



生猪养殖倚全产业链优势， 疫苗业务呈多线发展模式

投资要点

- **全产业链布局，受益生猪养殖行情，构建利润新贡献点。**今年7月公司定向增发3.88亿股完成对天康控股的吸收合并，一定程度上解决了管理层和公司利益的一致性矛盾；同时，公司业务范围变为疫苗、饲料、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构，生猪养殖成为公司未来的新的盈利点。

(1) 截至11月，我国生猪存栏量达到3.88亿头，同比-10.1%，环比-0.7%，继三季度环比微增后存栏量又开始呈下行趋势。自12年10月始，能繁母猪存栏量从5078万头一路下降到3825万头，下降24.7%，成为近7年的历史最低点。前三季度出栏生猪达4.98亿头，同比下降4.1%；短期来说，生猪出栏量直接决定了生猪供给量，持续的负增长决定了我国目前生猪供给端的不足。目前我国生猪均价为16.55元/千克，已在该价位来回震荡近3个月，最近有回稳向上的趋势。我们认为，基于短期生猪供给端的不足以及长期生猪存栏的小概率大幅增长奠定了生猪价格向上走的基础。同时，随着第四季度冬季消费旺季的到来，春节消费的临近，猪肉的消费有望提升。

(2) 公司从原有的“龙头企业+养殖小区+农户”的产业化经营模式出发，以50万头产能为基础，我们预计今年将实现30万头左右的出栏量，其中仔猪和大猪（屠宰分割后销售）的比例约为1:2，公司会根据市场行情调节配比，预计贡献利润在2000-3000万元左右。结合公司的养殖战略，明年生猪出栏量将达到35-40万头，且考虑到大猪比例的进一步提高，将有较大的业绩增厚。

- **口蹄疫疫苗稳步增长，多种疫苗产品齐头并进。**公司疫苗产品以19%的营收贡献57%的毛利，成为公司利润的主要来源。(1) 口蹄疫作为核心疫苗产品，强免疫苗销售稳定并保持5%-10%的增长；今年因悬浮改造造成产能不足，市场苗基本与去年持平。我们预计随着悬浮改造完成，明年将实现翻番。同时口蹄疫OA二价苗有望在明年上市。(2) 公司作为小反刍爆发的直接受益者（市占率近90%），今年贡献也业绩上亿元。(3) 公司抓住招标苗向市场苗过度的机会，已推出猪蓝耳市场苗，价格是强免疫苗的10倍，销售规模约3000-4000万。明年计划推出猪瘟E2作为猪瘟市场苗推广主力，初始规模预计约2000-3000万。(4) 公司计划明年初推出禽流感H5二价苗，使用全悬浮细胞培养工艺，并预计可为公司创造亿元级的业绩增厚。
- **估值与评级：**我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.27元、0.35元和0.39元，对应的PE分别为39倍、30倍和26倍。按照35倍2016年PE计算，目标价为12.25元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**饲料原料价格大幅波动的风险；生猪养殖或不达预期；疫病风险；动物疫苗安全风险；新产品上市或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4014.63	4264.60	4706.30	5103.60
增长率	7.78%	6.23%	10.36%	8.44%
归属母公司净利润(百万元)	207.63	255.59	333.21	374.62
增长率	22.28%	23.10%	30.37%	12.43%
每股收益EPS(元)	0.22	0.27	0.35	0.39
净资产收益率ROE	10.78%	6.53%	8.02%	8.46%
PE	47	39	30	26
PB	5.27	2.53	2.37	2.23

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

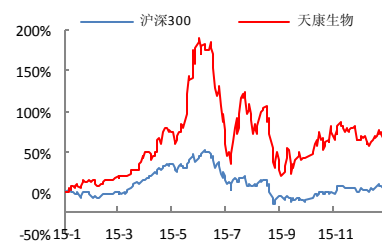
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 谢芝优

电话: 021-68415832

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)	9.63
流通A股(亿股)	4.73
52周内股价区间(元)	5.9-17.9
总市值(亿元)	98.55
总资产(亿元)	37.38
每股净资产(元)	2.41

相关研究

目 录

1. 全产业链布局，生猪养殖成新主业	1
1.1 能繁母猪存栏再创新低，猪价重拾上涨趋势.....	1
1.2 受益生猪养殖行情，构建利润新贡献点.....	3
2. 口蹄疫疫苗稳步增长，多种疫苗产品齐头并进	4
2.1 小反刍兽疫疫苗：间歇性爆发带来的业绩增长.....	6
2.2 猪瘟与猪蓝耳苗：招标苗向市场苗过度的增长机会.....	6
2.3 禽流感病毒疫苗：新工艺下的全新尝试.....	7
3. 盈利预测与投资建议	9

图 目 录

图 1: 公司全产业链发展布局.....	1
图 2: 2009.01-2015.11 我国生猪存栏量.....	2
图 3: 2015.01-11 我国生猪存栏量.....	2
图 4: 2009.01-2015.11 我国能繁母猪存栏量.....	2
图 5: 2015.01-11 我国能繁母猪存栏量.....	2
图 6: 2009-2015.09 我国生猪出栏量情况.....	2
图 7: 2012-2015 年各季度生猪出栏量情况/万头.....	2
图 8: 2006 年至今我国生猪均价走势.....	3
图 9: 今年我国生猪均价走势.....	3
图 10: 公司养殖建设与经营模式情况.....	3
图 11: 2004-2014 年我国规模生猪养殖直接费用构成情况.....	4
图 12: 2011-2015H1 公司饲料毛利率情况.....	4
图 13: 2010-2015H1 公司兽用生物制品收入及其增速.....	5
图 14: 公司营收中各产品占比情况.....	5
图 15: 公司毛利中各产品贡献情况.....	5
图 16: 病毒培养工艺种类及描述.....	8

