

## 强免疫苗领军者，募投项目打开发展空间

### 投资要点

- 强免疫苗量价齐升，疫苗新品有铺垫。**(1) 疫苗价格有提升趋势。近年来政府对疫苗质量更为重视，有采取优质优价策略的趋势。从2013到2015年上半年广东市场政府采购的价格来看，猪口蹄疫O型合成肽疫苗和猪口蹄疫O型灭活疫苗(II)的最高限制单价分别提升2.82%、2.27%，中标单价分别提升3.09%、9.13%(同比例推算)，增长幅度较为显著。公司的口蹄疫疫苗占生物制品收入约为50%，生物制品贡献的毛利率占比高达59%，随着强免疫苗价格的提升，公司盈利能力将得到良好的体现。(2) 招标总量占比保持前列。就今年广东省的招标投标情况来看，公司在猪口蹄疫O型灭活疫苗、牛二价苗等产品上排名均为第一，所占份额也相应最多。得益于公司去年获得口蹄疫三价苗的生产批文，今年公司在重庆、云南等地均参与投标，成果显著，利于公司稳定强免疫苗份额。
- 市场苗增长快速，公司布局大产品。**(1) 近5年，我国市场苗复合增速近20%，保持快速增长趋势。基于养殖规模化大背景看生猪防疫费对比，规模养殖的防疫费占比约为1.42%，高于散养近0.2个百分点。在公司层面，2014年常规苗营收2.48亿元，同比增长18.68%，占生物制品板块的20.93%，提高近6个百分点。(2) 口蹄疫产品线齐备，市场苗渐发力。预计未来口蹄疫市场苗规模约50亿元，是当前规模的7倍。考虑到公司目前已拥有齐备的口蹄疫产品线以及产能与人员安排的倾斜，公司将迎来新的增长动力。(3) 圆环疫苗有潜力，公司渐次布局。猪圆环疫苗作为潜在的大疫苗品种，市场远未达到饱和，我们预计规模在30亿左右。公司于2013年获得猪圆环病毒2型灭活疫苗(WH株)的生产文号，去年贡献收入2000万元左右，是公司畜用常规苗的新亮点。今年上半年，公司获得圆环(SH株)的生产文号，进一步拓展了圆环疫苗的产品线。
- 突破产能限制，募投项目打开发展空间。**目前公司拥有口蹄疫疫苗产能达20.2亿毫升。以保山厂为例，其产能利用率早已远超100%，而2010-2014年公司生物制品营收始终在12亿元徘徊。2013年公司通过定向增发募集资金对原有生产线进行技术改造和扩建，募投项目共贡献产能54.5%，计划产能将达到31.2亿毫升。直至目前部分项目已经投产，为公司疫苗生产和销售提供增长动力。
- 国际合作有眉目，管理研发将锦上添花。**今年3月，公司公告与默沙东旗下全资子公司英特威控股公司签订谅解备忘录，双方拟基于共同开拓国内市场、构建对接国际的竞争体系开展高层次战略交流，有助提升公司管理、研发和生产。
- 估值与评级：**我们预计公司15-17年EPS分别为0.77元、0.95元和1.1元，对应PE为22倍、18倍和16倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**募投项目或不达预期；下游养殖业规模化或进展缓慢；疫苗价格波动风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4035.44	4703.77	5302.38	6003.54
增长率	10.87%	16.56%	12.73%	13.22%
归属母公司净利润(百万元)	290.38	331.95	406.37	474.13
增长率	23.17%	14.32%	22.42%	16.68%
每股收益EPS(元)	0.68	0.77	0.95	1.10
净资产收益率ROE	8.95%	9.73%	10.93%	11.65%
PE	25	22	18	16
PB	2.33	2.16	1.99	1.81

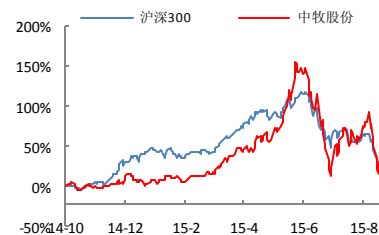
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 谢芝优  
电话: 021-68415687  
邮箱: xzy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	4.3
流通A股(亿股)	4.3
52周内股价区间(元)	14.44-40.06
总市值(亿元)	73.84
总资产(亿元)	42.93
每股净资产(元)	6.77

### 相关研究

## 目 录

1. 强免疫苗领军者，市场化发展亦加快.....	1
1.1 强免疫苗量价齐升，疫苗新品有铺垫.....	1
1.2 市场苗增长快速，公司布局大产品.....	3
2. 突破产能限制，募投项目打开发展空间.....	5
3. 国际合作有眉目，研发管理将锦上添花.....	7
4. 盈利预测与投资建议.....	7

