



新疫苗获批生产，动物疫苗增长空间较大 **增持** 首次评级

目标价格：18.15元

报告摘要:

- **国家政策倾斜新疆有望拉动疆内畜牧业发展。** 国家今年五次收储冻猪肉有望消化多余市场的同时，提振饲养者的养殖信心。国家政策倾斜新疆，未来新疆煤业的发展有望带来人口的大量流入及肉食的需求加大，拉动畜牧相关产业发展，利好公司长期发展。
- **疫苗业务今年的增长率有望超过30%。** 公司遍布全国的销售网络是公司疫苗业务不断发展的动力，今年上半年春防中标率同比增长18%左右。下半年公司获得猪口蹄疫O型灭活疫苗(II)(OZK/93株)的批准文号，且“重磅级产品”猪蓝耳弱毒苗亦已获批生产，我们预测2010年和2011年分别实现2000万、5000万以上的销售收入，且高毛利的猪蓝耳弱毒苗有望提高公司动物疫苗的毛利率。2011年公司有可能引入细胞悬浮技术降低生产成本，且在研的牛羊口蹄疫合成肽二价苗以及牛羊口蹄疫三价灭活苗都将成公司利润增长新看点。
- **饲料业务产能规模渐显，植物蛋白成本压力较大。** 公司的饲料业务去年产品结构得到调整毛利率提高1.3%。今年将继续调整河南饲料产品结构，加大配合饲料的生产。目前新疆的饲料市场占有率约为30%，河南宏展在河南的市场占有率约为5%，未来河南有望“复制”新疆的饲料业务经营模式扩大市场占有率。去年棉花减产，棉籽收购成本同比增长60%-70%，植物蛋白行业整体低迷，公司植物蛋白业务毛利率将大幅下滑，但是行业不景气有望淘汰部分落后产能，利好公司的长期发展。
- **风险提示：** 疫苗新产品研发进展及棉籽价格上涨成本压力加大。
- **预测：** 预测今年公司动物疫苗增长31.35%，饲料业务增长18.46%，植物蛋白增长95.0%，2010~2012年EPS为0.55/0.80/1.06元，对应PE为27.5/18.9/14.3，公司估值不高，考虑到新疆地区具有融资绿色通道，不排除明年继续融资发展新业务的可能，且公司为新疆地区畜牧业龙头，可以享受33倍PE，目标价18.15元，首次给予“增持”评级。

医药行业分析师

孙伟娜、胡朝凤(实习)

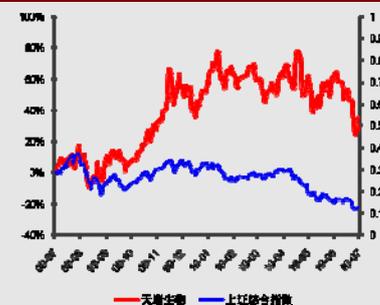
电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

公司数据

总股本(万股)	22673
流通股(万股)	19468
每股净资产	3.26
主要股东	新疆天康控股(集团)有限公司
主要股东持股比例	38.24%

市场表现



相关研究

中牧股份(600195)深度研究: 内生性增长点不断的动物疫苗龙头

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,068	2,075	2,568	3,155	3,623
同比增长率	59.3%	94.2%	23.8%	22.9%	14.8%
净利润	70	98	125	181	239
同比增长率	45.5%	40.0%	26.8%	44.9%	32.3%
每股收益	0.31	0.43	0.55	0.80	1.06
净资产收益率	10.9%	13.3%	11.8%	14.8%	16.8%

目录

1、新疆畜牧业龙头	4
1.1 公司介绍.....	4
1.2 成长性较好，2006-2009 年净利润复合增长率达 37%.....	4
1.3 产业结构完善，三大主营业务稳定增长.....	4
2、未来增长的保障	6
2.1 国家今年五次收储计划提振养殖业信心.....	6
2.2 新疆振兴发展规划的确定，拉动疆内畜牧业快速发展.....	6
3、新疫苗获批生产，未来疫苗业务增长空间较大	7
3.1 产能优势.....	7
3.2 覆盖全国的销售网络+稳定的毛利率.....	7
3.3 猪蓝耳弱毒苗已获批生产并投放市场，明年有望放量.....	8
3.4 小反刍兽疫疫苗行业优势明显.....	8
3.5 国家生产许可带来市场的扩容.....	8
3.6 两个在研新产品+一项新工艺成未来看点.....	9
4、饲料业务：毛利率有望继续提高	10
4.1 饲料业务规模化效应初现.....	10
4.2 饲料产品结构优化，未来毛利率将继续提升.....	11
4.3 河南宏展有望复制新疆的经营模式，抢占河南饲料市场.....	12
5、蛋白业务：2010 年实现产能翻番	13
5.1 工艺优势：棉粕蛋白含量达到 48%.....	13
5.2 2010 年植物蛋白产销量将实现翻番.....	13
5.3 成本压力加大，利润率将下降至 6%左右.....	14
6、灵活的激励机制是公司发展的动力源泉	15
7、盈利预测	15

插图

图 1: 公司主营收入及增长率	4
图 2: 公司净利润及增长率	4
图 3: 公司产业结构及工艺流程	5
图 4: 公司主营业务结构构成	5
图 5: 公司主营业务毛利润占比	5
图 6: 全国 肉食产量变化趋势	6
图 7: 新疆人均消费肉食数量变化趋势	7
图 8: 公司口蹄疫疫苗市场占有率	9
图 9: 公司兽用生物制品营业收入及增长率	10
图 10: 全国饲料企业数目变化	11
图 11: 公司饲料毛利率变化	11
图 12: 公司饲料业务产品构成 (百万)	11
图 13: 大连期货玉米豆粕价格走势	12
图 14: 公司饲料主要成分	12
图 15: 新疆、河南猪牛羊数目及增长率	12
图 16: 公司饲料业务盈利情况 (百万)	12
图 17: 公司实际处理棉籽数量	14
图 18: 棉籽价格走势	15
图 19: 公司计提奖金数目变化	15

表格

表 1: 公司兽药五个 GMP 车间分布	7
表 2: 猪蓝耳疫苗市场价格	8
表 3: 国家口蹄疫定点生产企业	9
表 4: 公司兽药营业收入预测	10
表 5: 公司饲料营业收入预测	13
表 6: 公司棉粕植物蛋白含量	13
表 7: 公司棉籽收购价格	14
表 8: 公司植物蛋白营业收入预测	14
表 9: 公司激励奖金提取细则	15

