

2016年04月11日

天康生物 (002100.SZ)

# 受益养殖景气传导, 业绩高增长低估值标的!

## ■ 公司战略: 打造养殖产业链综合服务运营商。

公司是国内动物疫苗龙头企业之一, 在养殖产业变革加速的背景下, 公司战略升级, 通过吸收合并实现集团整体上市、控股养殖企业等方式, 由传统饲料、疫苗等农资产品提供商, 打造养殖产业链综合服务运营商。公司定位为控制养殖产业链两端, 前端为农户提供饲料、疫苗、仔猪等产品, 后端进行肥猪屠宰、销售等。

## ■ 行业趋势: 养殖产业链景气全面复苏。

1、**预计猪价 16-17 年持续高位运行。**本轮猪周期自 2015 年 3 月启动, 截止 2016 年 4 月 11 日, 全国生猪均价约 20 元/公斤, 同比上涨约 60%。据农业部, 2 月份能繁母猪 3760 万头, 环比下降 23 万头, 2 月能繁母猪存栏量较 10-11 年猪周期最低点下降约 18%, 且因资金、环保等因素, 大量养殖户永久退出, 本轮周期补栏较为缓慢, 预计能繁母猪在低位将持续较长时间。能繁母猪存栏水平决定 10-12 个月后的生猪供应量, 母猪存栏量持续下降决定猪价长期走势, 且 15 年冬季发生寒潮及仔猪腹泻疫病等导致仔猪大量死亡, 预计 16-17 年猪价将持续在高位运行。

2、**景气传导至后周期, 饲料、疫苗行业均出现明显改善。**近期, 我们在河南、山东、广西等地进行了产业链草根调研, 调研结果显示养殖景气正在向后周期(饲料、疫苗)传导。养殖户逐步加大补栏母猪、仔猪力度, 据统计母猪价格已上升至约 2200/头, 较年初上涨约 30%, 同比上涨约 45%; 仔猪价格均价 44 元/公斤, 较年初上涨 40%, 同比上涨超 100%。饲料方面, 前端料已明显增长, 全价料也在底部逐渐回升。以我们跟踪上市公司情况来看, 预计金新农一季度前端料销量同比上涨超 80%, 整体销量增长超 20%; 唐人神一季度前端料增长约 70%, 禾丰牧业一季度销量整体增长约 20%。疫苗方面, 在高盈利背景下, 养殖户优选高品质产品, 口蹄疫市场苗加速渗透, 预计生物股份一季度市场苗销量同比增长约 30%。

## ■ 公司业务板块分析:

### 1、养殖板块: 养殖量高速扩张叠加成本下降, 业绩有望迎大幅增长!

2015 年公司完成吸收合并新疆天康控股(集团)有限公司, 拥有肥猪产能 50 万头。同时 2016 年公司公告收购河南天康宏展, 增加 30 万头肥猪的生产能力。我们预计公司 2015 年-2017 年公司出栏肥猪 30 万、50、80 万头, 养殖量大幅增长; 同时产能利用率提升叠加原材料价格下降, 预计 15-17 年, 公司肥猪成本 13.5、12.5、12 元/公斤; 预计养殖板块 15-17 年贡献业绩 2500 万、2.5 亿、4 亿。

### 2、疫苗板块: 预计下半年多品种推出, 奠定公司高增长基础。

## 公司深度分析

证券研究报告

饲料

投资评级 **买入-A**

维持评级

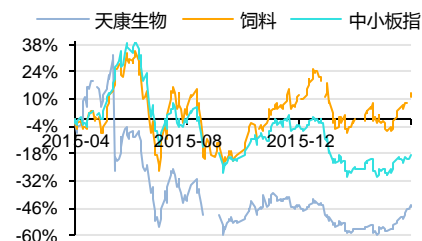
6 个月目标价: **15 元**

股价 (2016-04-11) **9.61 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	9,431.54
流通市值 (百万元)	4,632.41
总股本 (百万股)	963.38
流通股本 (百万股)	473.18
12 个月价格区间	7.23/23.95 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.15	16.02	24.13
绝对收益	23.14	6.53	12.01

**吴立**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515030003  
wuli1@essence.com.cn  
010-83321079

**李佳丰**

报告联系人

lijf3@essence.com.cn  
021-35082017

### 相关报告

天康生物: 受益养殖景气传导, 业绩高增长可期	2016-03-24
天康生物: 天康生物公司快报	2016-02-28
天康生物: 业绩快速增长, 养殖贡献业绩弹性	2015-11-02
天康生物: 业绩逆势增长, 养殖将贡献业绩弹性	2015-08-31
天康生物: 疫苗储备丰富, 养殖增加公司业绩弹性	2015-04-27

**1) 招采苗预计稳定增长：**公司是全国动物疫苗龙头企业之一，目前疫苗收入 60%以上来自口蹄疫疫苗，渠道 90%来自政府招采，招采苗市场较为稳定，预计下半年生猪存栏量逐步提升，公司招采苗有望受益，预计 16 年招采苗业务增长 10%。

**2) 16 年下半年多品种推出，奠定高增长基础：**

**a. 口蹄疫市场苗：**公司口蹄疫市场苗过去几年发展受制于产能及老车间设备，销量较小。随着 16 年公司引进国外设备的到位，工艺调试逐步完成，我们预计 16 年中旬产品试生产推出，口蹄疫市场苗将成为公司新的利润增长点。口蹄疫市场苗空间预计 40 亿，是动物疫苗中最大品种，目前行业格局为生物股份一家独大，占据约 60%份额。目前包括温氏、牧原等养殖龙头均有一直在使用公司产品，随着公司产品品质提升，公司销售队伍素质高、客群关系好等优势将逐步发挥，将成为口蹄疫市场有力竞争品种。预计 16-17 年口蹄疫市场苗贡献收入 0.5、1.5 亿。

**b. 禽流感悬浮培养疫苗：**已完成新兽药注册申报并顺利通过初审，预计 16 年取得新兽药证书及生产批准文号。禽流感疫苗是禽类唯一列入招采疫苗，我们预计市场空间约 30 亿，国家严格管控生产资质，目前业内仅有 9 家生产企业。公司是国内首家通过悬浮工艺生产禽流感疫苗，产品品质大幅领先市场现有产品，预计禽类疫苗将有大幅增长。预计 16-17 年禽流感疫苗销售 0.3、1.5 亿。

**c. 猪瘟 E2：**据我们了解，公司产品是首个猪瘟基因工程苗，可辨别出抗原来源，实现可追溯可检测，起到净化猪场功能，预计 16 年下半年推出，成为有力竞争品种。预计 16-17 年贡献收入 0.2、0.5 亿。

**其他：**猪口蹄疫 O 型三组分合成肽疫苗、猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒亚单位灭活疫苗、猪支原体肺炎灭活疫苗 (CJ 株)、口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价合成肽疫苗、口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗等。

**3、饲料板块：受益养殖景气传导，毛利率提升。**

我们预计 2015 年公司饲料销量约 85 万吨，据近期草根调研，受益养殖景气传导，养殖户全价料使用比例正逐步提升，预计公司饲料销量环比将逐季改善，2016 年公司销量预计增长约 15%，销量有望突破 100 万吨。同时玉米等饲料原材料价格持续下跌，预计饲料业务毛利率提升。

**■盈利预测及投资建议：**我们预计公司 15 年-17 年净利润为 2.5 亿、5 亿、7 亿，增速分别为 21.6%、97.6%、40.9%；受益养殖高景气，公司养殖板块将贡献业绩弹性，疫苗板块后续储备潜力大，饲料板块充分受益养殖景气传导，公司业绩将迎来持续高增长，我们给予 16 年 30 倍估值，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 15 元。

**■风险提示：**猪价上涨不达预期。

(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	372,476.0	401,462.7	414,309.5	493,856.9	597,073.0
净利润	16,979.7	20,763.0	25,239.1	49,884.5	70,304.5
每股收益(元)	0.18	0.22	0.26	0.52	0.73
每股净资产(元)	1.76	1.92	2.65	3.36	3.87
<b>盈利和估值</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
市盈率(倍)	52.7	43.1	36.5	18.2	13.0
市净率(倍)	5.4	4.9	3.6	2.8	2.5
净利润率	4.6%	5.2%	6.1%	10.1%	11.8%
净资产收益率	10.0%	11.2%	9.9%	15.4%	18.9%
股息收益率	0.5%	0.5%	0.8%	1.7%	2.3%
ROIC	11.3%	10.9%	13.7%	18.1%	20.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1.公司战略：打造养殖产业链综合服务运营商</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司简介.....	5
1.2 公司经营情况.....	6
1.3 公司股权结构.....	7
<b>2.行业分析：养殖产业链景气全面复苏</b> .....	<b>8</b>
2.1 能繁母猪持续超预期下降，预计 16 年猪价将创新高.....	8
2.2.养殖景气向后周期（饲料、疫苗）传导.....	9
2.2.1 饲料：接棒养殖，迎来盈利黄金期.....	9
2.2.2 动物疫苗采购市场化大势所趋，养殖景气传导加速进程.....	11
<b>3.公司分析：养殖贡献业绩弹性，疫苗奠定高增长基础</b> .....	<b>15</b>
3.1 疫苗业务：产品线逐渐丰富，奠定高增长基础.....	15
3.2 养殖业务：出栏量大幅提升，贡献业绩弹性.....	19
3.3 饲料业务：发展稳定，将受益景气传导.....	19
<b>4.盈利预测及投资建议：</b> .....	<b>20</b>
<b>5.风险提示：猪价上涨不达预期；</b> .....	<b>20</b>

