

2013年10月13日



天康生物 (002100.SZ)

生物技术行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

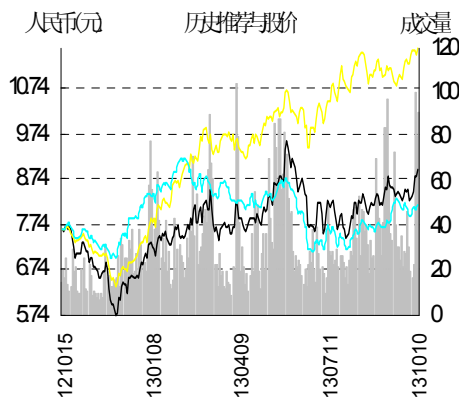
市价(人民币): 8.96元  
目标(人民币): 10.41元

## 市场苗品种正成长, 关注平台价值

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	383.19
总市值(百万元)	38.90
年内股价最高最低(元)	9.59/5.74
沪深300指数	2468.51
中小板指数	6276.56



### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.261	0.366	0.352	0.473	0.619
每股净资产(元)	3.83	4.10	4.94	5.54	6.32
每股经营性现金流(元)	1.18	0.96	0.06	0.52	0.63
市盈率(倍)	39.64	25.13	25.49	18.94	14.47
行业优化市盈率(倍)	24.42	33.55	52.38	52.38	52.38
净利润增长率(%)	-28.44%	40.48%	41.31%	34.59%	30.91%
净资产收益率(%)	6.81%	8.94%	8.93%	10.73%	12.32%
总股本(百万股)	294.76	294.76	434.16	434.16	434.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 看点一: 动物疫苗业务 3-5 年内翻倍可期。**我们长期看动物疫苗行业的稳定成长投资价值, 以此思路自上而下选取品种具有锐性、安全边际的公司进行推荐, 天康生物正是这么一家公司。3-5 年内, 我们认为公司政府招采苗有望增加 1.6 亿元左右, 市场苗有望增加 4 亿左右, 拉动业绩保持 20% 左右的增长。招采苗方面优质优价趋势已经开始显现, 我们取中性假设招采价格能够复合增长 8%, 则 4 年有望增加收入 1.6 亿元。市场苗受益于行业的高速扩容与公司的品种锐度, 预计猪蓝耳基因缺失苗、猪瘟 EII 苗、猪圆环病毒苗加上禽流感疫苗(强免疫苗, 预计 2015 年产生贡献)贡献约 3 亿, 其它二线品种贡献约 1 亿。
- 看点二: 有望成为兵团打造肉类加工集团的平台。**公司是新疆生产建设兵团下属公司, 兵团提出建设八大集团当中包括“肉类加工”集团, 且兵团鼓励上市公司通过融资借助资本市场做大做强, 我们认为天康生物在兵团旗下的 14 家上市公司当中最有可能成为兵团整合生猪养殖产业链的平台, 其中如果能在 2015 年后将天康畜牧科技整体股权整合进来以后将在 2012 年基础上预计增厚净利 8000 万左右。公司已经拥有饲料、兽药的强势基础地位, 全产业链的雏型已经显现, 未来有望获得兵团进一步相关资产注入扶持。
- 招采苗、激励机制提供安全边际:**第一: 公司的招采苗以口蹄疫为主, 盈利贡献占比高, 而此块业务竞争格局相对稳定, 我们认为将为公司提供稳定的、确定性的贡献; 第二: 激励机制顺畅, 虽然公司的体制是国有体制, 但公司拥有激励基金制度, 而且管理层间接持有小部分公司股权, 可以对冲国有背景下业绩的不确定性。

### 投资建议

- 我们预计 13-15 年 EPS 分别为 0.352、0.473、0.619 元。给予 14 年 22X, 对应目标价 10.41 元, 作为 14 年稳定增长的品种进行推荐, 首次覆盖并给予“增持”评级。

### 风险

- 产能推进不达预期, 市场苗推进不达预期。

钟凯锋 联系人  
(8621)60870959  
zhongkf@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 内容目录

投资逻辑 .....	4
公司概况：兵团国资委下属的兽用生物制品新贵 .....	4
股权结构及管理层激励：兵团背景，管理层小比例持股，激励机制顺畅 .....	5
核心亮点之一：动物疫苗 3-5 年收入翻番不止，贡献利润复合增速 20%左右 .....	6
兽用生物制品历史概况：产品种类、产能做加法推动发展 .....	6
招采苗：3-5 年增加 1.6 亿元左右收入 .....	8
市场苗：3-5 年增加 4 亿元左右收入 .....	10
兵团资产整合为核心亮点之二：打造养殖平台 .....	11
兵团背景下公司的平台价值显著 .....	11
饲料业务：定位现金流业务，预计将以稳定为主 .....	14
植物蛋白业务：新进领域，周期波动 .....	16
估值与投资建议 .....	18
附录：三张报表预测摘要 .....	20

## 图表目录

图表 1：生物制品占公司历年收入比重 .....	5
图表 2：生物制品占公司历年毛利比重 .....	5
图表 3：实际控制人为兵团国资委，管理层间接持股是公司的重要特征 .....	5
图表 4：公司 2013 年实施的激励基金及使用管理办法 .....	6
图表 5：各主要生物制品销售额（亿元，2012E） .....	7
图表 6：疫苗发展历程图 .....	7
图表 7：公司产能分布（单位：亿 ml） .....	8
图表 8：招采苗增长预测 .....	8
图表 9：口蹄疫标准有所提高 .....	9
图表 10：招采苗与市场苗差距显示招采苗提升空间 .....	9
图表 11：猪瘟、蓝耳疫苗生产厂家众多造成价格压制 .....	9
图表 12：公司口蹄疫利润占比高，将充分受益优质优价 .....	10
图表 13：市场苗品种增长预测 .....	10
图表 14：兵团下 14 家上市公司一览 .....	12
图表 15：如天康畜牧科技全部股权注入预计增厚利润约 8000 万元 .....	13
图表 16：天康集团养殖业务概况 .....	13
图表 17：公司饲料业务分布情况 .....	14
图表 18：公司饲料业务发展一览 .....	14
图表 19：公司是疆内饲料企业龙头 .....	15

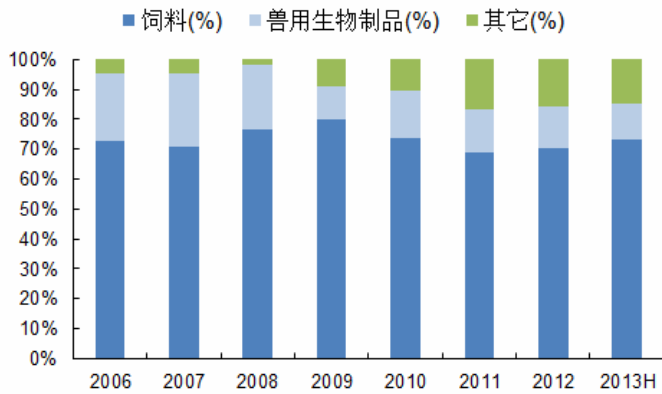
图表 20: 公司在河南市场竞争较为激烈.....	15
图表 21: 公司饲料产品结构图 .....	16
图表 22: 公司饲料业务结构将有所调整 (左图为 2012 年结构, 右图为 2015 年预计结构) .....	16
图表 23: 毛油近年收入变化.....	17
图表 24: 粕类近年收入变化.....	17
图表 25: 公司植物蛋白业务示意图 .....	17
图表 26: 毛油、粕类毛利已经走出 10、11 年低谷 .....	18
图表 27: 棉籽价格走势 .....	18
图表 28: 豆油价格走势 .....	18
图表 29: 豆粕价格走势 .....	18
图表 30: 公司的市值偏低 .....	19
图表 31: 分拆预测 .....	19

## 投资逻辑

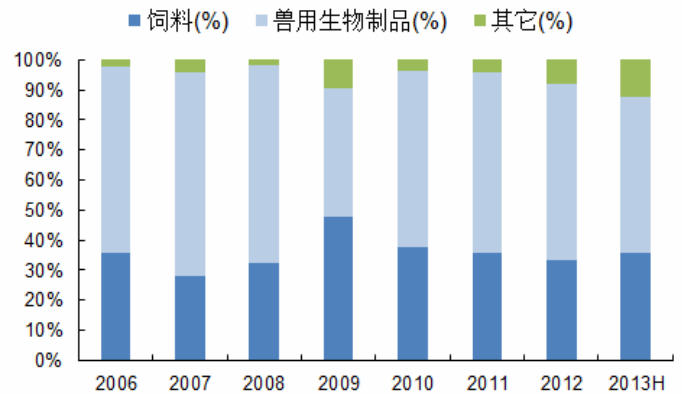
- **看点一：动物疫苗业务 3-5 年内翻倍可期。**我们长期看好动物疫苗行业的稳定成长投资价值，凭此思路自上而下选取品种具有锐性、安全边际的公司进行推荐，天康生物正是这么一家公司。**3-5 年内，我们认为公司政府招采苗有望增加 1.6 亿元左右，市场苗有望增加 4 亿左右，拉动业绩保持 20%左右的增长。**招采苗方面优质优价趋势已经开始显现，我们取中性假设招采价格能够复合增长 8%，则 4 年有望增加收入 1.6 亿元左右。市场苗受益于行业的高速扩容与公司的品种锐度，猪蓝耳基因缺失苗、猪瘟 EII 苗、猪圆环病毒苗加上禽流感疫苗（强免疫苗，预计 2015 年产生贡献）贡献约 3 亿，其它二线品种贡献约 1 亿。
- **看点二：有望成为兵团打造肉类加工集团的平台。**公司是新疆生产建设兵团下属公司，兵团提出建设八大集团当中包括“肉类加工”集团，且兵团鼓励上市公司通过融资借助资本市场做大做强，我们认为天康生物在兵团旗下的 14 家上市公司当中最有可能成为兵团整合生猪养殖产业链的平台，其中如果能在 2015 年后将天康畜牧科技整体股权整合进来以后将在 2012 年基础上预计增厚净利 8000 万左右。公司已经拥有饲料、兽药的优势基础地位，全产业链的雏型已经显现，未来有望获得兵团进一步相关资产注入扶持。
- **招采苗、激励机制提供安全边际：**第一：公司的招采苗以口蹄疫为主，盈利贡献占比高，而此块业务竞争格局相对稳定，我们认为将为公司提供稳定的、确定性的贡献；第二：激励机制顺畅，虽然公司的体制是国有体制，但公司拥有激励基金制度，而且管理层间接持有小部分公司股权，可以对冲国有背景下业绩的不确定性。
- 我们预计 13-15 年 EPS 分别为 0.352、0.473、0.619 元。给予 14 年 22X，对应目标价 10.41 元，作为 14 年稳定增长的品种进行推荐，首次覆盖并给予“买入”评级。
- 产能推进不达预期，市场苗推进不达预期。

## 公司概况：兵团国资委下属的兽用生物制品新贵

- 天康生物位于新疆，是一家以饲料、兽药为核心，辅以植物蛋白等业务的公司。从收入、利润结构来看，饲料为公司的收入核心，兽药为公司的利润核心，饲料占公司收入的 70%左右，兽用生物制品占公司利润的 60%左右，两块业务合计占公司的收入利润皆超过了 90%。

**图表1: 生物制品占公司历年收入比重**


来源: 国金证券研究所, 公司公告

**图表2: 生物制品占公司历年毛利比重**


### 股权结构及管理层激励: 兵团背景, 管理层小比例持股, 激励机制顺畅

- 公司实际控制人为兵团国资委。**公司的控股股东为天康控股, 实际控制人为新疆生产建设兵团国资委, 兵团国有资产经营公司持有天康控股 65.43% 股权, 公司是典型的国企, 但同时公司的激励机制在国企中较为充分顺畅, 行事上效率要高于一般国企, 主要包括下两个方面:
  - 管理层小比例持股。**公司虽然身为国企, 但管理层间接小比例持股, 公司高管通过天邦投资间接持股 5.44%, 股权结构如下表所示。公司最早是由公司核心管理层一手创办, 公司也拥有着类民营企业的管理效率, 小比例持股保障管理层的经营动力。

**图表3: 实际控制人为兵团国资委, 管理层间接持股是公司的重要特征**


来源: 国金证券研究所, 公开信息

- 特色而直接的现金激励机制。**公司根据自身的《激励基金及使用管理办法》, 每年都会设定一个经营目标, 其中以核心的净利润目标为参照系, 超出部分的 20% (2013 年以前为 50%) 将作为奖励分发给核心人员, 包括公司高管、核心技术人员等数百人, 此项激励机制直接有效, 分配比例下调以后也更为市场接受。

- **兵团股权激励政策推进，天康有望率先受益。**兵团于 2013 年 4 月 16 日颁布了《兵团国有控股上市公司拟上市企业股权激励实施办法（试行）》，公司股权激励在兵团上市公司中走在前列，公司管理层已有小比例持股且公司有激励基金制度，我们认为，随着兵团对股权激励的逐步放开，公司有望率先受益。

**图表4：公司 2013 年实施的激励基金及使用管理办法**

#### 一、设立公司激励基金

1、**效益原则：**激励基金是在超额完成股东大会确定的年度经营目标（盈利并弥补以前年度亏损）的基础上，对超额部分提取的奖励金额。

2、**提取原则：**激励基金原则上按当年实际实现净利润超出目标利润的20%进行提取，进入当年的成本费用。

3、**奖励对象：**董事长、总经理、副总经理、董事会秘书；各职能总监、总部中层以上人员；各事业部、分公司及控股子公司总经理、副总经理、职能总监、职能经理（包括技术研发骨干人员）。

4、**激励基金的管理：**提取的激励基金，由财务部门单独进行核算和管理。

#### 二、奖励方式

对公司中高层管理人员实施现金奖励，由总经理提出方案报公司董事会审议后实施。

三、**现金奖励均为含税奖励，奖励的税费，由公司代扣代缴。**

四、**本办法自董事会审议通过后于2013年1月1日开始执行，原办法终止执行。**

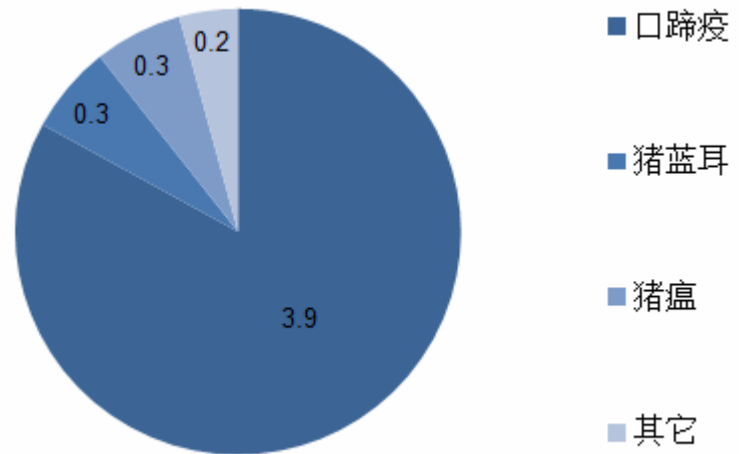
来源：国金证券研究所，公司公告

### 核心亮点之一：动物疫苗 3-5 年收入翻番不止，贡献利润复合增速 20%左右

公司的兽用生物制品逻辑本质上是一个行业逻辑，即被市场广为认知的“优质优价提升政府苗稳步回升，规模化养殖带动市场苗快速发展”。天康生物作为行业内领先者将有望自上而下成为这一趋势受益的主要代表之一，公司的口蹄疫销量全国第二，合成肽技术、悬浮培养工艺处于领先，受益政府苗优质优价最为充分；公司的市场苗品种有不错的储备，部分品种正处于放量期，是市场苗快速发展的主要体现者。以上两方面也是我们看好公司的核心理由，除此之外，公司的禽流感疫苗有望于后年形成收入，将成为公司潜在的催化因素。

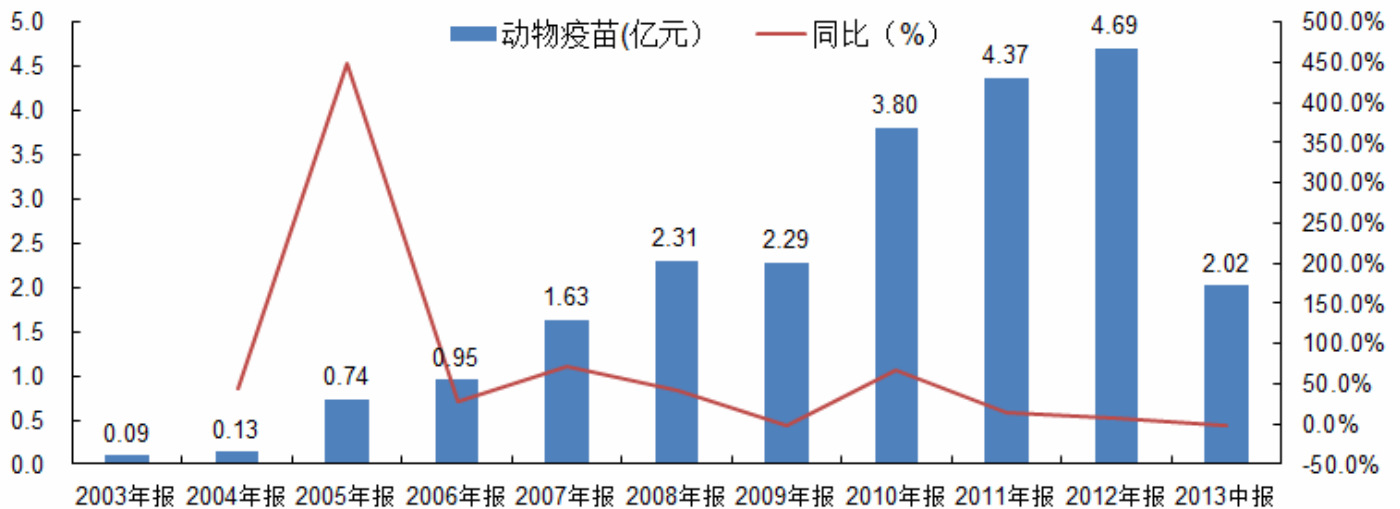
#### 兽用生物制品历史概况：产品种类、产能做加法推动发展

- **兽用生物制品以口蹄疫为主，销售区域覆盖全国。**公司的兽药收入在 2012 年 4.69 亿元，其中口蹄疫约为 3.9 亿元，市占率全国第二，占收入比重约 80%，蓝耳、猪瘟均约 3000-4000 万元。公司属于兽药行业的新贵，公司的兽药销售在新疆具有优势，但并不倚重新疆，新疆占兽药业务的比例约为 10%，公司 2005 年之前仍然是一家以饲料生产销售为主的公司，2005 年之后开始大力发展兽药业务，公司把握住了机遇，一跃成为了我国兽药特别是兽用生物制品的中间力量。

**图表5: 各主要生物制品销售额 (亿元, 2012E)**


来源: 国金证券研究所, 公开资料

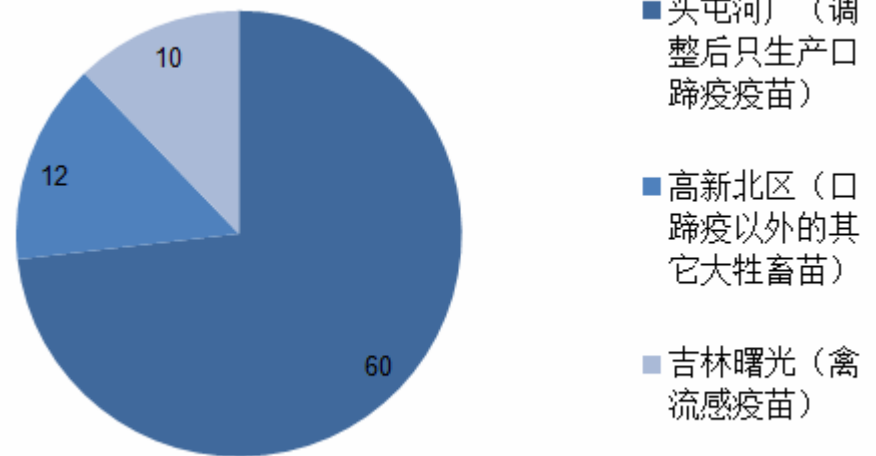
- 发展历程。**公司 2003 年进入兽用生物制品领域, 属于行业内较新的竞争参与者, 公司的发展路径可以概括为两条: 产能扩张路径与产品线扩张路径, 通过产能、产品做加法, 公司先后经历了 2005、2007 年等几次快速的增长。

**图表6: 疫苗发展历程图**


来源: 国金证券研究所, 公司公告

- 首先: 产能扩张方面。**公司于 2002 年开建新的 GMP 车间, 2004、2005 年一、二车间通过 GMP 验收拉动产能快速增长并随后带动疫苗销售快速增加, 2006 年的综合车间、2008 年的五车间通过 GMP 验收, 2010 年开始, 公司在高新北区进一步建设产能, 一车间已于 2012 年初通过验收, 二车间预计将在 2014 年投产。目前公司的整体产能布局情况是, 头屯河厂(老厂)约 60 亿 ML 的产能, 高新北区约 12 亿 ML 产能, 子公司吉林曙光约 10 亿 ML 产能, 而且随着高新北区产能投产, 头屯河厂将主要以口蹄疫苗为主, 口蹄疫苗以外的疫苗将搬至新厂, 吉林曙光是公司潜在禽流感的生产基地, 目前来看, 拿到批文的时点仍需等待。

图表7: 公司产能分布 (单位: 亿 ml)



来源: 国金证券研究所, 公开资料

- 产品路径方面。**天康生物生物制药业务的前身是原新疆生物药品厂, 1958 年建厂, 拥有几十年的牛羊疫苗、口蹄疫疫苗生产资质, 公司最早以牛羊口蹄疫产品起家, 此后天康进入产品线、技术工艺加法阶段, 2006 年, 公司获得了猪口蹄疫、猪瘟、小反刍兽等强免品种批文, 2010 年, 公司获得了猪蓝耳强免品种的批文, 至此, 公司获得了除禽流感以外的全部强免疫病的生产资质, 除此之外, 工艺方面, 公司于 2010 年掌握了合成肽先进技术, 2012 年, 公司获得了悬浮培养的先进技术, 是国内唯二的获得两项先进技术的企业 (另一家为中牧股份)。

招采苗: 3-5 年增加 1.6 亿元左右收入

图表8: 招采苗增长预测

招采苗 (亿元)	2012	价格复合增长率 (%)	2016	增加值
口蹄疫疫苗	3.9	9.00%	5.51	1.61
猪蓝耳疫苗	0.3	5.00%	0.32	0.02
猪瘟疫苗	0.3	3.00%	0.30	0.00
总收入	4.5	8.03%	6.13	1.63

来源: 国金证券研究所, 公开资料

- 核心驱动因素之一: 政策环境推动“优质优价”。**被养殖户诟病的“低质低价”问题正逐步突显, 迭加市场上出现的“强免苗市场化销售”现象, 相关部委正在逐步加大对这一问题的关注, 例如口蹄疫效力检测标准、内毒素标准提升已经于今年 9 月 1 日开始施行, 杂蛋白含量标准也将于 2015 年逐步实施, 标准提升对于价格战乱象能够得到有效制止, 行业将会回归到“品质制胜”的轨道上来。根据目前市场化疫苗与招标苗价差来看, 招标苗价格提升的空间较大, 另外从今年实际招标价格来看, 已经相比去年有 10% 左右的提升, “优质优价”已经有所显现。



**图表9: 口蹄疫标准有所提高**

为落实《国家疫病防控中长期规划》，促进口蹄疫防控工作开展，自2013年9月1日起，国家强制免疫用口蹄疫疫苗将逐步执行新的疫苗质量标准。为确保新标准顺利实施，现将有关事项通知如下：

一、标准修订参数和实施时间。在现有口蹄疫疫苗质量标准的基础上，提高效力检验标准，增加内毒素和总蛋白检测参数。

(一) 自2013年9月1日起，新生产的口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗效力检验标准由每头份3PD50提高到6PD50；新生产的口蹄疫灭活疫苗内毒素每头份疫苗不超过50EU。

(二) 口蹄疫灭活疫苗总蛋白检测参数分两个阶段实施，自2014年1月1日起，对总蛋白含量实施不定期抽样检测，并公开检测结果；2015年1月1日起，总蛋白含量每mL疫苗不高于500ug。

(三) 新的检测参数实施前生产的产品，可在产品有效期内流通使用，并按原质量标准进行监督检验。

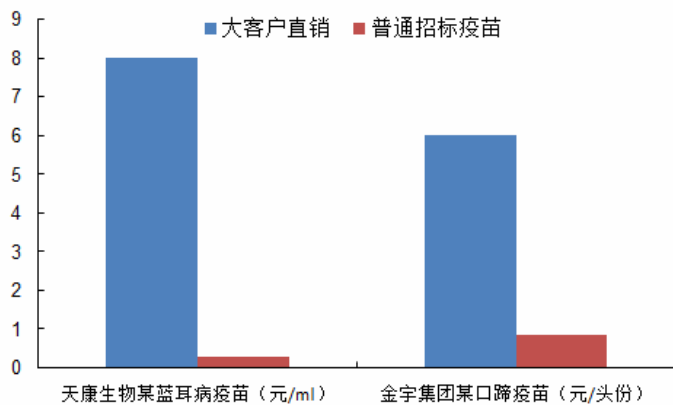
二、请中国兽药药品监察所组织拟订效力检验、内毒素和总蛋白检测标准，修订口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗质量标准，尽快报我部发布执行。同时，要加强口蹄疫疫苗新质量标准执行中的监督与指导，及时收集和反馈相关问题和意见。

三、各口蹄疫疫苗生产企业要结合自身实际，尽快组织企业生产和质量检验人员，认真学习、准确理解新增检测参数，掌握检验技术，确保口蹄疫疫苗质量标准提升工作顺利实施。

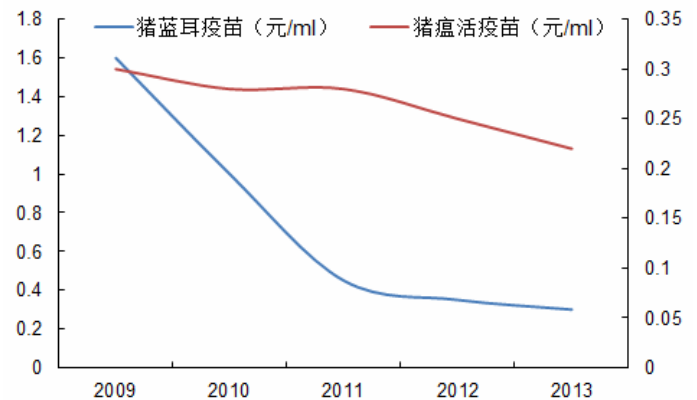
农业部办公厅

2013年6月4日

来源：国金证券研究所，农业部

**图表10: 招采苗与市场苗差距显示招采苗提升空间**

来源：国金证券研究所，广东省政府采购网

**图表11: 猪瘟、蓝耳疫苗生产厂家众多造成价格压制**

- 谈及“优质优价”，公司有望充分受益。我们认为公司将充分受益的理由有两方面，第一，口蹄疫受益优质优价最为明显，而公司口蹄疫利润占比较大，有足够弹性；第二，公司产品具有质量优势，是最符合“优质优价”趋势的公司之一。

- 足够利润弹性：口蹄疫受益优质优价更快更充分。我们的理由是：第一：虽然全国范围内强免的疫病有4种，但其中口蹄疫、禽流感相对而言的容忍度最低，最有必要推动优质；第二：目前关于口蹄疫的政策已经于6月4日落地，已经体现出了率先实现优质的趋势。

- 足够利润弹性：口蹄疫占公司利润比重较高。根据我们的估算，公司的口蹄疫收入占比达11.75%左右，但利润占比高达52.75%左右，因此，公司拥有受益优质优价的足够弹性。

**图表12: 公司口蹄疫利润占比高, 将充分受益优质优价**

项目	数值 (%)	项目	数值 (%)
生物制品利润占比 (%)	58.61%	生物制品收入占比 (%)	14.13%
其中: 口蹄疫	90.00%	其中: 口蹄疫	83.16%
口蹄疫利润占比 (%)	52.75%	口蹄疫收入占比 (%)	11.75%

来源: 国金证券研究所, 公司公告, 备注: 数据部分为 2012 年年报公告值, 口蹄疫占生物制品利润占比为估计值, 主要基于公司的猪瘟品种、蓝耳品种整体盈利不如口蹄疫的假设。

- 产品质量符合“优质优价”趋势。**公司在口蹄疫产品方面的产品品质有足够保障, 口蹄疫产品近年来两种主要技术工艺提升, 一个是合成肽技术, 一个是悬浮培养工艺, 目前公司在这两方面都处于领先地位。合成肽技术方面, 公司是继上海申联、中牧股份之后的第三家, 也是目前仅有的三家之一; 悬浮培养工艺方面, 是行业内第二家攻克悬浮培养工艺的企业, 同时是行业内的三家之一, 另外两家包括金宇集团、中牧股份。目前公司的合成肽产品占公司生物制品收入比重约 10% 左右, 悬浮培养工艺方面, 牛羊口蹄疫悬浮培养工艺改造已经完成, 约 7 亿毫升的产能, 而猪口蹄疫方面悬浮培养工艺预计要在年底完成, 实现收益要在 2014H2 以后。因此, 我们认为, 公司在产品质量在行业当中处于领先地位, 最有望受益于“优质优价”政策。

市场苗: 3-5 年增加 4 亿元左右收入

**图表13: 市场苗品种增长预测**

市场苗品种	潜在市场容量 (亿元)	2016E 销售额 (亿元)
高致病性猪蓝耳弱毒苗 (TJM-F92 株)	15	1.5
猪瘟 EII 亚单位灭活疫苗	12	0.7
猪圆环亚单位灭活疫苗	15	0.5
禽流感 (招采苗品种, 预计 2015 年产生贡献)	15	0.5
其它品种		1
总计		4.2

来源: 国金证券研究所, 公开资料

- 市场苗行业的快速发展和成长空间一直是推荐动保板块的核心理由, 规模化比例提升是不变的中期趋势, 给予动物疫苗子行业中期增长支撑, 而近期《畜禽规模养殖污染防治条例(草案)》的通过进一步推进养殖规范化催化动物疫苗需求增长。具体到天康生物而言, 从具体品种角度概括为: 一个爆发期的品种、两个看好的新品种、数个有一定潜力的新品种。**
- 一个正在爆发期的品种。**公司的双基因缺失弱毒蓝耳病疫苗推广态势良好, 2012 年销售不到 2000 万, 上半年销售接近 4000 万, 我们判断这一品种仍处于市场推广期, 仍有进一步发展的潜力与空间, 有望成为一个亿级的品种。这种疫苗最大的概念在于能够根除蓝耳病, 因为缺失了基因, 因此能够通过检测应免动物抗体的手段来判断此抗体是由疫苗生成还是由野毒生成, 如果是由野毒生成, 则可以继续实施加免, 直至抗体均为基因缺失苗产生的抗体为止, 此时就达到了净化猪场的目的, 实现了野毒的全排除。
- 两个看好的品种。**猪瘟 EII 苗与猪蓝耳苗的概念类似, 同样是基因缺失概念, 同样有净化猪场的功效, 此产品有望于 2014 年获批, 2015 年开始产生贡献。同时猪圆环病毒疫苗也是一个大品种, 公司虽然预计要到 2015 年才能实现销售, 但较大的市场容量以及公司的技术保障还是有望保障公司取得可观的市场份额。

- **数个次看好的品种。**公司的研发多与台湾技术合作，其它具备一定增长潜力的品种包括萎缩性鼻炎类毒素灭活疫苗、猪支原体灭活疫苗、猪支原体灭活疫苗等等，凭借公司品牌渠道的协同优势有望贡献一定的增长。
- **从工艺角度概括为：猪用疫苗悬浮培养有望突破提升竞争力，合成肽工艺产品仍能稳中有升。**
  - **悬浮培养工艺向猪用疫苗拓展。**公司已经完成了对牛羊用疫苗悬浮培养工艺的升级，但在猪用疫苗方面验证还未成功，考虑到验证成功后到拿证书、文号还有一定的时滞，我们预计在 2015 年将会形成实质性贡献。公司的悬浮培养工艺与中牧股份都是无血清培养，能够有效减少外源干扰，因此，预计将会明显提升公司的猪用疫苗竞争力，这类产品预计将放在高新北区新区厂生产。
  - **合成肽工艺预计仍能稳中有升。**合成肽工艺优点在于本身不是病毒，相对于细胞苗具有更高的安全性，弱点在于适用范围不如细胞苗广泛，目前公司的合成肽工艺的口蹄疫产品占收入比重约 10%，我们认为，安全性优势对于养殖户具有吸引力，公司如能进一步提升更新换代的能力，将有望推动合成肽疫苗进一步发展，目前我们保守估计此工艺下的产品（以口蹄疫为主）将稳中有升。

### 兵团资产整合为核心亮点之二：打造养殖平台

#### 兵团背景下公司的平台价值显著

- **兵团打造肉类加工平台，天康最有价值。**兵团于 2012 年提出了打造兵团农资、林果、肉类加工、电力、建筑等八大集团，目前兵团下上市公司有 14 家，列表如下，我们认为其中肉类加工以天康生物作为平台最为合适，公司拥有饲料、兽用生物制品、兽用化药制品的强势业务，同时，公司的控制人天康控股目前拥有 30 万头出栏量，计划未来 2-3 年内达到 50 万头的出栏量。因此，公司全产业链的雏型初现，公司将成为兵团作为打造肉类加工最有价值的平台。

**图表14: 兵团下14家上市公司一览**

证券代码	证券名称	主营产品名称	经营范围
600075.SH	新疆天业	氯碱化工制品、塑料节水器材、番茄酱、柠檬酸	塑料制品、化工产品(含腐蚀品具体范围以许可证为准)的生产和销售, 汽车运输。机电设备(小轿车及国家专项审批规定的产品除外)、建筑材料、五金交电、钢材、棉麻产品、轻纺产品、汽车配件、畜产品、干鲜果品的销售。农业种植、畜牧养殖、农业水土开发。番茄酱、柠檬酸、电石及副产品的生产和销售(上述经营项目仅限所属分支机构经营)。废旧塑料回收、再加工、销售。货物及技术的进出口经营(国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外)。农副产品的加工(国家有专项审批的产品除外)、保温材料的生产、销售、安装。
600084.SH	中葡股份	葡萄、葡萄酒	许可经营项目: 葡萄酒的生产; 成品油进口经营; 承包境外工程和境内国际招标工程; 上述境外工程所需的设备、材料出口; 对外派遣工程、生产及服务行业的劳务人员(不含海员)。一般经营项目: 葡萄酒销售; 葡萄种植; 农业开发; 货物技术的进出口经营; 五金交电产品、化工原料等的销售、农畜产品的销售、农业种植、家畜养殖。房屋租赁等。
600197.SH	伊力特	白酒、焦炭	白酒生产和销售、农业综合开发, 农副产品(粮食收储, 批发及棉花除外)加工和销售; 纸箱的生产和销售; 机电产品、化工产品(汽车及国家有专项审批规定的产品除外)、五金交电产品的销售; 火力发电; 日用百货、针织品、职工培训; 饮料的生产和销售; 经营本公司自产产品的出口业务; 经营本公司生产所需的机器设备、零配件、原辅材料的进出口业务; 经营加工贸易和补偿贸易业务。
600251.SH	冠农股份	果蔬制品、皮棉、白砂糖	果业种植、仓储、加工及销售; 农业综合开发; 马鹿养殖; 机电设备、五金交电产品、百货、建筑材料、化工产品、钢材的销售。包装制品的开发、加工、销售; 自营和代理各类商品和技术的进出口, 但国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外; 开展边境小额贸易进出口业务; 经营本企业自产产品及相关技术的出口业务、经营本企业生产、科研所需的机器设备、零配件、原辅材料的进出口业务, 经营进料加工和“三来一补”; 鹿产品的加工及销售。
600359.SH	新农开发	皮棉、短绒、棉浆粕、液态奶、全脂淡奶粉、鲜奶、甘草制品	农业种植、牧业养殖、农产品、畜产品的生产加工及销售, 农业机械制造及修理; 塑料制品、皮革制品的销售。自营和代理各类商品和技术进出口业务(国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外)。棉纺织品的生产、销售。
600419.SH	新疆天宏	纸制品、木质素、商铺租赁、出口贸易	造纸、纸制品及纸料加工、销售, 化工产品(有毒除外), 印刷物资的销售, 机械加工, 物业管理, 造纸原料的开发, 自营和代理各类商品和技术的进出口; 但国家限定公司经营和禁止进出口的商品和技术除外; 废纸收购; 碱木素、木质素磺酸盐、有机肥、黏合剂的生产、销售; 农作物种植及销售; 房屋租赁; 机械租赁; 混凝土外加剂的生产及销售。
600425.SH	青松建化	水泥建材、化工产品	水泥、磷新疆青松建材化工(集团)股份有限公司肥、硫酸的生产经营; 汽车运输; 汽车维修(仅限所属分支机构经营); 汽油、柴油零售(仅限分支机构经营); 硫酸钾、复合肥、电池酸、重晶石粉、盐酸制造销售; 预应力多孔板、加气砼砌块、水泥预制构件、石灰粉、石料、建筑涂料制造销售; 水泥熟料的生产、销售; 润滑油、汽车配件销售、洗车服务; 钢材、化工产品、建筑材料、五金、交电、机电设备和日用百货购销; 铸件、通用零部件、机械设备安装; 电力的生产经营(含工业纯低温余热发电); 场地租赁; 自营各类商品及技术的进出口业务(国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外)。
600509.SH	天富热电	电、热、天然气、建筑施工、其他商品	火电、水电、供电、供热、送变电设备安装、电力设计、电力行业技术咨询、技术服务、供热管网维修及改造、房屋租赁、信息技术开发、机电设备(汽车及国家专项审批规定的除外)的销售, 水电热力设备安装(具体范围以资质证书为准), 自营和代理各类商品和技术的进出口(国家限定禁止进出口的商品和技术除外)。
600540.SH	新赛股份	棉油、棉粕、绵壳、棉花、棉纱、短绒、棉籽、石英砂	农作物种植; 农业高新技术产品的研究及开发; 农副产品(粮食收储、批发除外)的加工和销售; 农业机械及配件的销售; 棉花加工; 农作物种子生产及销售; 食用植物油的销售; 籽棉收购、加工; 水果、蔬菜的保鲜; 针织品的生产、销售; 农用节水设备的生产销售; 皮棉经营; 成品油零售; 建材、地膜、五金交电产品、化工产品(国家有专项审批规定的除外)的销售; 剧毒农药(氧化乐果)及其他非剧毒农药***等危险化学品经营。
600721.SH	百花村	煤炭、焦炭、尿素、电、煤化工产品	能源及煤化工投资。房地产投资。自营和代理各类商品和技术的进出口(国家限定经营或禁止进出口的商品和技术除外)。开展边境小额贸易业务。机电产品、五金交电化工、金属材料、农副产品、皮棉、棉短绒、长绒棉的销售(专营及国家有专项审批规定的产品除外)。计算机软件开发; 计算机技术培训咨询; 计算机软件及硬件销售、计算机系统集成及相关技术服务, 市场开发建设。仓储业务。房屋及柜台租赁。广告业务。
000972.SZ	*ST中基	番茄酱、番茄酱制品	其他食品(烟熏除外)的销售; 粮油的加工; 畜禽屠宰加工、销售; 畜禽养殖销售; 种畜生产、销售(仅限所属分支机构经营); 一般经营项目包括: 农业种植; 农副产品的加工、销售; 机电产品、金属材料、建筑材料、五交化产品、办公用品、服装鞋帽、针织品、工艺美术品的销售; 对原苏联、东欧等周边国家易货贸易及三来一补业务; 自营和代理兵团商品的进出口业务(具体进出口商品以外贸部门批文为准); 农机修造; 棉花经营; 木器加工; 出国(境)举办经济贸易展览; 房屋及土地租赁。
002100.SZ	天康生物	全价料、浓缩料、预混料、饲料添加剂、兽用生物药品、兽用化学药品、粕类、棉壳、毛油、短绒、牛奶、消耗性生物资产、烘干玉米	兽药的生产、销售(具体以许可证为准)、饲料的生产、销售(具体范围以许可证为准)、饲料添加剂的生产、销售(具体范围以许可证为准)。自营和代理各类商品和技术的进出口, 但国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外, 粮食收购。添加剂预混料的生产。与经营范围相关的技术咨询服务。
002307.SZ	北新路桥	工程、运输、商品销售、试验、产品销售、租赁、让渡资产使用权	公路工程施工总承包一级; 公路路面工程专业承包一级; 公路路基工程专业承包一级; 桥梁工程专业承包一级; 隧道工程专业承包二级; 土石方工程专业承包二级; 新型建材的开发、生产及销售; 工程机械设备租赁; 承包境外公路工程和境内国际招标工程; 对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员; 对外援助成套项目A级实施企业资质; 自营和代理各类商品和技术的进出口(但国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外)。润滑油、钢材、水泥、机械设备及配件、建筑材料、通讯器材(专项除外)销售。许可经营项目: 货物运输、搬运装卸(机械)
300106.SZ	西部牧业	种牛、种羊, 自产原料奶销售、乳制品、收购销售原料奶、挤奶厅维护、冷链运输、种畜繁育、饲草供应、牧草收割、牛羊肉分割销售	许可经营项目(具体经营项目以有关部门的批准文件或颁发的许可证、资质证书为准): 种畜繁育(牛、羊、猪)及销售、冻精、生鲜乳收购与销售。兽药销售。肉制品(酱卤肉制品、熏煮香肠火腿制品)。一般经营项目(国家法律、行政法规有专项审批的项目除外): 牲畜饲养。畜牧机械生产。牧草收割服务。农产品销售。畜牧技术咨询。自营和代理各类商品和技术的进出口, 但国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外。开展边境小额贸易业务。仓储。

来源: 国金证券研究所, 公司公告

- **集团养殖加工业务有望注入, 业务价值值得期待。**一方面在于品牌, 集团“天康美厨”、“天康放心肉”已经培育出了一定的影响力, 尤其是在周边地区; 另一方面在于养殖业务溢价, 新疆地处偏远, 原材料具有价格优势, 产品价格因为内陆运输不便、肉质较好价格偏高, 盈利能力要高于其它地区。以头均盈利 200 元计算, 50 万头出栏量将对应 1 亿元的利润, 2012 年利润约为 2000 万元, 如公司获得天康畜牧科技所有股权(现持股 44.44%), 将增厚利润约 8000 万元。

**图表15: 如天康畜牧科技全部股权注入预计增厚利润约 8000 万元**

项目	天康畜牧科技
2012年出栏量	20
2013年预计出栏量	30
2015年预计出栏量	50
头均盈利(元/头)	200
盈利总计(万元)	10000
当前持股比例(%)	44.44%
2012年贡献投资收益(万元)	1792
增厚净利润(万元, 按持股100%计算)	8208

来源: 国金证券研究所, 公司公告

**图表16: 天康集团养殖业务概况**

简介	新疆天康食品有限责任公司成立于2003年7月,是集现代化肉食加工、冷链物流配送、品牌连锁经营、国内外市场开拓为一体的大型现代化食品企业。目前天康食品公司已通过ISO9001质量管理体系认证、HACCP食品安全体系认证、出口卫生注册,被评为自治区质量管理先进单位,“天康放心肉”是市政府唯一指定的“放心肉”品牌及新疆名牌产品,品牌连锁体系通过了国家“绿色市场认证”。截止2011年底,企业总资产1.2亿元,销售收入3.5亿元,产品产销率100%。2006年产品出口哈萨克斯坦,填补了地产肉品出口空白,2008年又开拓吉尔吉斯国及香港出口渠道,出口产品近300吨;天康放心肉精细分割产品已进入内地14个省、市、自治区的31个大中城市,如北京、上海、广州、深圳等,年销售收入过亿元。
养殖基地建设	天康企业已投资2亿元建设了从美国引种纯繁的2万套规模原种猪基地一座及覆盖祖代、父母代、商品代养殖基地5座,同时配合当地政府、团场带动和支持当地50个标准化、规模化养殖小区的建设,年出栏优质生猪15万头;在公司自建大型养殖繁育基地的基础上,按照“龙头企业+养殖小区(基地)+农户”的产业化经营模式,公司与10个大型养殖基地及乌鲁木齐周边地区农户签订养殖订单,定单养殖农户3000余户,达到年出栏20万头的规模。 在与养殖户合作过程中,天康实行六统一管理,即使用统一的猪苗、按统一技术要求、统一的防疫规程、用统一的饲料、生产统一标准的优质生猪、企业统一回收加工。天康食品公司提供猪苗、饲料、药品及疫苗,定期进行技术培训和养殖指导,种植基地采用天康食品公司提供的种植管理技术规程进行管理生产,天康食品公司回收符合质量标准的生猪及玉米,价格高于市场价,确保农民增收,降低种植、养殖风险。2011年天康食品以合同利益连接方式,带动养殖农户3000余户、种植户23500多户,履约订单率100%,带动每户增收10000元以上。
肉品精深加工	天康食品生产加工基地具备年屠宰生猪100万头,年加工放心安全肉食品3万吨的生产能力,公司生产线按照欧盟出口标准设计,工艺先进,布局合理,加工过程中严格执行卫生标准及检验检疫制度,保证食品加工质量,该生产线技术水平全国领先,全面提升新疆生猪屠宰加工水平。目前,基地被乌市政府确定为唯一放心、安全肉食品生产基地。
冷链物流配送体系	为确保肉品安全卫生、新鲜美味,公司投入400余万元进行现代化冷链配送系统建设,采用低温封闭式冷藏车,0-4℃以下低温保鲜,“冷链”贯穿了生产、加工、运输、配送、销售所有环节,确保了冷鲜肉从生产一直到送达消费者手中的全过程能够杜绝蝇、尘等一切污染,有效抑制细菌产生,杜绝二次污染,全面提升了全疆生鲜肉类配送水平。
倡导食品安全理念 实行品牌连锁经营	公司在乌市及周边地区建立“天康美厨”专营店28家,在各大型商超设专柜26家,形成遍布乌鲁木齐及周边地区的销售网络,“天康放心肉”占有零售市场30%的份额。2011年天康美厨体系还扩建到伊犁、克拉玛依、石河子等地区,为全疆消费者提供安全肉品及优质服务。
国内外市场开拓	天康食品利用新疆产品优势和企业产业优势,积极参与国内市场竞争,2007年建设精细分割生产线,分割肉生产能力达到10000吨,2009年“天康放心肉”远销上海、广州、深圳等国内大中城市,得到了客户的一致认可并签订长期供货协议,2011年向内地供应肉品8000吨。俄罗斯及中亚国家猪肉需求量大,仅俄罗斯年猪肉进口量达50万吨。2005年11月,企业通过出口卫生注册,为国内猪肉生产企业中唯一具有出口资质的企业;公司邀请国外商检、商务部门领导到公司参观考察,包括吉国商务部长、农业部长,哈国兽医局长,塔吉克斯坦商检局长及大量客户到公司考察,他们对于天康产业发展模式及企业实力有了直观的认识,为公司国外拓展打下了良好基础;公司还积极参加哈洽会、喀交会等展会,更大范围的扩大企业知名度。2007年,天康食品在吉国设立分公司,注册了“天康”商标,以品牌的形式向国外客户提供产品及服务,也将天康品牌推向国际市场。2009年,天康食品公司产品出口香港、吉国300吨,并将在两年内扩大到5000吨。

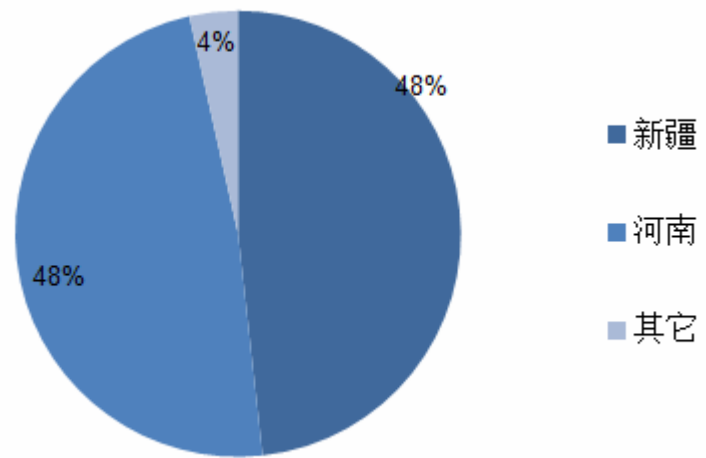
来源: 国金证券研究所, 公司资料, 2011年数据

- **政策助力: 兵团鼓励上市公司整合, 推动上市公司融资发展。**政策方面, 集团整合做强的意愿逐步突显, 鼓励整合, 鼓励融资, 股权激励也有所松动, 我们认为, 兵团态度的变化为公司的整合速度与成功概率注入了强心剂, 融资整合的速度可能会有所加快。
- 在《新兵发〔2012〕57号》文件当中, 明确提出了“培育更多的优秀企业上市, 加快上市公司再融资步伐, 做强做大企业, 促进资本市场更好地为兵团经济社会发展服务”的要求, 以及“通过努力平均每年增加1—2家新上市企业, 3—4家上市公司实现再融资, 到“十二五”末, 兵团上市公司总数力争达到20家, 积极推进上市公司融资发展, 从资本市场新增融资150亿元以上, 增强经济发展能力, 力争做到“四个一批”的发展目标。

### 饲料业务：定位现金流业务，预计将以稳定为主

- **战略规划：**2013 年 90 万吨，2014 年 100 万吨产销量。根据公司年报中的信息，公司的饲料业务将以西北、中原、东北三个区域市场为龙头，积极向周边市场拓展，逐步发展到全国市场，力争到 2014 年全年实现产销量 100 万吨。
- **业务概况：**公司饲料业务以新疆、河南为主。2012 年公司饲料的销售量 76.69 万吨，在全国拥有饲料企业二十余家，业务分布以西北、中原、东北为主，其中，西北以新疆为主，产销量约 30 余万吨，中原以河南为主，产销量约 30 余万吨，东北目前占比较小。

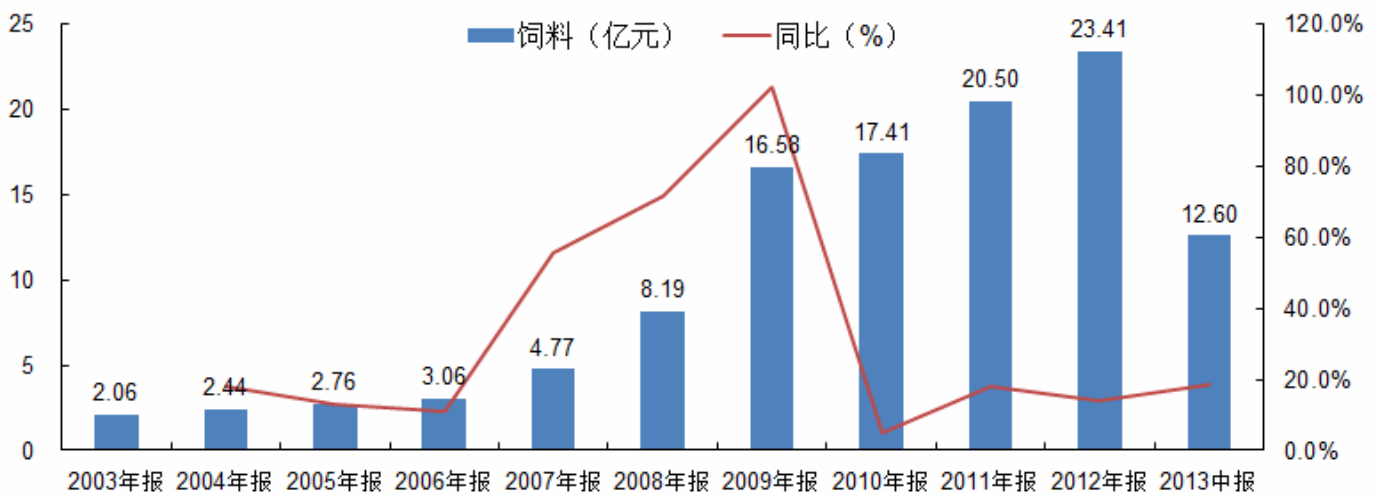
图表17：公司饲料业务分布情况



来源：国金证券研究所，公开信息

- **业务历史：**饲料为公司的起家业务，通过外延式收购公司跨出新疆，带动当年收入大幅增加。

图表18：公司饲料业务发展一览

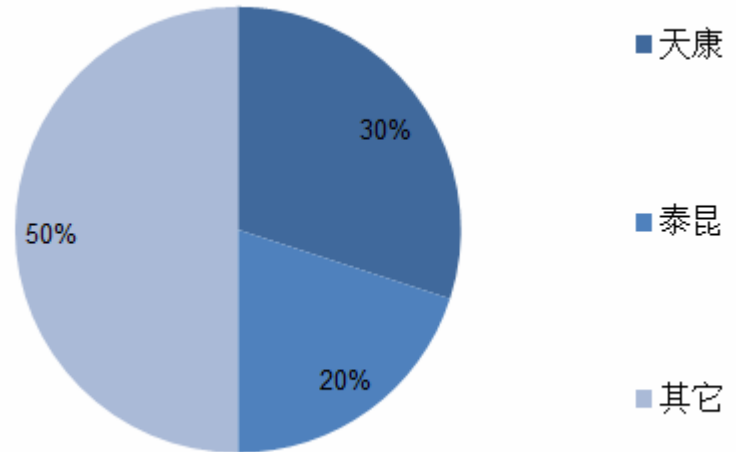


来源：国金证券研究所，公司公告

- **第一阶段。**饲料业务为公司的起家业务。虽然动物疫苗是公司利润核心，但饲料业务才是公司起家业务，公司最早在新疆及周边地区深耕饲料业务，逐步进立了区域龙头地位，目前公司与另一家公司“新疆

泰昆”为新疆饲料市场的龙头，目前公司占据新疆市场容量接近30%。

**图表19: 公司是疆内饲料企业龙头**



来源：国金证券研究所，公开资料

- 第二阶段。收购进驻河南市场。2008年通过外延式收购的方式收购了河南宏展与郑州开创，战略性进驻河南市场，2012年在河南市场的销量约30万吨，市占率较低为约4%，竞争格局较为分散，较为充分，预计销量将以稳中有升为主要基调。

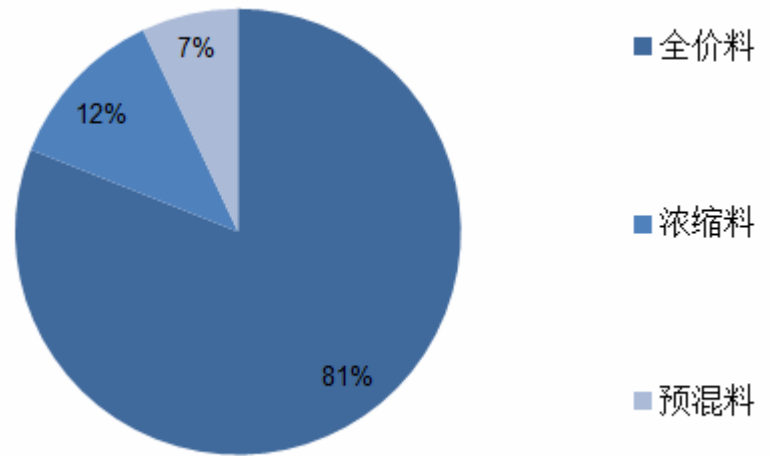
**图表20: 公司在河南市场竞争较为激烈**

河南生猪产量占比(%)	7.70%
全国猪饲料产量(万吨)	6500
河南猪饲料市场容量(万吨)	500.5
其它饲料市场容量E(牛、羊、禽,万吨)	400
总市场容量E(万吨)	900.5

来源：国金证券研究所，饲料工业协会数据基础上估计值，公开资料

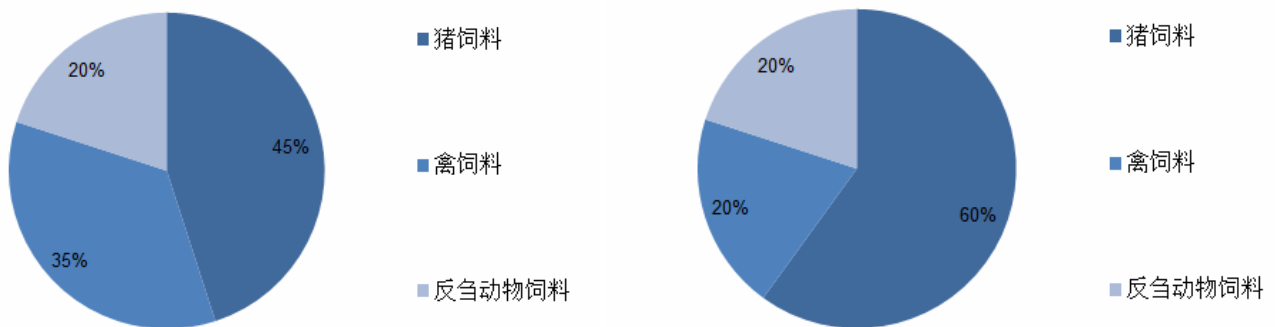
- 第三阶段。自建产能进驻东北。公司于2010年前后进一步调整布局，由“新疆+河南”扩延到“新疆+河南+东北”，主要依托沈阳天康，目前东北市场较小，预计在5万吨左右。
- 公司产品结构以全价料为主，公司的全价料收入占比约为78%，浓缩料占比约18%，预混料约4%，全价料比重随着销售区域的扩延仍将稳步提升。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**图表21: 公司饲料产品结构图**


来源: 国金证券研究所, 公司公告

- 公司看点: 稳定为主, 增长点来自于业务结构调整、销售区域的边界延伸。稳定为主:** 由于公司在新疆市场份额已经很大, 进一步提升难度增加, 预计销售将保持稳定, 疆内汉族人口流入可能会成为主要发展变量。河南市场由于市场容量较大, 且地理位置决定战略位置, 竞争预计仍将非常激烈, 公司的增长也将以稳定为主, 东北市场公司目前市场地位不高, 但有较大的空间, 增速有望快于其它两个地区。饲料业务的主要**增长来源:** 猪饲料的毛利率要高于反刍、禽料, 公司在积极做结构调整, 猪饲料比重有望从目前的 45%左右提升到 2015 年的 60%, 此外公司将进一步开拓市场范围, 根据饲料产能中心辐射, 逐步扩大销售范围的边界。

**图表22: 公司饲料业务结构将有所调整 (左图为 2012 年结构, 右图为 2015 年预计结构)**


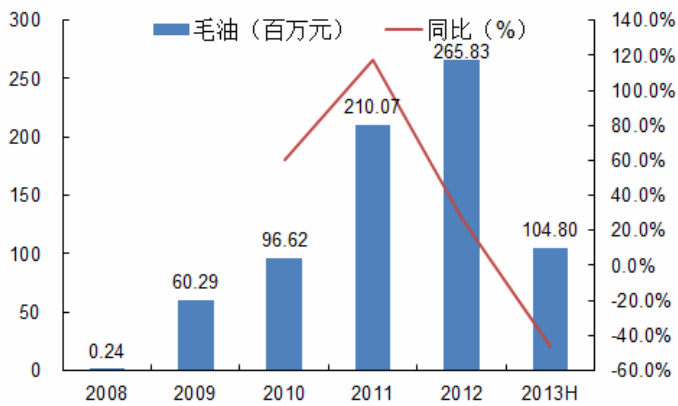
来源: 国金证券研究所, 公开资料

### 植物蛋白业务: 新进领域, 周期波动, 13 年景气有所回升

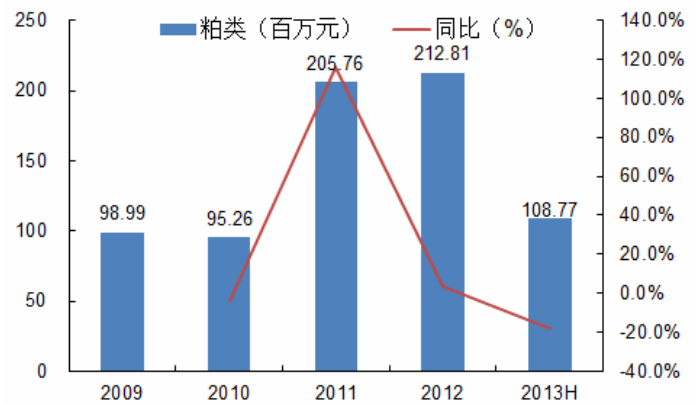
- 植物蛋白业务。**公司进入植物蛋白业务的时间是 2009 年, 此块业务有较为明显的周期性, 体现在原材料、产成品两个方面, 原料为棉籽, 产成品主要为棉油与棉粕脱酚蛋白。



图表23: 毛油近年收入变化



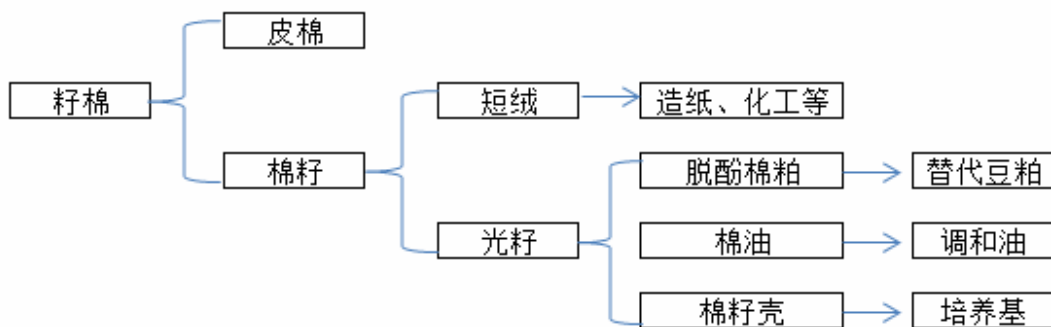
图表24: 粕类近年收入变化



来源: 国金证券研究所, 公司公告

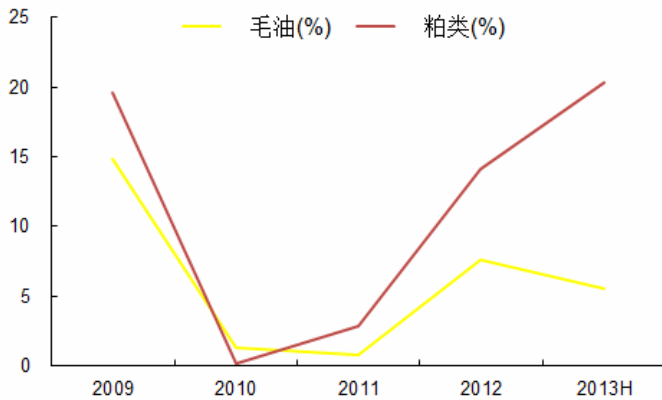
- 公司植物蛋白业务主要依托奎屯和阿克苏两个植物蛋白公司, 各单产12万吨的棉籽加工能力。
- 基本的业务流程为, 公司从上游即棉花生产企业及农户采购棉籽—利用棉籽加工生产出棉油和棉粕—棉油流向食用油企业作为调和油的一种销售, 棉粕经过脱酚处理生成棉粕脱酚蛋白作为饲料蛋白原料替代豆粕蛋白。

图表25: 公司植物蛋白业务示意图

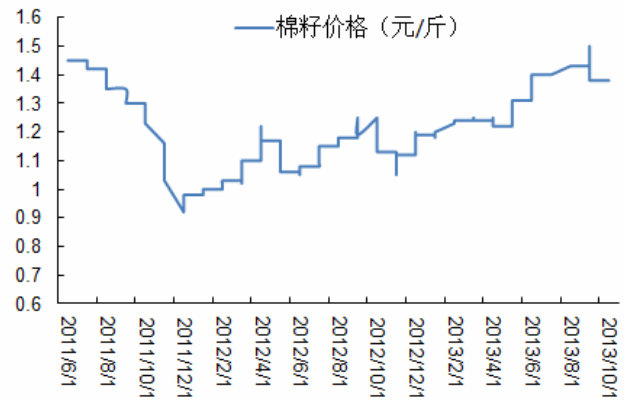


来源: 国金证券研究所, 公司公告

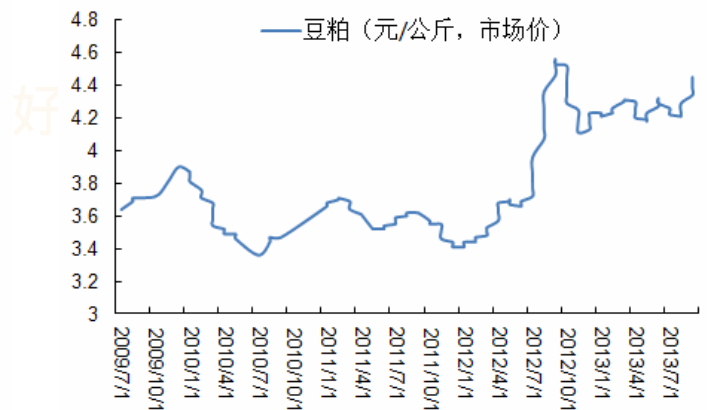
- 周期性较强。公司的主要原材料棉籽受棉花价格影响较大, 产成品食用油原料、棉粕也是具有较明显的大宗商品属性, 2011年, 公司曾因对行情判断失误有较为明显的亏损。
- 公司调整经营战略, 控制风险, 以稳为主。公司将充分利用现有生产能力, 发挥原料资源优势, 以销定产, 稳定经营, 2013年各项业务毛利率已经有所回升, 战略调整初显成效。
- **13年行业景气有所回升。**公司植物蛋白业务受豆粕、豆油影响较大, 13年粕强油弱的态势得到显现, 主要得益于下半年养殖景气度的恢复拉动, 同时, 由于干旱对南美、美国作物的影响, 也推动了豆粕价格的抬升, 整体来看, 我们认为公司的植物蛋白业务将在13年呈恢复之势。

**图表26: 毛油、粕类毛利已经走出 10、11 年低谷**

来源: 国金证券研究所, 公司公告, wind

**图表27: 棉籽价格走势****图表28: 豆油价格走势**

来源: 国金证券研究所, wind

**图表29: 豆粕价格走势**

## 估值与投资建议

- 我们预计公司 2013-15 年销售收入达到 36.51、41.36、47.22 亿元，核心原因在于市场苗品种的增长，尤其看好其中的猪蓝耳、猪瘟 EII 的基因缺失苗成长性；归母净利润达到 1.53、2.05、2.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.352、0.473、0.619 元。
- 市值地位与行业地位不匹配，存在一定低估。目前公司的市值仅为 38.90 亿元，在动保板块五家重点上市公司中排名最后，我们认为公司在市场地位与新锐品种储备支撑下，市值存在低估。
- 根据我们的分拆，我们给予公司 14 年 10.41 的目标价，具体分拆如下表所示。给予公司 22 倍的估值，作为 14 年的品种进行推荐，首次覆盖并给予“增持”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表30: 公司的市值偏低

公司	预计14EPS	股价(元)	市盈率(%)	市值(亿元)
中牧股份	0.90	14.21	15.79	55.42
天康生物	0.47	8.96	18.94	38.90
金宇集团	0.90	24.48	27.20	68.74
瑞普生物	1.32	24.17	18.31	46.88
大华农	0.55	8.07	14.67	43.09

来源: 国金证券研究所

图表31: 分拆预测

	数值	倍数
14EPS预计	0.47	22
兽用生物制品	0.28	30
饲料	0.17	10
其它	0.02	10
合理估值	10.41	

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,369	2,984	3,327	3,651	4,136	4,722	货币资金	158	379	395	250	300	300
增长率		26.0%	11.5%	9.7%	13.3%	14.2%	应收款项	71	107	131	130	147	168
主营业务成本	-1,964	-2,534	-2,801	-3,075	-3,464	-3,920	存货	726	680	589	792	892	1,010
%销售收入	82.9%	84.9%	84.2%	84.2%	83.7%	83.0%	其他流动资产	150	86	176	156	175	198
毛利	405	450	526	576	672	802	流动资产	1,104	1,252	1,291	1,328	1,515	1,676
%销售收入	17.1%	15.1%	15.8%	15.8%	16.3%	17.0%	%总资产	58.0%	72.7%	73.6%	51.5%	57.9%	59.0%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-4	-5	-5	长期投资	41	60	50	51	50	50
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	596	227	228	1,077	923	979
营业费用	-125	-176	-208	-219	-248	-283	%总资产	31.3%	13.2%	13.0%	41.8%	35.3%	34.5%
%销售收入	5.3%	5.9%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	163	174	185	119	126	132
管理费用	-121	-104	-158	-164	-186	-213	非流动资产	801	470	464	1,249	1,101	1,163
%销售收入	5.1%	3.5%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	42.0%	27.3%	26.4%	48.5%	42.1%	41.0%
息税前利润 (EBIT)	157	167	157	188	234	301	<b>资产总计</b>	<b>1,906</b>	<b>1,722</b>	<b>1,755</b>	<b>2,577</b>	<b>2,616</b>	<b>2,839</b>
%销售收入	6.6%	5.6%	4.7%	5.2%	5.6%	6.4%	短期借款	490	690	685	379	167	68
财务费用	-38	-57	-42	-30	-17	-8	应付款项	157	246	357	365	412	467
%销售收入	1.6%	1.9%	1.3%	0.8%	0.4%	0.2%	其他流动负债	7	-35	37	-2	-3	-3
资产减值损失	2	-48	-15	-8	-1	-1	流动负债	655	900	1,079	742	576	532
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	178	198	98	98	98	99
投资收益	-7	18	19	19	19	19	其他长期负债	27	72	112	0	0	0
%税前利润	n.a	20.3%	14.4%	10.3%	7.7%	5.8%	<b>负债</b>	<b>860</b>	<b>1,170</b>	<b>1,288</b>	<b>840</b>	<b>674</b>	<b>631</b>
营业利润	114	81	120	170	234	312	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,043</b>	<b>1,129</b>	<b>1,208</b>	<b>1,709</b>	<b>1,915</b>	<b>2,183</b>
营业利润率	4.8%	2.7%	3.6%	4.6%	5.7%	6.6%	少数股东权益	3	1	31	29	27	25
营业外收支	11	10	14	14	14	14	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,906</b>	<b>2,301</b>	<b>2,527</b>	<b>2,577</b>	<b>2,616</b>	<b>2,839</b>
税前利润	126	91	134	184	248	326	<b>比率分析</b>						
利润率	5.3%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	6.9%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-18	-14	-30	-33	-45	-59	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.4%	15.6%	22.3%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	0.474	0.261	0.366	0.352	0.473	0.619
净利润	108	77	104	151	203	267	每股净资产	4.602	3.831	4.098	4.943	5.538	6.315
少数股东损益	0	0	-4	-2	-2	-2	每股经营现金净流	0.850	1.183	0.959	0.058	0.523	0.634
归属于母公司的净利润	107	77	108	153	205	269	每股股利	0.060	0.050	0.100	0.000	0.000	0.000
净利率	4.5%	2.6%	3.2%	4.2%	5.0%	5.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	10.30%	6.81%	8.94%	8.93%	10.73%	12.32%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.64%	3.34%	4.27%	5.92%	7.85%	9.47%
净利润	108	77	104	151	203	267	投入资本收益率	7.85%	6.98%	6.04%	6.97%	8.68%	10.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	46	110	83	86	79	79	主营业务收入增长率	14.19%	25.96%	11.51%	9.72%	13.29%	14.18%
非经营收益	43	31	32	3	-10	-19	EBIT增长率	18.68%	6.13%	-5.74%	19.74%	24.02%	29.03%
营运资金变动	-4	131	64	-220	-91	-108	净利润增长率	6.89%	-28.44%	40.48%	41.31%	34.59%	30.91%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>193</b>	<b>349</b>	<b>283</b>	<b>20</b>	<b>181</b>	<b>219</b>	总资产增长率	10.59%	20.72%	9.84%	46.90%	1.48%	8.54%
资本开支	-127	-286	-140	-77	85	-126	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	11	0	-1	0	0	应收账款周转天数	10.4	8.0	11.6	10.0	10.0	10.0
其他	0	-3	51	19	19	19	存货周转天数	136.4	101.3	82.7	95.0	95.0	95.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-127</b>	<b>-278</b>	<b>-88</b>	<b>-59</b>	<b>104</b>	<b>-107</b>	应付账款周转天数	13.7	15.4	19.5	18.0	18.0	18.0
股权募资	227	1	0	349	0	0	固定资产周转天数	81.4	#DIV/0!	#DIV/0!	79.8	55.1	50.3
债权募资	-130	220	-130	-418	-212	-98	<b>偿债能力</b>						
其他	-61	-69	-48	-36	-23	-14	净负债/股东权益	48.74%	45.07%	31.34%	13.05%	-1.80%	-6.04%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>36</b>	<b>152</b>	<b>-178</b>	<b>-106</b>	<b>-235</b>	<b>-112</b>	EBIT利息保障倍数	4.2	2.9	3.7	6.4	13.4	39.4
<b>现金净流量</b>	<b>101</b>	<b>223</b>	<b>17</b>	<b>-145</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	资产负债率	45.10%	50.88%	50.99%	32.57%	25.78%	22.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	3	6
增持	0	0	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.33	1.36	1.35

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)