1、新疆畜牧业龙头

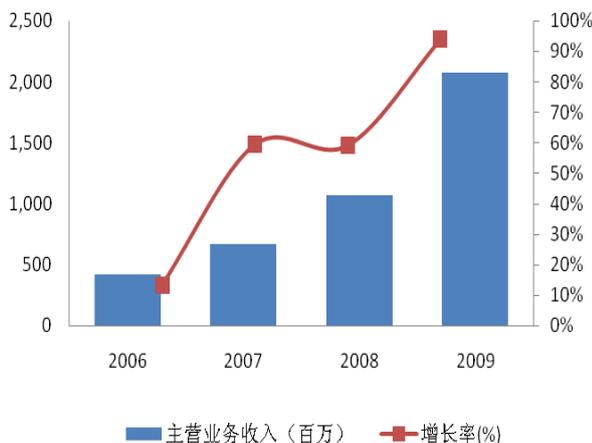
1.1 公司介绍

天康生物作为新疆地区唯一的动物疫苗生产企业，也是最大的饲料生产单位，是首批国家级农业产业化龙头企业。2006 年底挂牌上市，主营兽药的生产销售，饲料的生产销售，以及植物蛋白业务。直接控制人新疆天康控股（集团有限）公司，实际控制人是新疆生产建设兵团国有资产经营公司。

1.2 成长性较好， 2006-2009 年净利润复合增长率达 37%

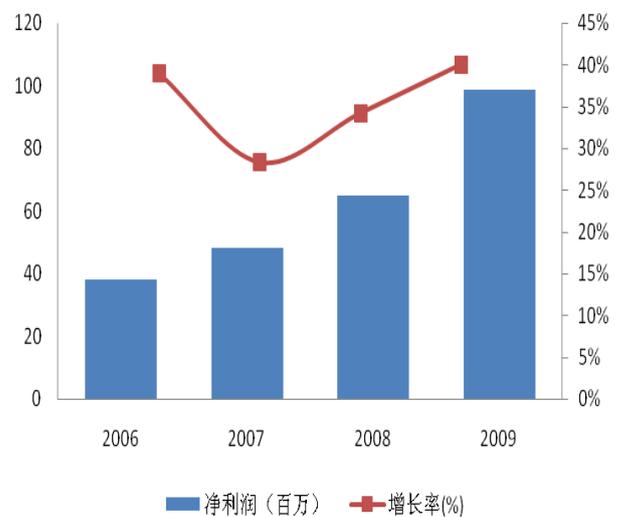
公司自 06 年底上市以来，业务发展迅速，营业收入从 06 年的 4.2 亿增长到 09 年的 20.74 亿，复合增长率 70%；净利润从 06 年的 3818 万增长到 09 年的 9845 万，2006-2009 年的复合增长率 37%，公司发展较快，展现了良好的成长性。

图 1：公司主营收入及增长率



资料来源：公司年报，宏源证券

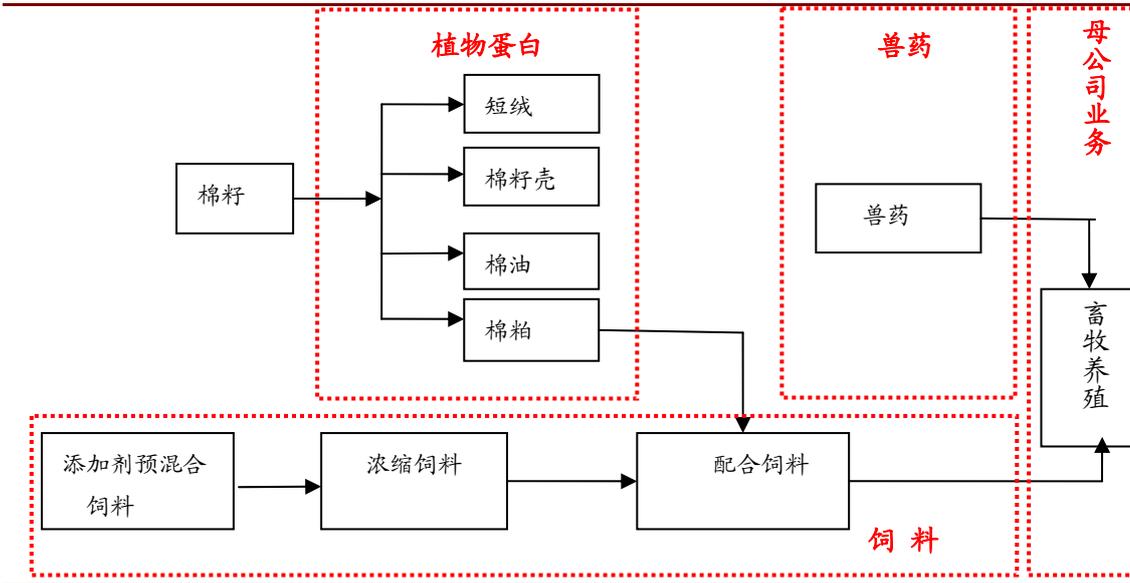
图 2：公司净利润及增长率



资料来源：公司年报，宏源证券

1.3 产业结构完善，三大主营业务稳定增长

图 3、公司产业结构及工艺流程



资料来源：公司资料，宏源证券

动物疫苗是公司利润的重要来源：公司是动物疫苗业务的黑马。天康生物是动物兽药业务的后起之秀，2003 年生物制品销售只有 932 万元，自从 2005 年完成 GMP 车间改造之后，加大营销力度，不断抢占市场，2008 年实现全国布局，2009 年公司动物疫苗业务实现营业收入 2.28 亿元，占总营业收入的 11.26%，兽药业务的进入壁垒高，毛利较高。公司疫苗业务毛利率达到 64.57%，2009 年贡献毛利 1.47 亿元，占比 42.27%。

饲料业务：营业收入的支撑点：新疆饲料业的龙头企业：公司饲料业务立足新疆，在甘肃、河南、内蒙古、辽宁等地共有饲料生产企业 20 多家。公司今年的饲料总量是新疆市场占比 30%，行业龙头地位突出。2009 年公司饲料业务实现营业收入 16.25 亿元，占比 78.54%，毛利 1.66 亿元，占公司毛利润的 47.70%。