## 1. 公司战略：打造养殖产业链综合服务运营商

### 1.1 公司简介

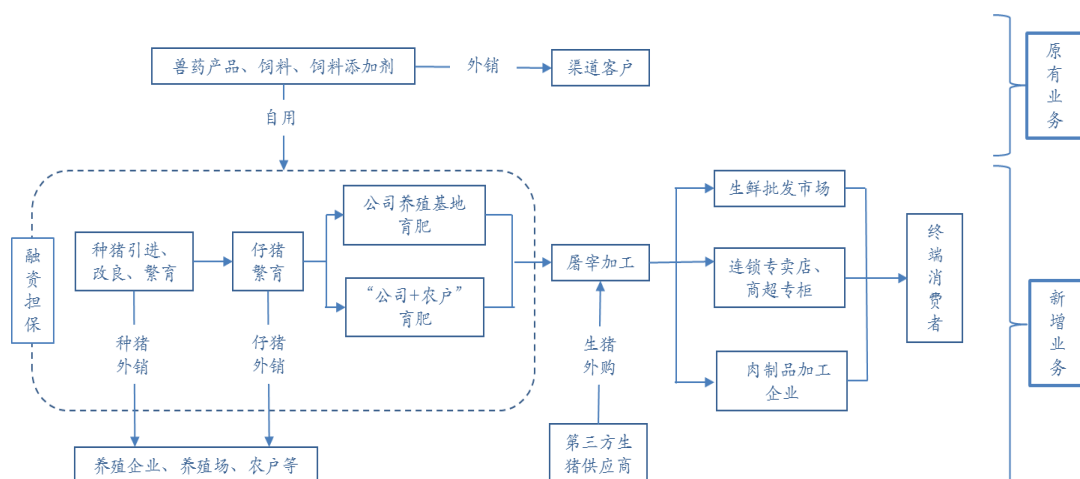
新疆天康畜牧生物技术股份有限公司成立于2000年，于2006年12月11日上市，是首批农业产业化国家重点龙头企业，公司业务涉及生物制药、饲料、蛋白油脂、食品养殖四大板块。公司在全国拥有饲料生产企业二十余家，是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是全国口蹄疫疫苗定点生产企业之一，也是农业部制定的猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗和小反刍兽疫疫苗定点生产企业。

2015年，公司发行股份吸收合并新疆天康控股有限公司，天康集团实现整体上市。整体上市后，公司高管成立的天邦投资直接持有公司股份，意味着管理层直接持有公司股权，公司机制进一步理顺。

吸收合并的天康控股主要有天康畜牧科技和天康食品有限公司两家子公司。天康畜牧是新疆地区最大的生猪养殖企业之一，年生猪出栏产能50万头。天康食品是集团旗下从事生猪屠宰加工和肉制品销售业务的全资子公司，具有年屠宰加工生猪100万头的生产能力，其“天康放心肉”是乌鲁木齐唯一指定的猪肉“放心肉”品牌和新疆名牌产品。

目前，公司形成上游饲料、动保，中游生猪养殖，下游屠宰加工和食品销售的完整生猪养殖产业链。

图1：天康生物“全产业链”业务版图



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

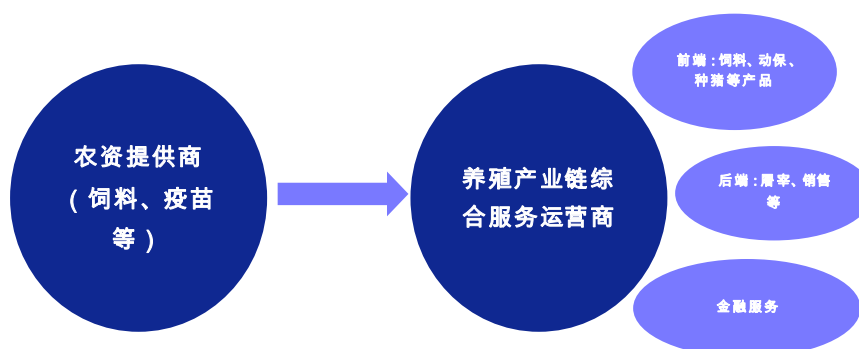
我们认为，当前我国养殖产业变局正加速：行业规模化加速，“哑铃型”产业格局愈发清晰。1) 规模化加速：目前养殖行业集中度仍极低，我们预计截止2015年，大型养殖规模化企业集团出栏量占比仅10%。因养殖周期波动以及环保要求趋严等因素，我国生猪养殖规模化仍在加速发展。2) 行业竞争核心：成本控制。猪价随市场波动，企业核心在于控制成本。只有全面提高精细化管理水平包括提高养殖生产效率、降低资金成本、降低交易费用等，有效降低成本的企业才会成为最后的赢家。3) 未来行业格局：哑铃型结构。大型养殖集团与家庭农场（能繁母猪存栏约200头）将成为养殖行业主力军。大型养殖集团依靠精细化管理水平、先进设备、资金优势等可以更好地控制成本；家庭农场养殖责任心强，环保成本低等因素也能有效控制成本。年出栏万头商品猪的中小养殖企业未来发展将遇到瓶颈。养殖产业行业规模化加速，“哑铃型”产业格局愈发清晰。

在养殖产业变革加速和集团整体上市背景下，公司战略升级，由传统饲料、疫苗等农资产品提供商，打造养殖产业链综合服务运行商，前端为农户提供饲料、疫苗、仔猪等产品，后



端进行屠宰、销售等。

图 2：战略升级养殖产业链综合服务运营商



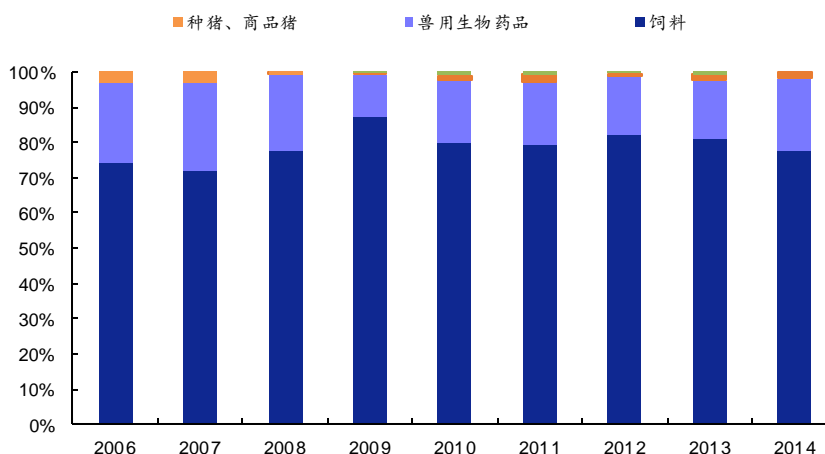
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 1.2 公司经营情况

饲料业务是公司主要收入来源，收入占比约为 70%。其次为兽用生物药品，占总营业收入约 18%。自上市以来，公司主营业务收入实现稳步增长。公司不断扩大饲料业务产能，在兽用生物制品方面持续进行研发投入，不断推出新品种疫苗的生产与销售。2014 年，公司实现主营业务收入 40.12 亿元，同比增长 7.9%；其中饲料业务实现收入 27.73 亿元，同比增长 5.6%；兽用生物药品实现收入 7.4 亿元，同比增长 36.6%。公司全年实现净利润 2.07 亿元，同比增长 22.48%。预计 2015 年公司净利润 2.45 亿，同比增长约 20%。

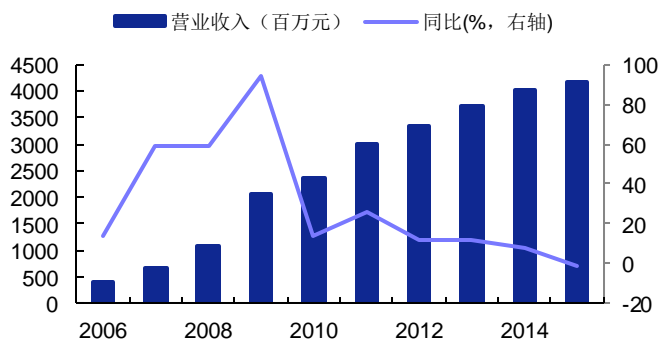
公司各业务板块毛利贡献相对稳定，主要毛利来源来自兽用生物制药板块，占公司毛利的 62%以上；其次为饲料板块，约占公司毛利的 32%。