表 目 录

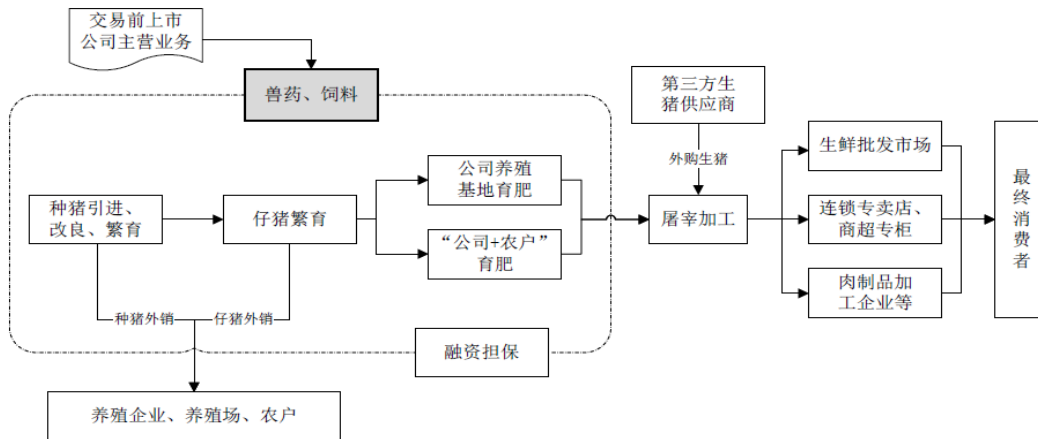
表 1: 公司口蹄疫产品情况.....	5
表 2: 近年有关我国动物疫苗强制免疫改革的政策.....	6
表 3: 猪瘟 E2 产品介绍.....	7
表 4: 禽流重组感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗（细胞源）的工艺与生产优势.....	8
表 5: 公司在研产品的特点与状态.....	8
表 6: 分业务收入及毛利率.....	9
附表: 财务预测与估值.....	10

1. 全产业链布局，生猪养殖成新主业

今年7月，公司公告以4.74元/每股的价格向新疆生产建设兵团国有资产经营公司、中新建招商股权投资有限公司和新疆天邦投资有限公司定向增发3.88亿股；吸收合并完成后，其各自股权占比分别为29.47%、16.52%和6.5%，为公司前三大股东。至此，由管理层控股的天邦投资实现对天康生物的直接持有，一定程度上解决了管理层和公司利益的一致性矛盾，更有利于公司的未来发展。

同时，公司业务范围变为畜禽用生物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构，生猪养殖成为公司未来的新的盈利点。我们认为公司配备饲料、疫苗、生猪养殖与终端销售的一体化养殖经营模式，有利于分散生猪养殖风险，保证公司收益的稳定增长。

图 1：公司全产业链发展布局

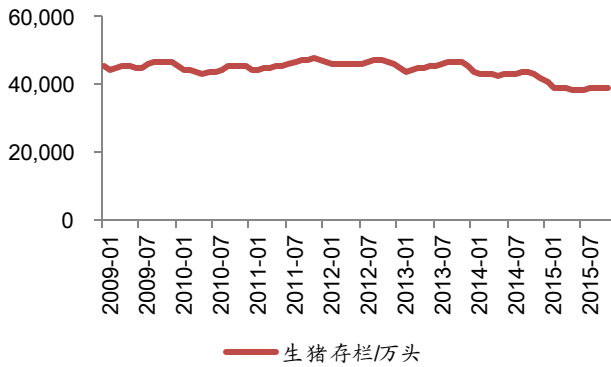


数据来源：公司公告，西南证券

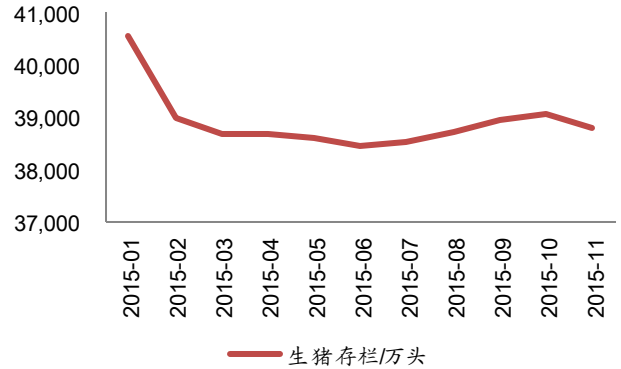
1.1 能繁母猪存栏再创新低，猪价重拾上涨趋势

截止到今年11月，我国生猪存栏量达到38806万头，同比下降10.1%，环比下降0.7%，继三季度环比微增后存栏量又开始呈下行趋势。从五年时间跨度来看，现阶段生猪存栏属于行业历史低位。自2012年10月开始，能繁母猪存栏量从5078万头一路下降到今年11月份的3825万头，下跌持续时间达38个月，下降幅度为24.7%，成为近7年的历史最低点。今年6月份开始能繁母猪环比降幅有减缓趋势，但11月份降幅再一次提高。