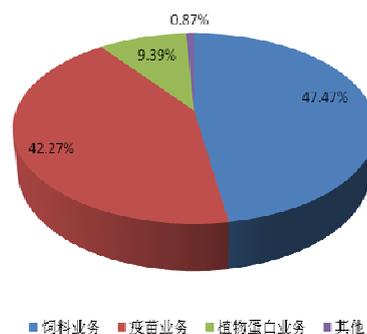
具有战略意义的植物蛋白业务：公司进军植物蛋白业务不仅仅是能够提升公司的收入，更是具有战略意义的举措。一、我国植物蛋白缺口很大。二、公司的植物蛋白业务增加收入的同时，产业链的延伸保障公司饲料业务稳定的植物蛋白原料。2008 年 11 月奎屯 12 万吨植物蛋白项目投入生产，2009 年实现销售 17,490.31 万元，占比 8.45%，实现毛利润 3,281.31 万元占比 9.43%。预计阿克苏 12 万吨植物蛋白业务将于 2010 年 9 月投入生产。

图 4：公司主营业务结构构成



资料来源：公司资料，宏源证券

图 5：公司主营业务毛利润占比



资料来源：公司资料，宏源证券

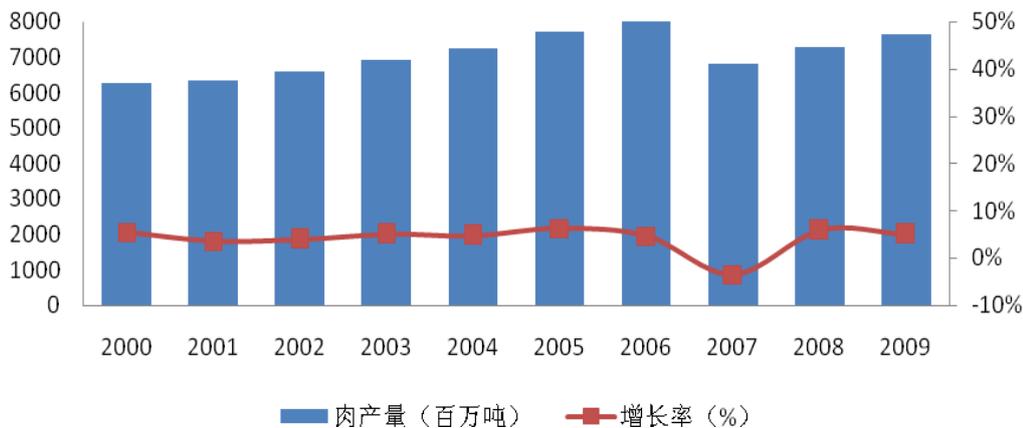
公司主营业务已经形成了完善的产业链，主要受下游饲养业的发展影响，其中动物疫苗还受到国家强制免疫政策和新的生产许可及技术更新的影响，而且今年植物蛋白业务可能最大的问题来自于成本压力。

2、未来增长的保障

2.1 国家今年五次收储计划提振养殖业信心

国家第五次收储计划提振养殖业信心，有利畜牧业的平稳发展。由于前三次冻猪肉收储之后，生猪价格并未有效止跌，虽然第四次收储之后北方猪肉价格进入上升通道，但是目前的猪：粮价格比远低于盈亏平衡点 6:1，养殖业近乎亏损经营。6 月 30 日按照中央储备冻猪肉收储工作方案，商务部会同财政部、发展改革委、中国农业发展银行于公开竞价收储今年第五批中央储备冻猪肉，以稳定国内生猪市场价格和生猪生产。第五批收储一方面会消化多余供应，提振价格继续上行，生猪养殖户亏损的局面有望逐步得以扭转。另一方面可以提升市场信心，保护养殖者的利益和养殖信心。目前猪肉价格上升，部分养殖户已经开始积极补栏。并且每年 5-10% 增长的肉食需求也会拉动养殖业的发展，所以我们认为养殖业有望在下半年逐渐恢复。带动公司饲料业务、动物疫苗的稳定发展。

图 6：全国 肉食产量变化趋势



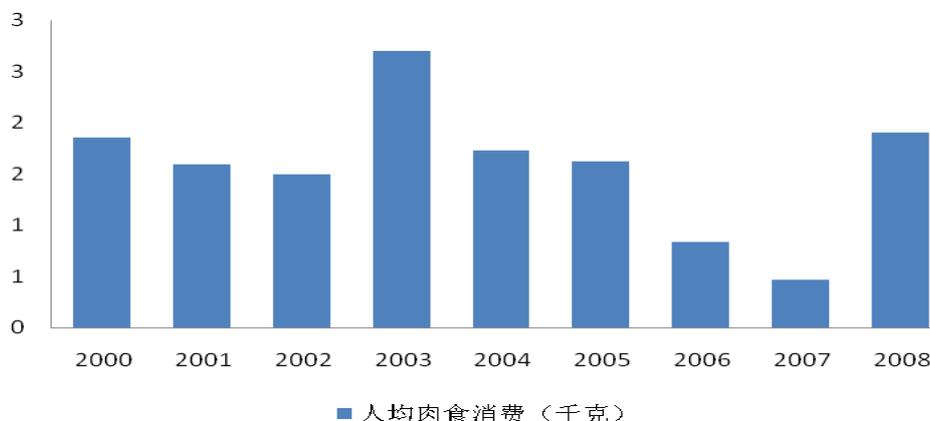
资料来源：宏源证券

2.2 新疆振兴发展规划的确定，拉动疆内畜牧业快速发展

新疆的畜牧业在我国的经济中占有重要的地位。2010 年 5 月份出台的国家对新疆的振兴计划，政策倾斜并强调城镇化、新疆工业化、农业现代化的发展规划，未来这一系列计划的具体落实，国家有可能实施多项优惠政策，所得税率继续优惠等政策，拉动新疆的工业、农业、畜牧业的快速发展。

另一方面新疆煤炭资源丰富，2010 年 5 月 8 日新疆广汇集团煤炭综合利用项目开工建设，总投资预计 251 亿元，预计可以提供 6000 人以上的就业岗位。新疆煤炭业的振兴和发展势必带来人口的大量流入，加大新疆内的肉食消费，刺激畜牧业的快速发展，作为新疆畜牧业龙头企业的天康生物将最大受益者，保障了公司的长期发展。