图 3：公司主营业务结构



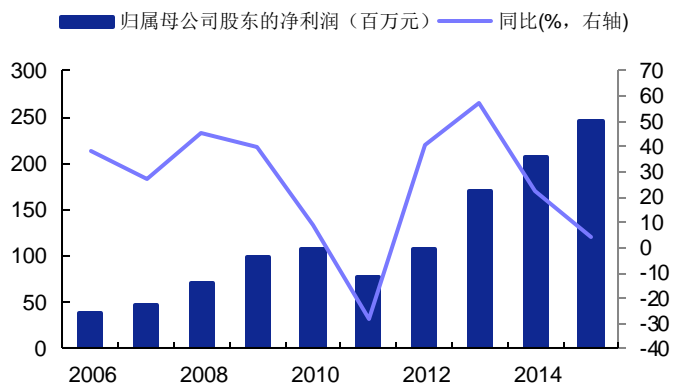
资料来源：Wind 安信证券研究中心

图 4: 公司营业收入情况



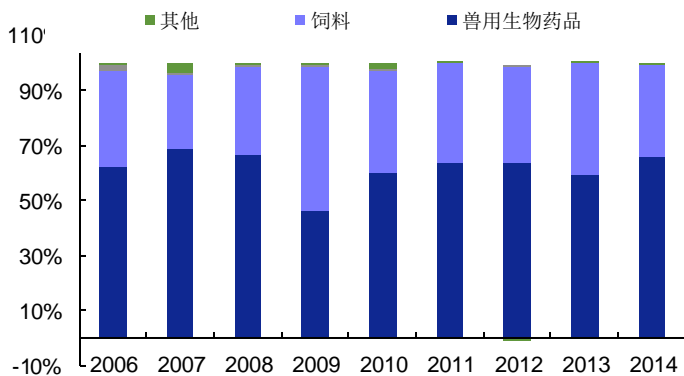
资料来源: 公司公告 安信证券研究中心

图 5: 公司净利润情况



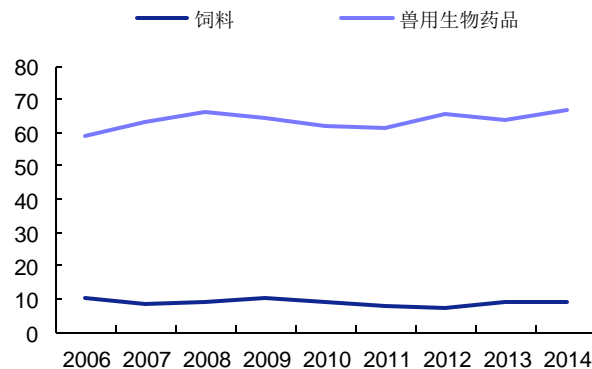
资料来源: 公司公告 安信证券研究中心

图 6: 天康生物毛利构成



资料来源: Wind 安信证券研究中心

图 7: 公司主要业务板块毛利率 (%) 情况

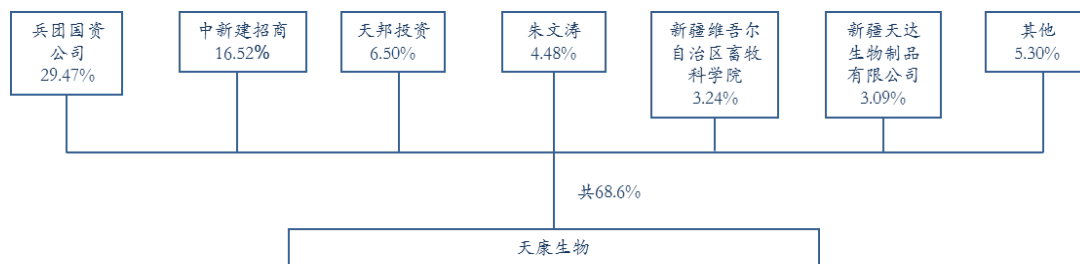


资料来源: Wind 安信证券研究中心

### 1.3 公司股权结构

新疆生产建设兵团国有资产经营公司持有公司股权占比 29.47%，是天康生物第一大股东。

图 8: 公司股权结构



资料来源: 公司公告 安信证券研究中心

## 2.行业分析：养殖产业链景气全面复苏

### 2.1 能繁母猪持续超预期下降，预计 16 年猪价将创新高

猪价是衡量行业景气程度的指标。全国生猪出栏均价自 2015 年 4 月份起开始加速上涨，至今维持在 20 元/公斤，上涨约 60%。

图 9：猪价上涨仍在继续

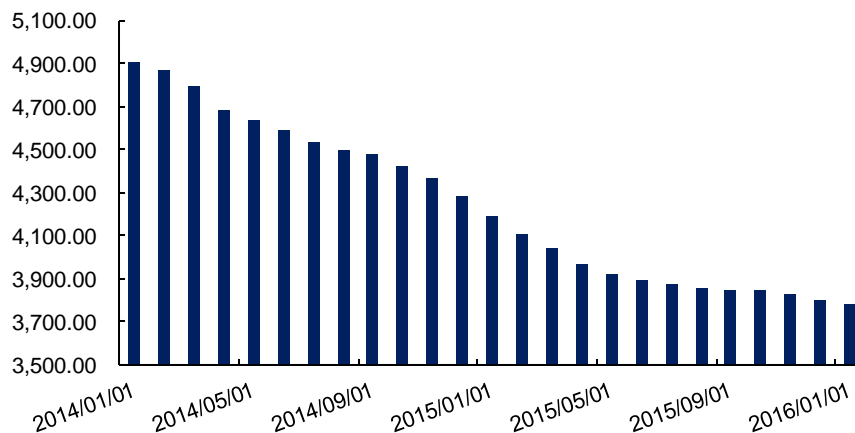


资料来源：WIND，安信证券研究中心

长期，能繁母猪存栏量的变动是猪价趋势变动的根本。——能繁母猪存栏水平决定 10-12 个月后的生猪供应量。其变动方向决定了未来一年猪价走势的大方向。

2014 年以来，能繁母猪持续下降。根据农业部公布 2016 年 2 月份生猪存栏数据。2 月份能繁母猪 3760 万头，环比减少 23 万头，降幅 0.6%。生猪存栏 36671 万头，环比下降 1.8%。能繁母猪存栏持续超预期下滑，预计 16、17 年猪价将维持高位运行。

图 10：能繁母猪存栏量持续下降



数据来源：Wind 安信证券研究中心

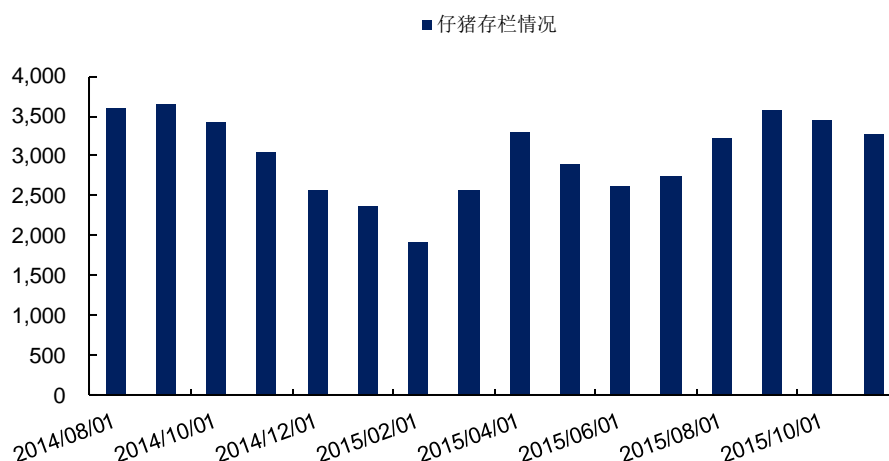
短期，出栏量是供给，仔猪存栏量是未来 6 个月生猪供应量的先行指标。——以仔猪存栏量的变动趋势来判断为 6 个月后的猪价走势。

从现有的仔猪存栏跟踪情况来看，2015 年 11、12 月份再次开始下降，按照 6 个月的育肥期来推算，则 2016 年生猪出栏量走势是 2、3 月份逐渐增加，4、5 月份减少。

基于以上的出栏情况分析，我们认为 4 月份开始猪价将持续上涨，全年维持高位。



图 11：仔猪存栏情况



资料来源：网络资料，安信证券研究中心

## 2.2. 养殖景气向后周期（饲料、疫苗）传导

近期，我们在河南、山东、广西等地进行产业链草根调研。调研结果显示**养殖景气正在向后周期传导**。

动保、饲料行业都是典型的养殖后周期板块。其产业大逻辑在于养殖规模化发展，带动对于疫苗、工业饲料需求的增长。动保、饲料行业的盈利增长在很大程度上取决于养殖场（户）的养殖效益以及养殖规模。前者表现为毛利率的提升，后者表现为销售收入的增加。

