	5.6%	6.2%
净利润	7,688.7	10,801.2	17,859.5	23,441.9	29,276.7	EBITDA/营业收入	6.6%	6.8%	8.6%	9.3%	9.7%
						EBIT/营业收入	4.6%	4.9%	6.6%	7.3%	7.9%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	67	73	81	79	70
货币资金	37,866.0	39,485.4	43,894.3	74,450.2	79,214.3	流动营业资本周转天数	87	63	61	62	61
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	142	138	136	145	152
应收账款	10,744.7	13,110.5	13,083.4	16,690.8	17,224.4	应收账款周转天数	11	13	13	13	13
应收票据	-	-	50.8	9.6	19.6	存货周转天数	85	69	68	67	67
预付帐款	8,559.8	17,556.5	10,777.8	21,169.3	14,927.2	总资产周转天数	254	261	259	251	238
存货	68,033.7	58,945.2	78,817.6	76,511.0	98,992.2	投资资本周转天数	191	175	173	160	140
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.8%	8.4%	9.4%	11.3%	12.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	4.1%	6.5%	7.6%	9.2%
长期股权投资	5,899.3	4,931.0	4,931.0	4,931.0	4,931.0	ROIC	7.5%	7.8%	11.9%	12.7%	16.8%
投资性房地产	69.8	65.9	65.9	65.9	65.9	费用率					
固定资产	57,846.0	77,242.6	87,051.7	95,409.7	87,384.1	销售费用率	5.9%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
在建工程	22,699.9	22,767.1	16,383.6	-	-	管理费用率	3.5%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
无形资产	10,183.2	11,289.0	10,715.1	10,141.2	9,567.3	财务费用率	1.9%	1.3%	0.8%	0.5%	0.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.3%	12.2%	11.4%	11.1%	11.0%
资产总额	230,061.8	252,706.7	273,083.2	306,528.8	319,063.6	偿债能力					
短期债务	62,000.0	60,500.0	30,000.0	30,000.0	25,000.0	资产负债率	50.9%	51.0%	30.2%	32.5%	28.7%
应付帐款	20,981.1	27,070.5	25,061.9	33,717.8	32,696.4	负权益比	103.6%	104.0%	43.3%	48.1%	40.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.39	1.20	2.24	2.33	2.89
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.63	0.65	1.04	1.39	1.53
长期借款	19,800.0	9,780.0	10,000.0	10,000.0	10,000.0	利息保障倍数	2.43	3.83	8.61	14.66	19.32
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	117,048.5	128,844.6	82,519.5	99,555.8	91,596.9	DPS(元)	0.10	0.05	0.15	0.20	0.25
少数股东权益	84.9	3,080.1	3,080.1	3,080.1	3,080.1	分红比率	38.3%	13.6%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	29,475.8	29,475.8	35,675.8	35,675.8	35,675.8	股息收益率	0.9%	0.4%	1.3%	1.7%	2.1%
留存收益	83,452.6	91,306.2	151,807.9	168,217.2	188,710.8						
股东权益	113,013.2	123,862.1	190,563.7	206,973.1	227,466.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	7,679.7	10,414.2	17,859.5	23,441.9	29,276.7	EPS(元)	0.26	0.37	0.50	0.66	0.82
加:折旧和摊销	6,164.8	6,816.7	7,148.4	8,599.5	8,599.5	BVPS(元)	3.83	4.10	5.26	5.72	6.29
资产减值准备	4,788.8	1,452.3	-	-	-	PE(X)	44.2	31.4	23.0	17.5	14.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.8	2.2	2.0	1.8
财务费用	5,820.5	4,442.6	2,813.0	2,056.6	1,931.6	P/FCF	14.4	687.5	-9.2	11.0	31.3
投资损失	-1,841.7	-1,930.4	-1,900.0	-2,000.0	-2,100.0	P/S	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	-9.1	-387.0	-	-	-	EV/EBITDA	18.0	13.7	13.2	9.9	8.2
营运资金的变动	8,142.6	18,403.3	-26,533.9	4,135.6	-19,263.8	CAGR(%)	45.1%	41.1%	18.4%	45.1%	41.1%
经营活动产生现金流量	34,861.4	28,280.5	-613.1	36,233.6	18,444.0	PEG	1.0	0.8	1.3	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-27,790.0	-8,883.8	-8,100.0	2,000.0	2,100.0	ROIC/WACC	0.6	0.6	0.9	1.0	1.3
融资活动产生现金流量	15,182.1	-17,777.2	13,121.9	-7,677.6	-15,779.9	REP	3.7	3.2	2.3	2.2	1.5

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴莉声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