图 7: 新疆人均消费肉食数量变化趋势



资料来源: CEIC、宏源证券

3、新疫苗获批生产，未来疫苗业务增长空间较大

3.1 产能优势

目前公司共有五个 GMP 车间，疫苗产能达到 60 亿毫升，2010 年随着下半年养殖业的逐渐回暖，公司的疫苗市场将不断扩大，产能逐渐释放。10 年春防中疫苗中标率增长 18% 左右，我们预测随着下半年饲养业务的逐渐回暖，以及公司猪蓝耳弱毒苗获批生产，公司 2010 年疫苗业务的增长率有望超过 30%。

表 1: 公司兽药五个 GMP 车间分布

单位	疫苗品种
第一 GMP 车间	口蹄疫疫苗
第二 GMP 车间	口蹄疫疫苗
第三 GMP 车间	猪瘟疫苗 小反刍兽疫疫苗
第四 GMP 车间	口蹄疫合成肽疫苗
第五 GMP 车间	口蹄疫疫苗
合计	

资料来源: 公司年报, 宏源证券

3.2 覆盖全国的销售网络+稳定的毛利率

动物疫苗因为是国家拨款，地方财政配套资金后由地方招标处统一招标，所以招标阶段具有一定的地方保护现象。公司的快速发展得益于 2008 年的公司疫苗业务的全国布局，目前公司销售已经覆盖全国除港澳台以外的所有省、市、自治区而且新疆及周边省份具有极大的优势。覆盖全国的销售网络是公司疫苗业务稳定发展的保证。

公司目前的疫苗产品主要有口蹄疫疫苗，小反刍兽疫疫苗，猪瘟疫苗，均为国家强制免疫产品。国家强制免疫疫苗进入壁垒高，一、动物疫苗生产车间要经过国家 GMP 论证，前期投入大，要求高。二、国家出于动物疫苗安全性以及行业的发展等原因，严格控制强

制疫苗生产企业数目,只给定点生产企业病毒毒株,行业进入难度大,所以国家强制免疫产品的竞争相对较小。且国家处于动物疫苗安全性考虑,赋予了疫苗产品一定的利润空间,所以动物疫苗产品高毛利率格局会长期维持。

3.3 猪蓝耳弱毒苗已获批生产并投放市场,明年有望放量

公司已经被农业部确定为国内 8 家定点生产猪蓝耳病弱毒苗的生产企业之一,2010 年公司的弱毒苗已经获批生产并投放市场,由于猪蓝耳和其他疫苗一样都是由地方政府采购中心统一招标采购,目前公司的销售渠道遍布全国,今年猪蓝耳弱毒疫苗有望在秋防中参与大规模的招标,抢占猪蓝耳疫苗的市场份额。根据我们的测算,目前猪蓝耳疫苗的市场容量约有 29 亿左右,如果公司的猪蓝耳弱毒苗进入市场公司覆盖公司比较有优势周边区域,今年预计能够实现 2000 万左右收入,2011 年预计销售翻番,成为牛羊口蹄疫、猪口蹄疫之后第三个销售收入超过 5000 万的动物疫苗。由于猪蓝耳弱毒疫苗价格比灭活疫苗高,参照中牧猪蓝耳弱毒苗的收益,毛利率有望超过 75%,公司目前动物疫苗的毛利率约为 64.57%左右,猪蓝耳弱毒苗投放市场后动物疫苗的毛利率将有所提高,动物疫苗的盈利能力得到提升。所以猪蓝耳疫苗从无到有的转变将使公司疫苗业务发展跨上新台阶。

表 2: 猪蓝耳疫苗市场价格

疫苗	价格(元/头份)
猪蓝耳弱毒苗	1.3-1.4
猪蓝耳灭活疫苗	0.5-0.6

资料来源:公司资料

3.4 小反刍兽疫疫苗行业优势明显

小反刍兽疫疫苗生产企业较少,目前只有天康生物和西藏生物药品厂具有生产许可,《2010 国家强制免疫计划》中明确了:对西藏、新疆、青海等受威胁地区进行小反刍兽疫强制免疫,新生羔羊 1 月龄以后免疫一次,对本年年未免疫羊和超过 3 年免疫保护期的羊进行免疫,公司疫苗产品在西藏新疆地区相对较有优势,这样就可以为公司带来每年约 2000 万-2500 万的收入,而且该产品的毛利率保持在 90%以上,毛利率比一般的疫苗要高得多。

3.5 国家生产许可带来市场的扩容

目前国内口蹄疫市场约为 12-13 亿元,动物疫苗的龙头企业中牧股份占据约 35%的市场。作为口蹄疫 5 家国家定点生产企业之一的天康生物口蹄疫疫苗具有优势,市场占有率约为 20%。今年国内疫情不断,更加体现了疫苗防疫的重要性,利好公司的长期发展。公司 2006 年 12 月获得猪口蹄疫 O 型 OS/99 毒株的生产批准文号,2009 年 12 月获得 OS/99+OZK/93 的批准文号,2010 年 7 月又获得了 O 型(II) OZK/93 的生产批准文号,该疫苗批准文号的获得有望丰富公司猪口蹄疫产品结构,有利于公司提高该产品的市场占有率。

口蹄疫可分为 A 型、O 型、C 型和亚洲 I 型以及南非 I、南非 II、南非 III 等 7 个主型,目前 A 型、O 型、亚洲 I 型已纳入国家强制免疫范围,主要生产的生产口蹄疫疫苗所用的毒株主要有:(1)A 型:AF/72;(2)O 型:ONX/92、OS/99、JMS/00、OHM/03、OZK/93、OR/80;(3)亚洲 I 型:AKT/03、LC/96、KZ/03、Asia-1-JSL/HeNZK/06。在

O 型口蹄疫毒株中,OS/99 同时作为牛羊口蹄疫疫苗和猪口蹄疫疫苗生产用毒株,OZK/93、OR/80 主要用来做猪口蹄疫疫苗的生产。从 2009 年开始,猪用口蹄疫灭活苗在原有毒株 OS/99 的基础上增加 OZK/93 株,公司开始生产 OS/99+ OZK/93 双组分疫苗。2010 年 7 月 6 日公司获得猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(II)(OZK/93 株)的批准文号。目前猪口蹄疫主要使用的是 OS/99 株, OZK/93 毒株口蹄疫疫苗市场需求较小,且今年该疫苗招标已经基本结束,所以生产许可对今年的业绩影响不大,但是明年进入春防之后有可能扩大公司的口蹄疫疫苗的市场份额,提升公司业绩。