## 图 目 录

图 1: 2007-2013 年我国兽用生物制品销售情况.....	1
图 2: 2011-2015H1 公司生物制品毛利情况.....	3
图 3: 2010-2014E 年我国强免疫苗市场规模及其增速.....	3
图 4: 2015 年猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗部分地区中标情况.....	3
图 5: 2015 年口蹄疫三价苗中标情况（重庆地区）.....	3
图 6: 2010-2014E 年我国市场苗规模及其增速.....	4
图 7: 2008-2013 年散养与规模养殖的防疫费占比情况.....	4
图 8: 我国部分口蹄疫生产厂家产能情况.....	5
图 9: 2009-2014 年公司生物制品营收及增速.....	6
图 10: 默沙东与英特威的历史演变.....	7

## 表 目 录

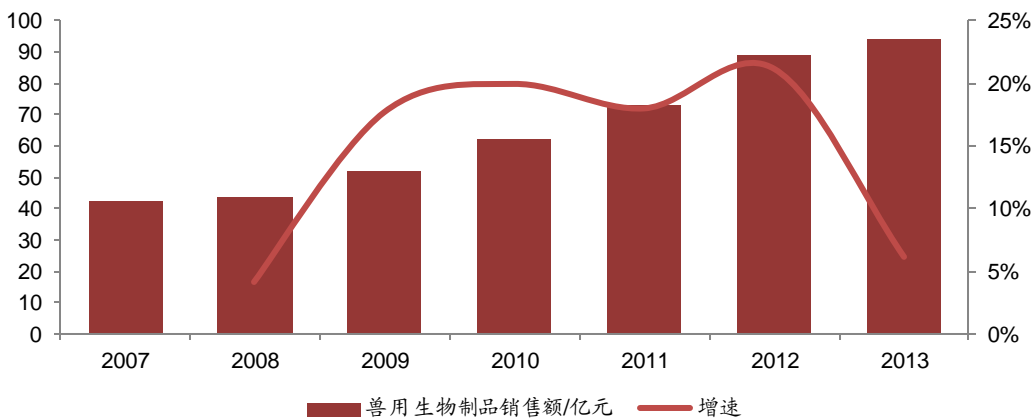
表 1: 我国优先防治和重点防范的动物疫病.....	2
表 2: 我国部分地区口蹄疫招标价格情况.....	2
表 3: 我国口蹄疫疫苗市场空间预测.....	4
表 4: 我国猪圆环疫苗市场空间预测.....	5
表 5: 公司募投项目具体情况.....	5
表 6: 默沙东动物保健产品情况.....	7
表 7: 公司盈利预测假设.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

## 1. 强免疫苗领军者，市场化发展亦加快

公司主打口蹄疫疫苗、猪蓝耳疫苗、禽流感疫苗以及猪瘟疫苗四类国家强制免疫品种，市场占有率约 20%，居行业前列。2015 年上半年公司生物制品类产品营收为 5.01 亿元，占营业总收入的 24.09%，同比降低 5.06%。主要由于上半年强免苗总量减少，直接影响公司收入。考虑到 2014 年公司获得两个口蹄疫疫苗产品的相关批文，公司今年可全面参与政府招标，结合新增产能的逐步释放，今年下半年有望实现销量突破：（1）2014 年 9 月 2 日，公司获得口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗的生产批文；（2）2014 年 6 月 16 日，公司获得猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 98+93）的新兽药注册证书。

根据中国兽药协会统计，2007 年到 2013 年，兽用生物制品销售额从 42.25 亿元增长至 94.33 亿元，实现了 14.32% 的年均复合增长率，整个行业正处于稳定快速增长的阶段。基于此，公司在扩张自身产能的前提下，抓好强免疫苗份额，把握量价齐升优势；同时，拓展市场苗覆盖，实现量的提升。

图 1：2007-2013 年我国兽用生物制品销售情况



数据来源：wind, 西南证券

### 1.1 强免疫苗量价齐升，疫苗新品有铺垫

国家对口蹄疫实行强制免疫，并规定免疫密度必须达到 100%。养殖户所用疫苗必须采用农业部批准使用的产品，并由动物防疫监督机构统一组织、逐级供应（此类疫苗统称为强免疫苗）。国家对口蹄疫疫苗实施强制免疫，且对该产品的生产批文的发放十分谨慎，目前国内只有 7 家企业获得生产批文（目前上海海利也在计划进口蹄疫市场），生产 14 个口蹄疫疫苗产品，其中包括 9 个猪口蹄疫疫苗产品，5 个牛口蹄疫疫苗产品。因此，围绕强免疫苗的竞争，即在这 7 家企业中展开。

**表 1: 我国优先防治和重点防范的动物疫病**

类别	细分类别	具体品种
优先防治的国内动物疫病 (16 种)	一类动物疫病 (5 种)	口蹄疫 (A 型、亚洲 I 型、O 型)、高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、新城疫
	二类动物疫病 (11 种)	布鲁氏菌病、奶牛结核病、狂犬病、血吸虫病、包虫病、马鼻疽、马传染性贫血、沙门氏菌病、禽白血病、猪伪狂犬并、猪繁殖与呼吸综合征 (经典猪蓝耳病)
重点防范的外来动物疫病 (13 种)	一类动物疫病 (9 种)	牛海绵状脑病、非洲猪瘟、绵羊痒病、小反刍兽疫、牛传染性胸膜肺炎、口蹄疫 (C 型、SAT1 型、SAT2 型、SAT3 型)、猪水泡病、非洲猪瘟、H7 亚型禽流感
	未纳入病种分类名录、但传入风险增加的动物疫病 (4 种)	水泡性口炎、尼帕病、西尼罗河热、裂谷热