从景气期来看，当养殖行情见顶从高位回落之后，后周期行业将迎来至少半年的黄金盈利期。**主要表现在彼时毛利率居于高位，同时销量随着养殖规模的重新扩张而增长。**

在当前阶段，养殖高景气背后是存栏量的减少，但饲料、动保的行业的景气提升主要基于，随着养殖盈利的提升：

- 1) 饲料：养殖户将提高全价料的使用比例，尤其是前端乳猪料全价料将会最先重回增长。在过去景气低迷期中，养殖户为了控制成本，大量使用自配料。而随着养殖盈利的回升，全价料的使用比例在部分养殖场有所提升。特别是乳猪料。由于教槽料具备相对较高的技术壁垒，养殖场在重新使用全价料的过程中，优先使用教槽料全价料。
- 2) 疫苗：优质优价。行情越好，养殖户越重视养殖的成功率，对疫苗品质的重视程度将远超不同品牌间的价格差异。优质疫苗的需求量将会得到明显提升。

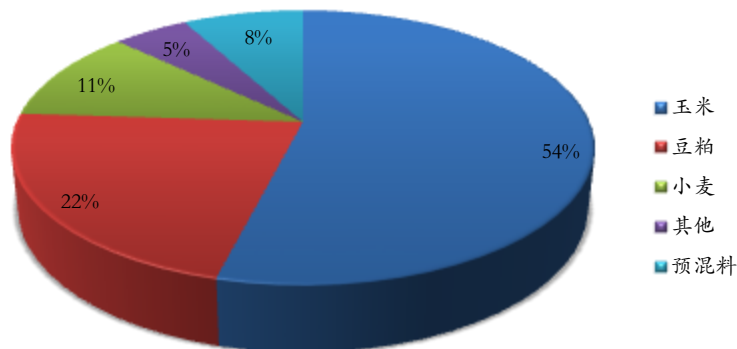
### 2.2.1 饲料：接棒养殖，迎来盈利黄金期

2016 年起，饲料行业景气回升，主要沿着毛利率及销量两条线索展开。

1) **16 年上半年，毛利率提升是行业景气复苏的主逻辑。**一方面，粮食价格下跌，饲料成本同比下降明显。另一方面，养殖持续高景气，养殖户对于饲料价格的接受度提高，使用全价料的比例从低位逐渐恢复正常。

典型的饲料配方是能量占 60-65%，蛋白约占 20%-25%，预混料占比 8%，GGDS 等添加剂占 2%-5%，而饵料的成本结构中玉米占比 54%，其次为豆粕，占比 22%，小麦占 11%，预混料及其他材料分别占 8%、5%。

图 12: 玉米、豆粕是饲料最主要成本



资料来源: 网络资料, 安信证券研究中心整理

中国为保护农民种粮积极性, 维护国家粮食安全, 在东北地区实施玉米临时收储政策, 主要在 10 月份至次年 4 月。政策性收储是支撑过去几年国内玉米价格持续上涨的根本原因。玉米价格的持续高位, 也导致国内玉米出现了高产量、高库存、高进口的矛盾局面。最终迫使国内临储政策发生重大改变。2015 年 6 月 28 日, 农业部在吉林长春召开东北四省区农业结构调整座谈会, 特别要求东北四省区调减玉米种植面积, 标志着国家玉米产业政策的重大转变。2015 年国家首次调低玉米临储价格, 标志着玉米价格市场化的推进。2016 年中央宣布部分地区取消临储, 推行价格直补政策。在调减玉米种植面积, 消化玉米库存的政策目标达成之前, 预计 2016 国内玉米价格继续下行。

表 1: 国内玉米存储收购量

年份	玉米临时存储收购量 (万吨)
2008	3,570.00
2009	60.00
2010	0.00
2011	126.90
2012	3,083.00
2013	0.00
2014	8,329.00

资料来源: Wind 安信证券研究中心

图 13: 国内玉米价格进入下降通道



资料来源: Wind、安信证券研究中心

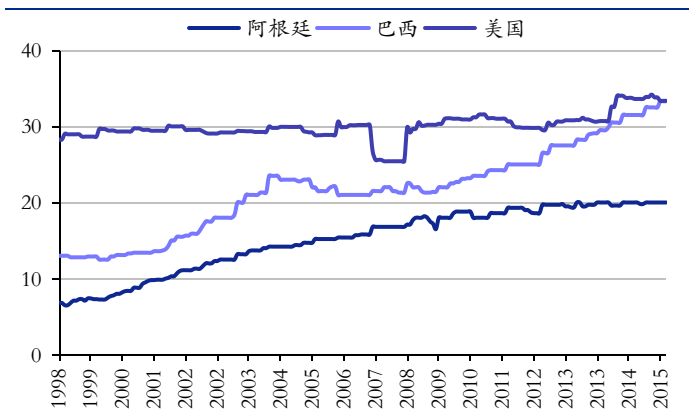
图 14: 进口玉米价格维持低位



资料来源: Wind、安信证券研究中心

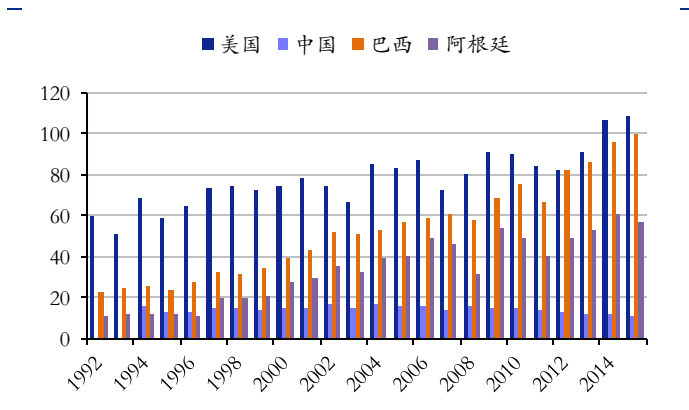
而豆粕方面，15/16 年度全球大豆产量继续增加，预计 2015/16 年度全球大豆产量预计为 3.34 亿吨，比上年增长 8%，主要原因是美国大豆增产，以及巴西、阿根廷近几年种植面积持续增加。全球大豆的高库存压力，意味着 2016 年豆粕仍将在地位徘徊。

图 15: 巴西、阿根廷大豆种植面积逐年增加 (百万公顷)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 16: 主要国家大豆产量 (百万吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 17: 12 年以来中国大豆价格震荡下跌



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2) 16 年下半年，饲料迎来至少半年的黄金盈利期。根据我们此前预计，生猪存栏量在 16 年 8 月份之后将缓慢增加。随着生猪养殖量的增加，饲料需求也随之增加。在这个阶段，饲料加工企业不仅单吨净利维持在高位，其饲料销量也会随着市场需求的扩大而增加。

因此，从 2016 年一季度开始，饲料行业盈利有望出现环比改善，从 2016 年下半年起，饲料迎来盈利加速的拐点。

### 2.2.2 动物疫苗采购市场化大势所趋，养殖景气传导加速进程

16 年-17 年，动保行业将受益养殖景气复苏。一方面，预计猪价仍将在高位，养殖高景气下养殖户加大防疫力度，另一方面，随着母猪、生猪养殖量的增加，动保产品需求也随之增加。

#### 1) 招标采购市场化是大势所趋，制度变革将打开行业空间!

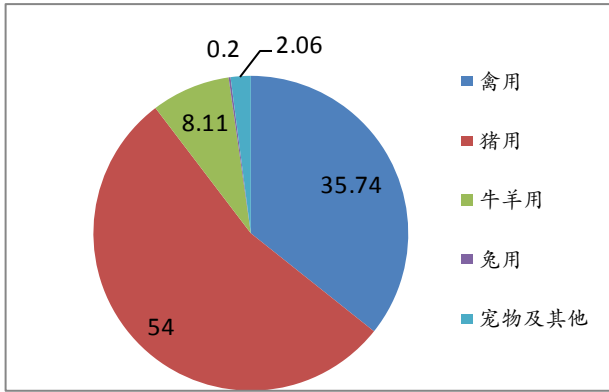
招标采购市场化是大势所趋，预计 2016 年取消猪瘟、蓝耳招采

我国现行的疫苗销售体系分为国家强制免疫计划所需疫病疫苗（强免疫苗）和非国家强制免疫计划用疫病疫苗（非强免疫苗）。强免疫苗大部分由政府统一采购，免费发放给农户，

我们称之为招采苗，一部分由养殖户直接向动物疫苗企业购买，我们称之为市场苗；非强免疫苗全部通过市场渠道销售，全部为市场苗。

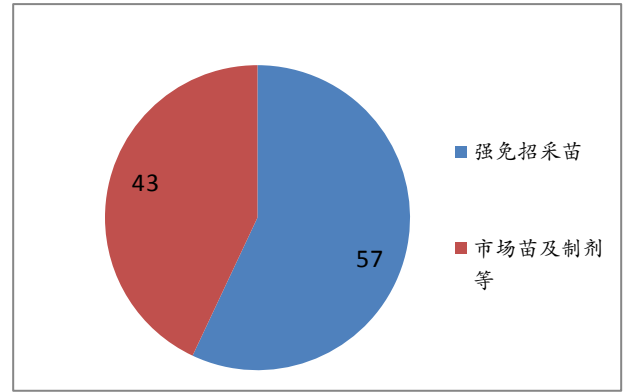
目前我国主要的强制免疫招标的疫苗有四种：口蹄疫，禽流感，猪蓝耳病和猪瘟。据行业协会统计，2015年动物疫苗市场规模约100亿，其中强免疫苗占57亿，非强免疫苗占43亿。其中猪用疫苗为54亿元，禽用的为35亿元，牛羊用的为8亿元，宠物等其他2亿元。猪疫苗中强免疫苗占到了整个猪用疫苗的67%，禽用强免疫苗占据了禽用市场的40%。

图 18：2015 年动物疫苗行业市场结构（亿）



资料来源：农业部，安信证券研究中心

图 19：2015 年动物疫苗渠道结构（亿）



资料来源：农业部，安信证券研究中心

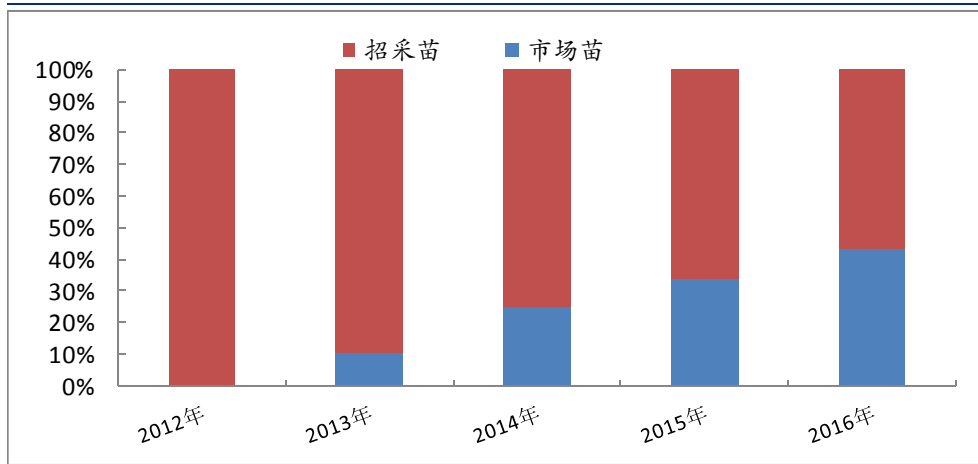
我国强制免疫疫苗虽然充分体现了国家政策对畜牧业的扶持，有利于减轻农民的负担，但是随着规模化养殖比例的不断提高，强制免疫疫苗也有不少弊端：

1) 强制免疫疫苗价格持续降低，使得生产企业利润减少，产品品质无法保障。近几年来由于强制免疫疫苗是政府统一招标，每年进入的招标的企业通过价格战来争取中标，这使得生产企业的利润越来越薄，产品品质无法得到保障，大型规模养殖场倾向于购买市场疫苗。

2) 规模化养殖户对防疫更加重视，强制疫苗无法满足需求，从而造成浪费。规模化养殖，特别是高密度养殖，提高了禽畜的疫病传染几率，一旦出现某一只动物感染疫病，其他动物都必须扑杀或者接种疫苗，对养殖户（企业）的经济效益造成严重的影响，因此规模化养殖户的防疫意识远比散养户强，而且愿意花钱买市场疫苗。据我们草根调研，国家强制免疫疫苗是免费发放，政府招标疫苗因为竞标价格低，品质往往会打折扣，有时在运输、存放不当导致疫苗变质导致无效。有时还出现养殖户不打疫苗还无疫情，打上疫苗反而出现疫情导致大量死亡的情况。尤其是规模化养殖户更是宁可自己花钱采购品质有保证的疫苗，也不愿用政府招标疫苗。因为一旦出现重大疫情，规模化养殖户的经济效益将受到严重影响。

随着养殖户防疫意识的逐渐增强，大型养殖企业通过市场化渠道购买意愿越来越强。以口蹄疫为例，金宇口蹄疫市场苗获得了市场的广泛认可，温氏集团、牧原食品等许多大型生猪养殖企业均是金宇集团的大客户。我们预计金宇集团 15 年口蹄疫市场苗销售收入达 7 亿元，占 15 年公司生物疫苗总销售收入超过 50%，而 11 年公司市场苗销售几乎为零！金宇生物口蹄疫市场苗销售的爆发增长，表明市场苗获得养殖户的认可，也反映了我国目前疫苗政府招标采购体制需要进行改革。

图 20：口蹄疫市场苗比例逐渐提升



资料来源：金宇等公司公告，安信证券研究中心

在这样的背景下，政府近年来在多地试点招标体制改革，拟采用直补（直接补贴农户）方式推动疫苗市场化，我们认为招采制度市场化变革是大势所趋，未来招采苗向市场苗过渡是大概率事件，预计 2016 年会逐步取消猪瘟、猪蓝耳疫苗政府招标，口蹄疫、禽流感疫苗变革也是大势所趋。

#### 市场苗价格远高于招采苗，制度变革将打开行业空间

政府招采苗受财政支持限制，定价较低，产品抗原含量低，而市场苗品质高，抗原含量高，市场苗价格远高于招采苗，因此，招采制度向市场化过渡，将直接打开行业空间。

以口蹄疫为例，虽各省招标价格有所不同，14 年口蹄疫招标苗中标价约为 0.6 元/头份，而市场苗零售价 6-10 元/头份，为招标苗价格 10-15 倍。目前口蹄疫市场苗在肥猪厂覆盖率不到 10%，可拓展空间大。

假设第一阶段以母猪厂、规模化猪场（年出栏万头以上）、牛羊场为覆盖目标客户。我国能繁母猪存栏量在 4500 万上下波动，年出栏肥猪约 7 亿头，年出栏万头以上规模化猪场合计出栏约 1.3 亿头，年出栏肉牛约 5000 万头，年存栏奶牛约 1400 万头，如果按照能繁母猪每头免疫 3 次，规模化猪场生猪每年免疫 2 次，加上牛羊每个生长周期打 2.5 次，则据我们测算，口蹄疫市场苗空间约 50 亿。若全部猪场都用口蹄疫市场苗，则理论上仅口蹄疫市场苗空间就可达 100 亿。

表 2：口蹄疫疫苗市场空间测算

	规模 (万头)	平均免疫次数 (次/头)	理论需求量 (万头份)	疫苗平均单价 (元)	市场空间 (亿元)
种猪					
能繁母猪存栏量	4500	3	13500	8	10.80
种公猪	8	2.5	20	8	0.02
规模化商品猪					
年出栏万头以上	13000	2	26000	5	13.00
牛					
出栏肉牛	4929	2.5	12322.5	15	18.48
存栏奶牛	1440	3	4320	15	6.48
合计			56162.5		48.78

资料来源：Wind 安信证券研究中心



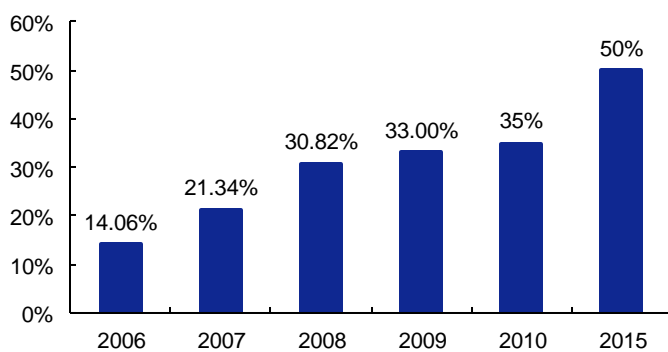
## 2) 养殖规模化加速驱动行业高增长，行业规模仍有翻倍空间

受益于下游养殖行业规模化提速、食品安全意识提高以及政府招标体制变革等驱动因素，我们认为我国动保产业将迎来 5-10 年黄金发展期。一方面，需求主体变革导致市场苗高速增长；另一方面，产业升级令行业面临并购整合机会。

养殖规模化加速促驱动行业快速增长。我国是畜牧业大国，但动物防疫薄弱是制约我国养殖业发展的重要障碍。动物防疫支出占养殖总成本比例较小，但疫苗效果在很大程度上决定了养殖企业的效益。养殖周期波动、环保等因素正驱动养殖规模化加速，而随着养殖规模越来越大，养殖密度加大导致病原传染率升高，疫病爆发频率越发频繁，动物死亡率提高，生产性能下降，给养殖户带来巨大的经济损失，因此规模化企业对高品质疫苗需求更大。

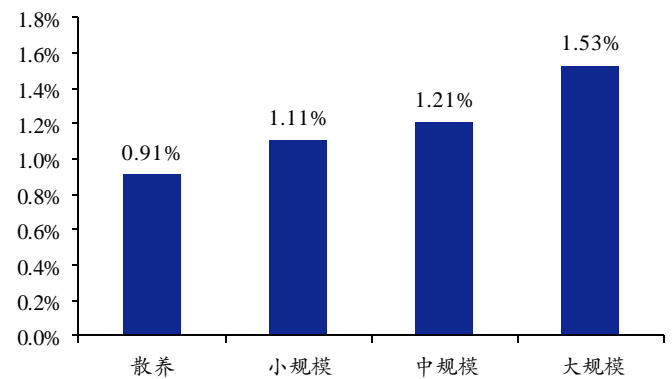
另一方面，随着规模化养殖比例的逐步扩大，养殖从业者的专业素质不断提升，市场对兽药质量和品牌的认可度亦越来越高，一大批无自主创新能力、只依靠简单模仿的小企业将会被市场淘汰，行业将进入整合阶段，产业集中度会进一步提高。因此，养殖规模化、标准化趋势推动着疫苗行业发展和革新，养殖户对防疫的需求越来越大。