图 8: 公司口蹄疫疫苗市场占有率

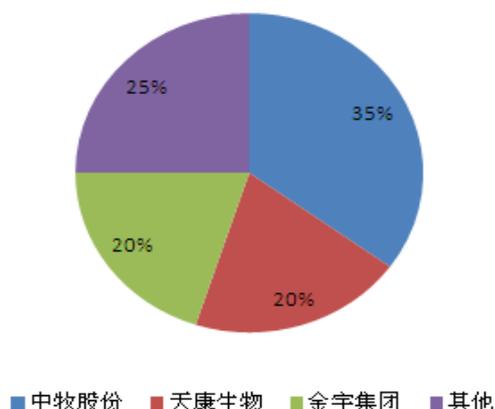


表 3: 国家口蹄疫定点生产企业

新疆天康畜牧生物技术有限公司
兰州兽药研究所
申连生物医药(上海)有限公司
中牧股份实业有限公司
金宇保灵生物有限公司

资料来源: 农业部、宏源证券

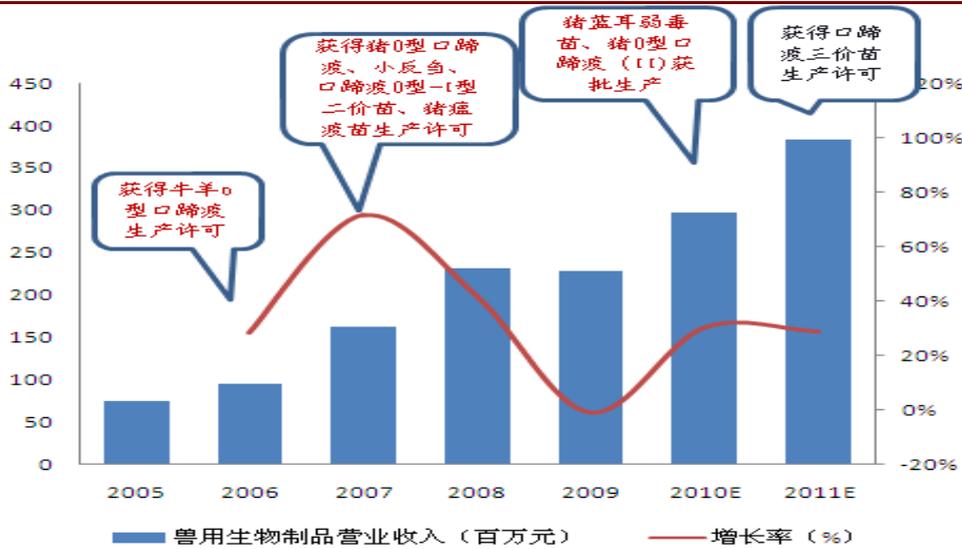
资料来源: 公司年报、宏源证券

3.6 两个在研新产品+一项新工艺成未来看点

公司重视研发工作,2007 年开始研究口蹄疫合成肽疫苗,目前公司在研制的合成肽疫苗及口蹄疫三价疫苗正在临床实验阶段,有望今明两年获得批文。对于公司而言,动物疫苗在分享因为饲养业回暖带来增长的同时,新技术的进步可能带来市场的扩容。对于公司,由于主要的竞争对手中牧股份具有合成肽疫苗,金宇集团的口蹄疫疫苗细胞悬浮技术有望降低成本,所以公司的合成肽疫苗以及口蹄疫三价苗研发成功并获批生产,能够平衡现有的竞争格局,保持公司口蹄疫稳定增长的态势。

合成肽疫苗是指利用化学合成法人工合成具有抗原性的多肽而制成的疫苗,合成肽技术已用于口蹄疫疫苗、狂犬病疫苗、乙肝疫苗、艾滋病疫苗和疟原虫疫苗等的设计,但目前成熟的只有口蹄疫合成肽疫苗,合成肽疫苗具有多个替换灭活苗的优势分别为一、免疫效力高。二、免疫持续期长。三、疫苗制备抗原的广谱性,合成肽疫苗设计的抗原序列可以覆盖众多 O 型毒株的抗原位点序列,因此,抗原位点具有更宽的广谱性,可以有效抵抗多种流行 O 型毒株的侵袭。四、免疫抗体水平与保护力之间存在相关性。五、过敏反应低、疫苗质量相对稳定等。目前合成肽口蹄疫疫苗市场上只有上海申连、中牧股份可以生产,已部分替换了灭活苗,市场反映较好,未来有望逐步替换灭活苗,而且合成肽疫苗因为质量好价格高,毛利也较高。未来公司取得合成肽疫苗、口蹄疫三价苗生产许可后公司的牛羊口蹄疫市场优势将会更加明显,企业的长期核心竞争力得到加强。

图9：公司兽用生物制品营业收入及增长率



资料来源：宏源证券

悬浮细胞培养技术效率高，能够有效降低成本，公司也正在积极采取措施引进和试验悬浮细胞培养技术。由于这只是生产工艺上的改进，我们预测 2011 年有望研发成功并投入生产，到时公司的疫苗产品的成本将有效降低，毛利率提高。

表4：公司兽药营业收入预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
兽用生物制品 (百万元)	162.99	230.65	228.54	297.37	382.79	465.85
增长率 (%)		48.57%	-3.50%	31.35%	30.15%	22.72%
毛利率 (%)	58.29%	66.31%	64.58%	65.19%	65.91%	66.03%
兽用化学药品 (百万元)	5.49	5.55	4.34	4.51	4.74	4.98
增长率 (%)	26.70%	1.17%	-21.89%	4.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	9.70%	-3.02%	3.46%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源：公司年报，宏源证券

4、饲料业务：毛利率有望继续提高

4.1 饲料业务规模化效应初现

我国目前饲料业务进入壁垒低，养殖业格局分散，造成我国饲料企业集中度低，竞争异常激烈，产能过剩，增长主要是靠“走量”。行业长期维持低毛利率水平运营，所以行业整合有利于淘汰落后产能，提高竞争力。

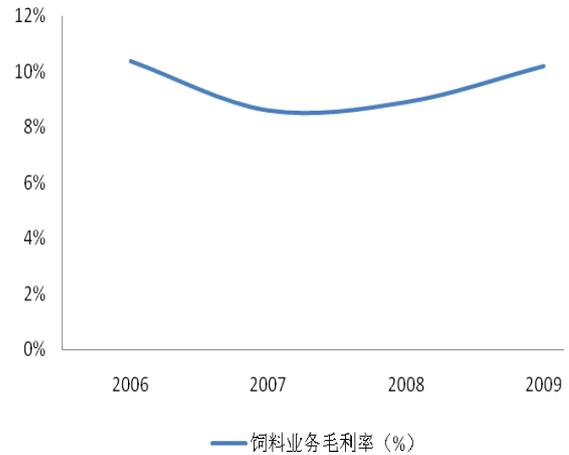
2008 年公司收购了河南宏展、郑州开创后产能翻番，目前合计产能为 126 万吨，2009 年公司的饲料业务增长 99.5%，毛利率提高 1.3%。我们分析 2009 年饲料毛利率增长的主要原因有：一，2009 年公司统一采购原料，降低成本，规模效应进一步发挥。二，公司调整了饲料产品的结构，提高了适应市场需求的配合饲料的生产，产销对路毛利率得到提高。