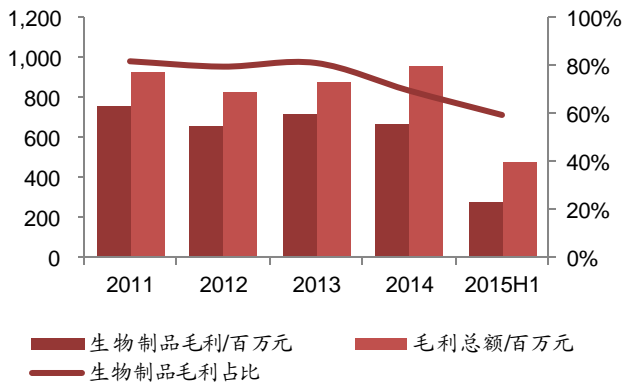
数据来源: 国家疫病防控中长期规划, 西南证券

**疫苗价格有提升趋势。**近年来政府对疫苗质量更为重视, 有采取优质优价策略的趋势, 广东、福建等多地招采价格均有所提高。农业部发文自 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。从 2013 到 2015 年上半年广东市场政府采购的价格来看, 猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗和猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (II) 的最高限制单价分别提升 2.82%、2.27%, 中标单价分别提升 3.09%、9.13% (同比例推算), 增长幅度较为显著。公司的口蹄疫疫苗占生物制品收入约为 50%, 生物制品贡献的毛利率占比高达 59%, 随着强免疫苗价格的提升, 公司盈利能力将得到良好的体现。

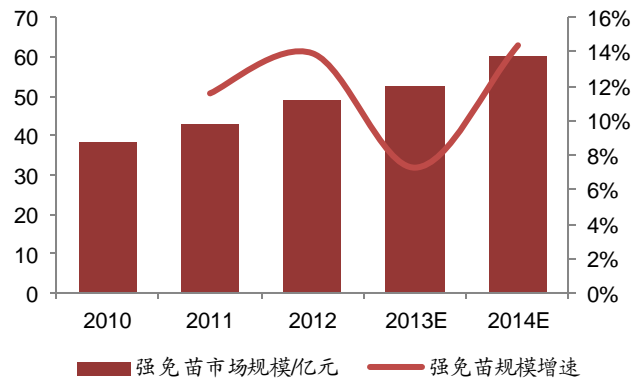
**表 2: 我国部分地区口蹄疫招标价格情况**

地区	疫苗品种	最高限制单价 (元/万毫升)			中标单价 (元/万毫升)	
		2013	2015	增幅	2013	2015 (排名分先后)
广州	牛口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价灭活疫苗	4900	4900	0	中牧股份 (60%, 3800) 金宇集团 (40%, 4500)	中牧股份 (4900) 必威安泰 (3030) 金宇集团 (4900)
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (II)	4400	4500	+2.27%	中牧股份 (40%, 4380) 必威安泰 (30%, 2000) 中农威特 (20%, 4350) 天康生物 (10%, 4380)	中牧股份 (4400) 必威安泰 (3030) 天康生物 (4400) 金宇集团 (4450)
	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗	7100	7300	+2.82%	中牧股份 (45%, 7090) 天康生物 (35%, 7070) 中联生物 (20%, 7080)	中联生物 (7300) 中牧股份 (7300) 天康生物 (7300)
福建	牛口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价灭活疫苗	4200	4500	+7.14%	-	中农威特 (4050) 中牧实业 (4500)
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (缅甸 98 株)	3800	4400	+15.79%	-	中牧股份 (4390) 天康生物 (4390) 必威安泰 (4400)
	口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多抗原)	5800	6500	+12.07%	-	中联生物 (6500) 中牧实业 (6500)

数据来源: 公开信息, 西南证券

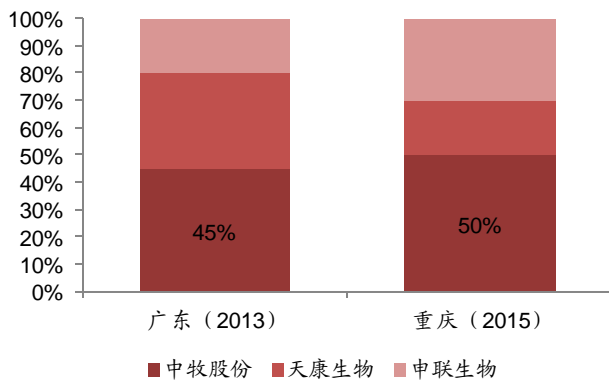
**图 2: 2011-2015H1 公司生物制品毛利情况**


数据来源: wind, 西南证券

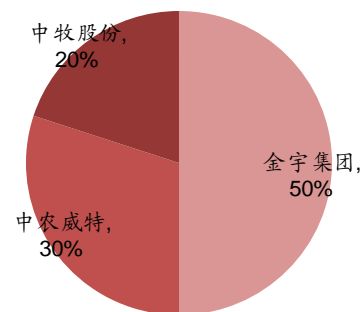
**图 3: 2010-2014E 年我国强免疫苗市场规模及其增速**


数据来源: wind, 西南证券

**招标总量占比保持前列。**近 5 年,我国强免疫苗市场规模保持 10%左右的复合增长率。在此基础上,公司之间的竞争点在于有能力(产能)实现占比份额的扩大。对于中牧股份来说,公司在强免疫苗领域拥有很大优势,市场占有率位居全国前列,其中口蹄疫、禽流感疫苗常年保持第一。就今年广东省的招投标情况来看,公司在猪口蹄疫 O 型灭活疫苗、牛口蹄疫 O 型-亚洲 I 型二价灭活疫苗等产品上排名均为第一,所占份额也相应最多。得益于公司去年获得口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗的生产批文,今年公司在重庆、云南等地都参与了三价苗的招投标,并取得了较好的成果,有利于公司稳定强免疫苗份额。

**图 4: 2015 年猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗部分地区中标情况**


数据来源: 公开信息, 西南证券

**图 5: 2015 年口蹄疫三价苗中标情况 (重庆地区)**


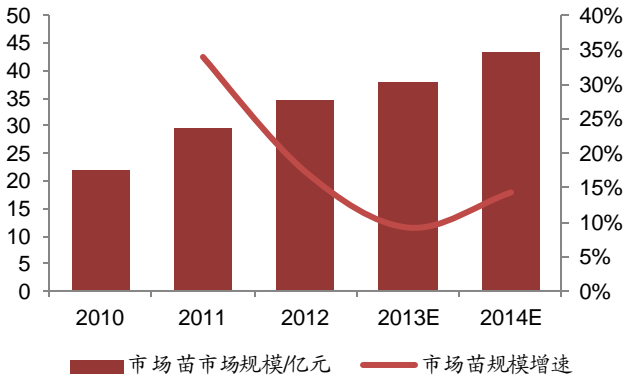
数据来源: 公开信息, 西南证券

## 1.2 市场苗增长快速, 公司布局大产品

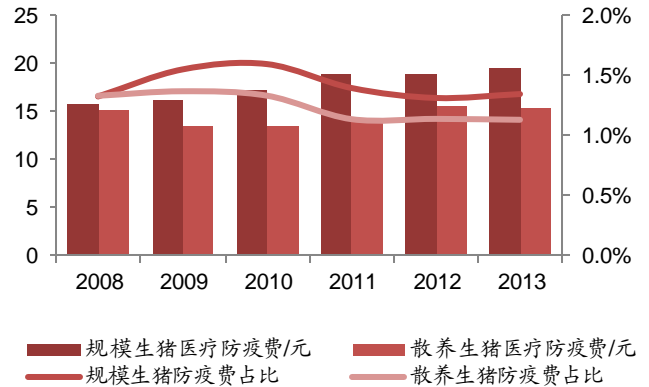
**市场苗快速增长, 规模化锦上添花。**近 5 年,我国疫苗市场上市场苗复合增速近 20%,保持快速增长趋势。近年来,随着养殖规模化进程的推进,国家政策的扶持,市场苗将获得进一步发展的动力。养殖规模化的提高,一方面加大传统疫苗的使用剂量,另一方面更注重全面的疫病防控,增加疫苗注射种类,从而提高疫苗的消费量。从生猪散养和规模养殖的费用对比来看,规模养殖的费用中医疗防疫费占比在 1.42%左右,高于散养近 0.2 个百分点。



2014年，公司市场化常规疫苗销售收入为2.48亿元，同比增长18.68%，占整个生物制品板块比重为20.93%，相比于2013年的15%提高了近6个百分点。可见，公司顺应市场发展趋势，在市场苗这块发展势头良好。

**图 6: 2010-2014E 年我国市场苗规模及其增速**


数据来源: wind, 西南证券

**图 7: 2008-2013 年散养与规模养殖的防疫费占比情况**


数据来源: 全国农产品成本收益资料汇编, 西南证券

**口蹄疫产品线齐备，市场苗渐发力。**就细分产品来看，目前我国口蹄疫市场规模在7亿元左右。对于中牧股份来说，口蹄疫市场苗的竞争是相对激烈的。随着高端苗的普及和规模化养殖程度的提高，市场苗的规模会逐步扩大。通过对口蹄疫市场的空间测算，我们预计市场规模在50亿元左右，是当前规模的7倍。考虑到公司目前已拥有齐备的口蹄疫产品线，加上公司的产能与人员安排都向市场苗这块倾斜，公司将迎来新的营收增长点。

**表 3: 我国口蹄疫疫苗市场空间预测**

免疫动物	数量亿头	免疫用量每头份	免疫覆盖率	总需求量亿头份	单价元/每头	预计市场规模亿元
生猪出栏	6.62	1.00	80%	5.30	6.00	31.78
能繁母猪存栏	0.39	2.00	80%	0.62	8.00	4.99
牛出栏	0.47	2.00	80%	0.75	15.00	11.28
奶牛存栏	0.15	2.00	80%	0.24	15.00	3.60
总和	-	-	-	6.91	-	51.65

数据来源: wind, 中国畜牧业年鉴, 西南证券

**圆环疫苗有潜力，公司渐次布局。**猪圆环病毒疫苗作为潜在的大疫苗品种，我们预计规模可能仅次于口蹄疫疫苗。2012年，该疫苗约有6亿元的市场规模。目前，猪圆环病毒疫苗市场远未达到饱和，免疫覆盖率有较大的提升空间。此外，市场上有勃林格圆环疫苗一只独大的局面，且价格较高。随着国内公司高性价比产品的铺开，需求将进一步打开。我们预计未来我国猪圆环病毒疫苗的市场规模将达到30亿元，约为当前规模的5倍。公司于2013年6月获得猪圆环病毒2型灭活疫苗（WH株）的生产文号，并实现规模化生产销售。2014年公司猪圆环疫苗贡献销售收入在2000万元左右，是公司畜用常规苗销售这一块的新亮点。今年上半年，公司获得猪圆环病毒2型灭活疫苗（SH株）的生产文号，将进一步拓展猪圆环疫苗的产品线。

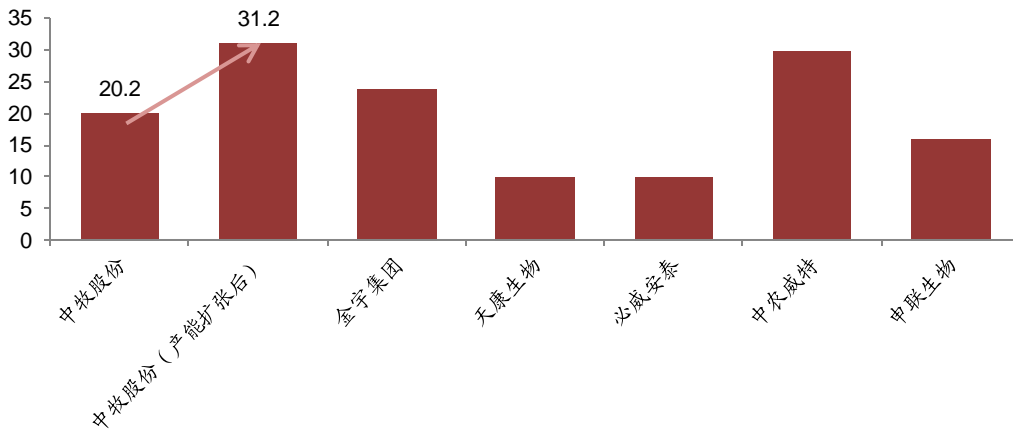
**表 4：我国猪圆环疫苗市场空间预测**

免疫动物	数量亿头	免疫用量每头份	免疫覆盖率	总需求量亿头份	单价元每头	预计市场规模亿元
生猪存栏	6.62	1.00	80%	5.30	5.00	26.48
能繁母猪	0.39	2.00	80%	0.62	5.00	3.12
总和	-	-	-	5.92	-	29.60

数据来源：wind，中国畜牧业年鉴，西南证券

## 2. 突破产能限制，募投项目打开发展空间

原有产能显著不足，公司销售规模受限。目前公司拥有成都、兰州、江西、保山四个生产基地以及一家控股企业乾元浩，合计口蹄疫疫苗产能达 20.2 亿毫升。另外，公司拥有宠物疫苗产能为 3000 万头份。随着市场需求的不断提高，公司面临明显的产能不足，影响销售规模的扩张。

**图 8：我国部分口蹄疫生产厂家产能情况**


数据来源：公开信息，西南证券

**募投项目逐步投产，产能瓶颈有望突破。**2013 年公司通过定向增发募集资金对原有生产线进行技术改造和扩建，直至目前部分项目已经投产，为公司疫苗生产提供增长动力。在公司原有口蹄疫疫苗产能 20.2 亿毫升的基础上，募投项目贡献产能 54.5%，最终达到 31.2 亿毫升。

**表 5：公司募投项目具体情况**

生产基地	募投项目名称	新增产能情况	目前状态
成都药械厂	高致病性猪繁殖与呼吸综合征疫苗车间项目	活疫苗 3.6 亿头份，灭活疫苗 0.8 亿毫升，诊断液 300 万头份	建设中
兰州生物药厂	家畜疫苗灭活疫苗车间（技改）项目	口蹄疫（悬浮）猪双组份疫苗产能为 6 亿毫升	已投产
保山生物药厂	悬浮培养工艺口蹄疫疫苗生产车间新建项目	口蹄疫灭活疫苗 5 亿毫升	通过 GMP 静态验收

数据来源：西南证券

（1）成都药械厂：其早年即是中国猪用疫苗生产基地，是生产猪类重大传染病防治疫苗产品的专业厂家，原拥有猪用疫苗产能达 6 亿头份左右，产能利用率已严重不足。随着使



用募投资金新建成都药械厂高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗车间项目的达产，公司将新增产能为活疫苗 3.6 亿头份，灭活疫苗 0.8 亿毫升，诊断液 300 万头份。

(2) 兰州生物药厂：该厂成立于 1998 年，而前身为 1934 年的国民政府西北防疫处，目前是全国最大的口蹄疫疫苗生产企业，拥有口蹄疫疫苗生产产能达 19 亿毫升，其他畜用疫苗产能为 3 亿头份。随着募投项目的达产，新增口蹄疫（悬浮）猪双组份疫苗产能为 6 亿毫升。

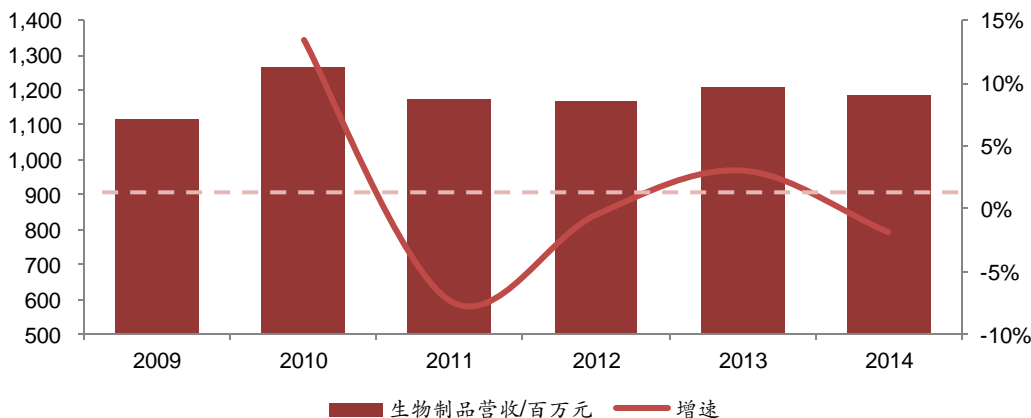
(3) 江西生物药厂：该厂是公司旗下的骨干生物制品企业之一，也是我国最早的兽用生物制品生产企业之一，拥有三个生产车间和五条生产线，年产 5 亿头份猪用疫苗和 3000 万头份宠物疫苗。

(4) 保山生物药厂：该厂自 1958 年以来，一直专业从事口蹄疫疫苗的研发、生产和技术服务，现有产能为 1.2 亿毫升。随着 2011 年总销量提升至 3.39 亿毫升，市场份额的进一步扩大，产能成为制约该厂发展的瓶颈。公司使用募投资金新建悬浮培养工艺口蹄疫疫苗生产车间，增加口蹄疫灭活疫苗 5 亿毫升，其中牛羊二价口蹄疫疫苗 2 亿毫升、猪双组份口蹄疫疫苗 3 亿毫升。

(5) 乾元浩：该公司成立于 2004 年，是农业部制定生产高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳病、猪瘟等重大疫病疫苗的企业，旗下拥有南京、郑州、北京三个 GMP 生产基地，产能合计达 260 亿羽（头）份。此外，该公司参股南京梅里亚动物保健有限公司。

我们认为：2009-2014 年，公司生物制品的营业收入基本维持在 12 亿元左右，复合增速仅有 1.15%，处于基本无增长的状态。就保山厂（产能 1.2 亿毫升）来看，自 2009 年以来该厂的市场份额大幅提升，至 2010 年该厂总销量达到 2.74 亿毫升，产能利用率已达到 228%，公司生物制品营收实现 13.42% 的增长，达到 12.69 亿元。2011 年该厂总销量进一步扩大至 3.39 亿毫升。然而 2011-2012 年，生物制品板块强免苗价格大幅下降，量升价跌，公司生物制品营收出现负增长。2013-2014 年，受到产能瓶颈的严重制约，公司生物制品的营收始终没有突破。随着三大基地的扩产或技改的逐步完成，今年部分产能已实现释放，加上公司市场苗增速加快（2014 年为 19%），强免苗价格提升，公司有望在未来实现营收突破。

图 9：2009-2014 年公司生物制品营收及增速

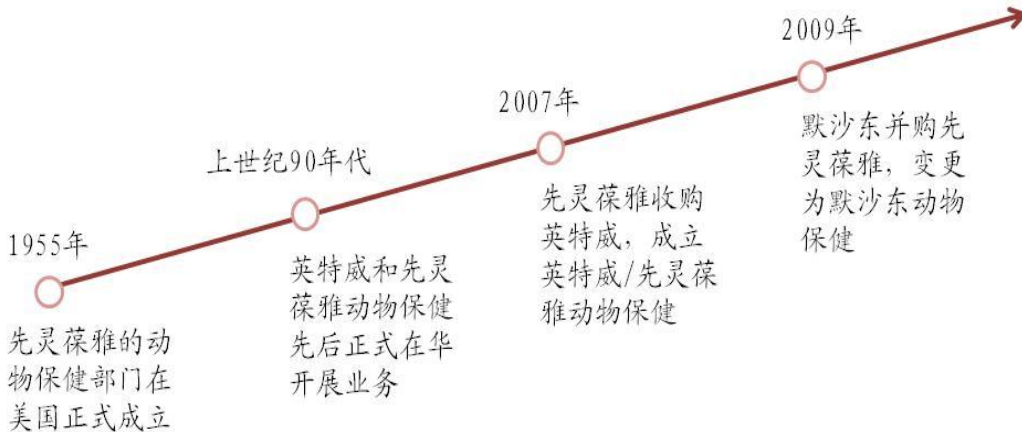


数据来源：wind, 西南证券

### 3. 国际合作有眉目，研发管理将锦上添花

今年3月，公司公告与默沙东（MSD）旗下全资子公司英特威控股公司签订谅解备忘录，双方拟基于共同开拓国内市场、构建对接国际的竞争体系开展高层次战略交流。我们认为公司与国际大型动保企业合作有助于提高自身产品品质，同时在公司内部管理、生产工艺、研发水平方面有所提升。

图 10：默沙东与英特威的历史演变



数据来源：公开信息，西南证券

英特威控股公司以研究起家，产品涵盖从疫苗、药物到饲料添加剂等整个动物保健品领域，在全球动物保健品公司中排名第三。英特威在众多发达国家建立研究机构，与知名研究员和大学密切合作，共同探索预防和治疗动物疾病的最新技术、方法和产品。2007年3月，英特威被先灵葆雅收购，成为全球动保领域领军巨头。

2009年，默沙东以411亿美元成功收购英特威/先灵葆雅动物保健，成立默沙东动物保健，同时默沙东据此成为全球第二大处方药生产商。目前该公司在全球拥有15个生物疫苗研发中心和3个化药研发中心，由500多名科学家、研究员组成。在中国，公司设立家禽、猪、宠物和反刍四个事业部，已注册产品种类近50种。

表 6：默沙东动物保健产品情况

大类	产品种类	数量
家禽产品	传染性支气管炎活鸡、鸡新城疫灭活疫苗、新支减三联灭活苗、新支法呼四联苗、传染性支气管炎活苗、传染性性法氏囊活苗、球虫疫苗以及具有自主知识产权的恩拉鼎等	20多种
猪产品	猪支原体肺炎的疫苗安百克、猪萎缩性鼻炎的保猪利伟必克和广谱抗生素组弗罗等	10多种
牛产品	预防乳房炎的乃扶舒、镇痛解热的福乃达和体外杀虫的倍特等	-
宠物产品	人畜共患病钩端螺旋体的宠必威乐必妥、狂犬病的宠必威锐必威、宠必威幼犬保和宠必威优免康等	-

数据来源：公开信息，西南证券

### 4. 盈利预测与投资建议

公司的募投项目打开未来发展空间，兰州厂贡献口蹄疫产能6亿毫升，提升口蹄疫产能近30%，并已经上线投产。考虑到口蹄疫疫苗的潜在市场空间，公司基于募投项目的达产有

机会、有能力获取更大的市场份额，实现营收的大幅增长。另外，成都厂和保山厂也将在未来两年内实现产能的释放，最终转化为销售收入的提升。同时，猪圆环病毒疫苗等新产品的推出为公司多产品发展提供了基础，表现也十分抢眼。我们预计 2015-2017 年公司生物制品的营收增速分别为 6.99%，12.81%和 15.38%。

在贸易产品表现方面，公司今年上半年有突破性的增长主要源于 2014 年开展的玉米收储业务在本报告期实现销售，而今年下半年将仍旧按原发展速度平稳推进。我们预计 2015-2017 年公司贸易产品的营收增速分别为 23.98%，12%和 10%。

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.77 元、0.95 元和 1.1 元，对应 PE 为 22 倍、18 倍和 16 倍。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7: 公司盈利预测假设

单位: 百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	4,018.32	4,683.82	5,279.89	5,978.06
yoy	10.86%	16.56%	12.73%	13.22%
营业成本	3,056.61	3,547.74	3,956.84	4,453.76
毛利率	23.93%	24.26%	25.06%	25.50%
生物制品				
收入	1,184.81	1,267.63	1,430.01	1,649.95
yoy	-1.82%	6.99%	12.81%	15.38%
成本	516.69	551.42	600.60	692.98
毛利率	56.39%	56.50%	58.00%	58.00%
贸易				
收入	1,740.98	2,158.47	2,417.48	2,659.23
yoy	6.53%	23.98%	12.00%	10.00%
成本	1,660.79	2,039.75	2,289.36	2,518.29
毛利率	4.61%	5.50%	5.30%	5.30%
饲料				
收入	632.04	646.51	711.17	817.84
yoy	11.40%	2.29%	10.00%	15.00%
成本	496.87	504.28	547.60	629.74
毛利率	21.39%	22.00%	23.00%	23.00%
化药				
收入	460.49	611.21	721.23	851.05
yoy	112.94%	32.73%	18.00%	18.00%
成本	382.26	452.29	519.28	612.75
毛利率	16.99%	26.00%	28.00%	28.00%