图 21：生猪养殖规模化不断提高



资料来源：温氏招股说明书，安信证券研究中心

图 22：大规模养殖疫苗占总成本比例大于散养



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

2007 年，全国万头猪场的场户数仅有 1852 家，而 2013 年已经增长至 4769 家，增长了 157%；出栏 5 万头以上的猪场在 2007 年仅有 50 家，到 2013 年增长至 202 家，4 年增长了 300%。而年出栏头数在 100 头以下的散养户比例大幅减少，他们的年出栏头数从 2007 年占比的 64.51% 下降至 2013 年不超过 50%。

表 3：我国生猪规模化养殖占比增加

年出栏头数	2013		2007	
	场户数 (万个)	占比	场户数 (万个)	占比
1-49	4940.25	94.79%	8010.48	97.27%
50-99	161.99	3.11%	157.76	1.92%
100-499	82.73	1.59%	54.2	0.66%
500-999	17.57	0.34%	8.37	0.10%
1000-2999	6.54	0.13%	3	0.04%
3000-4999	1.34	0.03%	0.62	0.01%
5000-9999	0.71	0.01%	0.28	0.00%
10000-49999	0.46	0.01%	0.18	0.00%
50000	0.02	0.00%	0.005	0.00%

资料来源：温氏股份招股说明书，安信证券研究中心



我们测算中国动物疫苗行业市场空间约 260 亿元，增长空间巨大！根据 2014 年中国农业年鉴，我国动物疫苗市场以猪用疫苗和禽类疫苗为主。2014 年，我国生猪出栏量超过 7.1 亿头，假设免疫覆盖率约为 40%，平均每头的疫苗成本为 50 元；禽类出栏量约 120 亿只，免疫覆盖率为 90%，平均每只的疫苗成本为 0.8 元；加上其他牛羊类动物，我国动物疫苗市场空间约 260 亿元。据 2015 年农业部统计，目前动物疫苗市场规模约 100 亿，预计行业仍有较大的增长空间。

表 4：中国动物疫苗市场空间测算

	牲畜出栏量(万)	免疫覆盖率(%)	平均免疫成本(元/头、只)	疫苗理论市场空间(亿元)
猪用疫苗	73500	40%	50	147
禽类疫苗	1200000	90%	0.8	86.4
反刍类疫苗	-	-	-	-
牛	5000	40%	30	6
羊	27500	40%	20	22
马	160	30%	80	0.38
驴	240	30%	30	0.22
骡	50	30%	20	0.03
合计				262.03

资料来源：中国农业统计年鉴2014 安信证券研究中心

### 3. 公司分析：养殖贡献业绩弹性，疫苗奠定高增长基础

#### 3.1 疫苗业务：产品线逐渐丰富，奠定高增长基础

公司的生物制药业务前身是原新疆生物药品厂，建于 1958 年，拥有几十年的牛羊疫苗、口蹄疫疫苗生产资质。2000 年新疆生物药品厂整体注入天康生物，成为公司的生物制药事业部，主营兽用生物制品、疫苗和兽用化学药品的生产和销售。2002 年下半年公司开始建设兽药 GMP 车间，并于 2006 年投产，兽用生物制品年产能达到 40 亿毫升，成为我国国内重大动物疫病免疫疫苗的骨干供应商之一，现已发展成为农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业。

公司不断加大研发投入，开拓丰富新疫苗产品。2007 年，公司先后获得国家农业部合法口蹄疫病毒 O 型、亚洲 I 型二价灭活疫苗三类新兽药注册证书和生产批准文号、小反刍兽疫活疫苗、猪瘟活疫苗生产批准文号，并已批量生产进入市场；2010 年，公司进一步扩大制药业务产品线，取得猪口蹄疫合成肽疫苗、猪蓝耳病弱毒苗生产许可、高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（TJM-F92 株）批准文号；

2015 年，预计公司动物疫苗收入约 7.5 亿，其中 90% 以上为政府招采苗，政府苗中 70% 为口蹄疫，20% 为小反刍疫苗，其他为蓝耳等疫苗；

公司后续储备品种丰富，预计 2016 年将陆续上线：

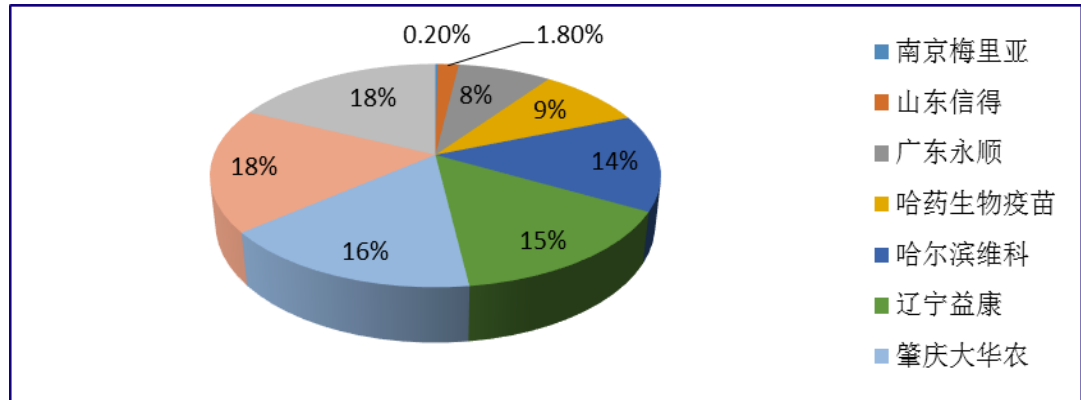
#### 1) 禽流感疫苗

禽流感是禽类广泛流行的疾病，是我国唯一的一个禽类政府招标苗。目前国内流行的禽流感病毒主要有 3 种：高致病性的 H5 亚型、低致病性的 H9 亚型以及 H7 亚型，政府招标主要为 H5 亚型。

大多数厂家采用传统鸡胚工艺生产，效率低下，产品残存大量杂蛋白引发较大的副反映，未来技术发展的方向应该是细胞悬浮培养工艺，采用细胞悬浮培养技术生产高致病性禽流感疫苗，基本上能够克服鸡胚孵化生产工艺的缺点，是我国动物疫苗生产的发展趋势。该技术

避免了鸡胚培养中由于含有大量杂蛋白而存在的安全隐患问题，以及由于鸡胚废弃物处理不当而存在的散毒危险。同时，由于各种技术参数由电脑程序统一操控，整个生产过程更加可控，无外源病毒污染和母源抗体影响，疫苗质量批间差异最小化，产品更加稳定。根据政府招标公告和公司年报披露的数据，禽流感疫苗的主要竞争厂家主要有 9 家：乾元浩生物、青岛易邦、肇庆大华农、辽宁益康、哈尔滨维科、哈药生物疫苗、广东永顺、山东信得和南京梅里亚，集中度较高。

图 23：禽流感政府招标市场竞争格局



资料来源：政府招标网，安信证券研究中心

表 5：禽流感疫苗市场空间测算

	规模 (万羽)	平均免疫 次数 (次/羽)	理论需求量 (万头份)	疫苗 覆盖率	疫苗平均 单价 (元)	市场空间 (亿元)
禽流感疫苗	1133000	1	1133000	100%	0.2	22.66
合计						22.66

资料来源：中国农业年鉴，安信证券研究中心

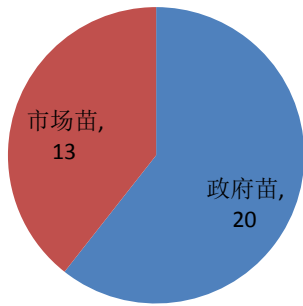
公司禽流感疫苗是在控股子公司吉林冠界生物研发，公司持股 30.05%。吉林冠界为原吉林曙光一期产能扩建而成，公司于 2009 年获得农业部同意利用生物反应器细胞悬浮培养技术生产禽流感疫苗等生物制品，2011 年公四项目通过农业部 GMP 验收。公司的禽流感疫苗是全国第一家也是目前唯一一家全悬浮培养，其他企业都是鸡胚培养。公司车间产能 20-25 亿毫升，预计总体能贡献收入约 6 亿元。目前禽流感疫苗正处于申请新兽药证书阶段，预计下半年能推出，我们认为公司产品将成为有力竞争品种。

## 2) 口蹄疫市场苗：

口蹄疫疫苗是目前在每年生猪养殖疫苗费用占比最大的品种之一，也是我国政府强制免疫的疫病品种之一。口蹄疫发病期主要是在冬春季，而母猪和仔猪均需要做免疫。母猪每年打 2-3 次（主要是在产前 1 个月做免疫）。仔猪 25 公斤以下打 1 头份，中大猪需要打 1 头份（根据每个猪场情况不一样或稍有不同）。目前国内口蹄疫疫苗主要分为灭活疫苗和合成肽疫苗两类。国内口蹄疫生产厂家一共有 6 家，分别为中牧股份、金宇集团、天康生物、中农威特、必威安泰、上海中联。

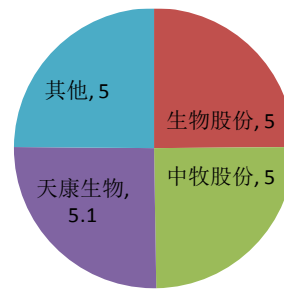
口蹄疫有政府招采苗和市场苗两个渠道，小养殖户免费领取政府发放的招采苗，大养殖户选用品质高、价格高的市场苗。我们预计 2015 年口蹄疫疫苗市场规模为 33 亿，其中政府招采苗约 20 亿，市场苗约 13 亿。

图 24：口蹄疫疫苗市场结构（亿）



资料来源：农业部，安信证券研究中心

图 25：口蹄疫政府苗市场格局（亿）



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

政府招采苗受制于养殖量及政府财政支持，行业规模整体较为稳定。因养殖周期波动、环保等因素，小养殖户加速退出，养殖规模化加速以及养殖户防疫意识的提高，口蹄疫市场苗需求越来越大，口蹄疫市场苗规模约 50 亿，2015 年市场规模约 13 亿，行业预计仍有 4 倍成长空间。

2015 年我国出栏肥猪约 7 亿头，年出栏万头以上规模化猪场合计出栏约 1.3 亿头，年出栏肉牛约 5000 万头，年存栏奶牛约 1400 万头，如果按照能繁母猪每头免疫 3 次，规模化猪场生猪每年免疫 2 次，加上牛羊每个生长周期打 2.5 次，则据我们测算，口蹄疫市场苗空间约 50 亿。

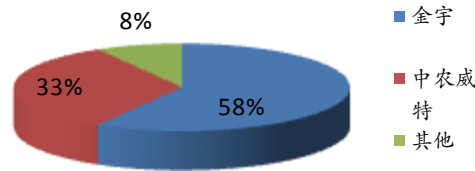
表 6：口蹄疫疫苗市场空间测算

	规模（万头）	平均免疫次数（次/头）	理论需求量（万头份）	疫苗平均单价（元）	市场空间（亿元）
种猪					
能繁母猪存栏量	4500	3	13500	8	10.80
种公猪	8	2.5	20	8	0.02
规模化商品猪					
年出栏万头以上	13000	2	26000	5	13.00
牛					
出栏肉牛	4929	2.5	12322.5	15	18.48
存栏奶牛	1440	3	4320	15	6.48
合计			56162.5		48.78

资料来源：Wind 安信证券研究中心

目前口蹄疫市场苗金宇处于绝对龙头地位，占据约 60% 市场份额，其次为中农威特，占据约 30% 市场份额，其他企业约 10% 市场。

图 26：口蹄疫市场苗竞争格局



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

公司过去几年市场苗发展受制于产能不足，产能用于优先保障招标苗生产。2016 年公司从法国采购了一套生产设备，产能不足的情况将得到根本改变。同时按照新的工艺要求建设新车间，预计产品品质能够大幅提升。

在保证品质的同时，公司相比行业对手，有销售队伍素质高、客群关系好等优势，口蹄疫市场苗极具潜力。

表 7：口蹄疫市场苗竞争对手情况

主要竞争对手	口蹄疫疫苗进展
海利生物	通过静态验收，预计 2016 年末至 17 年初批量推出产品
生物股份	行业领先；推进 O-A 双价苗
中农威特	纯化工艺提升中
中牧股份	整体工艺系统提升中
天康生物	悬浮培养技术改进中，预计 17 年下半年投放

资料来源：公司公告 安信证券研究中心整理

### 3) 猪瘟 EII:

猪瘟是生猪必打苗之一，我国猪瘟疫苗的工艺较为成熟，目前大型猪场主要是国内疫苗，进口疫苗较少。竞争格局上来看，脾淋苗和细胞苗的生产厂商众多，共计 48 家。

猪瘟虽然现在控制得比较好，但隐性带毒情况其实很普遍，这会影响到猪的其他抗病性。公司产品是基因工程苗，可追溯可检测，辨别出是主动免疫还是被动免疫，能够净化猪场，预计 16 年下半年推出，成为有力竞争品种。

表 8：猪瘟市场空间测算

	规模 (万头)	平均免疫次数 (次/头)	理论需求量 (万头份)	疫苗平均单价 (元)	市场空间 (亿元)
种猪					
能繁母猪存栏量	4500	2	9000	2	1.8
种公猪	8	2	16	2	0.0032
规模化商品猪					0
年出栏万头以上	13000	2	26000	2	5.2
合计			22546		7.0032

资料来源：WIND，安信证券研究中心

其他储备品种包括：猪支原体肺炎、牛腹泻、圆环、布病疫苗、猪口蹄疫 O-A 双价苗等

### 3.2 养殖业务：出栏量大幅提升，贡献业绩弹性

2015 年，公司发行股份吸收合并新疆天康控股有限公司，天康集团整体上市。集团生猪养殖业务注入后公司主营业务由原来的畜禽用生物疫苗、饲料及饲用植物蛋白的生产、销售，扩展到种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售，形成全产业链业务版图。

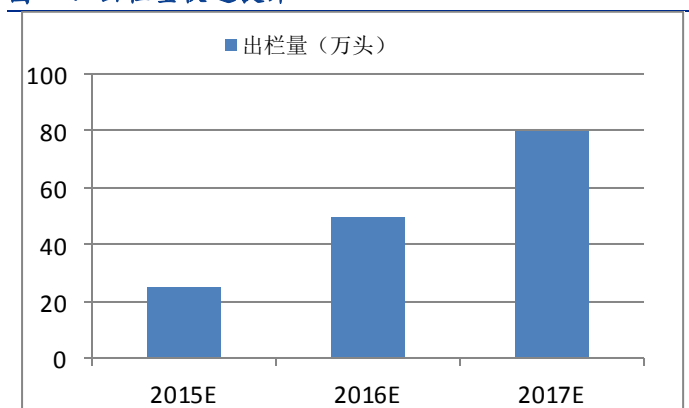
天康畜牧科技是集团旗下的从事种猪、仔猪和商品猪繁育、养殖和销售业务的全资子公司，是新疆地区最大的生猪养殖企业之一，下属拥有玛纳斯天康畜牧、昌吉天康畜牧、天康原种猪三家全资子公司。天康畜牧在疆内拥有一个从美国引种纯繁的 2 万套规模原种猪基地、5 个覆盖祖代、父母代、商品代养殖基地及 5 个种猪繁育基地、5 个育肥生产基地，种猪群达到 12000 头，生猪出栏产能 50 万头。

2016 年公司公告收购河南天康宏展农牧科技有限公司 70% 股权，河南天康宏展农牧科技有限公司具备年生猪养殖 30 万头的生产能力。

公司在新疆地区 50 万头基地采用自繁自养模式，其他地区采用“公司+农户”模式，由公司提供饲料、动物疫苗、仔猪等给农户，育肥环节由农户完成，最后公司从农户购回肥猪进行出售，轻资产模式有助于实现快速扩张，降低投资风险。

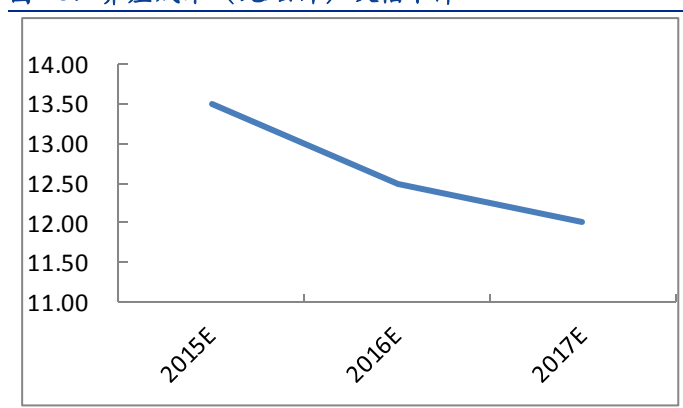
随着公司整合的进行，预计出栏量将大幅提升，预计 2015-2017 年出栏 25 万、50 万、80 万头。同时产能利用率提高、原材料成本下降推动养殖成本下降，预计 2015-2017 年肥猪成本 13.5 元/公斤、12.5 元/公斤、12 元/公斤

图 27：出栏量快速提升



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

图 28：养殖成本（元/公斤）大幅下降



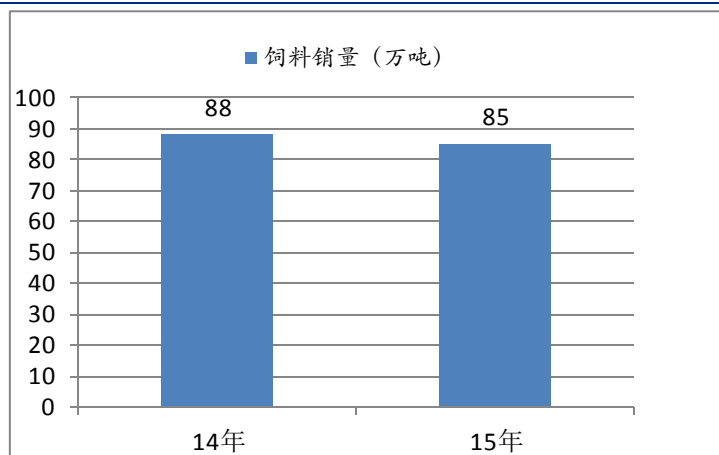
资料来源：草根调研，安信证券研究中心

天康食品有限公司是集团旗下从事生猪屠宰加工和肉制品销售业务的全资子公司，是政府部门认定的乌鲁木齐市两家生猪定点屠宰企业之一，具有年屠宰加工生猪 100 万头的生产能力，其“天康放心肉”是乌鲁木齐唯一指定的猪肉“放心肉”品牌和新疆名牌产品。

### 3.3 饲料业务：发展稳定，将受益景气传导

公司饲料业务发展较为稳定，预计随着养殖户加大补栏力度，存栏量提升，将带动饲料板块有所增长，预计 2016 年饲料销量同比增 15%，有望突破 100 万吨。

图 29：饲料销量稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4. 盈利预测及投资建议：

我们预计公司 15 年-17 年净利润为 2.5 亿、5 亿、7 亿，增速分别为 21.6%、97.6%、40.9%；受益养殖高景气，公司养殖板块将贡献业绩弹性，疫苗板块后续储备潜力大，饲料板块充分受益养殖景气传导，公司业绩将迎来持续高增长，我们给予 16 年 30 倍估值，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 15 元。

#### 5. 风险提示：猪价上涨不达预期；



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	372,476.0	401,462.7	414,309.5	493,856.9	597,073.0	成长性					
减:营业成本	309,569.5	322,530.7	337,703.7	382,492.2	451,566.3	营业收入增长率	11.9%	7.8%	3.2%	19.2%	20.9%
营业税费	403.9	381.6	414.3	493.9	597.1	营业利润增长率	44.6%	24.8%	19.4%	102.9%	41.6%
销售费用	23,949.8	28,405.4	33,144.8	29,631.4	35,824.4	净利润增长率	57.2%	22.3%			
管理费用	18,710.3	21,880.0	24,858.6	23,705.1	28,659.5	EBITDA 增长率	28.8%	18.0%	24.5%	76.5%	37.1%
财务费用	2,835.6	2,633.2	2,200.7	2,756.0	3,802.1	EBIT 增长率	24.4%	20.3%	15.5%	96.8%	41.5%
资产减值损失	2,281.5	2,868.0	2,200.6	2,450.0	2,506.2	NOPLAT 增长率	44.9%	16.9%	18.8%	96.8%	41.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.0%	-5.0%	48.6%	25.7%	19.4%
投资和汇兑收益	2,592.2	-1,158.3	12,000.0	-	-	净资产增长率	38.9%	8.7%	37.4%	25.9%	14.6%
营业利润	17,317.7	21,605.6	25,786.8	52,328.3	74,117.4	利润率					
加:营业外净收支	906.5	1,360.5	1,234.8	1,167.2	1,254.2	毛利率	14.2%	14.0%	18.0%	19.0%	20.0%
利润总额	18,224.2	22,966.1	27,021.6	53,495.5	75,371.6	营业利润率	4.0%	5.3%	8.9%	9.6%	10.2%
减:所得税	1,733.5	2,802.3	2,569.8	5,087.4	7,167.8	净利润率	3.1%	4.1%	7.4%	8.0%	8.4%
净利润	16,979.7	20,763.0	25,239.1	49,884.5	70,304.5	EBITDA/营业收入	5.0%	6.7%	12.3%	14.7%	16.2%
						EBIT/营业收入	3.9%	5.7%	10.0%	11.3%	12.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	85	93	112	124	125
						流动营业资本周转天数	55	49	53	50	49
						流动资产周转天数	131	131	130	120	118
						应收帐款周转天数	15	13	13	14	13
						存货周转天数	64	66	65	62	61
						总资产周转天数	261	265	288	305	305
						投资资本周转天数	172	171	200	226	229
						投资回报率					
						ROE	10.0%	11.2%	9.9%	15.4%	18.9%
						ROA	5.7%	6.7%	6.7%	10.2%	12.6%
						ROIC	11.3%	10.9%	13.7%	18.1%	20.4%
						费用率					
						销售费用率	6.4%	7.1%	8.0%	6.0%	6.0%
						管理费用率	5.0%	5.5%	6.0%	4.8%	4.8%
						财务费用率	0.8%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%
						三费/营业收入	12.2%	13.2%	14.5%	11.4%	11.4%
						偿债能力					
						资产负债率	40.2%	37.9%	29.5%	31.9%	31.3%
						负债权益比	67.2%	61.0%	41.8%	46.8%	45.6%
						流动比率	1.40	1.47	2.20	2.06	2.12
						速动比率	0.67	0.76	1.06	1.00	1.02
						利息保障倍数	7.11	9.21	12.72	19.99	20.49
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.05	0.08	0.16	0.22
						分红比率	30.7%	20.9%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.5%	0.5%	0.8%	1.7%	2.3%

## 资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	28,372.7	41,960.0	33,144.8	39,508.6	47,765.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	16,995.4	11,594.8	19,317.3	17,996.3	26,054.4
应收票据	25.0	43.0	11.5	43.4	22.9
预付帐款	22,921.2	20,091.1	20,133.2	28,719.6	28,503.9
存货	74,231.1	72,391.5	78,243.1	91,434.7	110,917.2
其他流动资产	-0.1	2,985.7	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	16,128.2	14,882.4	21,682.6	46,682.6	46,682.6
投资性房地产	61.9	58.4	58.4	58.4	58.4
固定资产	98,817.1	108,653.4	148,661.1	191,136.6	223,042.0
在建工程	12,830.0	6,889.5	20,066.9	24,020.1	22,206.0
无形资产	11,855.5	18,262.2	17,487.7	16,713.2	15,938.7
其他非流动资产	5,402.1	3,298.1	5,522.3	18,238.2	18,050.0
资产总额	287,640.1	301,110.0	364,328.9	474,551.7	539,241.9
短期债务	48,000.0	41,500.0	22,096.9	8,302.2	33,317.2
应付帐款	36,408.1	39,541.9	29,368.4	52,824.9	45,691.9
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	17,473.1	20,259.8	17,056.5	25,138.8	21,486.6
长期借款	2,520.0	-	27,219.3	53,034.0	56,141.7
其他非流动负债	11,186.0	12,801.5	11,732.6	11,906.7	12,147.0
负债总额	115,587.2	114,103.2	107,473.7	151,206.6	168,784.4
少数股东权益	2,591.0	1,991.8	1,204.5	-271.9	-2,372.6
股本	43,415.9	43,415.9	96,384.0	96,384.0	96,384.0
留存收益	126,045.9	141,599.1	159,266.5	227,232.8	276,445.9
股东权益	172,052.9	187,006.8	256,854.9	323,344.7	370,457.2

## 现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	16,490.7	20,163.8	25,239.1	49,884.5	70,304.5
加:折旧和摊销	9,292.1	10,498.2	15,027.5	20,851.8	26,188.8
资产减值准备	2,281.5	2,868.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	2,800.2	2,530.7	2,200.7	2,756.0	3,802.1
投资损失	-2,592.2	1,158.3	-12,000.0	-	-
少数股东损益	-489.1	-599.2	-787.3	-1,476.4	-2,100.7
营运资金的变动	-16,490.0	12,492.2	-28,285.2	12,939.2	-37,539.6
经营活动产生现金流量	9,060.6	48,460.6	1,394.8	84,955.1	60,655.1
投资活动产生现金流量	-24,157.4	-15,826.8	-64,648.6	-104,406.0	-55,505.6
融资活动产生现金流量	3,984.0	-19,046.5	54,438.6	25,814.7	3,107.7

## 业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.18	0.22	0.26	0.52	0.73
BVPS(元)	1.76	1.92	2.65	3.36	3.87
PE(X)	52.7	43.1	36.5	18.2	13.0
PB(X)	5.4	4.9	3.6	2.8	2.5
P/FCF	-21.6	47.4	-16.9	-86.2	29.6
P/S	2.5	2.3	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	19.8	15.0	21.7	12.3	9.2
CAGR(%)	43.2%	50.1%	32.9%	43.2%	50.1%
PEG	1.2	0.9	1.1	0.4	0.3
ROIC/WACC	1.1	1.1	1.3	1.8	2.0
REP	2.7	2.6	2.5	1.5	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

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

### 风险评级:

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

## ■ 分析师声明

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

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

## ■ 免责声明

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

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

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

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034