图 10: 全国饲料企业数目变化



资料来源: CEIC、宏源证券

图 11: 公司饲料毛利率变化

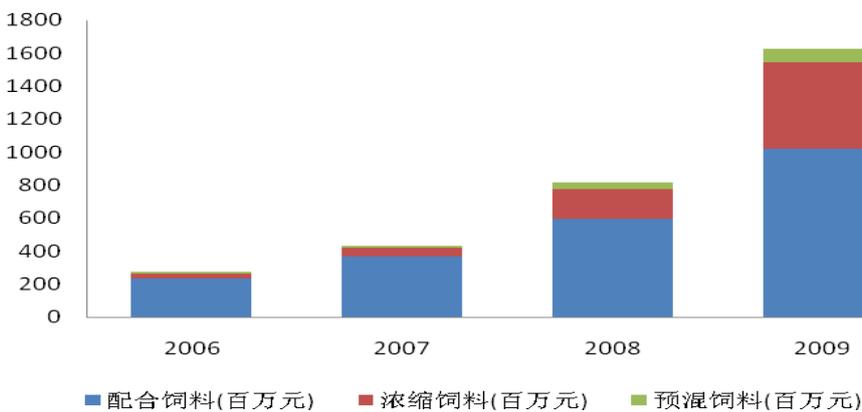


资料来源: 公司年报、宏源证券

4.2 饲料产品结构优化, 未来毛利率将继续提升

一、我国养殖业集中度越来越高的特性决定了配合饲料比重增加的结构特性。二、由于鱼粉以及玉米等饲料等原材料价格大幅提高, 使得原先使用自购玉米、浓缩饲料、添加剂预混饲料的养殖场户, 纷纷转向直接使用配合饲料。这些情况拉动配合饲料产量大幅度提高, 2009 年公司就加大了配合饲料的生产, 使产品毛利率得到小幅的提升。目前公司正在调整河南宏展的饲料产品结构, 加大配合饲料的生产, 尤其是颗粒饲料的生产。我们预测 2010 年公司的饲料的毛利率将会继续回升。

图 12、公司饲料业务产品构成 (百万)



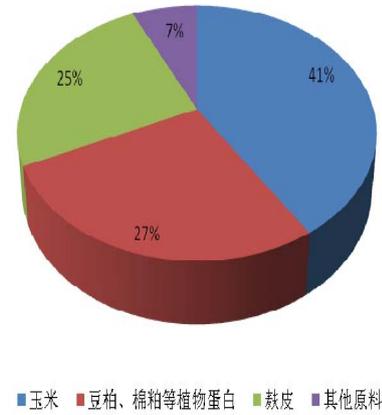
资料来源: 公司年报、宏源证券

图 13: 大连期货玉米豆粕价格走势



资料来源: CEIC、宏源证券

图 14: 公司饲料主要成分

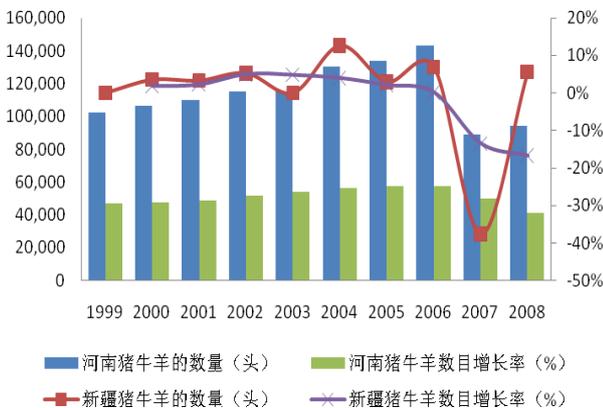


资料来源: 宏源证券

4.3 河南宏展有望复制新疆的经营模式，抢占河南饲料市场

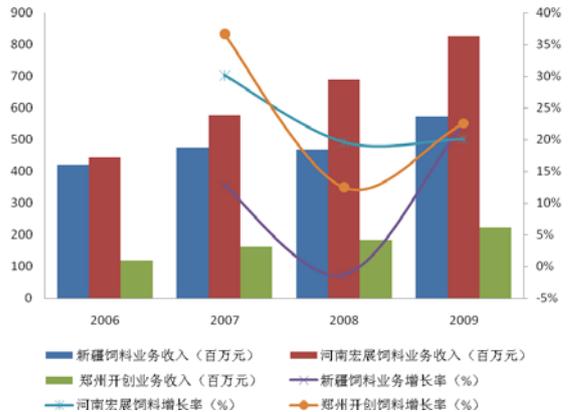
河南是全国养殖大省，饲料市场容量约为 800 万吨，而新疆的饲料市场容量约为 120 万吨，河南饲料容量约为新疆的 6 倍。河南宏展是河南当地排名第二的饲料生产企业，年产销量大约 30 万吨左右，占当地市场份额 5% 左右。09 年河南宏展实现销售额 8.27 亿，同比增长 16.9%，归属母公司净利润 0.3 亿元，成为公司 09 年利润增长的重要来源。未来河南宏展不排除复制新疆的经营模式，逐渐抢占河南饲料市场这块大蛋糕。目前全国的饲料业务的行业平均水平增长率约为 10% 左右，10 年下半年因为国家的收储计划有望带动猪肉价格回升以及养殖业的回暖，我们预测公司的饲料业务今年能够达到 20% 左右的增长。

图 15: 新疆、河南猪牛羊数目及增长率



资料来源: CEIC、宏源证券

图 16: 公司饲料业务盈利情况 (百万)