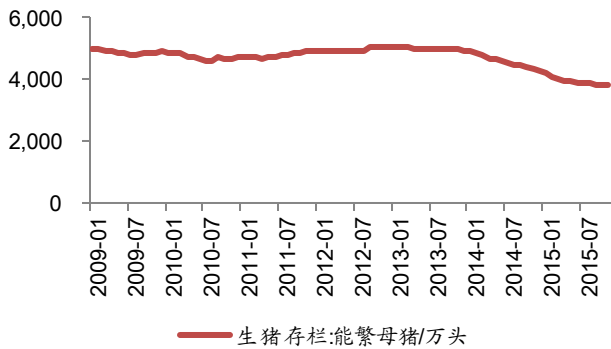
我们认为养殖户始终保有观望心态，补栏并不如预期积极，价格稍有波动就变得十分敏感，导致生猪存栏量始终没有大幅度提高，而能繁母猪存栏量降幅也没有收窄成功。基于现阶段的母猪存栏量来看，明年的供应缺口仍将继续存在，我们推断明年上半年猪价仍将持续在上行通道中。

图 2: 2009.01-2015.11 我国生猪存栏量


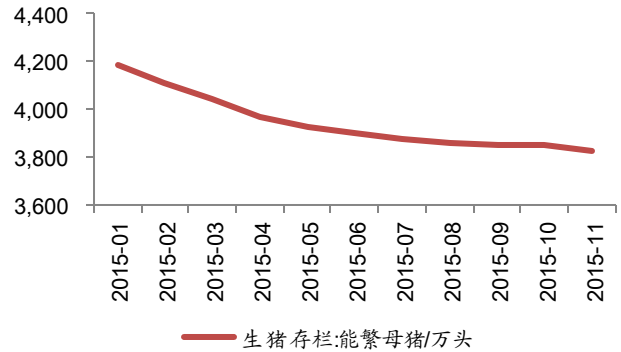
数据来源: wind, 西南证券

图 3: 2015.01-11 我国生猪存栏量


数据来源: wind, 西南证券

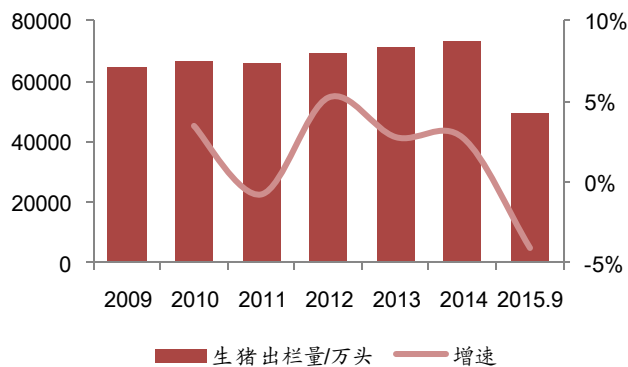
图 4: 2009.01-2015.11 我国能繁母猪存栏量


数据来源: wind, 西南证券

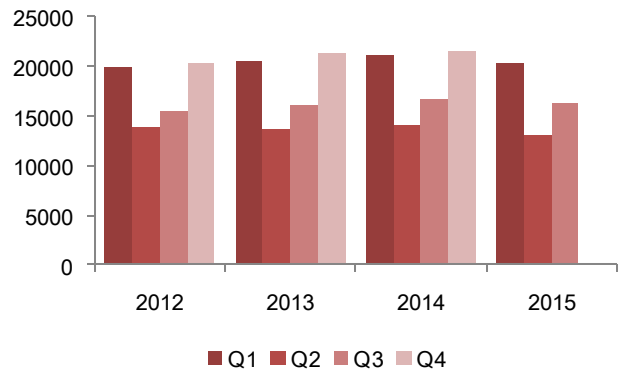
图 5: 2015.01-11 我国能繁母猪存栏量


数据来源: wind, 西南证券

从生猪出栏量角度来看,我国前三季度出栏生猪达 49754 万头,同比下降 4.1%,减少 2140 万头;分季度来看,今年前三季度出栏分布符合以往的一贯走势,即“中间少两头多”,出栏量分别为 20311 万头、13126 万头和 16317 万头,同比均出现负值,分别为 -3.7%、-7.1% 和 -2.1%。短期来说,生猪出栏量直接决定了生猪供给量;可见,持续的负增长决定了我国目前生猪供给端的不足。

图 6: 2009-2015.09 我国生猪出栏量情况


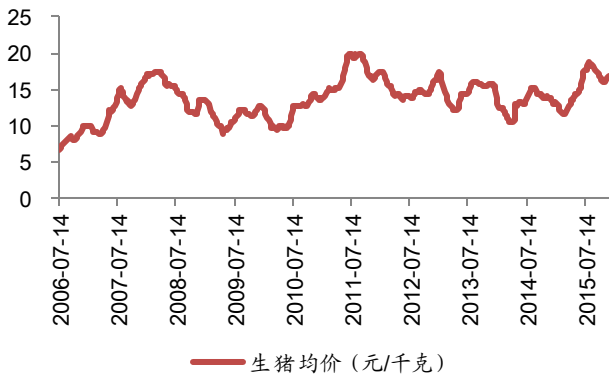
数据来源: wind, 西南证券

图 7: 2012-2015 年各季度生猪出栏量情况/万头


数据来源: wind, 西南证券

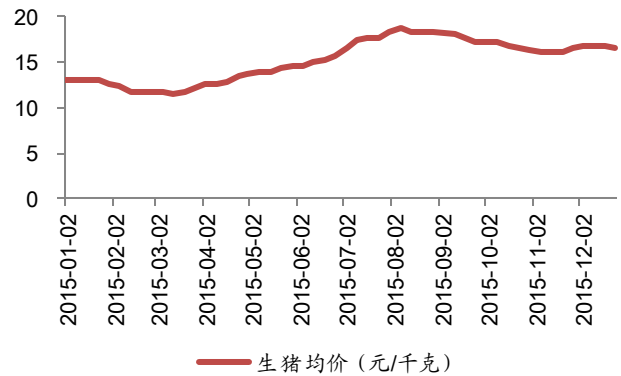
目前,我国生猪均价为 16.55 元/千克,从 10 月开始,生猪价格已经在这个价位来回震荡近 3 个月,最近有回稳向上的趋势。我们认为,基于短期生猪供给端的不足以及长期生猪存栏的小概率大幅增长奠定了生猪价格向上走的基础。同时,随着第四季度冬季消费旺季的到来,春节消费的临近,猪肉的消费有望提升,那么需求提振、供给有缺口的状态下,猪价将迎来反弹之势。

图 8: 2006 年至今我国生猪均价走势



数据来源: wind, 西南证券

图 9: 今年我国生猪均价走势

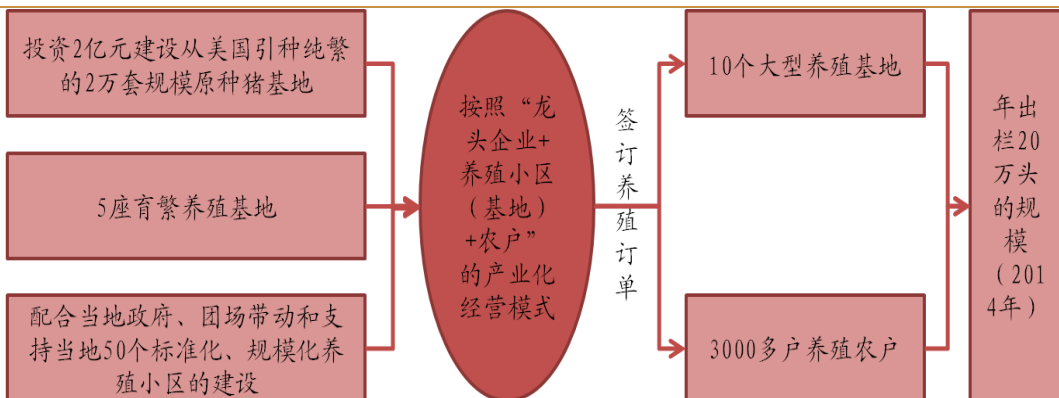


数据来源: wind, 西南证券

1.2 受益生猪养殖行情, 构建利润新贡献点

公司将天康控股的种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售业务等纳入上市公司,其中天康控股集现代化的生猪养殖基地、肉食屠宰加工、食品物流配送及肉类批发零售体系为一体,其猪肉产品“天康放心肉”在新疆具有较高的市场占有率和认可度。在此基础上,结合公司已有的饲料、动保业务,可形成一体化产业模式,公司畜牧养殖所需饲料和部分疫苗产品及技术服务将统一由公司提供服务,生猪养殖后统一由天康食品屠宰加工并配送给商业超市等渠道销售。

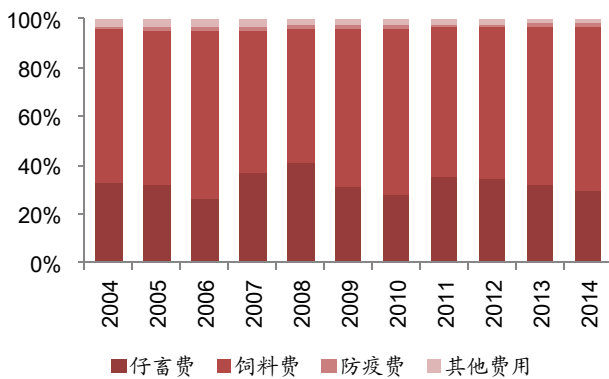
图 10: 公司养殖建设与经营模式情况



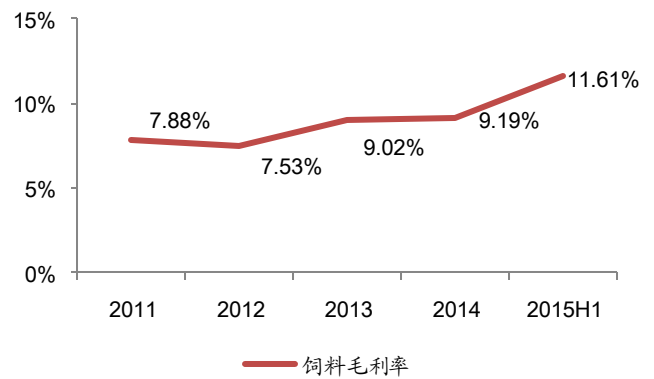
数据来源: 西南证券

养殖模式有创新。公司以“抓两头，带中间”的发展思路，从源头抓起，投资 2 亿元建设从美国引种纯繁的 2 万套规模原种猪基地，建设 5 座养殖基地，配合政府建设 50 个养殖小区；同时，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（2014 年）的规模。随着“公司+农户”的养殖模式的推进，公司逐步总结出适合当地、公司自身的发展模式，以部分养殖基础设施租赁、派驻自有人员进行养殖的模式开展养殖业务，从而保证质量。

养殖相关成本控制有优势。在养殖直接成本中，饲料费和疫苗防疫费分别占比 64% 和 1.5%，可见饲料费是生猪养殖的主要成本。考虑到公司的一体化经营，饲料、疫苗的自我供应在一定程度上更有成本优势。同时玉米等原料价格持续走低，一方面提升公司的饲料毛利率水平，另一方面降低公司的养殖成本。

图 11: 2004-2014 年我国规模生猪养殖直接费用构成情况


数据来源: wind, 西南证券

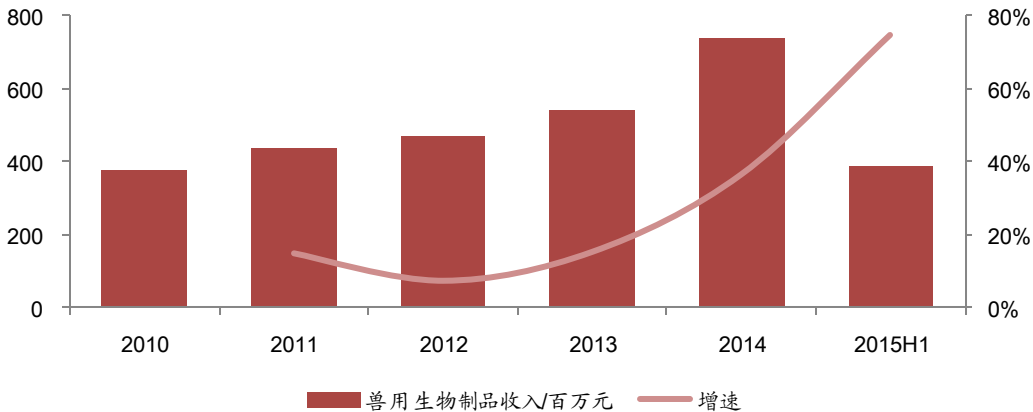
图 12: 2011-2015H1 公司饲料毛利率情况


数据来源: wind, 西南证券

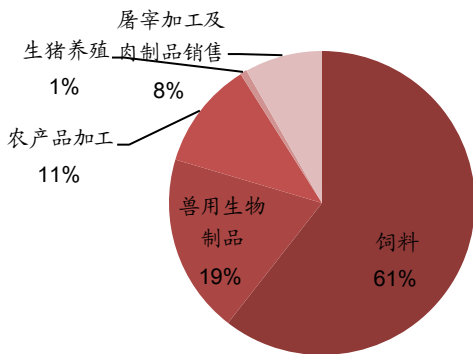
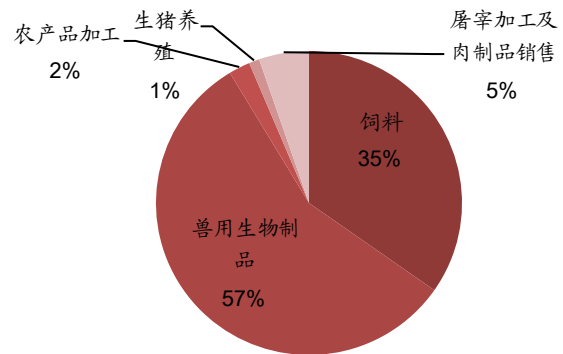
小结: 目前，公司拥有养殖产能 50 万头，2014 年实现生猪出栏量达 20 万头；今年预计将提升 50%，其中仔猪和大猪（屠宰分割后销售）的比例约为 1:2，公司会根据市场行情调节配比，预计贡献利润在 2000-3000 万元左右。结合公司的养殖战略，明年生猪出栏量将达到 35-40 万头，且考虑到大猪比例的进一步提高，将有较大的业绩增厚。

2. 口蹄疫疫苗稳步增长，多种疫苗产品齐头并进

公司疫苗品种丰富，业绩增长稳定。2010-2014 年，公司兽用生物制品收入的复合增速为 18%；今年上半年公司实现疫苗收入为 3.86 亿元，同比增长达 75%。公司疫苗产品收入中主要以强免苗为主，占比达 90% 左右，其中近 80% 为口蹄疫强免苗，剩余 20% 多为蓝耳、猪瘟和小反刍。在毛利贡献方面，疫苗产品以 19% 的营收贡献了公司毛利的 57%，成为公司利润的主要来源。

图 13: 2010-2015H1 公司兽用生物制品收入及其增速


数据来源: wind, 西南证券

图 14: 公司营收中各产品占比情况

图 15: 公司毛利中各产品贡献情况


数据来源: wind, 西南证券

数据来源: wind, 西南证券

口蹄疫为疫苗产品核心，市场苗增长将重整旗鼓。目前公司拥有多个猪、牛、羊口蹄疫产品，且有合成肽疫苗、OA 二价苗正在临床试验或申请注册过程中，我们认为公司未来的新产品将提供公司新的增长动力。在强免苗方面，公司业务格局较为稳定，随着近年来量价齐升的态势，对于公司来说将更发挥其既有的优势，公司将保持 5%-10% 左右的增长态势。在市场苗方面，今年是公司开展市场苗销售的第三年，前两年保持翻番的增长态势，今年受制于悬浮改造而造成的产能不足问题，今年口蹄疫市场苗基本与去年持平。我们预计，随着公司悬浮改造的逐步完成，明年将回归正常的增长态势。

表 1: 公司口蹄疫产品情况

系列	产品名称	备注
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OS99 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+7390)	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
牛羊口蹄疫	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

系列	产品名称	备注
口蹄疫 潜在新产品	猪口蹄疫 O 型三组分合成肽疫苗 (多肽 TC98+TC93+TC07)	已完成新兽药注册申报并顺利通过初审
	口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价合成肽疫苗 (多肽 7101+7301)	已开展临床试验
	口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM02 株+AKT-III 株)	已提交临床试验申请

数据来源: 公开信息, 西南证券

2.1 小反刍兽疫疫苗: 间歇性爆发带来的业绩增长

小反刍兽疫是由副粘病毒科麻疹病毒引起的一种急性接触性传染性疾病, 主要感染山羊。该病发病率可达 100%, 严重爆发期死亡率为 100%, 中等爆发致死率不超过 50%。OIE 将其列为必须报告的动物疫病, 我国将其列为一类动物疫病, 在我国强免疫苗范畴内。2007 年小反刍兽疫首次被发现于西藏, 2013 年底又在新疆被发现。2014 年呈多地爆发模式, 先后有 19 个省区发生疫情。

我国小反刍兽疫疫苗主要有天康生物和西藏自治区生物药品制造厂生产与销售, 其中公司对该疫苗的市场占有率高达 80%-90%。随着去年该病的爆发, 国家紧急采购疫苗, 为公司营收贡献约 1.4 亿元。了解到, 小反刍兽疫疫苗的药效为一针防三年, 因此, 理论上来说 2014 年的爆发所获得的业绩并不可持续。但我们了解到, 今年公司在该产品上的营收仍然十分可观, 公司认为是养殖户对疫病仍有担忧, 继续打疫苗, 以防万一。

2.2 猪瘟与猪蓝耳苗: 招标苗向市场苗过度的增长机会

2012 年 5 月, 农业部发布《国家中长期动物疫病防治规划》, 并提到逐步建立强制免疫退出机制; 同年有山东省和海南省开始试点取消猪瘟和猪蓝耳强免疫苗招标; 之后的两年也陆续都有政策、会议讨论强制免疫和补贴问题, 但都没有定论。从市场声音来看, 诸多观点认为猪瘟和猪蓝耳会退出强免疫苗范畴, 而只是时间问题。

表 2: 近年有关我国动物疫苗强制免疫改革的政策

时间	政策事件	具体内容
2012.05	《国家中长期动物疫病防治规划》	提到“完善强制免疫政策和疫苗招标采购制度, 明确免疫责任主体, 逐步建立强制免疫退出机制”
2013.02	《2013 年国家动物疫病强制免疫计划》	提到“开展规模化养殖场重大动物疫病强制免疫疫苗补助经费直接补贴试点工作的省份, 严格按照财政部和农业部审批的方案执行”
2014.01	《2014 年兽医工作要点》	提到“完善重大动物疫病强制免疫补贴政策。在稳步推进免疫政策试点工作基础上, 积极探索创新强制免疫机制, 完善强制免疫疫苗补贴政策”
2014.02	农业部与财政部会商全国强制免疫补贴改革方案	此前, 农业部在海南和山东试点取消重大动物疫病强免疫苗招标, 给予养殖户适当补贴。两部委在前期部分省份试点工作基础上, 就重大动物疫病强制免疫补贴政策改革方案进行讨论研究
2015.01	《2015 年兽医工作要点》	提出加大优先防治病种防控力度, 大力强化口蹄疫、禽流感、布病等优先病种防治, 继续开展动物疫病强制免疫, 切实做好免疫效果评价

数据来源: 公开信息, 西南证券整理

我们认为,猪瘟与猪蓝耳面临同样的问题,即产能过剩、产品同质化、疫情日趋稳定等,生产企业数量众多,竞争十分激烈。随着国家可能取消这两个市场的强免政策,完全放开市场,我们认为将对扩张整个市场规模。一方面是从产品价格考虑,市场苗意味着以质量取胜,高质量产品以成本为依托,售价自然比强免苗高,这同时完成了优胜劣汰并增加企业销售收入这两个目的;另一方面,猪瘟、猪蓝耳仍旧是困扰养殖户的急性传染病,变异性较强,现在的疫苗并不能对症下药,即效果不佳,一旦市场放开,完全竞争,质量成为检验产品的唯一标准,那么养殖户一旦认可某产品将带来量的提高。

从公司层面出发,目前公司对猪瘟的销售规模已经很小,有几百万的营收规模,而猪蓝耳的强免苗规模维持在 5000 万左右。公司对这两个产品的退出预期有充足的准备,强免苗与市场苗之间有良好的衔接,在业绩方面不会造成大的波动。目前公司已经推出猪蓝耳市场苗,价格是强免苗的 10 倍,目前销售规模在 3000-4000 万左右。同样的,公司推出猪瘟 E2 作为猪瘟市场苗推广主力,目前已完成新兽药注册申报并顺利通过初审,预计明年面向市场,初始销售规模预计为 2000-3000 万元左右。可见,公司在猪瘟和猪蓝耳方面都有替代产品推出,为后续的政策变化以及公司市场化销售提供充足的支撑。

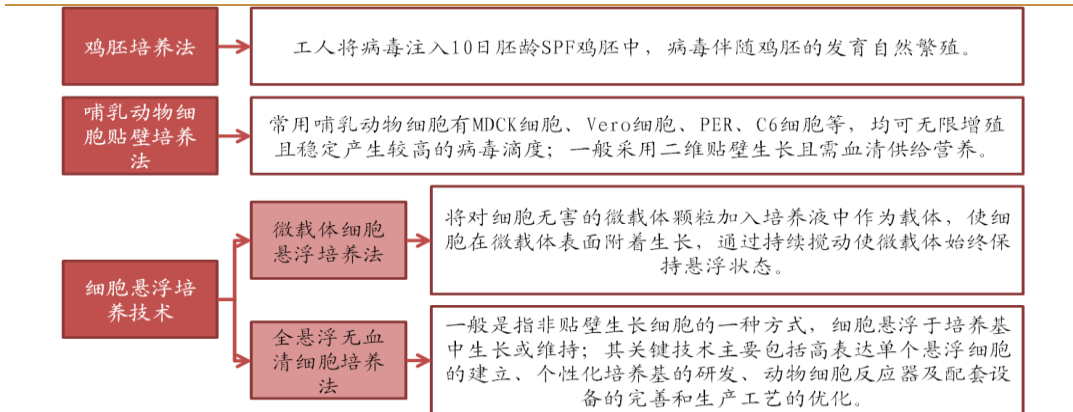
表 3: 猪瘟 E2 产品介绍

产品情况	详细描述
产品名称	猪瘟病毒 E2 重组杆状病毒灭活疫苗
产品构成	该疫苗是应用分子生物学技术将猪瘟病毒 E2 基因重组于杆状病毒内、由昆虫细胞表达猪瘟病毒 E2 蛋白制成的的新型基因工程疫苗。
产品特点	1、可区分疫苗免疫和野毒感染产生的抗体,可用于猪瘟病毒的净化; 2、具有良好的安全性,不存在因突变或与野毒发生重组使其毒力返强的危险; 3、对妊娠母猪是安全的,在妊娠期间免疫母猪可为仔猪提供高水平的母源抗体,可持续 70~84 日; 4、猪瘟病毒 E2 的有效蛋白含量高,不受母源抗体的影响。

数据来源: 2014 公司年报, 西南证券

2.3 禽流感病毒疫苗: 新工艺下的全新尝试

禽流感是由 A 型流感病毒引起的一种禽类的急性、高度致死性传染病,以急性败血性死亡到无症状带毒等多种病症为特征,是危害我国畜禽养殖业的一大威胁。目前,我国有 9 家企业生产高致病性禽流感病毒疫苗,生产工艺主要是 SPF 鸡胚生产法。这种方法工艺虽然成熟,但很容易受到无病原体鸡胚来源、培养周期较长、繁琐的操作步骤以及不易控制产量和质量等因素影响。未来,禽流感生产工艺将逐步过渡到悬浮培养模式。

图 16: 病毒培养工艺种类及描述


数据来源: 西南证券

我们通过调研了解到，公司研发的禽流感重组病毒 H5 亚型二价灭活疫苗使用全悬浮细胞培养工艺，拥有时间短、杂质少、纯化过程简单、自动化率高等特点。今年年初公司已经完成该疫苗的新兽药注册申报并通过初审，目前正在申请生产批文，我们认为公司将争取参与明年春招，并预计在审批顺利的前提下将为公司创造亿元级的业绩增厚。

公司的禽流感疫苗在吉林生产，目前规模是 10 亿羽份；其二车间正在改造，预计明年上半年能完成，到时产能规模将是 25 亿羽份，将全力支持公司的禽流感生产与销售。

表 4: 禽流感重组感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗 (细胞源) 的工艺与生产优势

序号	优势
1	与目前使用的鸡胚工艺相比，该疫苗具有生产过程可控、批次均一、制品安全有效等特点；
2	该疫苗采用的全悬浮细胞培养工艺具有工艺简单快捷，成本低，培养条件易控，不易被污染；
3	无血清或者低血清培养，不仅降低动物成分，而且不良反应小等优势；
4	该疫苗还克服了现有鸡胚源疫苗存在的大规模生产时供给不足和潜在外源病毒污染及后期鸡胚处理的污染环境等问题。

数据来源: 2014 公司年报, 西南证券

小结: 除上述提到的 5 个新产品以外，公司还在猪圆环、猪支原体肺炎、布病方面有研发进展，有助于公司在市场苗方面的业绩增长。随着疫苗新产品的逐步投产，公司在生产与产能方面也逐步跟进，(1) 经济开发区主要用于生产口蹄疫疫苗，拥有 6 条 GMP 车间，年产能 60 亿毫升左右，目前有 2 个车间悬浮培养工艺改造已完成，口蹄疫灭活疫苗三车间无血清悬浮培养生产线技术改造正在进行，明年上半年能释放产能，产能问题将得到解决；(2) 高新区北区生物制药工业园年产能疫苗 6.3 亿头份的疫苗，主要用于公司除口蹄疫以外的疫苗。与此同时，公司在悬浮生产工艺方面的稳定性提高也将使得疫苗毛利率水平得以提高。

表 5: 公司在研产品的特点与状态

序号	产品	特点	状态
1	猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒亚单位灭活疫苗	抗原表达含量较高；有良好的安全性；不受母源抗体的影响	临床试验中
2	猪支原体肺炎灭活疫苗 (CJ 株)	菌株培养时间短；对商品仔猪有良好的免疫原性；可减少用量及对动物的不良反应；副作用小；制苗时间短；注射操作方便	临床试验中
3	牛布氏菌病活疫苗 (A19-ΔVirB12 株)	可将疫苗免疫动物和自然感染动物进行区别，有利于临床患病动物的检测和淘汰	临床试验中

数据来源: 2014 公司年报, 西南证券

3. 盈利预测与投资建议

公司围绕饲料、疫苗、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售实现全产业链一体化发展，实现产业链闭环。在今年生猪养殖景气度提升的背景下，公司的生猪养殖与屠宰业务成为盈利增厚的动力之一。我们预计公司全年生猪出栏约 30 万头，其中近三分之二为大猪进行屠宰销售，其余仔猪直接销售。明后年公司将根据市场行情调整大猪与仔猪比，并可能增加大猪屠宰数量。据此，我们预计 2016-2017 年公司生猪养殖业务的营收增速分别为 -30% 和 10%，而屠宰加工及肉制品销售业务的营收增速分别是 40% 和 20%。

兽用生物制品作为公司盈利贡献的主体，也是公司着重发展的业务板块之一。随着悬浮改造的逐步完成，明年公司产能将不成为制约因素，口蹄疫市场苗将恢复原有增速；同时考虑到明年有禽流感疫苗、猪瘟 E2、口蹄疫二价苗等新产品的上市，将给公司带来亿元级的业绩增厚。我们预计 2015-2017 年公司兽用生物制品的营收增速分别达到 3%、18% 和 10%。