数据来源: wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4035.44	4703.77	5302.38	6003.54	净利润	283.72	331.95	406.37	474.13
营业成本	3069.03	3562.86	3973.70	4472.74	折旧与摊销	141.83	199.51	199.51	199.51
营业税金及附加	12.27	13.17	15.71	17.54	财务费用	3.85	-1.31	-3.11	-4.65
销售费用	411.68	413.93	471.91	545.34	资产减值损失	5.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	323.00	329.26	371.17	420.25	经营营运资本变动	-233.34	-203.32	-93.95	-101.87
财务费用	3.85	-1.31	-3.11	-4.65	其他	85.96	0.12	0.03	-0.04
资产减值损失	5.59	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>287.62</b>	<b>326.95</b>	<b>508.85</b>	<b>567.08</b>
投资收益	112.46	0.00	0.00	0.00	资本支出	-477.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-86.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-563.87</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>322.47</b>	<b>385.85</b>	<b>473.00</b>	<b>552.32</b>	短期借款	-45.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.81	7.78	8.03	8.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>332.28</b>	<b>393.63</b>	<b>481.03</b>	<b>560.56</b>	股权融资	180.73	0.00	0.00	0.00
所得税	48.56	61.68	74.66	86.44	支付股利	-70.92	-87.35	-99.85	-122.24
净利润	283.72	331.95	406.37	474.13	其他	-355.94	0.87	3.11	4.65
少数股东损益	-6.66	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-291.13</b>	<b>-106.48</b>	<b>-96.74</b>	<b>-117.59</b>
归属母公司股东净利润	290.38	331.95	406.37	474.13	<b>现金流量净额</b>	<b>-565.80</b>	<b>220.47</b>	<b>412.11</b>	<b>449.50</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	389.86	610.33	1022.43	1471.93	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	655.03	826.29	918.43	1025.34	销售收入增长率	10.87%	16.56%	12.73%	13.22%
存货	774.69	901.52	1007.10	1135.43	营业利润增长率	10.32%	19.65%	22.59%	16.77%
其他流动资产	239.54	279.21	314.74	356.36	净利润增长率	14.74%	17.00%	22.42%	16.68%
长期股权投资	405.41	405.41	405.41	405.41	EBITDA 增长率	21.02%	24.76%	14.61%	11.62%
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1350.48	1198.12	1045.77	893.41	毛利率	23.95%	24.26%	25.06%	25.50%
无形资产和开发支出	353.86	308.36	262.85	217.35	三费率	18.30%	15.77%	15.84%	16.01%
其他非流动资产	110.38	108.73	107.07	105.42	净利率	7.03%	7.06%	7.66%	7.90%
<b>资产总计</b>	<b>4279.49</b>	<b>4638.20</b>	<b>5084.05</b>	<b>5610.89</b>	ROE	8.95%	9.73%	10.93%	11.65%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.63%	7.16%	7.99%	8.45%
应付和预收款项	678.04	753.65	843.95	959.33	ROIC	12.27%	11.84%	14.42%	17.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.60%	12.42%	12.62%	12.45%
其他负债	412.98	471.92	520.96	580.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1111.02</b>	<b>1225.57</b>	<b>1364.90</b>	<b>1539.85</b>	总资产周转率	1.01	1.05	1.09	1.12
股本	429.80	429.80	429.80	429.80	固定资产周转率	4.55	4.75	6.33	8.76
资本公积	916.18	916.18	916.18	916.18	应收账款周转率	12.48	14.50	12.63	13.17
留存收益	1504.30	1748.90	2055.42	2407.31	存货周转率	4.81	4.18	4.10	4.12
归属母公司股东权益	2850.73	3094.89	3401.40	3753.30	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	114.73%	—	—	—
少数股东权益	317.75	317.75	317.75	317.75	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3168.47</b>	<b>3412.63</b>	<b>3719.15</b>	<b>4071.04</b>	资产负债率	25.96%	26.42%	26.85%	27.44%
负债和股东权益合计	4279.49	4638.20	5084.05	5610.89	带息债务/总负债	1.80%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.93	2.22	2.48	2.67
					速动比率	1.21	1.46	1.71	1.91
					股利支付率	24.42%	26.31%	24.57%	25.78%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	468.16	584.06	669.40	747.19	每股收益	0.68	0.77	0.95	1.10
PE	25.43	22.24	18.17	15.57	每股净资产	7.37	7.94	8.65	9.47
PB	2.33	2.16	1.99	1.81	每股经营现金	0.67	0.76	1.18	1.32
PS	1.83	1.57	1.39	1.23	每股股利	0.17	0.20	0.23	0.28
EV/EBITDA	14.78	11.44	9.36	7.79					
股息率	0.96%	1.18%	1.35%	1.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn