

天康生物 (002100.SZ)
借力市场苗，开启高成长新征程

评级: 买入 **前次:**
目标价(元): 18.2-19.3
 分析师 分析师
谢刚 **张俊宇**
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2013年12月25日

基本状况

总股本(百万股)	434.16
流通股本(百万股)	383.19
市价(元)	11.75
市值(百万元)	5101.37
流通市值(百万元)	4502.43

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,983.98	3,327.31	3,729.78	4,460.06	5,325.30
营业收入增速	25.96%	11.51%	12.10%	19.58%	19.40%
净利润增长率	-28.43%	40.48%	45.18%	44.57%	45.24%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.37	0.36	0.52	0.76
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	0.26	0.37	0.36	0.59	0.67
偏差率(本次-市场/市场)	0.00	0.00	0.00	0.03	0.09
市盈率(倍)	39.64	25.13	33.20	22.96	15.81
PEG	—	0.62	0.73	0.52	0.35
每股净资产(元)	3.83	4.10	3.50	4.10	4.96
每股现金流量	1.18	0.96	0.21	0.49	0.69
净资产收益率	6.81%	8.94%	11.68%	14.44%	17.34%
市净率	2.70	2.25	3.42	2.93	2.42
总股本(百万股)	294.76	294.76	434.16	434.16	434.16

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 天康生物主营兽用疫苗和饲料业务核心竞争优势明显,其参股 44.44%的天康畜牧科技从事疆内生猪养殖业务, 待其规模壮大及条件成熟后若能注入, 公司将晋升为新疆建设兵团生猪养殖全产业链运营平台。**
- 公司积极进行市场苗转型, 2013 年开始口蹄疫和猪蓝耳市场苗放量增长, 预计 2014 年和 2015 年增速将分别达到 100%和 66.7%。**公司口蹄疫和猪蓝耳市场苗高速增长的核心原因在于: (1) 契合当前口蹄疫和猪蓝耳市场苗产能紧张、需求高增长背景, 公司积极进行产能扩张和销售团队拓展; (2) 公司口蹄疫无血清悬浮培养技术和高致病性猪蓝耳基因缺失技术业内领先, 相当于类独家品种, 这一竞争格局有利于公司获取持续高盈利; (3) 公司在政府招标苗领域后发制人, 强大的销售团队将助力市场苗销售放量。
- 基于研发周期长、政策门槛高、技术路线尚待完善, 口蹄疫和猪蓝耳市场苗行业竞争格局优良, 未来几年都将处于供不应求的状态。天康生物目前已经拿到了口蹄疫和高致病性猪蓝耳市场苗的通行证, 未来将有望成为少数几家有能力分享 20 亿口蹄疫市场苗和 15-20 亿猪蓝耳市场苗蛋糕的优势企业之一。**
- 我们预计 2015 年后口蹄疫和猪蓝耳市场苗进入稳定增长期, 而多元化的疫苗产品储备将为公司后续业绩高增长奠定基石。**目前公司在研品种包括: (1) 悬浮培养禽流感疫苗技术, 将成为业内第二家掌握此技术, 第一家实现大规模量产的兽药公司, 预计 2014 年下半年推向市场; (2) 独家品种猪瘟 E2 疫苗, 基因缺失, 区分野毒, 净化猪场, 定价 10 元/头份, 主攻种猪场等高端市场, 预计 2015 年推向市场; (3) 猪圆环疫苗、猪支原体肺炎疫苗和猪伪狂犬疫苗预计将于 2015 年后陆续推出。以上疫苗重磅产品的陆续推出将奠定 2014-2017 年天康生物业绩持续快速成长的基石。

- 饲料加工业务聚焦三大核心区域，在上述区域的品牌和渠道优势将保证饲料业务未来 3 年年均增长 18.5%。聚焦新疆、河南和东北三大核心市场，公司营销服务水平弱于国内龙头企业，但区域化的品牌和渠道优势保障公司业务实现稳健增长，预计 2016 年销量增长至 150 万吨，进入业内第二梯队。同时，继续加大饲料产品结构调整力度，进一步提高猪料在产品结构中的比重将吨毛利稳定在 220 元水平。
- 公司参股 44.44%的天康畜牧科技生猪养殖规模将再上新台阶，伴随着 2013 年生猪养殖行业景气的触底回升，将为公司 2014 年和 2015 年带来较大的业绩增长弹性。预计 2014 年公司仔猪产能由 30 万头增长至 50 万头，2014 年和 2015 年行业景气好于 2013 年，预计 2013-2015 年出栏量分别为 25 万头、28 万头和 35 万头，头猪盈利 170 元、180 元和 250 元，预计将为公司 2013-2015 年贡献投资收益 1901 万元、2240 万元和 3888 万元。
- 预计天康生物 2013-2015 年归属母公司净利润 1.57/2.27/3.29 亿元，同比增长 45.2%/44.6%/45.2%，对应 2013-15 年 EPS 分别为 0.36/0.52/0.76 元，年均复合增长率 45%。按 35X2014PE 估值结果为 18.2 元，DCF 估值结果为 19.3 元，结合两种估值结果，赋予公司目标股价区间 18.2-19.3 元，首次覆盖并给予“买入”评级，较当前股价仍有 50%以上的潜在上涨空间。
- 公司在新疆兵团的企业中是激励机制较为完善的企业，公司先前公告的收益激励计划将保证管理层与流通股股东利益诉求高度协同，较强的业绩释放动力为 2014-2015 年业绩高增长提供治理结构方面的背书。
- 风险提示：（1）市场苗销售不达预期；（2）生猪养殖景气度回升不及预期；（3）兵团治理结构不透明导致业绩低于预期。

内容目录

以“兽用疫苗和饲料”业务为核心，打造兵团生猪产业链平台	- 4 -
兽用疫苗业务高增长，饲料业务稳健增长，双轮驱动未来三年业绩快速提升	- 4 -
天康生物的成长模式探寻：内生增长稳健发展，外延扩张开花结果	- 5 -
口蹄疫和猪蓝耳市场苗容量快速增长，行业竞争格局优良	- 6 -
预计未来中国兽用疫苗行业的发展将呈现典型的三阶段特征	- 6 -
需求爆发、产品升级，未来 3 年口蹄疫和猪蓝耳市场苗规模年均增长 50%	- 7 -
研发周期长、技术壁垒高，口蹄疫和猪蓝耳市场苗拥有最好的市场竞争格局	- 8 -
公司无血清悬浮培养口蹄疫和基因缺失猪蓝耳市场苗技术处于业内领先水平	- 10 -
强大的销售能力助力公司市场苗业务放量增长	- 11 -
2014 年底口蹄疫悬浮培养生产线改造完毕，高品质市场苗产能大幅增加	- 12 -
预计 2014 年市场苗增速 100%，2015 年至少 60%，年增厚 EPS0.10 元。	- 12 -
重磅在研疫苗产品陆续推出奠定 2015 年以后增长基石	- 13 -
饲料聚焦三大核心区域，品牌和渠道优势保障稳健增长	- 14 -
棉籽加工业务收缩战线，以销定产，业绩波动变小	- 16 -
参股 44.44%的天康畜牧公司生猪养殖规模有望再上新台阶	- 17 -
盈利预测与投资建议	- 18 -
盈利假设前提	- 18 -
盈利预测结果	- 18 -
PE 相对估值、DCF 绝对估值及投资建议	- 19 -
风险提示	- 19 -

图表目录

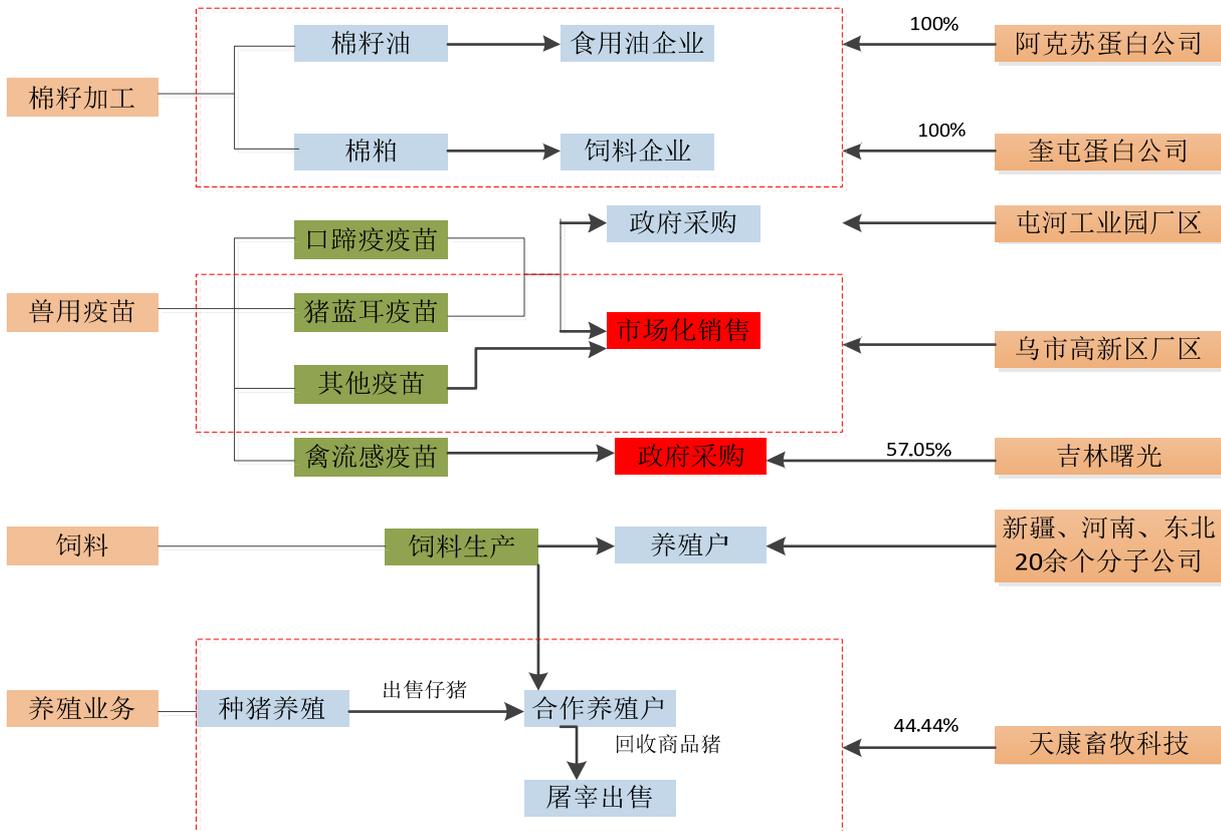
图表 1: 天康生物业务经营模式和构架体系	- 4 -
图表 2: 天康生物收入结构 (百万元)	- 5 -
图表 3: 天康生物毛利结构 (百万元)	- 5 -
图表 4: 天康生物的成长路径分析——内生性增长和外延式扩张并举.....	- 6 -
图表 5: 2012 兽药行业规模 393 亿元, CAGR15.2%.....	- 8 -
图表 6: 兽用疫苗行业 CAGR(5)=17.0%.....	- 8 -
图表 7: 国内头均疫病防治投入大幅增长.....	- 8 -
图表 8: 当前口蹄疫和猪蓝耳市场苗增速最快时期	- 8 -
图表 9: 中国口蹄疫市场苗潜在市场规模约 22.7 亿元	- 8 -
图表 10: 口蹄疫和猪蓝耳市场苗竞争格局分析.....	- 9 -
图表 11: 转瓶培养、低血清悬浮培养和无血清悬浮培养工艺比较	- 10 -
图表 12: 反应器悬浮培养技术在我国口蹄疫及禽流感疫苗生产中的应用	- 10 -
图表 13: 天康生物基因缺失猪蓝耳市场苗产品优势.....	- 11 -
图表 14: 兽药上市公司生物制品业务收入历年增速对比	- 11 -
图表 15: 天康生物疫苗产能分布及悬浮培养工艺改造进度.....	- 12 -
图表 16: 天康生物口蹄疫市场苗销量预测.....	- 13 -
图表 17: 天康生物猪蓝耳市场苗销量预测.....	- 13 -
图表 18: 天康生物在研产品和生产工艺最新进展	- 13 -
图表 19: 天康生物重磅产品持续不断, 推升业绩提升	- 14 -
图表 20: 各兽药上市公司研发支出一览 (单位: 百万元)	- 14 -
图表 21: 天康生物各地区饲料产能分布 (万吨)	- 15 -
图表 22: 天康生物各地区猪料占比.....	- 15 -
图表 23: 天康生物各区域饲料市场份额	- 15 -
图表 24: 天康生物饲料业务销售预测	- 16 -
图表 25: 乌鲁木齐地区棉籽、棉粕和棉籽油价格走势 (元/吨)	- 16 -
图表 26: 天康生物棉籽加工业务净利润	- 17 -
图表 27: 天康生物存货跌价准备计提	- 17 -
图表 28: 天康畜牧科技生猪养殖业务收入.....	- 18 -
图表 29: 天康畜牧科技生猪养殖业务利润.....	- 18 -
图表 30: 天康生物三项期间费用及相关税费假设	- 18 -
图表 31: 兽药上市公司相对估值表.....	- 19 -
图表 32: 天康生物 DCF 绝对估值 19.30 元.....	- 19 -
图表 33: 天康生物各项业务销售预测表	- 20 -

以“兽用疫苗和饲料”业务为核心，打造兵团生猪产业链平台

兽用疫苗业务高速增长，饲料业务稳健增长，双轮驱动未来三年业绩快速提升

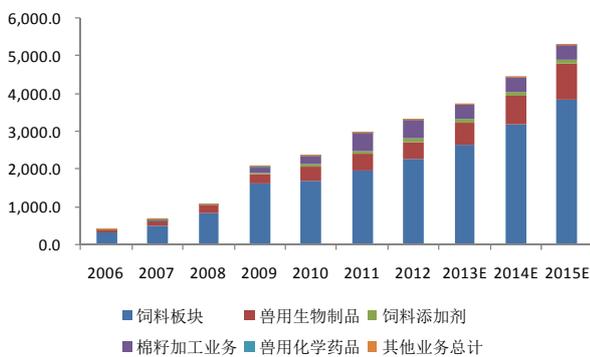
- 天康生物（002100）是新疆兵团国资委旗下直属上市公司，三大核心主业分别为兽用疫苗、饲料、棉籽加工，并参股天康畜牧科技（44.44%股权，剩余天康集团持有）在疆内从事生猪养殖、屠宰业务，是新疆兵团生猪产业链运营平台。
- 兽药疫苗业务产品线储备多元化进展顺利，积极向市场苗销售转型，并在2013年取得显著成效。目前，公司拥有猪/牛羊口蹄疫疫苗、猪蓝耳疫苗和猪瘟疫苗三大政府强免疫苗，2012年4月控股吉林曙光，有望于2014年中获得高致病性禽流感政府招标资格，成为继中牧股份后，又一家拥有四大强免疫苗生产资格的兽用疫苗企业。公司2012年开始积极进行市场苗转型，2013年前三季口蹄疫和猪蓝耳市场苗预收款已达到8000万元（2012年全年销售2000万元），市场化推广初战告捷。
- 强大的销售能力助力公司疫苗经营转型成功。2007-2012年生物制品收入由1.63亿元增长到4.69元，目前口蹄疫政府招标苗份额已位居行业第二，强大的销售能力是保证公司能够后来者居上的关键所在，公司优良的销售基因将再一次助力公司疫苗业务从政府采购向市场化销售的成功转型。

图表 1：天康生物业务经营模式和构架体系



来源：公司公告、齐鲁证券研究所（绿色为公司核心产品，红色为核心增长点）

- 饲料业务拥有新疆、河南和东北三大业务基地，是疆内市场份额最大的饲料生产企业。目前，拥有 200 万吨产能（河南 100 万吨，新疆 80 万吨，东北 20 万吨），2012 年销量 77 万吨，预计 2013 年销售 90 万吨，其中新疆销量 40 万吨，市场份额 33%。2014 年河南地区 30 万吨产能投产，且公司在三大区域产品结构调整顺利，猪料占比逐步提升。产能扩张、销量增加、结构提升三大因素将驱动公司饲料业务稳健成长。
- 天康生物参股天康畜牧科技 44.44% 股权从事生猪养殖业务。2013 年天康畜牧科技拥有 30 万头生产能力，预计出栏 25 万头，天康集团作为新疆兵团旗下生猪运营平台，正在积极扩张疆内生猪养殖业务，我们预计未来年出栏量将达到 100 万头，并在运营成熟后有可能整合注入上市公司，届时天康生物将成为新疆兵团旗下完整的生猪产业链运营平台。

图表 2：天康生物收入结构（百万元）


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 3：天康生物毛利结构（百万元）


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

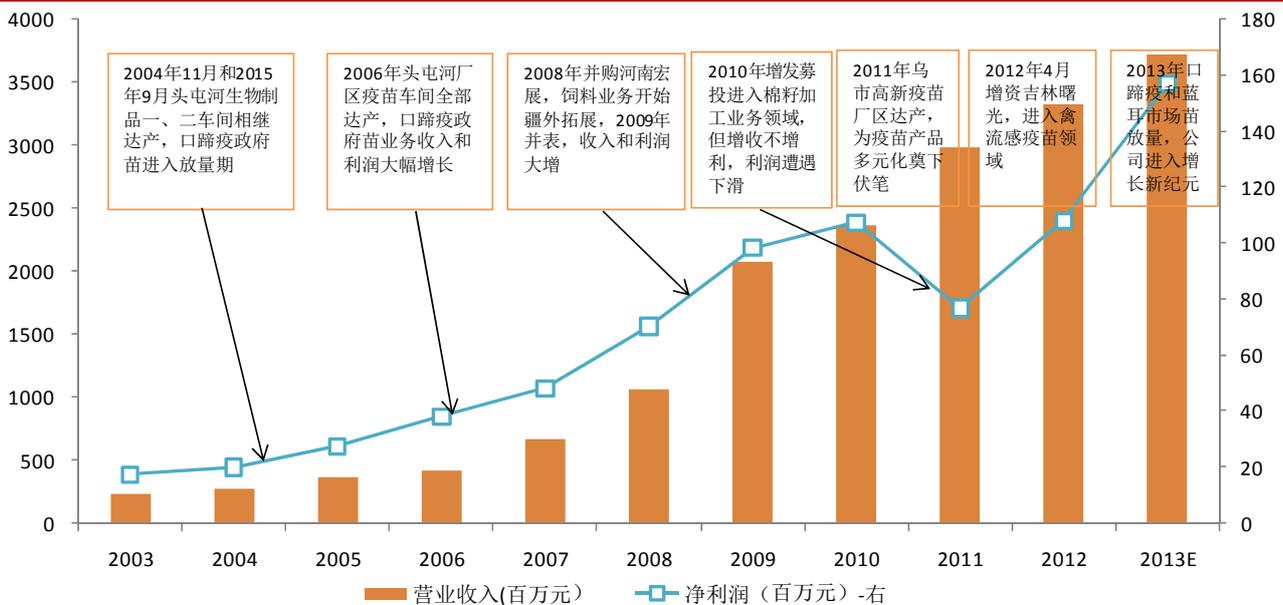
- 饲料和兽用疫苗业务贡献近九成的收入和利润份额。2012 年公司整体业务收入 33.23 亿元，其中饲料业务（包含饲料添加剂）占比 71%、兽用疫苗 14%、棉籽加工 15%；毛利 5.22 亿元，饲料业务（包含饲料添加剂）、兽用疫苗和棉籽加工分别占比 33.4%、58.6% 和 7.8%。
- 从未来 3 年的成长性来看，公司兽用疫苗业务最优，表现为高速增长，饲料业务稳健成长。我们预计兽用疫苗产品线扩张（逐步增加高致病性禽流感疫苗、猪瘟 E2 疫苗、猪圆环疫苗、猪支原体肺炎疫苗），并且口蹄疫和猪蓝耳市场苗热销，疫苗业务利润贡献将继续提升，未来 3 年利润年均增速将达到 40%-50%；饲料业务随着区域产能扩张和销售结构优化，收入和利润年均增速保持 15%-20% 水平。

天康生物的成长模式探寻：内生增长稳健发展，外延扩张开花结果

- 翻看天康生物的公司经营成长史，公司净利润从 2003 年 1700 余万元增长至 2013 年 1.5 亿元，主要得益于公司在饲料和兽药疫苗业务上的内生增长和外延式扩张。
- 内生式增长稳健发展。（1）2004 年-2006 年，公司头屯河工业园区的疫苗产能相继达产，2011 年乌市高新区疫苗产能达产，使得公司成为国内猪用疫苗领域产品线最丰富的兽药企业之一。（2）过去 10 年，公司在疆内饲料产能逐步增加，目前已达到 80 万吨，年销量 40 万吨，成为疆内市场占有率最大的饲料企业。

- **外延式扩张开花结果。**(1) 2008 年定向增发吸收合并河南宏展, 饲料业务大幅增长, 并由疆外扩张至内地最大的生猪养殖省份, 2011 年进一步扩展至东北市场。(2) 2011 年控股吉林曙光进入禽流感疫苗领域, 2014 年中获得批文后, 将成为第二家拥有四大强免疫苗的兽药企业。
- 当然, 公司在业务多元化道路上也经历曲折, 2010 年增发募投项目奎屯和阿克苏棉籽加工业务在达产当年即出现亏损, 2012 年公司即时修正棉籽加工经营策略, 收缩战线, 采用“以销定产”策略, 稳健经营, 未来棉籽加工业务的业绩波动性将大幅降低。
- **预计未来 3 年公司经营重心将侧重于兽用疫苗的市场化推广以及饲料业务规模扩张和结构升级。**公司未来 3 年业绩增长主要来源于: (1) 口蹄疫和蓝耳市场苗放量增长; (2) 高致病性禽流感将进入强免招标体系; (3) 猪瘟 E2、猪圆环疫苗和猪支原体肺炎疫苗新品推出; (4) 饲料业务销售规模扩张至 150 万吨, 其中猪料占比提升将保证利润率稳中有升。
- 此外, 公司参股 44.44% 的天康畜牧科技主要从事疆内生猪养殖业务, 未来其业务模式成熟后或出栏量达到百万头规模后若整合注入到上市公司, 则公司将晋升为新疆兵团旗下生猪业务全产业链运营平台。

图表 4: 天康生物的成长路径分析——内生性增长和外延式扩张并举



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

口蹄疫和猪蓝耳市场苗容量快速增长, 行业竞争格局优良

预计未来中国兽用疫苗行业的发展将呈现典型的三阶段特征

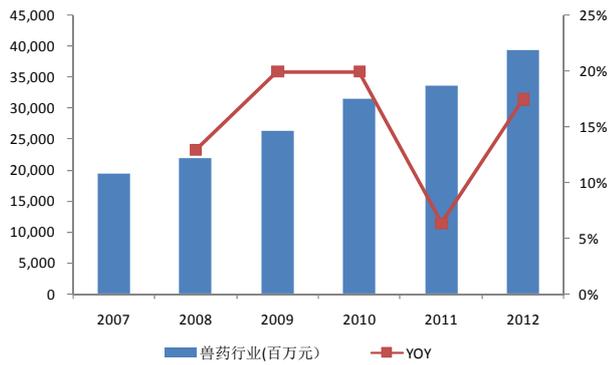
- 随着国内养殖规模化进程加速, 兽药行业发展进入新纪元。2006-2012 年规模养殖企业生猪头均防控费用由 10 元增长至 19 元, 温氏集团等大型养殖集团头均防控成本已达到 30 元, 未来将逐步增长至 50-60 元。在整个防控流程“消毒-免疫-保健-驱虫-治疗”中, 当前免疫环节是养殖户投入成本最大的环节, 这也是我们看好市场苗发展的关键所在
- 但与市场观点不同的是, 我们认为未来 2-3 年并不是市场苗的整体性机

会，各细分领域增速将有快慢之分，市场苗以及整个兽药行业规模的发展将呈现多阶段增长趋势，预计 2014-2016 年将是中国口蹄疫和猪蓝耳市场苗增长最快的时期。

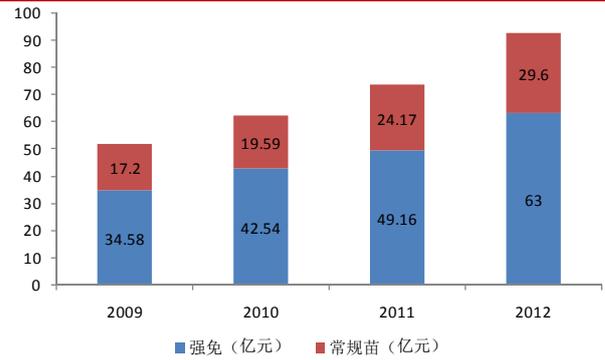
- **阶段一（2014~2016 年）：口蹄疫和猪蓝耳病市场苗的爆发式增长阶段。**核心原因：（1）规模化养殖企业对高品质市场苗的需求趋于旺盛，将导致口蹄疫和猪蓝耳病市场化疫苗替代强免苗的趋势加速；（2）口蹄疫和猪蓝耳病疫苗悬浮培养技术不断改进和成熟客观上也能够为众多养殖企业提供高品质的市场苗；（3）口碑效应、疫苗企业品牌宣传、一类疾病危害程度、政府强免多年培养出的口蹄疫和猪蓝耳病疫苗免疫习惯将使得众多千头左右适度规模养殖户开始使用口蹄疫和猪蓝耳病市场苗。
- **阶段二（2016~2020 年）：常规疫苗的快速增长阶段。**当养户对市场苗的使用形成依赖后，其他常规疫苗的市场化推广也将迎来快速增长。在此阶段头猪疫苗成本将达到 40-50 元，兽药生物制品行业将有 8-10 个类似于口蹄疫和猪蓝耳病疫苗市场规模的主打产品，未来包括猪圆环、伪狂犬、支原体肺炎、轮状病毒、高致病禽流感（等待技术突破）、部分水产疫苗、牛羊疫苗（如金宇的布氏杆菌病疫苗）都有希望进入上述行列。
- **阶段三（2020 年~）：后疫苗时代，处于防控流程后端的动物保健品和驱虫药苗的需求占比将迅速提升。**从国外经验来看，免疫环节使用疫苗仅是整个养殖防控流程的一部分，动物保健品和驱虫药苗的市场规模并不亚于疫苗，巨头 zoetis 在驱虫药苗领域的收入占比达到公司整体收入的 40% 以上。我们预计国内兽药行业的成长路径也将遵循这一规律，随着养殖户防控流程体系的完善，及国内产品研发进程的加快，处于防控流程后端的动物保健品和驱虫药苗需求占比将迅速提升。
- 在中国生猪养殖规模化和集约化快速推进的背景下，我们判断未来种猪场以及千头规模以上生猪养殖场将成为公司市场直销苗的重点目标客户，公司口蹄疫和猪蓝耳市场苗届时将分享各近 20 亿元的行业蛋糕。

需求爆发、产品升级，未来 3 年口蹄疫和猪蓝耳市场苗规模年均增长 50%

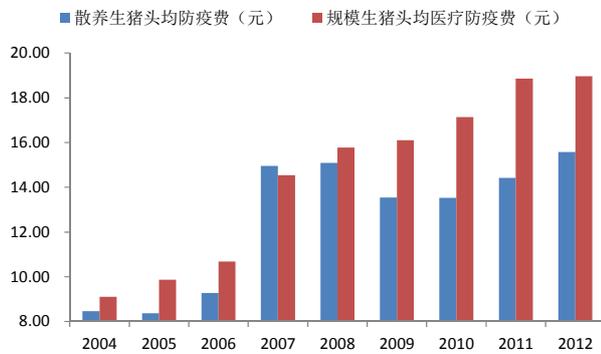
- 2007 年至 2012 年国内兽药行业规模由 194 亿元增长至 393 亿元，年均增长 15.2%，且从未出现负增长，其中，兽药疫苗行业规模由 42 亿元增长至 93 亿元，年均增长 17.0%。
- 这表明中国兽药行业实际上是一个持续高成长的行业，但由于优秀子行业选择太多，兽药行业一直未入医药研究员的法眼，而多数农业研究员却未能深入研究（包括我们之前也是如此），因此，对这一细分交叉领域的机会发掘一直未得到足够的重视。我们认为目前资本市场对兽药行业的这种认识差异将为中长期的价值投资者提供明显的超额收益来源。
- 2013 年金宇集团和天康生物口蹄疫市场苗销售额仅有 3 亿元，而根据下文我们的测算，2016 年全国口蹄疫市场苗销售规模有望达到 15 亿元左右，其潜在市场规模有望达到 22.7 亿元，未来三年行业平均增长率将保持在 50% 以上。

图表 5: 2012 兽药行业规模 393 亿元, CAGR15.2%


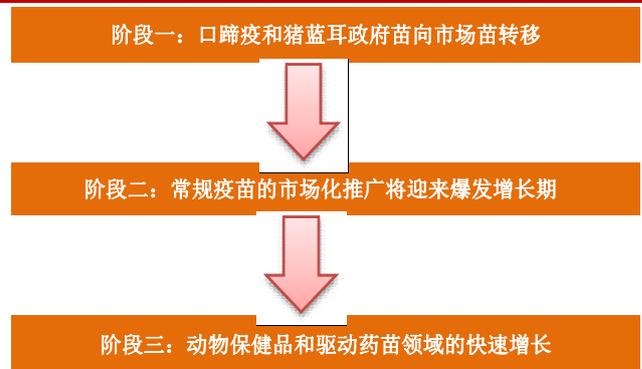
来源: 中国兽药协会、齐鲁证券研究所

图表 6: 兽用疫苗行业 CAGR(5)=17.0%


来源: 中国兽药协会、齐鲁证券研究所

图表 7: 国内头均疫病防治投入大幅增长


来源: 齐鲁证券研究所、《国内农产品成本收益汇编》

图表 8: 当前口蹄疫和猪蓝耳市场苗增速最快时期


来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 中国口蹄疫市场苗潜在市场规模约 22.7 亿元

假设条件:	总出栏量 (万头)	价格 (元/头份)	年使用头份数量	市场规模(亿元)
2015年覆盖1000头以上猪场	22,719	6	1	13.6
种猪全覆盖	5,000	6	2	6.0
覆盖500头以上肉牛	369	12	2	0.9
覆盖200头以上奶牛	436	12	2	1.0
覆盖500只以上羊场	2,193	5	1	1.1
2015年潜在市场规模				22.7

来源: 齐鲁证券研究所

研发周期长、技术壁垒高, 口蹄疫和猪蓝耳市场苗拥有最好的市场竞争格局

- 口蹄疫疫苗和高致病性猪蓝耳疫苗作为政府强制免疫疫苗, 禁止进口, 仅有定点生产企业拥有生产销售资格, 基于研发周期长、政策门槛高、技术路线尚待完善, 我们认为口蹄疫和猪蓝耳市场苗未来几年将处于供不应求的状态。
- 目前, 中牧股份、天康生物、金宇集团、中农威特、必威安泰和上海中联(合成肽)等 6 家企业具有口蹄疫疫苗定点生产资格, 中牧股份、天康生物、大华农、青岛易邦、普莱柯、广东永顺等 17 家企业具有高致

病性猪蓝耳活疫苗生产资格，理论上，仅有上述企业拿到了口蹄疫和高致病猪蓝耳市场苗生产销售的通行证。

- 目前，能够利用悬浮培养技术实现量产口蹄疫疫苗的生产企业仅有金宇集团和必威安泰，掌握技术正在进行生产线改造的是天康生物和中牧股份。
- 2013 年仅有金宇集团和天康生物两家企业生产销售口蹄疫市场苗，合计销售额约为 3 亿元，约占潜在市场容量的 15%，这意味着还有近 85% 的市场空间将由四家优势企业去瓜分，而天康生物理论上至少可以获得 4-5 亿元的市场份额。
- 我们预计 2014 年下半年必威安泰的口蹄疫市场苗有望上市，中牧股份的口蹄疫市场苗在 2015 年上市的可能性较高。届时，中国口蹄疫市场苗约 20 亿元的市场份额将被上述 4 家企业瓜分。当前口蹄疫疫苗市场需求旺盛，行业产能有限，产品供不应求，行业竞争格局较佳，我们预计天康生物在口蹄疫疫苗市场苗业务上至少可以获得 4-5 亿元的市场份额。
- 猪蓝耳疫苗方面，市场苗主要以经典蓝耳为主，产品以进口为主，辉瑞和勃林格等海外巨头纷纷推出高端经典蓝耳产品，国内企业大北农的经典蓝耳市场口碑也较好。
- 基于较高的技术壁垒和较长的研发周期，高致病蓝耳的市场苗生产企业实际上很少，天康生物作为最先进入者，市场认可度高，未来有望获得持续增长空间。2013 年仅有天康生物推出成熟产品，与天康生物同类型毒株 TJM-F92 生产企业有吉林特研、青岛易邦以及山西隆克尔，我们了解到的情况，目前其他三家企业中，仅有山西隆克尔计划在 2014 年下半年推出市场苗产品。未来具有基因缺失特征的 TJM-F92 毒株高致病猪蓝耳市场苗竞争格局与口蹄疫类似，参与企业少，天康生物作为最先进入者，市场认可度高，未来有望获得持续增长空间。

图表 10: 口蹄疫和猪蓝耳市场苗竞争格局分析

招标资格企业	中牧股份、天康生物、金宇集团、中农威特、必威安泰、上海申联（多肽合成）等6家	大华农、中牧股份、天康生物、青岛易邦、普莱柯、广东永顺、山西隆克尔等17家
招标市场规模	18亿元	15亿元
招标价格	0.4-0.8元/ml	0.4-0.8元/ml
市场苗潜在规模	20亿元	15-20亿元
市场苗价格	金宇集团6元/头份，天康生物4.5元/ml	天康生物4.5元/ml
目标客户	种猪场，千头规模养殖场	种猪场，千头规模养殖场
目前竞争格局	目前2家企业生产口蹄疫市场苗，金宇集团（2012年收入1.2亿元，2013年2.5-2.6亿元），天康生物（2013年收入0.5亿元），分别位居第一和第二位	市场苗以经典蓝耳毒株为主，辉瑞、勃林格进口占主导，国内企业以大北农为主；高致病毒株仅有天康生物生产，预计2013年收入0.5亿元左右
产品特性	金宇集团全部为悬浮培养，天康生物预计2014年年中工艺改造完毕，成为国内首家无血清悬浮培养口蹄疫疫苗生产企业	天康生物产品基因缺失，区分野毒，净化猪场，独家品种
未来进入者	预计必威安泰2014年下半年产品上市，中牧股份产品2015年上市	预计山西隆克尔2014年下半年产品上市
竞争格局评价	优（金宇集团产能严重不足，供不应求，目前市场苗普及率较推广潜力仅有15%	优（拥有TJM-F92毒株高致病猪蓝耳疫苗生产企业有4家，仅有天康生物推出正式市场苗产品，预计山西隆克尔产品2014年下半年上市，未来产品竞争程度低，企业有定价优势）

来源：齐鲁证券研究所

公司无血清悬浮培养口蹄疫和基因缺失猪蓝耳市场苗技术处于业内领先水平

- 悬浮培养口蹄疫抗原培养与传统转瓶培养的核心优势在于：（1）培养罐体体积大，批间差别小，抗原均一性高；（2）转瓶培养抗原生产疫苗需浓缩；（3）转瓶培养抗原杂蛋白含量很高，纯化工艺非常复杂。
- 无血清悬浮培养工艺较血清悬浮培养工艺优势更进一步，杂蛋白含量更低，纯化工艺简单。
- 目前已经利用低血清悬浮培养工艺实现口蹄疫疫苗量产的兽药企业包括金宇集团和必威安泰，天康生物和中牧股份则正在实施无血清悬浮培养工艺生产技术改造，预计天康生物 2014 年年中首条猪口蹄疫生产线可以改造完毕，2014 年底两条生产线全部改造完毕，将成为业内首家实现无血清悬浮培养口蹄疫病毒抗原的兽药企业。
- 天康生物是业内首家推出高致病猪蓝耳市场苗的企业，其毒株采用 TJM-F92，具有基因缺失，免疫干扰，可区分野毒，净化猪场，耐热保护的功能。公司在高致病猪蓝耳市场苗技术方面的领先优势将成为获取市场份额的最大技术保障。

图表 11：转瓶培养、低血清悬浮培养和无血清悬浮培养工艺比较

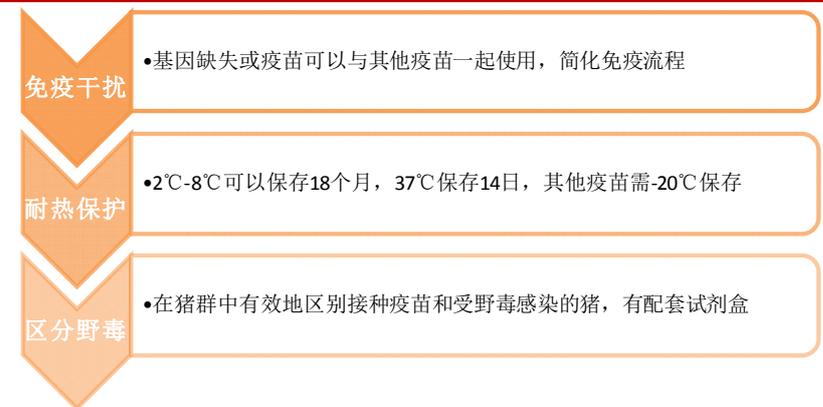
项目	转瓶培养	反应器低血清悬浮培养	反应器无血清悬浮培养
血清使用量	3-10%	3-5%	0
毒价TCID50/LD50	7.0/7.5	7.0/7.5	7.25/7.25
细胞密度cells/ml	2.5-3.5*10 ⁶	3*10 ⁶	3*10 ⁶
工作体积	1.5L	500L	3000L
均一性	培养体积小，需混合，批间差别大	培养体积大，无需混合，批间差小	培养体积大，无需混合，批间差小
产品效力	不可控	可控	稳定可控
蛋白纯化	含血清，杂蛋白含量高，纯化复杂	含血清，纯化复杂	无血清，杂蛋白含量低，纯化简单
产品质量	产品质量较低	产量质量较高	杂蛋白含量低，产品质量较高
劳动力需求	多	少	少
车间条件要求	培养室面积大，需恒温	培养室面积小，无恒温要求	培养室面积小，无恒温要求
设备与自动化程度	作坊式半开放人工操作	全封闭管道化的自动化控制	全封闭管道化的自动化控制

来源：齐鲁证券研究所

图表 12：反应器悬浮培养技术在我国口蹄疫及禽流感疫苗生产中的应用

企业	项目	进展状态
金宇保灵	反应器悬浮培养生产口蹄疫疫苗	悬浮培养工艺生产牛口蹄疫0型、亚洲I型二价灭活苗，牛口蹄疫0型、亚洲I型、A型三价灭活苗、猪口蹄疫0型灭活疫苗
中牧股份	反应器悬浮培养生产口蹄疫疫苗	无血清悬浮培养工艺生产口蹄疫疫苗，已通过GMP静态验收
必威安泰	反应器悬浮培养生产口蹄疫疫苗	猪口蹄疫0型，猪口蹄疫0型、亚洲I型二价灭活苗
天康生物	口蹄疫无血清悬浮培养工艺生产改造	悬浮培养工艺生产牛养口蹄疫0型、亚洲I型二价灭活苗通过GMP验收，猪口蹄疫0型预计2014年6月通过GMP验收
	细胞清悬浮培养技术生产禽流感疫苗	持股57.05%子公司吉林曙光实施项目，预计2014年下半年通过GMP验收
山东信得	细胞清悬浮培养技术生产禽流感疫苗	悬浮培养生产禽流感疫苗，目前独家

来源：齐鲁证券研究所

图表 13: 天康生物基因缺失猪蓝耳市场苗产品优势


来源：齐鲁证券研究所

强大的销售能力助力公司市场苗业务放量增长

- 天康生物在口蹄疫政府采购苗领域已取得巨大成功，成功验证了公司强大的销售能力。2007-2012年，各兽药上市公司的生物制品业务收入增速最快的是聚焦市场苗业务的瑞普生物，而以政府招标苗为主导的中牧股份、金宇集团、天康生物和大华农等四家公司中，天康生物复合增速最快。作为口蹄疫政府招标苗后进入者，公司通过强有力的营销体系建设，市场份额已经成功跃升至行业第二位。
- 在口蹄疫和猪蓝耳政府苗市场格局基本稳定的情况下，公司顺应行业发展趋势，适时推出口蹄疫和猪蓝耳市场苗产品，并组建独立的营销和技术团队，对大客户进行市场苗直销。
- 目前公司在北京已经组建 40 余人的市场苗营销技术服务团队，营销总监来自国外兽药巨头，拥有先进的服务营销经验，公司已成为温氏、中粮等国内大型养殖企业的指定猪蓝耳市场苗供应商，未来将继续通过技术营销的模式，积极拓展种猪和中小型猪场。
- 未来随着公司在猪用疫苗领域的产品不断完善，公司在口蹄疫和猪蓝耳市场苗直销领域建立起的渠道优势将使得公司兽药疫苗的市场化销售进入持续增长的快车道。

图表 14: 兽药上市公司生物制品业务收入历年增速对比

生物制品（百万元）	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR(5)
大华农	193.73	259.12	326.57	406.40	407.62	454.22	18.6%
金宇集团	414.45	377.01	335.54	309.31	393.34	433.63	0.9%
瑞普生物	93.95	157.46	212.37	242.17	307.37	339.73	29.3%
天康生物	163.00	230.64	228.54	379.98	436.93	469.44	23.6%
中牧股份	824.60	981.34	1,118.89	1,269.01	1,176.52	1,171.06	7.3%
合计	1689.73	2005.57	2221.91	2606.87	2721.78	2868.07	11.2%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

2014 年底口蹄疫悬浮培养生产线改造完毕，高品质市场苗产能大幅增加

- 公司头屯河厂区 35-40 亿 ml 口蹄疫单价疫苗产能将全部用于口蹄疫疫苗生产，若考虑到目前未来产品以牛羊口蹄疫 O-A-亚洲 I 型三价疫苗、猪口蹄疫 O-亚洲 I 型二价疫苗为主，实际产能约在 15-20 亿 ml 左右。
- 头屯河厂区拥有 5 个生产车间，其中 2 个车间生产牛羊口蹄疫疫苗产品，2 个车间生产猪口蹄疫疫苗产品，1 个车间生产合成肽口蹄疫疫苗产品。
- 目前牛羊口蹄疫疫苗已经有 1 个车间改造完毕，生产批号已经拿到，猪口蹄疫疫苗的 1 个车间今年改造完毕，已经通过静态 GMP 验收，预计 3-4 个月以后通过动态验收，2014 年 2 季度拿到新的批号，全部 4 个车间将于 2014 年改造完毕，继而公司口蹄疫疫苗抗原将全部实现无血清悬浮培养，公司高品质口蹄疫疫苗产能将大幅增加，市场竞争力进一步加强，公司的口蹄疫疫苗将在 2014 年进入真正的快速放量期。
- 此外，公司参股 57.05% 的吉林曙光悬浮培养高致病禽流感疫苗 10 亿 ml 生产线预计于 2014 年年中达产，公司将切入 20 亿市场规模的禽流感疫苗市场，结合公司在口蹄疫政府招标苗领域的成功经验，我们认为公司在禽流感政府招标苗领域也将取得巨大成功，成为公司新的利润增长点。

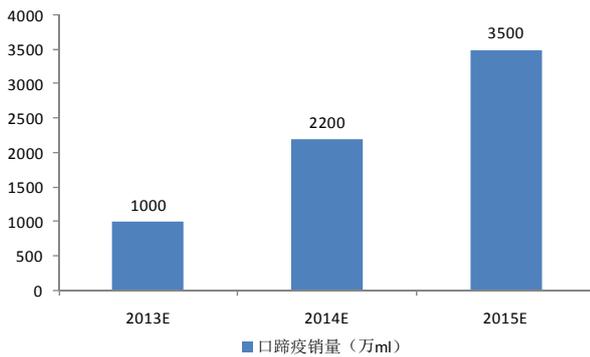
图表 15：天康生物疫苗产能分布及悬浮培养工艺改造进度

产区	产品定位	生产工艺	产能	备注
头屯河厂区	口蹄疫疫苗	悬浮培养	35-40亿ml单价口蹄疫产能	5个车间，2个车间生产牛羊口蹄疫、2个猪口蹄疫、1个合成肽车间，其中1个牛羊车间已经完成悬浮工艺改造通过GMP验收，1个猪口蹄疫预计2014年中通过验收，其他2个车间2014年底全部改造完毕
乌市高新区	其他猪疫苗	传统工艺	15-20亿ml	试验蓝耳悬浮培养阶段
吉林曙光	禽流感疫苗	悬浮培养	10亿ml	预计2014年下半年悬浮培养禽流感疫苗量产

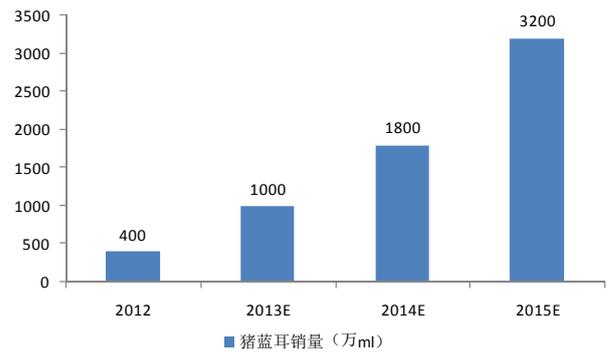
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

预计 2014 年市场苗增速 100%，2015 年至少 60%，年增厚 EPS 约 0.10 元

- 预计 2013 年公司口蹄疫市场苗销量 1000 万 ml (转瓶培养产品)，猪蓝耳市场苗销售量 1000 万 ml。
- 随着 2014 年无血清悬浮培养口蹄疫疫苗产品问市，公司口蹄疫疫苗销售将进入快速增长期，预计 2014 和 2015 年销售量分别为 2200 万 ml 和 3500 万 ml，同比增长 120%和 59%。
- 2014 年和 2015 年猪蓝耳市场苗销售量分别为 1800 万 ml 和 3200 万 ml，同比增长 80%和 78%。
- 按 4.5 元/ml 出厂价计算，2013 年-2015 年公司口蹄疫和猪蓝耳市场苗销售收入分别为 0.9 亿元、1.8 亿元和 3.0 亿元，2014 年增长 100%，2015 年增长 67%，按 40%的净利润计算年贡献利润 0.36 亿元、0.72 亿元和 1.2 亿元。

图表 16: 天康生物口蹄疫市场苗销量预测


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 17: 天康生物猪蓝耳市场苗销量预测


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

重磅在研疫苗产品陆续推出奠定 2015 年以后增长基石

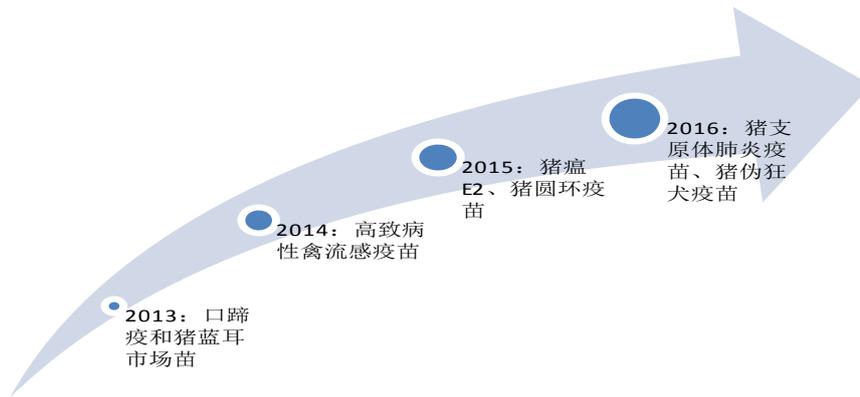
- 天康生物研发支出仅次于中牧股份，研发支出占生物制品业务收入 12%，远高于行业平均水平。
- 公司目前在研的重磅产品包括高致病性禽流感悬浮培养生产工艺、猪瘟 E2 疫苗、猪圆环 II 型疫苗、猪支原体肺炎疫苗和猪伪狂犬疫苗。
- 公司 2013-2015 年疫苗业务增量贡献的主力军是口蹄疫和猪蓝耳市场苗业务，2014 年高致病性禽流感疫苗将有望纳入政府采购范畴，成为新的利润贡献点。
- 2015 年公司有望推出猪瘟 E2 疫苗，与公司的猪蓝耳市场苗类似，该疫苗同样具备基因缺失，区分野毒，净化猪场的功能，预计市场定价 10 元/ml，属于高端猪瘟疫苗，假若仅种猪场使用年销售额也在 6 亿元左右。
- 此外，公司的猪圆环疫苗、猪伪狂犬疫苗和猪支原体肺炎疫苗陆续于 2015 年和 2016 年推出市场，公司猪用产品线将极大丰富，成为国内猪用疫苗领域的领军企业。

图表 18: 天康生物在研产品和生产工艺最新进展

序号	项目名称	2012年研发进展状况	最新状况
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	已经推出产品，仅金宇和天康拥有该产品
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	已取得批准文号	车间改造已经完成
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-羊痘二联灭活研制及工艺定型	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	已取得批准文号	车间改造2014年2季度完成
9	猪支原体灭活疫苗	准备申请临床试验	
10	猪瘟标记亚单位疫苗	预计2013年上半年研发成功	预计2015年推向市场
11	猪圆环病毒II型亚单位疫苗	预计2013年上半年研发成功	
12	高致病禽流感悬浮培养技术	技术已经成熟	预计2014年中推出产品

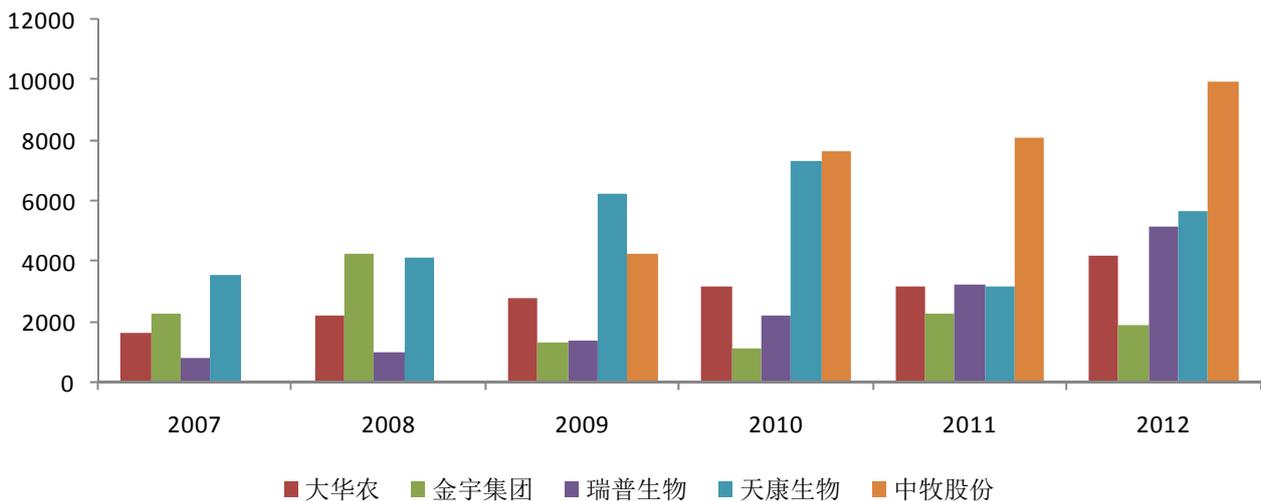
来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 19: 天康生物重磅产品持续不断, 推升业绩提升



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 20: 各兽药上市公司研发支出一览 (单位: 百万元)



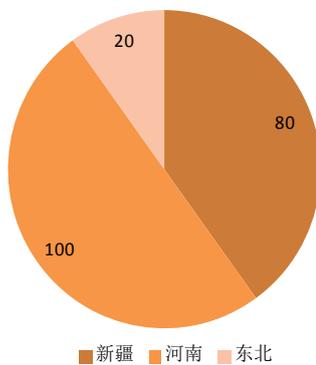
来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

饲料聚焦三大核心区域, 品牌和渠道优势保障稳健增长

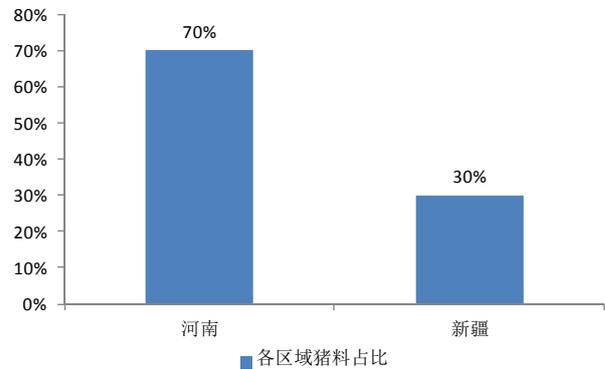
- 目前公司在新疆、河南、东北有 20 家饲料分子公司, 共有 200 万吨饲料产能, 2012 年销售量 76.7 万吨, 预计 2013 年全年销量 90 万吨, 在全国饲料企业中属于第三梯队。
- 公司饲料业务聚焦三大核心区域, 并逐步向周边辐射。2011 年在河北唐山新建 12 万吨饲料产能, 2013 年在河南驻马店投资 5000 万新建 30 万吨饲料产能, 重点发展新疆、河南和东北市场, 并逐步向华北市场拓展, 预计 2014 年产能将达到 230 万吨。
- 公司在核心区域通过多年培育已形成完善的品牌和渠道运营能力。鉴于饲料行业龙头企业纷纷加大技术营销力度并已形成完善的服务营销体系, 公司也在加大技术服务营销力度, 目前公司销售人员 593 人, 技术

服务人员 295 人，大部分来自于饲料业务，公司通过跟随战略，学习国内龙头企业的成功经验，分享行业增长和集中度提升，实现饲料业务稳健增长。

- **继续加大饲料产品结构调整力度，进一步提高猪料在产品结构中的比重。**目前新疆地区猪料占比约为 50%，河南已达到 70%，伴随着猪料结构占比提升，公司在配合料大幅占比提升，预混料基本不增长的情况下，将吨毛利稳定在 220 元水平，预计吨净利约为 50 元，2013 年贡献净利润 4500 万元左右。
- **公司饲料业务在新疆占据绝对主导地位。**新疆地区在国内饲料行业属于小众市场，2013 年饲料产量仅有 120 万吨，公司市场份额约为 1/3。但目前包括生猪养殖、牛羊养殖在内，新疆的规模化程度仍远低于全国平均水平，饲料产量增速高于全国水平。2013 年上半年公司饲料业务增长 17.04%，新疆地区增速大约在 25%-30%。由于国内大厂在疆内均未布点，天康生物在疆内仍享有较大的竞争优势，未来饲料业务在新疆地区的增长最为确定。
- **预计未来 3 年饲料业务年均增长 18.5%，呈现稳健增长态势。**依托于公司在三大核心区域的品牌和渠道优势，以及逐步改进的服务营销体系建设，公司未来 3 年饲料产量将达到 150 万吨，逐步向国内二线企业靠拢。预计未来 3 年饲料业务年均增长 18.5%。

图表 21：天康生物各地区饲料产能分布（万吨）


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 22：天康生物各地区猪料占比


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 23：天康生物各区域饲料市场份额

	生猪出栏量 (万头)	羊存栏 (万只)	牛存栏 (万头)	2013 年饲料产量	2013 年天康生物饲料产量	市场份额
全国	69789.47	28504.13	10343.41	2 亿吨	90 万吨	0.45%
东北	6118.92	2014.03	1318.32	1800 万吨	5 万吨	0.28%
河南	5711.25	1827.7	908.21	1300 万吨	45 万吨	3.46%
新疆	427.6	3502.05	365.93	120 万吨	40 万吨	33.33%

来源：国家统计局、公司公告、齐鲁证券研究所

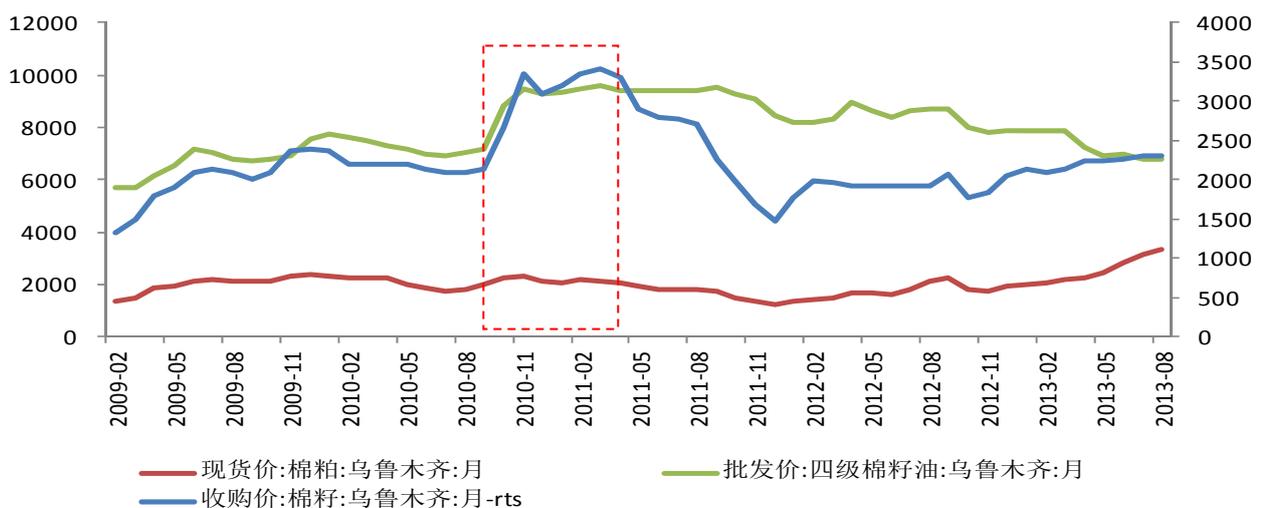
图表 24: 天康生物饲料业务销售预测

饲料板块	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
产能(万吨)	30	30	47	120	140	176	200	200	230	230
产量(万吨)	17	26	32	65	66	70.6	77.0	90	108	129
销量(万吨)	16.5	25	31	65	66	70.2	76.7	90	108	129
单位单价(元/吨)	1844.9	1897.2	2627.8	2500.0	2551.7	2795.2	2938.4	2940	2960	2990
销售收入(百万元)	304.4	474.3	814.6	1,625.0	1,684.2	1,961.3	2,253.4	2646	3196.8	3857.1
单位成本(元/吨)	1653.39	1733.60	2393.77	2244.80	2325.09	2574.9	2717.2	2720	2740	2760
销售成本(百万元)	272.8	433.4	742.1	1,459.1	1,534.6	1,806.7	2,083.7	2448	2959.2	3560.4
毛利(百万元)	31.6	40.9	72.6	165.9	149.6	154.6	169.6	198.0	237.6	296.7
单吨毛利(元/吨)	191.5	163.6	234.0	255.2	226.7	220.3	221.2	220.0	220.0	230.0
毛利率	10.4%	8.6%	8.9%	10.2%	8.9%	7.9%	7.5%	7.5%	7.4%	7.7%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

棉籽加工业务收缩战线, 以销定产, 业绩波动变小

- 公司棉籽加工业务由公司两大全资子公司奎屯蛋白公司和阿克苏蛋白公司承担, 合计产能 53 万吨。
- 该项目是公司 2010 年定向增发募投资金项目, 2011 年产能达产以后即遭遇棉花价格大涨, 棉籽原材料采购价格随之大涨 (由通常 1500-2000 元/吨涨至 3500 元/吨), 公司当时错判上涨行情, 采取激进策略, 大量囤积原材料, 但 2011 年下半年开始棉花行情急转直下, 棉籽、棉油、棉粕价格同步下跌, 为此公司计提 8118 万存货跌价准备, 导致公司棉籽加工业务亏损 4444 万元, 公司 2011 年合并报表业绩下滑 28.4%。
- 2012 年对棉籽加工业务收缩战线, 确定了“以销定购、购销同步”的经营思路, 稳健经营。2012 年加工棉籽 10.2 万吨, 较 2011 年 22.7 万吨下降 55%, 同时 2012 年底库存仅有 3.2 万吨, 较 2011 年 12.3 万吨下降 9.1 万吨, 2012 年再次计提减值准备 1037 万元, 2011 年的历史包袱彻底清理干净。

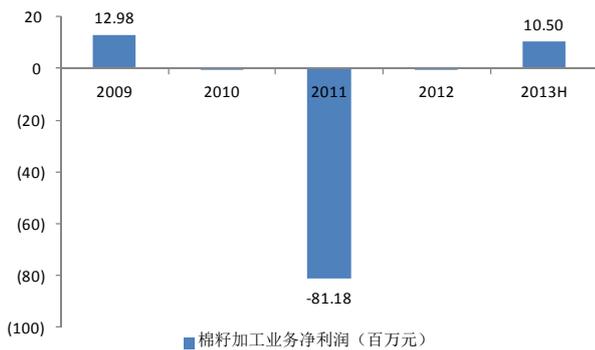
图表 25: 乌鲁木齐地区棉籽、棉粕和棉籽油价格走势 (元/吨)


来源: wind、齐鲁证券研究所

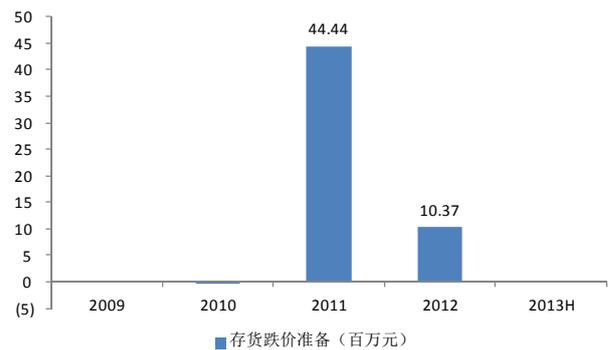
- 2013 年上半年棉籽加工业务表现稳健, 两公司合计共 1050 万元净利润。
- 2013 年 9 月份开始的 2013/2014 新榨季, 棉籽收购价 1700-2000 元/

吨，原材料价格基本属于正常范围，我们预计公司 2014 年棉籽加工业务贡献净利润约在 1500 万元左右。

- 公司对棉籽加工业务采用保守稳健的经营策略，会缩小周期性波动，但仍难以避免原材料价格波动风险，因此我们保守预测 2015 年棉籽业务净利润 1000 万元。主要原因在于：由于棉花种植会跟随价格出现周期性波动，棉花价格经历 2011 年以来的连续 4 年低迷行情之后，2015 年有可能在供给收缩的情况下出现价格暴涨的情形，因此我们预计 2015 年棉籽原材料价格会上涨，保守预测 2015 年公司棉籽加工业务净利润 1000 万元，较 2014 年有所下降。

图表 26: 天康生物棉籽加工业务净利润


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

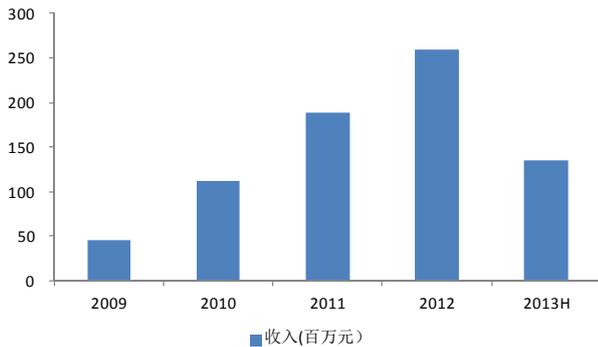
图表 27: 天康生物存货跌价准备计提


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

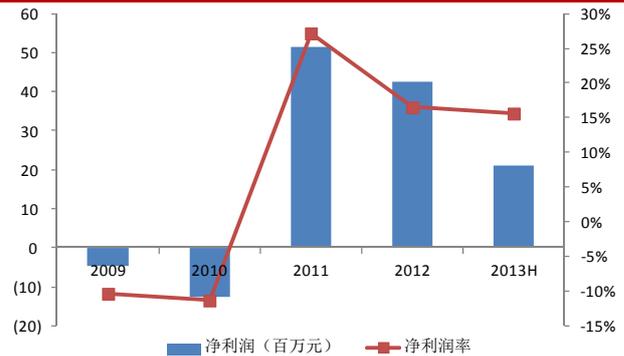
参股 44.44%的天康畜牧公司生猪养殖规模有望再上新台阶

- 作为新疆兵团旗下生猪产业链运营平台，天康集团持有的农牧资产包括天康畜牧科技和天康食品，其中天康畜牧科技从事生猪养殖业务，天康食品负责屠宰及销售，目前天康生物持有天康畜牧科技 44.44% 股权，由集团负责运营。
- 天康畜牧科技通过“公司+农户”模式发展生猪养殖业务。公司提供向农户提供仔猪、饲料、兽药和技术服务，公司主要业务是仔猪繁育，生猪由加盟农户养殖，育成后公司负责回收，由天康食品负责屠宰销售，销售区域主要集中在乌鲁木齐和石河子等北疆区域。
- 目前北疆猪肉市场竞争格局明晰，天康放心肉是最大的品牌肉，其余主要由散养无品牌肉组成。国内双汇、雨润并未涉足新疆市场。
- 新疆地区地广人稀，具备发展适度规模养殖的先天条件，新疆地区此前生猪规模养殖化程度低于全国水平，但近 2 年发展迅猛，天康集团与农户合作，为农户提供融资担保，兴建现代化猪场，进行“公司+农户”模式的生猪规模化养殖，天康食品拥有百万头屠宰规模，且是北疆地区最大的高端猪肉品牌，天康集团具有渠道垄断优势，便于上游养殖业务扩张。
- 2013 年 8 月份天康畜牧科技各股东同比例增资，2014 年产能由 30 万头扩张至 50 万头。目前天康畜牧科技拥有 30 万头仔猪养殖产能，预计 2013 年出栏量 25 万头。2014 年公司将从加拿大引进 1.2 万头种猪，产能扩张至 50 万头，长期规划 100 万头，占据市场生猪养殖市场 20% 份额。

- 新疆生猪市场远离内地，是相对封闭的市场，生猪和猪肉价格波动低于生猪养殖发达省份。2012 年天康畜牧养殖仔猪出栏 23 万头，净利润 4270 万元，头猪净利润 186 元，净利润 17%，预计 2013 年出栏 25 万头，头猪净利润 170 元，净利润 4250 万元，净利润率 16%。
- 据齐鲁农业小组判断，2014 年生猪盈利将小幅优于 2013 年，2015 年向上弹性更大。假定天康畜牧科技 2014 年头猪盈利 180 元、出栏 28 万头，净利润 5040 万元，2015 年头猪盈利 250 元、出栏 35 万头，则净利润 8750 万元，预计将为公司贡献投资收益 2240 万元和 3888 万元。

图表 28: 天康畜牧科技生猪养殖业务收入


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 29: 天康畜牧科技生猪养殖业务利润


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利假设前提

- 公司各项主营业务预测情况详见上文，三项期间费用率及相关税费假设见如下图表：

图表 30: 天康生物三项期间费用及相关税费假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
单位: 人民币百万元									
营业税金及附加	1.05	1.46	1.64	2.55	3.31	3.46	3.73	4.46	5.33
占营业收入比重	0.16%	0.14%	0.08%	0.11%	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
销售费用	29.97	55.37	106.53	124.68	176.15	207.52	246.17	276.52	319.52
占营业收入比重	4.47%	5.18%	5.13%	5.26%	5.90%	6.24%	6.60%	6.20%	6.00%
管理费用	58.78	70.74	109.62	120.51	103.90	157.72	186.49	223.00	266.26
占营业收入比重	8.76%	6.62%	5.28%	5.09%	3.48%	4.74%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用	9.49	19.64	22.05	37.53	56.65	42.32	33.22	26.15	21.94
占营业收入比重	1.42%	1.84%	1.06%	1.58%	1.90%	1.27%	0.89%	0.59%	0.41%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- 公司拥有天康畜牧科技 44.44% 股权，我们预计 2013-2015 年贡献的投资收益分别为 1901 万元、2240 万元和 3888 万元。
- 预计综合所得税率为 15%，其中疫苗业务所得税率 15%，新疆地区饲料和棉籽加工业务免税，河南和东北地区饲料业务所得税率 25%。

盈利预测结果

- 预计 2013-2015 年天康生物实现营业收入 37.30/44.60/53.25 亿元，同比增长 12.10%/19.58%/19.40%；实现归属于母公司净利润 1.57/2.27/3.29 亿元，同比增长 45.2%/44.6%/45.2%，对应 2013-2015 年 EPS 分别为 0.36/0.52/0.76 元，2013-2015 年年均复合增长 45%。

PE 相对估值、DCF 绝对估值及投资建议

- 天康生物目前股价对应 2013-2015 年 PE 为 33.3X、23.1X 和 15.7X。
- 公司定位于新疆建设兵团旗下的生猪产业链运营平台，其核心业务包括兽药疫苗和饲料，我们预计未来生猪养殖和屠宰也将纳入上市公司。未来业绩核心增长驱动要素：（1）口蹄疫和猪蓝耳市场苗快速增长，2014 年翻倍，2015 年增长 66.7%；（2）饲料业务三大区域稳健发展，未来年均增长 18.5%；（3）参股 44.44%的天康畜牧养殖出栏稳步扩张，2014 和 2015 年逐步迎来向上周期，投资收益大幅增加，分别为 1901 万元、2240 万元和 3888 万元。
- 按 35X2013EPS，相对估值目标价 18.2 元，DCF 绝对估值 19.3 元，结合两种估值方法，将目标价设定为 18.2-19.3 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 31：兽药上市公司相对估值表

名称	代码	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	最新 股价(元)	EPS(元)				PE				评级
					2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	
瑞普生物	300119.SZ	1.94	50.43	26.00	0.75	0.90	1.24	1.53	34.67	28.89	20.97	16.99	买入
大华农	300186.SZ	5.34	49.07	9.19	0.34	0.39	0.50	0.60	27.03	23.56	18.38	15.32	买入
中牧股份	600195.SH	4.30	63.27	14.72	0.60	0.67	0.82	1.00	24.53	21.97	17.95	14.72	增持
金宇集团	600201.SH	2.81	69.78	24.85	0.46	0.83	0.90	1.20	54.02	29.94	27.61	20.71	买入
天康生物	002100.SZ	4.34	52.06	11.99	0.25	0.36	0.52	0.76	47.96	33.31	23.06	15.78	买入
平均									37.64	27.53	21.59	16.70	

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 32：天康生物 DCF 绝对估值 19.30 元

II、DCF 估值 (FCFF, WACC)

每股价值	19.30	TV 增长率	2.0%
隐含 P/E	47.16	WACC	9.96%
企业值	6,502.18	债务	783.00
		投资	444.82
股票价值	5,688.38	少数股东权益	30.80

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 口蹄疫政府苗“优质优价”2014 年实施，可能导致市场苗空间萎缩，销

售不达预期。

- 生猪养殖景气度回升低于预期，天康畜牧科技头猪盈利难以达到我们假设值，因此公司投资收益有低于预期风险。

图表 33: 天康生物各项业务销售预测表

单位：人民币百万元

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
饲料板块								
销售收入	814.62	1,625.03	1,684.15	1,961.25	2,253.35	2,646.00	3,196.80	3,857.10
增长率 (YOY)	N/A	99.48%	3.64%	16.45%	14.89%	17.43%	20.82%	20.66%
毛利率	8.91%	10.21%	8.88%	7.88%	7.53%	7.48%	7.43%	7.69%
销售成本	742.07	1,459.12	1,534.56	1,806.65	2,083.75	2,448.00	2,959.20	3,560.40
增长率 (YOY)	N/A	96.63%	5.17%	17.73%	15.34%	17.48%	20.88%	20.32%
毛利	72.55	165.91	149.59	154.60	169.61	198.00	237.60	296.70
增长率 (YOY)	N/A	128.68%	-9.84%	3.35%	9.71%	16.74%	20.00%	24.87%
占总销售额比重	76.25%	78.33%	71.09%	65.73%	67.81%	70.94%	71.68%	72.43%
占主营业务利润比重	31.28%	47.37%	36.94%	34.34%	32.43%	31.34%	30.55%	30.63%
饲料添加剂								
销售收入	4.74	33.21	55.48	87.01	83.34	85.00	95.00	105.00
增长率 (YOY)	N/A	600.63%	67.06%	56.83%	-4.22%	1.99%	11.76%	10.53%
毛利率	43.67%	2.80%	4.16%	5.44%	6.12%	6.47%	6.32%	6.19%
销售成本	2.67	32.28	53.17	82.28	78.24	79.50	89.00	98.50
增长率 (YOY)	N/A	1108.99%	64.71%	54.75%	-4.91%	1.61%	11.95%	10.67%
毛利	2.07	0.93	2.31	4.73	5.10	5.50	6.00	6.50
增长率 (YOY)	N/A	-55.07%	148.39%	104.76%	7.81%	7.85%	9.09%	8.33%
占总销售额比重	0.44%	1.60%	2.34%	2.92%	2.51%	2.28%	2.13%	1.97%
占主营业务利润比重	0.89%	0.27%	0.57%	1.05%	0.98%	0.87%	0.77%	0.67%
棉籽加工业务								
销售收入	1.09	174.90	233.95	483.14	506.82	408.50	418.00	418.00
增长率 (YOY)	N/A	15945.87%	33.76%	106.51%	4.90%	-19.40%	2.33%	0.00%
毛利率	5.50%	18.76%	5.93%	3.58%	8.04%	11.63%	11.36%	11.82%
销售成本	1.03	142.09	220.08	465.85	466.05	361.00	370.50	368.60
增长率 (YOY)	N/A	13695.15%	54.89%	111.67%	0.04%	-22.54%	2.63%	-0.51%
毛利	0.06	32.81	13.87	17.29	40.77	47.50	47.50	49.40
增长率 (YOY)	N/A	54583.33%	-57.73%	24.66%	135.80%	16.51%	0.00%	4.00%
占总销售额比重	0.10%	8.43%	9.88%	16.19%	15.25%	10.95%	9.37%	7.85%
占主营业务利润比重	0.03%	9.37%	3.43%	3.84%	7.80%	7.52%	6.11%	5.10%
兽用生物制品								
销售收入	230.64	228.54	379.98	436.93	469.44	579.78	738.76	932.70
增长率 (YOY)	N/A	-0.91%	66.26%	14.99%	7.44%	23.51%	27.42%	26.25%
毛利率	66.32%	64.58%	62.22%	61.46%	65.29%	65.49%	65.69%	65.89%
销售成本	77.68	80.96	143.55	168.41	162.96	200.11	253.50	318.19
增长率 (YOY)	N/A	4.22%	77.31%	17.32%	-3.23%	22.79%	26.68%	25.52%
毛利	152.96	147.58	236.43	268.52	306.47	379.67	485.26	614.51
增长率 (YOY)	N/A	-3.52%	60.20%	13.57%	14.13%	23.88%	27.81%	26.64%
占总销售额比重	21.59%	11.02%	16.04%	14.64%	14.13%	15.54%	16.56%	17.51%
占主营业务利润比重	65.95%	42.13%	58.38%	59.64%	58.61%	60.09%	62.40%	63.44%
销售收入小计	1068.39	2074.69	2369.05	2983.98	3323.19	3729.78	4460.06	5325.30
销售成本小计	836.46	1724.42	1964.09	2533.77	2800.25	3097.99	3682.43	4356.72
毛利	231.94	350.27	404.96	450.21	522.94	631.79	777.63	968.58
平均毛利率	21.71%	16.88%	17.09%	15.09%	15.74%	16.94%	17.44%	18.19%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 34: 天康生物三张报表

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
营业总收入	2,369	2,984	3,327	3,730	4,460	5,325	货币资金	158	379	395	559	446	533
增长率	14.19%	26.0%	11.5%	12.1%	19.6%	19.4%	应收账款	71	107	131	143	171	204
营业成本	-1,964	-2,534	-2,801	-3,098	-3,682	-4,357	存货	726	680	589	732	867	1,023
%销售收入	82.9%	84.9%	84.2%	83.1%	82.6%	81.8%	其他流动资产	150	86	176	186	221	261
毛利	405	450	526	632	778	969	流动资产	1,104	1,252	1,291	1,621	1,705	2,021
%销售收入	17.1%	15.1%	15.8%	16.9%	17.4%	18.2%	%总资产	58.0%	54.4%	51.1%	56.5%	53.2%	56.7%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-4	-4	-5	长期投资	41	60	50	50	50	50
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	596	805	1,000	1,019	1,275	1,316
营业费用	-125	-176	-208	-246	-277	-320	%总资产	31.3%	35.0%	39.6%	35.5%	39.8%	36.9%
%销售收入	5.3%	5.9%	6.2%	6.6%	6.2%	6.0%	无形资产	163	174	185	185	189	192
管理费用	-121	-104	-158	-186	-223	-266	非流动资产	801	1,049	1,236	1,255	1,515	1,559
%销售收入	5.1%	3.5%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	42.0%	45.6%	48.9%	43.8%	47.2%	43.8%
息税前利润 (EBIT)	157	167	157	195	274	377	资产总计	1,906	2,301	2,527	2,867	3,206	3,561
%销售收入	6.6%	5.6%	4.7%	5.2%	6.1%	7.1%	短期借款	490	690	685	873	930	863
财务费用	-38	-57	-42	-33	-26	-22	应付款项	157	246	357	369	439	520
%销售收入	1.6%	1.9%	1.3%	0.9%	0.6%	0.4%	其他流动负债	7	-35	37	48	30	35
资产减值损失	2	-48	-15	-8	-5	-5	流动负债	655	900	1,079	1,289	1,398	1,418
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	178	198	98	98	98	98
投资收益	-7	18	19	19	22	39	其他长期负债	27	72	112	112	112	112
%税前利润	—	20.3%	14.4%	10.7%	8.3%	9.8%	负债	860	1,170	1,288	1,499	1,608	1,628
营业利润	114	81	120	173	265	389	普通股股东权益	1,043	1,129	1,208	1,343	1,570	1,899
营业利润率	4.8%	2.7%	3.6%	4.6%	5.9%	7.3%	少数股东权益	3	1	31	25	28	34
营业外收支	11	10	14	5	5	5	负债股东权益合计	1,906	2,301	2,527	2,867	3,206	3,561
税前利润	126	91	134	178	270	394	比率分析						
利润率	5.3%	3.0%	4.0%	4.8%	6.1%	7.4%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-18	-14	-30	-27	-40	-59	每股指标						
所得税率	14.4%	15.6%	22.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	0.474	0.261	0.366	0.361	0.522	0.758
净利润	108	77	104	151	229	335	每股净资产(元)	4.602	3.831	4.098	3.505	4.096	4.956
少数股东损益	0	0	-4	-5	3	6	每股经营现金净流(元)	0.850	1.183	0.959	0.214	0.495	0.687
归属于母公司的净利润	107	77	108	157	227	329	每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
净利率	4.5%	2.6%	3.2%	4.2%	5.1%	6.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.30%	6.81%	8.94%	11.68%	14.44%	17.34%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.64%	3.34%	4.27%	5.47%	7.07%	9.25%
净利润	108	77	104	151	229	335	投入资本收益率	8.88%	8.92%	7.75%	9.60%	10.92%	13.88%
少数股东损益	0	0	0	-5	3	6	增长率						
非现金支出	46	110	83	86	100	118	营业总收入增长率	14.19%	25.96%	11.51%	12.10%	19.58%	19.40%
非经营收益	43	31	32	19	9	-12	EBIT增长率	18.68%	6.13%	-5.74%	24.24%	40.04%	37.94%
营运资金变动	-4	131	64	-164	-123	-143	净利润增长率	9.12%	-28.43%	40.48%	45.18%	44.57%	45.24%
经营活动现金净流	193	349	283	87	218	304	总资产增长率	10.59%	20.72%	9.84%	13.78%	11.96%	11.19%
资本开支	127	286	140	92	350	152	资产管理能力						
投资	-22	11	-1	0	0	0	应收账款周转天数	10.4	8.0	11.6	12.0	12.0	12.0
其他	0	-3	51	19	22	39	存货周转天数	136.4	101.3	82.7	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-149	-278	-89	-73	-327	-113	应付账款周转天数	13.7	15.4	19.5	20.0	20.0	20.0
股权募资	227	1	0	0	0	0	固定资产周转天数	75.6	67.7	74.1	74.5	69.9	65.5
债权募资	-130	220	-130	187	57	-66	偿债能力						
其他	-61	-69	-48	-43	-58	-32	净负债/股东权益	48.74%	45.07%	31.34%	30.03%	36.38%	22.17%
筹资活动现金净流	36	152	-178	145	-1	-98	EBIT利息保障倍数	4.2	2.9	3.7	5.9	10.5	17.2
现金净流量	79	223	16	159	-111	92	资产负债率	45.10%	50.88%	50.99%	52.28%	50.16%	45.72%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。