资料来源: 公司年报、宏源证券

表 5: 公司饲料营业收入预测

	2,007	2,008	2009	2010E	2011E	2012E
新疆地区						
销售收入 (百万元)	474.30	468.00	573.22	676.40	811.68	957.78
增长率 (%)	55.79%	-1.33%	22.48%	18.00%	20.00%	18.00%
毛利率 (%)	8.62%	9.10%	11.21%	11.55%	11.25%	10.50%
河南宏展						
销售收入 (百万元)	576.38	689.42	827.98	980.00	1198.00	1413.64
增长率 (%)	30.18%	19.61%	20.10%	18.36%	22.24%	18.00%
毛利率 (%)	8.08%	8.98%	10.00%	10.50%	10.50%	9.50%
郑州开创						
销售收入 (百万元)	162.41	182.63	223.82	268.58	350.00	413.00
增长率 (%)	36.69%	12.45%	22.55%	20.00%	30.31%	18.00%
毛利率 (%)	6.97%	7.17%	8.40%	8.90%	8.50%	8.00%
合计						
销售收入 (百万元)	474.30	814.62	1625.01	1924.98	2359.68	2784.42
增长率 (%)		71.75%	99.48%	18.46%	22.58%	18.00%
毛利率 (%)	8.62%	8.91%	10.21%	10.65%	10.46%	9.62%

5、蛋白业务：2010 年实现产能翻番

5.1 工艺优势：棉粕蛋白含量达到 48%

我国是饲料蛋白资源紧缺的国家，每年都有 2000 万吨左右的蛋白原料缺口需进口大豆来弥补。棉籽饼粕是棉籽去油后的一种加工副产品，其蛋白质含量可达 38-45%，年产量可达 400 万吨以上，占我国年产各种饼粕总量的 12% 左右，是大豆蛋白良好的替代品，具有很好的市场前景。但是由于普通棉籽中含有 0.7%-4.8% 的“游离棉酚”，有可能导致将导致养殖动物生长迟缓、中毒及死亡，所以作为饲料添加剂的棉粕需要进行脱酚处理。公司的脱酚棉粕质量较好，尤其是粕的生产工艺具有较大优势，公司的棉粕蛋白含量最高可以达到 48%，而市场一般都是在 40%-42% 左右。豆粕的蛋白含量一般为 42%-46%，所以公司产品的棉粕作为豆粕的替代品具有非常大的优势，公司产品主要销往内地，且蛋白含量高的棉粕价格上要比 40-42% 的更具有价格优势，毛利率较高。

表 6: 公司棉粕植物蛋白含量

	植物蛋白含量 (%)
公司棉粕	48-50%
其他公司棉粕	40-42%

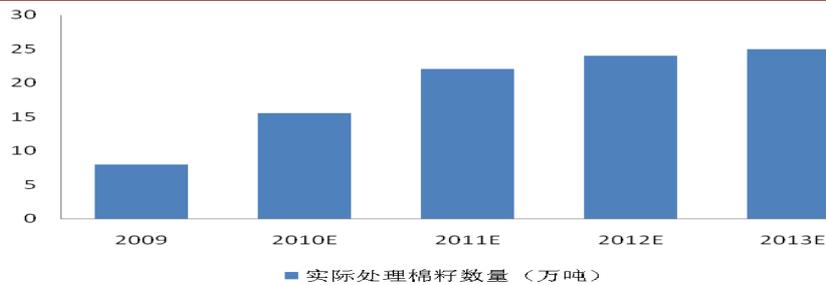
资料来源：公司资料

5.2 2010 年植物蛋白产销量将实现翻番

植物蛋白项目新疆奎屯年处理 12 万吨棉籽生产线已与 2008 年 11 月投入生产，2009 年公司植物蛋白项目共处理棉籽、葵花籽等原材料 6 万吨，实现销售收入 1.75 亿元。2010 年募集资金 2.12 亿元，用于补充奎屯 12 万吨棉籽脱酚蛋白生产线建设项目流动资金以及

用于阿克苏 12 万吨棉籽脱酚蛋白生产线建设项目，形成南北并重的战略格局，预计 2010 年 9 月年新疆阿克苏 12 万吨棉籽生产线将投入生产，2010 年实际产销能够达到 16.5 万吨，产能翻番。我们认为公司 2012 年奎屯、阿克苏棉籽脱酚蛋白生产线将满产并实现产销量 20—30 万吨左右。

图 17、公司实际处理棉籽数量



资料来源：宏源证券

5.3 成本压力加大，利润率将下降至 6%左右

棉籽一般在前一年的 9 月到 11 月进行收购，并进入榨季。08 年低价收购的棉籽计入 09 年成本，因为成本价格比较低，所以 09 年植物蛋白业务超过市场的预期，实现利润 1,292.16 万元。2009 年由于全国棉花减产 10% 左右导致棉籽价格一路走高，09 棉籽收购价大幅提升，增长约 60%-70%。因此 10 年的植物蛋白产品成本压力加大，利润或将受到影响。

表 7：公司棉籽收购价格

年份	棉籽价格
2008 年	1.2-1.3 元
2009 年	2-2.2 元

资料来源：公司资料，宏源证券

由于上半年豆粕市场需求变小以及进口豆粕到港数量变大，豆粕价格大幅下跌，豆粕棉粕差价缩减到 500 元/吨，但是实际上只有这二者的差价在 800 元以上的时候，棉粕才会具有替换豆粕优势。但是因为今年棉花减产，棉粕数量减小，所以今年棉粕价格很有可能会基本维持稳定，或有小幅的下跌，这样棉粕替换豆粕的价格优势丧失，且今年棉油需求低迷。这样棉粕成本压力加大，并且难以转加给下游的饲料企业，我们认为今年的整体毛利率会有较大幅度的下调，因为公司的植物蛋白在市场行情好价格高的时候主要销往内地赚取差价，行情差的时候，公司的饲料业务可以消化自产的棉粕产品，只是消耗成本降低毛利而已，所以我们认为公司今年植物蛋白的毛利率将由 2009 年的 18.8% 下降至 6% 左右。植物蛋白行业的萧条有可能导致部分企业资金链的断裂，少部分企业无法度过“严冬”将会遭到淘汰，对于公司而言行业落后产能遭到淘汰有利于公司长期发展。

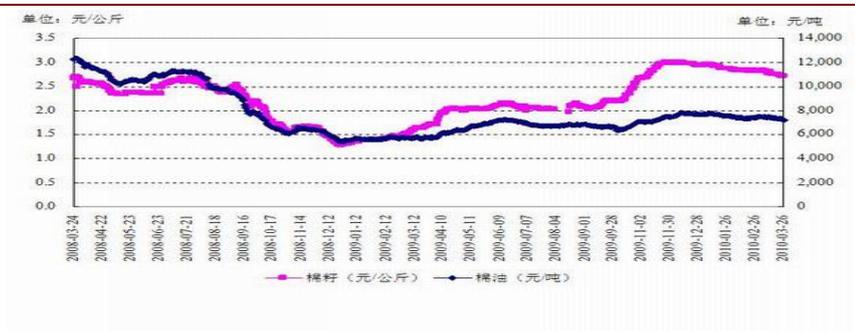
表 8：公司植物蛋白营业收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (百万元)	174.90	341.1	443.4	509.9
增长率 (%)		95.0%	30.0%	15.0%

成本 (百万元)	142.09	320.6	407.9	448.7
毛利率 (%)	18.8%	6.0%	8.0%	12.0%

资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 18、棉籽价格走势



资料来源: 饲料信息网

6、灵活的激励机制是公司发展的动力源泉

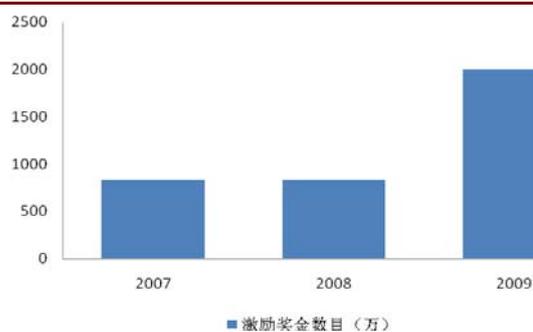
2009 年公司共计提了 2000 万的高额激励奖金, 分配比例是董事长占 3%, 总经理占 2%, 其他高管占 10%, 公司中层骨干员工占 85%。高额奖金激励使公司中层员工及高管的利益与企业发展一致, 能够吸引高端人才, 调动高层以及员工的积极性, 围绕畜牧业相关产业链, 进行多元化发展。我们也很期待公司领导们能够把握猪肉价格触底反弹, 畜牧业回暖的契机, 迎来公司业务发展的新局面。

表 9: 公司激励奖金提取细则

年度经营目标完成奖	①
提取前的净利润	
年度经营目标净利润	②
年度经营超目标额	③=①-②
年度计提激励奖金	③*50%

资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 19: 公司计提奖金数目变化



资料来源: 公司年报, 宏源证券

7、盈利预测

预测今年动物疫苗业务增长率为 31.35%, 饲料业务增长率为 18.46%, 植物蛋白业务增长率为 95.0%, 2010~2012 年 EPS 分别为 0.55 元, 0.80 元, 1.06 元, 对应 PE 为 27.5, 18.9, 14.3, 2010 年的饲料行业平均 PE31.23, 生物制品平均 PE 30.69, 公司估值不高, 考虑到新疆地区具有融资绿色通道, 不排除明年继续融资发展植物蛋白及其他新业务的可能, 且公司为新疆地区畜牧业龙头, 可以享受 33 倍 PE, 目标价 18.15 元, 首次给予“增持”评级。

财务报表预测

利润表						资产负债表					
	百万 元						百万 元				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,068	2,075	2,568	3,155	3,623	货币资金	127	77	128	95	72
减:营业成本	836	1,724	2,149	2,620	2,993	交易性金融资产	0	0	0	0	0
营业税费	1	2	2	2	3	应收帐款	47	101	119	146	168
销售费用	55	107	116	151	159	应收票据	0	1	1	0	0
管理费用	71	110	128	151	174	预付帐款	39	115	154	189	217
财务费用	20	22	38	34	35	存货	203	743	922	1133	1301
资产减值损失	1	3	3	1	1	其他流动资产	(0)	(0)	0	0	(0)
加:公允价值 变动收益	0	0	0	0	0	可供出售金融资产	0	0	0	0	0
投资和汇兑收益	0	-2	0	0	0	持有至到期投资	0	0	0	0	0
营业利润	83	106	133	194	258	长期股权投资	28	26	26	26	26
加:营业外净收支	5	6	8	9	11	投资性房地产	0	1	1	1	1
利润总额	88	112	141	204	269	固定资产	368	452	429	495	531
减:所得税	17	13	15	22	30	在建工程	79	59	103	32	36
净利润	70	98	125	181	239	无形资产	86	89	102	110	108
						其他非流动资产	63	62	61	62	61
现金流量表	百万 元					资产总额	1039	1723	2046	2287	2521
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	短期债务	125	730	611	629	603
净利润	65	99	125	181	239	应付帐款	127	128	244	300	344
加:折旧和摊销	26	43	51	62	69	应付票据	0	0	0	0	0
资产减值准备	1	3	3	1	1	其他流动负债	34	29	70	77	83
公允价值变动 损失	0	0	0	0	0	长期借款	78	68	68	68	68
财务费用	10	22	23	38	34	其他非流动负债	17	17	17	17	17
投资收益	0	2	0	0	0	负债总额	392	984	984	1066	1092
少数股东损益	0	0	0	0	0	少数股东权益	3	5	6	6	6
营运资金的变 动	17	-686	-83	-209	-167	股本	126	164	227	227	227
经营活动产生现金 流量	132	-518	134	69	177	留存收益	518	570	830	989	1197
投资活动产生现金 流量	-128	-100	-31	-125	-92	股东权益	647	739	1062	1221	1430
融资活动产生现金 流量	9	568	48	-29	-80						
主要运营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	每股指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ROE	10.9%	13.3%	11.8%	14.8%	16.8%	每股收益	0.31	0.43	0.55	0.80	1.06
资产负债率	37.7%	57.1%	48.1%	46.6%	43.3%	每股经营现金流	1.045	-3.160	0.593	0.306	0.783
利息保障倍数	5.25	5.80	4.53	6.66	8.33	每股净资产	2.852	3.260	4.683	5.386	6.305
毛利率	21.7%	16.9%	16.3%	17.0%	17.4%	估值指标					
期间费用率	25.5%	19.6%	19.6%	19.9%	20.2%	PE	48.7	34.8	27.5	18.9	14.3
净利率	6.6%	4.7%	4.9%	5.7%	6.6%	PB	5.3	4.6	3.2	2.8	2.4
存货周转率	5.68	4.38	3.08	3.06	2.97	EV/EBITDA	15.7	19.1	18.0	13.9	11.1
固定资产周转率	1.27	1.50	1.36	1.46	1.51						

分析师姓名: 孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 天方药业、天士力、福瑞股份、同仁堂、亚宝药业、千金药业等。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。