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2012A	2013E	2014E	2015E
兽用生物制品	收入	740.02	762.22	899.42	989.36
	增速	36.64%	3.00%	18.00%	10.00%
	毛利率	66.84%	61.00%	63.00%	65.00%
饲料	收入	2,773.99	2,857.21	3,057.21	3,271.22
	增速	5.61%	3.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	9.19%	11.80%	12.00%	12.00%
屠宰加工及肉制品销售	收入		260.00	364.00	436.80
	增速			40.00%	20.00%
	毛利率		13.20%	13.60%	13.50%
生猪养殖	收入		34.00	23.80	26.18
	增速			-30.00%	10.00%
	毛利率		31.00%	36.00%	31.00%
农产品加工及其他	收入	498.58	349.01	359.48	377.45
	增速	-9.03%	-30.00%	3.00%	5.00%
	毛利率	7.82%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	4,012.59	4,262.44	4,703.91	5,101.01
	增速	7.97%	6.23%	10.36%	8.44%
	毛利率	19.65%	20.28%	21.46%	21.99%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.27 元、0.35 元和 0.39 元，对应的 PE 分别为 39 倍、30 倍和 26 倍。按照 35 倍 2016 年 PE 计算，目标价为 12.25 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

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	4014.63	4264.60	4706.30	5103.60	净利润	201.64	254.52	333.21	374.62
营业成本	3225.31	3399.75	3696.24	3981.44	折旧与摊销	104.98	144.32	144.32	144.32
营业税金及附加	3.82	4.31	4.72	5.08	财务费用	26.33	4.04	4.46	4.83
销售费用	284.05	286.60	319.58	347.79	资产减值损失	28.68	26.00	20.00	20.00
管理费用	218.80	304.92	309.83	345.63	经营营运资本变动	159.09	-76.07	-35.69	-44.44
财务费用	26.33	4.04	4.46	4.83	其他	-36.12	-49.40	-32.42	-29.89
资产减值损失	28.68	26.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	484.61	303.41	433.88	469.44
投资收益	-11.58	30.00	10.00	10.00	资本支出	-82.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-75.84	30.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-158.27	30.00	10.00	10.00
营业利润	216.06	268.99	361.47	408.82	短期借款	-65.00	225.00	-160.00	-80.00
其他非经营损益	13.60	23.56	17.82	19.03	长期借款	-25.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	229.66	292.54	379.30	427.85	股权融资	0.00	1839.61	0.00	0.00
所得税	28.02	38.02	46.09	53.23	支付股利	-52.10	-63.71	-78.42	-102.24
净利润	201.64	254.52	333.21	374.62	其他	-48.17	-4.04	-4.46	-4.83
少数股东损益	-5.99	-1.07	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-190.46	1996.86	-242.88	-187.07
归属母公司股东净利润	207.63	255.59	333.21	374.62	现金流量净额	135.87	2330.27	201.00	292.37
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	419.60	2749.87	2950.87	3243.23	成长能力				
应收和预付款项	317.29	380.00	406.72	437.05	销售收入增长率	7.78%	6.23%	10.36%	8.44%
存货	723.92	756.47	825.43	889.34	营业利润增长率	24.76%	24.50%	34.38%	13.10%
其他流动资产	29.86	31.72	35.00	37.96	净利润增长率	22.27%	26.23%	30.92%	12.43%
长期股权投资	148.82	148.82	148.82	148.82	EBITDA 增长率	17.97%	20.14%	22.26%	9.35%
投资性房地产	0.58	0.58	0.58	0.58	获利能力				
固定资产和在建工程	1149.12	1022.78	896.44	770.09	毛利率	19.66%	20.28%	21.46%	21.99%
无形资产和开发支出	204.64	187.66	170.67	153.69	三费率	13.18%	13.97%	13.47%	13.68%
其他非流动资产	17.27	16.28	15.29	14.30	净利率	5.02%	5.97%	7.08%	7.34%
资产总计	3011.10	5294.18	5449.83	5695.07	ROE	10.78%	6.53%	8.02%	8.46%
短期借款	415.00	640.00	480.00	400.00	ROA	6.70%	4.81%	6.11%	6.58%
应付和预收款项	386.79	403.01	444.46	478.63	ROIC	9.95%	11.39%	15.83%	18.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.65%	9.79%	10.84%	10.93%
其他负债	339.25	350.67	370.09	388.77	营运能力				
负债合计	1141.03	1393.68	1294.55	1267.40	总资产周转率	1.36	1.03	0.88	0.92
股本	434.16	963.38	963.38	963.38	固定资产周转率	3.89	4.19	5.28	6.68
资本公积	783.11	2093.50	2093.50	2093.50	应收账款周转率	32.01	36.05	33.07	33.78
留存收益	632.88	824.77	1079.55	1351.94	存货周转率	4.38	4.57	4.64	4.62
归属母公司股东权益	1850.15	3881.65	4136.43	4408.82	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	104.74%	—	—	—
少数股东权益	19.92	18.85	18.85	18.85	资本结构				
股东权益合计	1870.07	3900.49	4155.28	4427.66	资产负债率	37.89%	26.32%	23.75%	22.25%
负债和股东权益合计	3011.10	5294.18	5449.83	5695.07	带息债务/总负债	36.37%	45.92%	37.08%	31.56%
					流动比率	1.47	3.10	3.62	4.04
					速动比率	0.76	2.50	2.91	3.26
					股利支付率	25.09%	24.93%	23.54%	27.29%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	347.37	417.34	510.25	557.97	每股收益	0.22	0.27	0.35	0.39
PE	47.47	38.56	29.58	26.31	每股净资产	1.94	4.05	4.31	4.60
PB	5.27	2.53	2.37	2.23	每股经营现金	0.50	0.31	0.45	0.49
PS	2.45	2.31	2.09	1.93	每股股利	0.05	0.07	0.08	0.11
EV/EBITDA	12.75	18.54	14.45	12.55					
股息率	0.53%	0.65%	0.80%	1.04%					

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（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn