

金宇集团：蓝海市场开拓领导者！

金宇集团 (600201.SH)

推荐 维持评级

投资要点：

● 公司战略：扬帆“蓝海市场” 初战告捷！

2011年5月29日，我们曾撰写金宇集团深度研究报告《蓝海市场开拓者》，2011年中期金宇集团凭借悬浮培养技术产业化优势、纯化技术领先优势、146S检测技术领先优势，将动物疫苗产业发展战略转移至开拓市场苗领域。经过1年多产能扩张、营销服务体系建设，2012年取得重大突破，公司市场苗销售收入从2011年几乎为零至2012年的1个多亿！金宇集团开拓“蓝海市场”初战告捷！

● 动物疫苗行业战略机遇期：时不我待！

受益养殖规模化加速，动保行业将发生变革。一、食品安全事件将促使养殖企业疫病防治转向预防为主，疫苗支出将增加。二、疫苗市场化销售大势所趋，政府招标苗短期内难以取消，但采购机制会变革，更加注重品质，而非价格。据我们测算口蹄疫市场苗（猪牛）潜在容量达70亿元，“市场苗”前景广阔！三、食品安全事件催化行业集中度继续提升。

● 金宇集团：核心优势突出 实施“市场苗”产品多元化

1、工艺技术优势：悬浮培养技术产业化领先优势、纯化技术领先优势、抗原含量146S检测技术领先优势。2、产品质量优势：有效抗原含量大幅提高、注射副反应明显降低。3、研发平台优势：P3国家高级别生物安全实验室建设资质+“兽用疫苗国家工程实验室”。4、未来公司将应用公司核心优势，不断丰富“市场苗”产品线。

● 公司盈利预测及估值

若剔除2013年公司出售房地产所获投资净收益6000万元，我们预计金宇集团12年/13年/14年生物疫苗产业贡献EPS0.50元/0.66元/0.92元，增速分别为14%、33%、39%，当前股价对应PE分别为26×、21×、15×。鉴于公司在动物疫苗行业拥有领先的核心技术优势，且公司开拓“市场苗”市场有爆发性。我们给予“推荐”评级。

● **主要风险因素：**1、动物疫苗安全风险 2、公司开拓市场苗进展情况不及预期 3、疫苗产能建设不及预期。

主要财务指标

(百万元,元)	2011A	2012E	2013E	2014E
销售收入(百万元)	576	590	601	836
EBITDA(百万元)	230	243	276	376
净利润	149	154	270	258
摊薄EPS(元)	0.53	0.55	0.88	0.92
PE(X)	26.8	26.0	14.8	15.5
EV/EBITDA(X)	17.4	15.3	12.5	9.4

资料来源：中国银河证券研究部

分析师：吴立

☎：(8610) 8357 4546

✉：wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090001

市场数据 时间 2013.01.30

A股收盘价(元)	15.4
A股一年内最高价(元)	15.78
A股一年内最低价(元)	10.99
上证指数	2276
市净率	3.74
总股本(万股)	28081
实际流通A股(万股)	28081
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	39.15

相对上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

- 2013.01.06 《剥离地产业务 聚焦动物疫苗产业》
- 2012.04.19 《动保盈利能力增强 期待市场苗开拓》
- 2011.04.29 《动物高端疫苗“蓝海市场”开拓者》
- 2011.05.19 《金宇集团：蓝海市场开拓者》

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、动物疫苗行业战略机遇期: 时不我待!

受益养殖规模化加速, 动保行业将发生变革。一、食品安全事件将促使养殖企业疫病防治转向预防为主, 疫苗支出将大幅增长。二、疫苗市场化销售大势所趋, 政府招标苗短期内难以取消, 但采购机制会变革, 更加注重品质, 而非价格。据我们测算口蹄疫市场苗(猪牛)潜在容量达 70 亿元, 市场苗蓝海市场前景广阔! 三、食品安全事件催化行业集中度继续提升。

2、金宇集团:核心优势突出 实施市场疫苗产品多元化

工艺技术优势: 悬浮培养技术产业化领先优势、纯化技术领先优势、抗原含量 146S 检测技术领先优势, 产品质量优势: 有效抗原含量大幅提高、注射副反应明显降低。研发平台优势: P3 国家高级别生物安全实验室建设资质, “兽用疫苗国家工程实验室”。4、未来金宇集团将在其他产品线上复制悬浮培养、纯化及检测技术优势, 不断丰富市场疫苗产品。

3、业务预测

(1) 公司主营收入假设: 随着公司疫苗有效抗原产能的达产及营销服务体系建设, 我们预计金宇集团 12 年/13 年/14 年实现生物疫苗收入 4.5 亿元/6.0 亿元/8.3 亿元, 增速为 10%、33%、39%。(2) 毛利率假设: 我们预计公司 12 年/13 年/14 年兽用生物制品业务毛利率分别为 65%、68%、68%。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为动保行业市场规模较小, 而且行业内公司竞争激烈, 因此给予动保行业估值较低。我们认为, 一方面动保行业受益于规模化养殖发展, 行业仍将保持高速增长。另一方面, 动保企业成长的核心是研发实力强、拥有竞争力的产品, 金宇集团 12 年利用其悬浮培养技术产业化领先优势、纯化技术领先优势、抗原含量 146S 检测技术领先优势在口蹄疫市场苗“蓝海”开拓中取得重大突破, 市场苗销售收入从 11 年的几乎为零到 12 年的 1 个多亿! 随着疫苗市场采购机制的变化及规模化养殖企业防疫意识的提高, 市场苗仍是一片蓝海! 我们预计市场苗潜在市场容量达 70 亿规模。金宇集团的市场苗收入仍将有巨大提升空间。

估值与投资建议:

根据以上对各项业务的预测, 我们预计金宇集团 12 年/13 年/14 年实现生物疫苗收入 4.5 亿元/6.0 亿元/8.3 亿元, 归属母公司净利润 1.39 亿元/1.86 亿元/2.42 亿元, 增速分别为 14%、33%、39%, 生物疫苗产业贡献 EPS0.50 元/0.66 元/0.92 元。当前股价对应 PE 分别为 26x、21x、15x。2013 年公司出售房地产所获投资净收益 6000 万元, 公司 12 年/13 年/14 年 EPS 分别为 0.55 元、0.88 元、0.92 元。鉴于公司在动物疫苗行业拥有领先的核心技术优势, 且公司开拓市场苗“蓝海”市场有爆发性。我们给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

1、公司市场苗开拓超预期。2、全国疫情爆发。3、公司对外合作取得重大进展。

主要风险因素:

1、动物疫苗安全风险 2、公司高端市场苗进展不及预期 3、公司疫苗产能建设不及预期

目 录

一、公司基本情况	1
(一) 剥离地产 聚焦生物疫苗产业	1
(二) 公司管理层主导经营权	2
二、动物疫苗行业战略机遇期：时不我待！	3
(一) 受益养殖规模化加速	3
(二) 行业变革之一：疫苗市场化销售大势所趋	6
(三) 行业变革之二：食品安全事件催化集中度提升	8
(四) 行业变革之三：“市场苗”蓝海前景广阔！	10
三、金宇集团：核心优势突出、市场疫苗多元化	11
(一) 四大核心优势	12
(二) 公司“蓝海市场”初战告捷！	14
(三) 应用研发优势 实施“市场苗”多元化战略	14
四、公司盈利预测	15
五、公司估值与投资评级	16
插图目录	19
表格目录	19

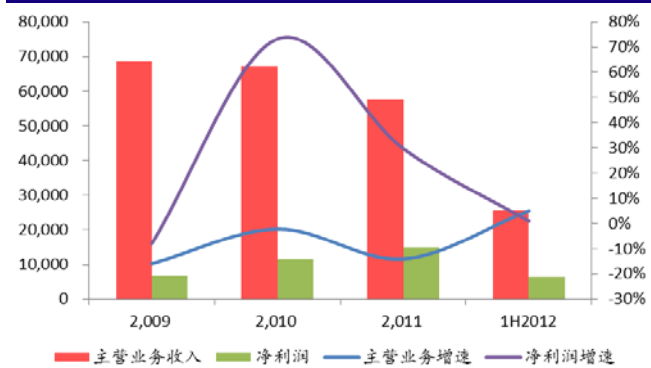
一、公司基本情况

(一) 剥离地产 聚焦生物疫苗产业

内蒙古金宇集团股份有限公司于1993年3月以定向募集方式设立，1995年通过兼并重组方式进入生物制药、羊绒纺织行业，1998年12月在上海交易所发行上市。公司形成了以生物药品制造为主、房地产开发为辅业的发展格局。公司全资子公司内蒙古生物药品厂是内蒙古自治区唯一一家生产兽用生物制品和畜禽疫苗制品的企业，行业排名第二，是农业部指定的三个牛羊猪特种疫苗生产基地之一，口蹄疫疫苗市场占有率曾达到全国第一。

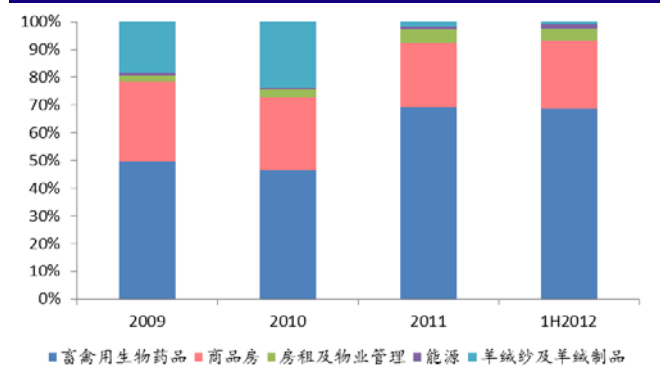
据公司管理层称，从92年公司便开始做房地产生意，在上市后收购了毛纺厂、生物制药、亚麻油厂等多个公司，进行产业多元化经营，后来经过反思与调整，逐渐退出其他产业，2011年，公司剥离连续亏损的羊绒产业。2013年年初，为了做大做强生物制药产业，推进公司产业结构战略性调整，抢抓生物制药产业转型升级出现的市场性机会，解决产能瓶颈，快速拓展盈利空间。金宇集团下决心剥离占公司资产总额40%、占业务收入24%且盈利颇丰的房地产业务，聚焦生物疫苗产业。剥离房地产业务后，公司总共收回的资金接近7亿元，增加8000多万元的利润，无疑为2013年度业绩增长带来了良好的开端，并为加大生物制药投入提供了资金保障。

图1：公司主营业务收入和净利润增速



资料来源：公告年报，中国银河证券研究部整理

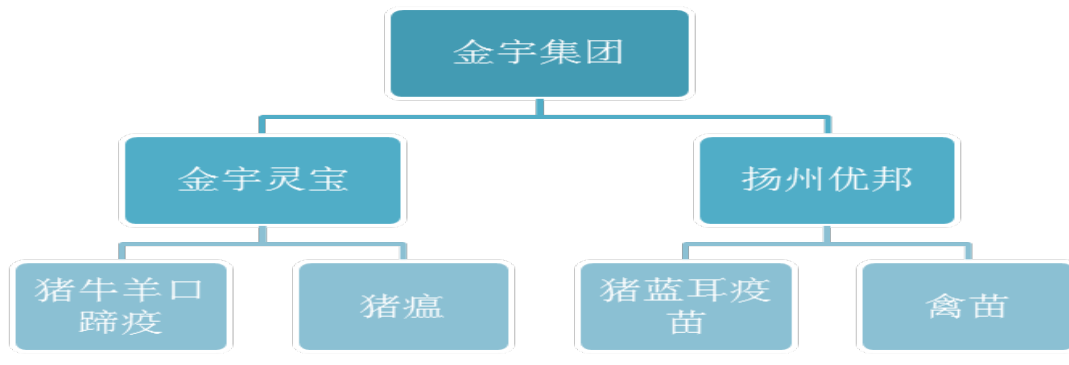
图2：公司各产品占主营业务比例



资料来源：公告年报，中国银河证券研究部整理

目前公司生物疫苗业务布局。公司有南北两个生产基地：金宇灵宝、扬州优邦。“保灵公司”以猪牛羊口蹄疫、猪瘟产品为主，“优邦公司”以猪蓝耳疫苗、禽苗为主。“保灵公司”是农业部定点生产家畜口蹄疫疫苗的骨干企业，有国家发改委正式批的国内唯一的国家级兽用疫苗国家工程实验室项目，以及建设“国家高级别生物安全实验室”。“优邦公司”获得了国家级高新技术企业认证，扬州优邦公司建立了企业院士工作站。

图 3: 公司主要生产基地

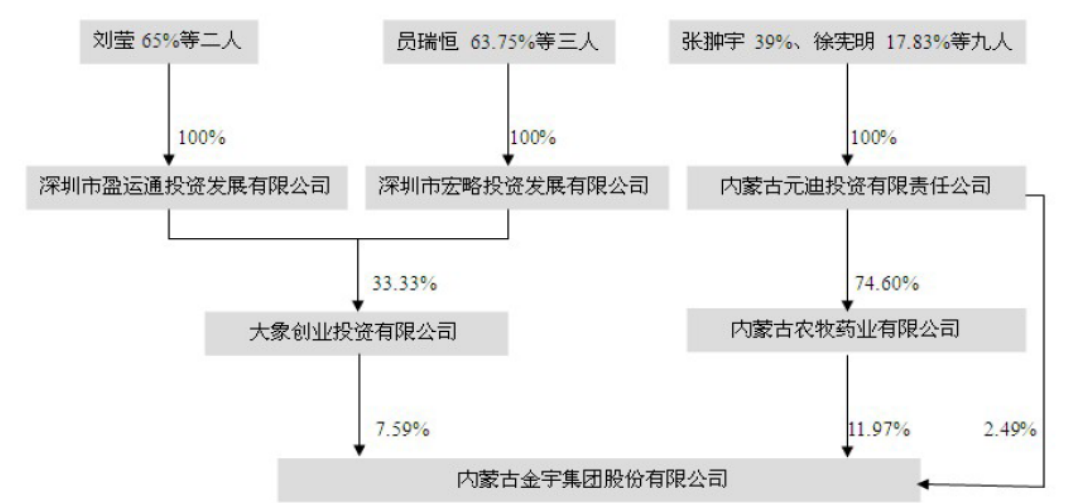


资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 公司管理层主导经营权

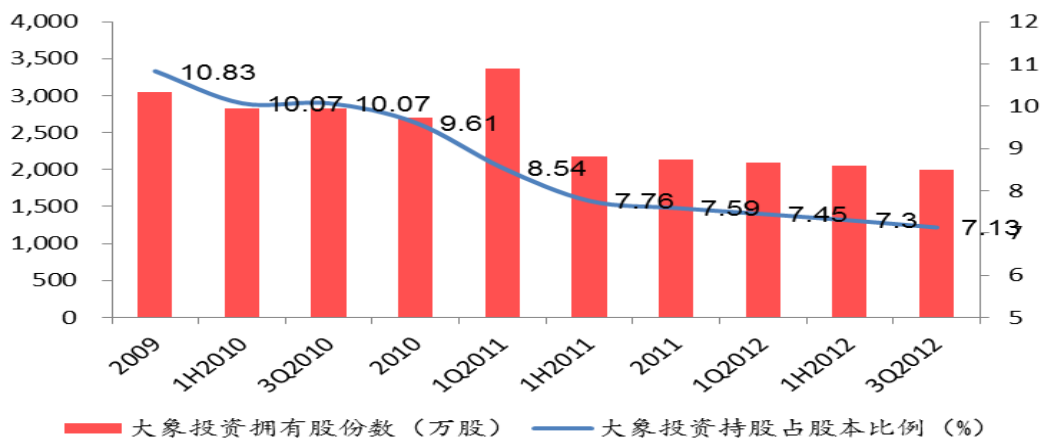
公司管理层主导公司经营权。公司高管持有内蒙古元迪投资有限责任公司 100% 的股权，而内蒙古元迪投资有限责任公司持有公司股份 700 万股，占比 2.49%，元迪投资控股内蒙古农牧药业有限责任公司，内蒙古农牧药业持有金宇集团 11.97% 的股权，为第一大股东，据 2011 年年报数据显示，金宇集团管理层共持有金宇集团 14.46% 的股权，当前大象创业投资有限公司持有金宇集团 7.13% 的股权，为第二大股东，前几年中，大象创业投资与管理层控制股权比例比较接近，双方曾围绕公司的实际控制权发生过矛盾，干扰了公司的正常经营。其后大象投资本身出现重组，新管理层与金宇的管理团队关系较过去大为改善。大象创投逐渐减持公司股权，淡出公司业务经营，目前公司管理层在张翀宇董事长领导下实际掌控金宇集团的业务经营。股权之争结束，股权结构理顺为金宇集团管理层聚焦业务经营奠定了良好的基础。

图 4: 公司股权结构图



资料来源: 公司 2011 年报 中国银河证券研究部整理

图 5: 大象创业投资逐渐淡出



资料来源: 公告年报中国银河证券研究部整理

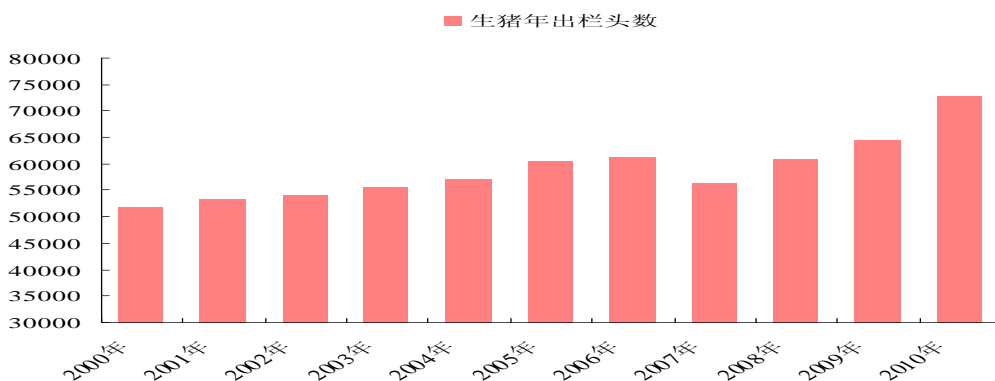
二、动物疫苗行业战略机遇期: 时不我待!

(一) 受益养殖规模化加速

我国动物防疫体系薄弱, 已成为制约我国养殖业发展的重要因素。我国是畜牧业大国, 但不是强国, 一个重要原因就是动物疫情频繁发生, 对畜牧业生产产生较大影响。而且近几年疫情爆发周期越来越短, 前几年三年大规模爆发一次, 如今几乎每年一次。2010 年口蹄疫肆虐了一年, 严重影响了养殖户的补栏积极性, 而 2011 年、2012 年春天, 消失了多年的流行性腹泄卷土重来, 造成大量仔猪的死亡, 再次给养殖户带来较大经济损失。

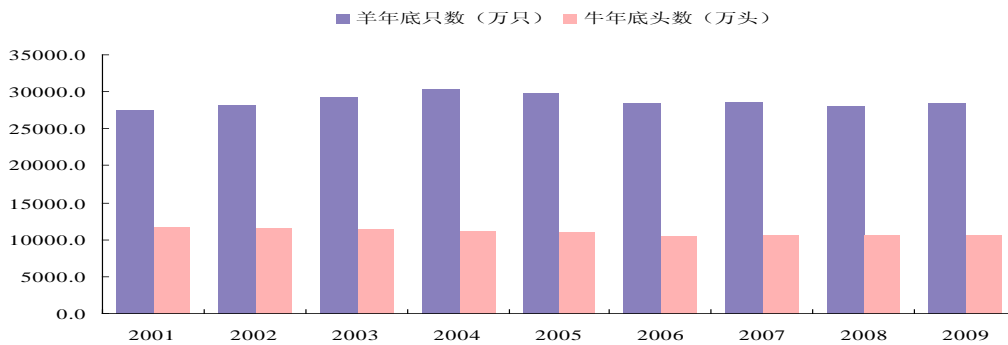
我国每年出栏的生猪约 6 亿只, 2011 年我国生猪出栏量达到 6.67 亿头, 生猪存栏量为 4.44 亿头。肉牛每年出栏数约 5000 万头, 当前存栏量近 1.38 亿头; 羊每年出栏数超过 2 亿头, 2011 年年底存栏量近 2.8 亿只; 家禽类(鸡、鸭等)出栏数超过 100 亿羽, 此外还养殖了大量的蛋禽和超过 1100 万头的乳牛, 我国大量的畜禽存栏量、出栏量为动物疫苗市场奠定良好的基础。

图 6: 2011 年生猪出栏量为 6.67 亿头



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

图 7: 近几年牛羊存栏量保持稳定增长

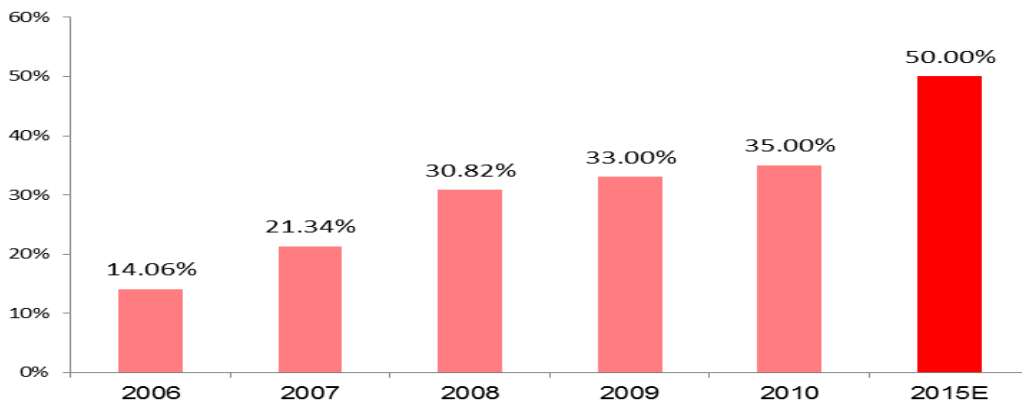


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

近年来, 我国畜牧业养殖规模化提升加速, 这导致了畜群密度加大, 流动频繁, 为动物得传染病、寄生虫病、中毒病和营养代谢等疾病的流行创造了条件, 造成动物发病率、死亡率的提高, 生产性能下降。而兽药在降低畜禽发病率与死亡率、提高饲料利用率、促生长和改善产品品质方面起到十分显著的作用。从行业的关联性来看, 畜牧业的规模化发展将直接促进兽药消费量。

我国目前生猪养殖规模化程度大约为 35% (年出栏 500 头以上), 如果按 50 头以上算, 则达到了 65%。出栏量 1 万头以上的生猪养殖场的出栏比例仅为 6.6%。蛋鸡的规模化养殖比例大约为 82% (年出栏 500 只以上)。我国生猪的养殖规模化程度无论是同肉鸡规模化养殖比还是和国外同行相比, 都有非常大的提升空间。根据畜牧业发展十二五规划, 生猪的规模化养殖比例到十二五末将达到 50%, 而禽类的规模化比例也将不断提升, 规模化的持续提升将促进兽药消费量的提升。

图 8: 生猪养殖规模化不断提高 (年出栏量 500 头以上)



资料来源: 中国畜牧业年鉴, 中国银河证券研究部

表 1: 未来 10 年生猪养殖企业梯队设想

生猪养殖行业梯队	年出栏规模	代表性企业
第一梯队	年出栏 100 万头以上	广东温氏、正邦科技、雏鹰农牧、河南牧原、正大集团、中粮集团等
第二梯队	主产区区域性龙头企业	大康牧业、新五丰、罗牛山、高金食品、新希望
第三梯队	年出栏万头规模	各县市龙头 (河南 300 多家, 江西 300 多家), 专业合作社

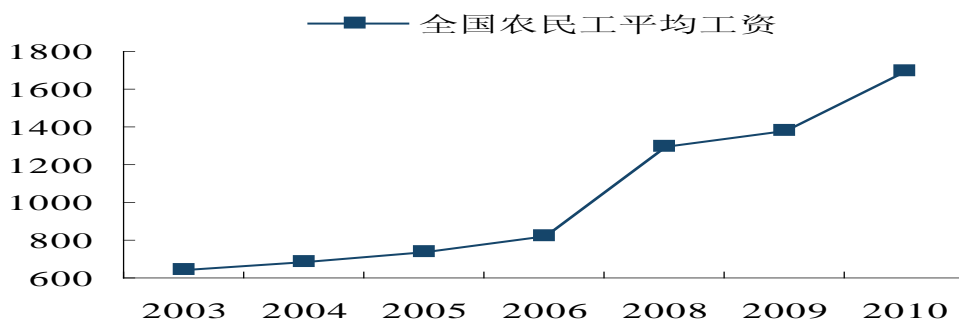
第四梯队	年出栏 4000 头左右	存栏 200 头母猪中等规模养殖场（国外经验）
第五梯队	出栏 1000 头左右	专业育肥户/小型自繁自养户
第六梯队	出栏 200 头以下	散养户

资料来源：中国银河证券研究部

近几年我国养殖规模化提升加速的主要原因，我们认为有以下几点：

- **农民工工资的上升，散养模式的机会成本增加。**随着中国经济的高速发展，城镇化速度的加快，尤其是我国老龄化速度的加快，07 年以来我国沿海地区“劳工荒”现象越来越多，劳动力价格开始逐步上升，以前的养猪散户现在可以外出打工，使得家庭散养方式养猪的机会成本越来越高。近 5 年来，农民工工资的复合增速接近 20%，2010 年农民工平均工资上涨至 1700 元/月左右，较 2009 年上涨 22%。城市农民工工资稳定、且快速的增长，以及农民工就业条件的不断改善，导致生猪养殖的机会成本大大提高。

图 9：全国农民工工资持续上涨



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

表 2：外出打工与养猪效益对比

一对夫妇：	外出打工	专业育肥年出栏 500 头	专业育肥年出栏 1000 头
风险性	无	疫情风险、猪价风险	疫情风险、猪价风险
资金需求	无	固定资产投资 10 万左右，流动资金 6 万	固定资产投资 20 万左右，流动资金 10 万
土地需求	无	2 亩	5 亩地
收入情况	5 万元	5 万元(以 100 元/头净利计算)	10 万元 ((以 100 元/头净利计算)

资料来源：草根调研，中国银河证券研究部

- **近几轮猪肉价格的周期波动导致养殖散户被洗牌出局。**生猪价格的变化规律有个说法叫“生猪生产周期性波动”，简称“猪周期”。即生猪产业发展一再出现的“猪肉价格大涨——母猪存栏量大增——生猪供应量剧增——肉价下跌——养殖户大量淘汰母猪——生猪供应量减少——肉价再次上涨……”规律。大多数散养户因资金实力较弱经受不住猪价周期波动风险而被洗牌出局，而有一部分养殖户因养殖效率较高、疫情控制风险能力较强，猪价周期判断准确，不但没有亏损，反而继续增加投

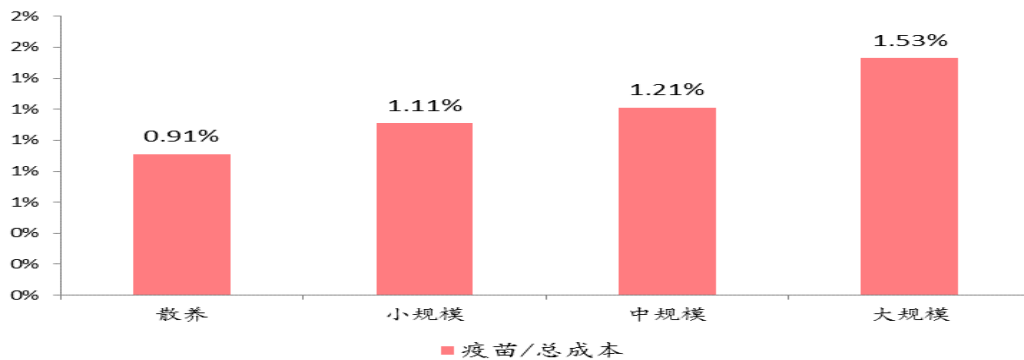
入，扩大了养殖规模，由年出栏量 50 头以下增至年出栏量达到 200-1000 头。

- **养殖散户对防疫能力和对疾病的重视程度较差，导致不少散养户因疫病风险被淘汰出局。**由于城市规模的不断扩张，导致养殖密度不断增大，人口与禽畜的流动性也不断增强，导致疫情风险不断增大。一些散户对疾病的防疫能力不够重视，导致被淘汰出局。

随着我国养殖规模化的不断提高，养殖密度不断增大，疫情风险加大，使得养殖户对疾病的防疫更加重视。据我们草根调研的大型生猪养殖企业疫苗费用占养殖成本在 2.2%，如果是散养的话，疫苗的费用占整个养殖成本比例仅 0.91%。随着规模化养殖量的提高和增加，对疫苗的用量将大幅增加。

据我们草根调研家禽规模企业养殖情况来看，肉鸡一般养殖 45 天出栏，疫苗支出 0.10 元/羽，主要是新城疫疫苗+禽流感疫苗，兽药支出 1 元/羽，动保费用共支出在 1.1 元/羽；一般来说，鸡肉成本构成大体如下：10% 鸡苗、65% 饲料，5% 疫苗药品，饲养成本（人工水电等）10%。加工费用 10%。

图 10: 大规模养殖疫苗占总成本比例大于散养



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中国银河证券研究部

（二）行业变革之一：疫苗市场化销售大势所趋

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。强免疫苗占整个生物制品市场的 68.47%，猪用强制免疫销售额为 25.88 亿元，禽用的为 12.69 亿元，牛羊用的为 3.97 亿元。其中猪用市场强免疫苗占到了整个猪用疫苗的 83.27%，禽用强免疫苗占据了禽用市场的 48.16%，禽用疫苗市场化程度较大。

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。

随着人们防疫意识的逐渐增强,我国大型兽药企业的市场疫苗近期销售得到了大幅的增长。13年初我们在河南、山东畜禽产业链草根调研,据河南、山东部分养殖户反馈,金宇集团猪用口蹄疫二价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12年口蹄疫市场苗销售收入达1.3亿元,占12年公司生物疫苗总销售收入的18%,而11年公司市场苗销售几乎为零!金宇集团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。

政府招标苗短期内难以取消,但采购机制会变革,更加注重品质,而非价格。我们曾咨询过行业内专家有关政府招标采购是否会取消,以补贴养殖户方式替代政府招标采购,专家称是否会取消政府招标采购,难有定论。但鉴于当前我国防疫体系不健全,短期内取消的可能性较小,但以后政府招标采购机制会进行变革,如减少招标采购品种、注重采购疫苗品质、让养殖户有更多选择权等。

表4: 我国动物防疫方面相关法律法规

时期	政策法规
1997年7月	《动物防疫法》
2005年5月	《国务院关于推进兽医体制改革的若干意见》
2005年11月	《重大动物疫情应急条例》
2006年3月	《2006年高致病性禽流感 and 口蹄疫等重大动物疫病免疫方案》
2006年11月	《全国动物防疫体系建设规划2004-2008》
2007年3月	《2007年高致病性禽流感 and 口蹄疫等主要动物疫病监测方案》
2007年3月	《2007年高致病性禽流感 and 口蹄疫等重大动物疫病免疫方案》
2008年3月	《2008年高致病性禽流感 and 口蹄疫等主要动物疫病免疫方案》
2009年2月	《2009年重大动物疫病免疫方案》
2010年2月	《2010年重大动物疫病免疫方案》
2011年3月	《2011年国家动物疫病强制免疫计划》

资料来源:农业部,中国银河证券研究部整理

表5: 历年我国强制免疫品种情况

年份	强制免疫品种
2006	禽流感、口蹄疫、鸡新城、猪瘟
2007	禽流感、口蹄疫、猪瘟、鸡新城、狂犬全面免疫;炭疽、布鲁氏菌病、猪流行性乙型脑炎部分区域免疫
2008	禽流感、口蹄疫、猪瘟、鸡新城、狂犬全面免疫;炭疽、布鲁氏菌病、猪流行性乙型脑炎、小反当兽疫苗部分区域免疫
2009	禽流感、口蹄疫(新增部分区域A型口蹄疫)、鸡新城、猪瘟、猪蓝耳

2010	禽流感（部分使用禽流感鸡新城二联苗）、口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳、小反刍兽
2011	禽流感（部分使用禽流感鸡新城二联苗）、口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳、小反刍兽

资料来源：农业部，中国银河证券研究部整理

（三）行业变革之二：食品安全事件催化集中度提升

（1）食品安全事件将促使养殖企业疫病防治转向预防为主

未来企业将更加重视预防，而非治疗。近期食品安全事件频发，2012年11月底，媒体曝光了肯德基与麦当劳的山西供货商粟海集团，用饲料和药物喂养的“速生鸡”。2012年12月20日央视再度曝光了肯德基与麦当劳的山东供货商新希望六和集团收购抗生素鸡、激素鸡。2013年1月12日晚，央视报道《兽药添加了什么“祸”》，曝光了河南海润兽药厂、河南郑州兽药批发市场等制造、销售假兽药的情况。随着民众对食品安全事件的关注度提高，国家仍将继续加大对全国制售假兽药、违法添加违禁药物的力度。我们认为：

1) 随着饲养向规模化、自动化、标准化发展，疫病防治必须转向预防为主。对疫苗的需求量将越来越多，对品质的要求也越来越高。

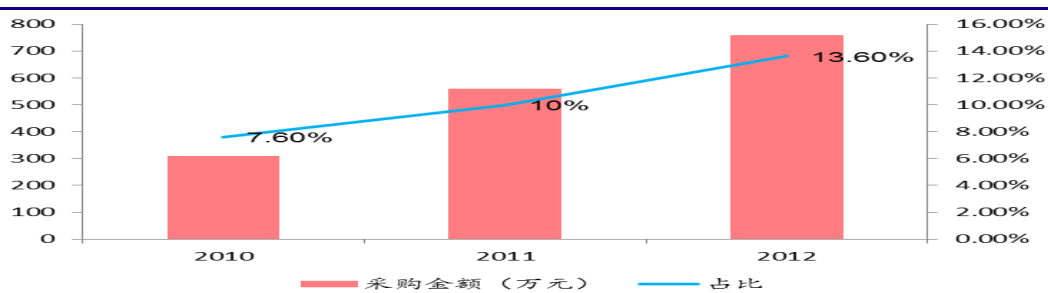
2) 养殖企业在选择兽药供应商时，会更加注重兽药企业的资质、产品品质、研发实力，会进一步提升行业龙头企业的采购份额。

（2）疫苗采购将向研发实力雄厚、技术服务能力强的行业龙头集中

我国目前至少有83家企业从事生物疫苗的生产。我国从1958年开始，基本上每个省都设有一个疫苗企业。90年代之前有32家企业生产动物疫苗。90年代之后，大量民营企业进来，产能急剧扩张。当前生物制药面临行业整合，行业中盈利1亿以上的不超过20家，至少一半的企业仅处于盈亏平衡点，还有相当一部分企业处于亏损状态。行业低品质疫苗产能过剩，由于政府招标采购主要打价格战，造成大多数企业工作重心放在公关上，而非研发上。

随着饲养向规模化、自动化、标准化发展，疫病防治必须转向预防为主。疫苗的使用量越来越高，并且对质量要求提高，因此行业龙头企业的份额越来越大。据我们在河北一家大型肉鸡养殖企业调研时发现，该企业的疫苗提供商比较分散，共有68家。最大供应商为瑞普生物，金额为560多万，占比10%，但对瑞普生物的采购金额也在逐年上升，2010年采购金额为310万元（占比7.6%），2011年为560万元（占比10%）。预计12年达到760万元（占比13.6%）。

图 11: 瑞普生物在一家大型肉鸡养殖企业的占比逐年提升



资料来源：草根调研，中国银河证券研究部

表 6: 我国强制免疫疫苗市场竞争格局情况

销售模式	主要产品	主要生产厂商	竞争情况
	高致病性禽流感疫苗灭活疫苗	中牧股份、青岛易邦、益康生物等 8 家定点生产企业	市场集中度较高，市场份额相对稳定
由定点生产企业生产，以政府采购为主，但企业也可以向符合采购资格的养殖场销售	猪瘟活疫苗（含脾淋源、细胞源和传代细胞源）	脾淋源和细胞源：中牧股份、金宇集团、益康生物等 40 余家企业	脾淋源和细胞源生产企业众多，竞争较为激烈；传代细胞源目前处于推广试验期
	高致病性猪蓝耳病疫苗（含灭活、弱毒活疫苗）	中牧股份、大北农、金宇集团等 20 余家企业	灭活疫苗生产企业 20 家左右，竞争较为激烈；弱毒活疫苗生产企业 10 家左右
	口蹄疫疫苗	天康生物、中牧股份、金宇集团、上海申联生物医药有限公司等 7 家	市场集中度较高，市场份额相对稳定
	小反刍兽疫苗	天康生物、西藏生物制品厂	仅在西藏、新疆强制免疫，生产企业较少，竞争较小

资料来源：益康生物招股书，中国银河证券研究部

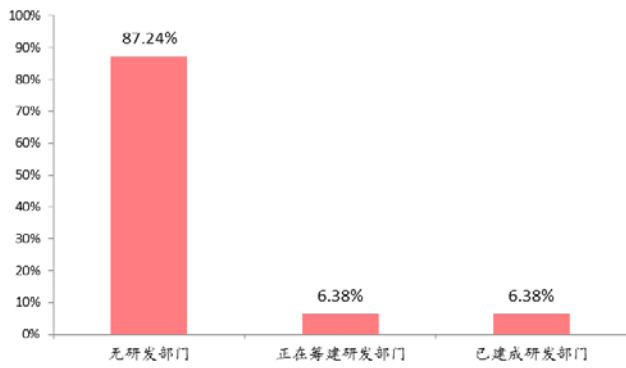
（3）疫苗企业 研发才是硬道理

规模化养殖提速之后，客户对疫苗质量要求更高，因此企业的研发能力是行业内制胜的法宝。目前国内的口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳疫苗基本上没有进口。但在高端疫苗如猪圆环病毒疫苗、三价疫苗方面，一般都采用国外进口，因为国外技术研究比较扎实，研究比较超前。但以后国家会越来越控制国外进口疫苗，一方面为了国家生物安全，另一方面防止引进国外病毒。因此国内企业谁占领生物疫苗研发制高点，谁就可以在下一场竞争中取得先机，甚至出现赢家通吃的局面。因此研发能力是兽药企业走向市场化竞争的决胜因素。

据我们草根调研了解到，目前动物疫苗行业研发能力情况为：95%的企业研发人员少于 22 人，单个企业平均拥有高级职称技术人员 0.7 人。我国目前企业的研发新产品的方式中，仅有约 25%的企业是拥有自主研发体系，大部分都是和研究单位合作或者与其他企业合作；仅有 6.38%的企业已建成研发部门，87.24%的企业均无研发部门，研发环节重视程度不够，而其中具有研发实力的企业将会脱颖而出，提高自身市场份额。

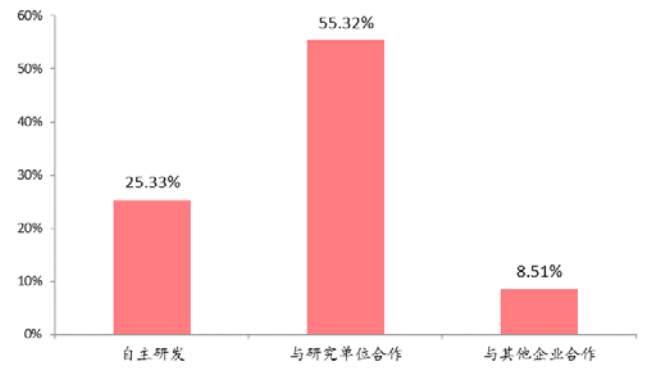
注：我国国内外疫苗的差距主要在：1、国产（活疫苗）产品品质在保护期内不稳定 2、不同批次间疫苗的品质不稳定 3、安全性上，国外生产工艺、生产技术上比较先进，安全性有保证。尽管近 5 年国产疫苗与国外的差距在缩小，但仍至少有近 20 年的差距。生物疫苗生产企业的核心竞争优势在研发，尤其是研发的毒株决定了产品品质的有效性。目前行业内顶尖的研究机构有：兰州兽医研究所、哈尔滨兽医研究所、中国农业科学院北京畜牧兽医研究所、中国兽医药品监察所。

图 12: 我国兽药企业设置研发部门情况



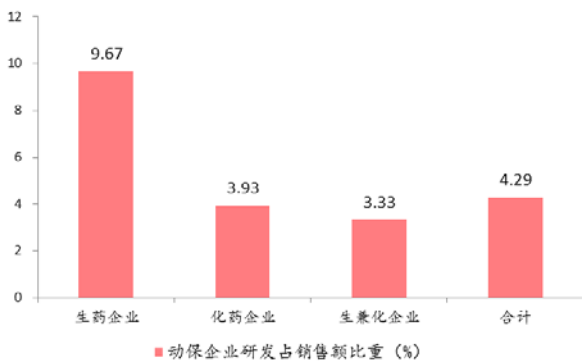
资料来源: 周绪斌博士, 中国银河证券研究部

图 13: 我国兽药企业研发情况



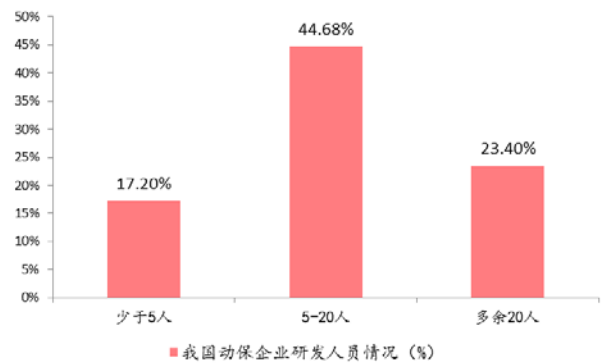
资料来源: 周绪斌博士, 中国银河证券研究部

图 14: 我国兽药企业研发占销售额比重



资料来源: 周绪斌博士, 中国银河证券研究部

图 15: 我国兽药企业研发人员情况 (%)

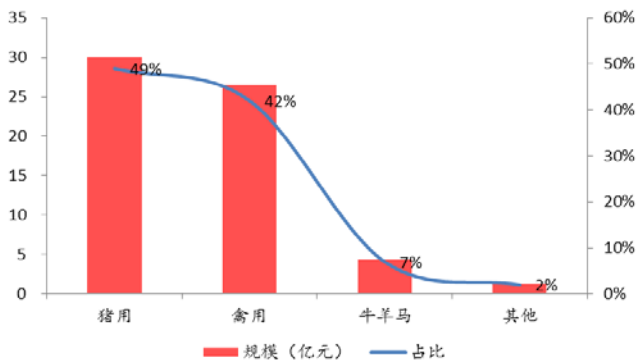


资料来源: 周绪斌博士, 中国银河证券研究部

(四) 行业变革之三: “市场苗” 蓝海前景广阔!

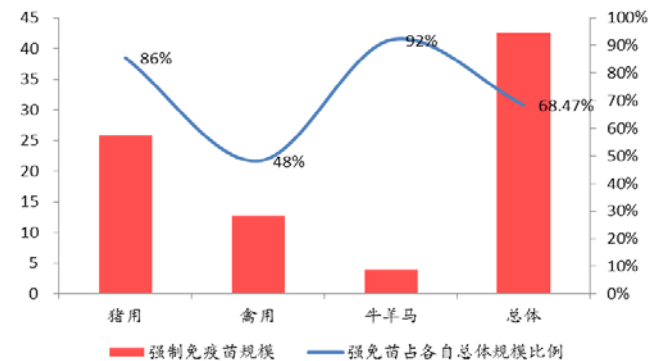
2010 年我国国产动物疫苗市场规模在 62 亿元。按使用动物分, 猪用疫苗和禽用疫苗是主要组成部分, 猪用疫苗规模在 30 亿元, 占疫苗市场规模的 49%, 禽用疫苗 26.5 亿元, 占比 42%, 牛羊马用疫苗 4.3 亿元, 占比 7%。目前我国主要的强制免疫招标的疫苗有四种: 口蹄疫, 禽流感, 猪蓝耳病和猪瘟。招标疫苗占整个生物制品市场的 68.47%, 猪用强制免疫招标疫苗为 25.88 亿元, 猪用市场强免苗占到了整个猪用疫苗的 85.6%。禽用招标疫苗为 12.69 亿元, 占禽用疫苗市场规模的 48.2%。牛羊马招标疫苗为 3.97 亿元, 占牛羊马疫苗市场规模的 92%。

图 16: 生物制品按使用动物分类 (2010 年)



资料来源: 中国兽药协会, 中国银河证券研究部

图 17: 按动物分类强免疫苗比例 (2010 年)



资料来源: 中国兽药协会, 中国银河证券研究部

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。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。

我们认为 1) 政府招标苗短期内难以取消, 但采购机制会变革, 更加注重品质, 而非价格。2) 随着规模化养殖户对防疫更加重视, 对市场苗需求将会增加。

例如据我们草根调研了解到, 12 年口蹄疫招标苗中标价为 0.5 元/头份 (各省招标价格略有不同)。但市场苗 (二联疫苗) 零售价 8-10 元/头份, 为招标苗价格的 16-20 倍。进口口蹄疫疫苗价格一般在 15 元/头份以上。牛口蹄疫疫苗售价在 15 元/头份, 为招标苗的 30 倍。

以口蹄疫疫苗为例, 我们对市场苗潜在市场规模进行测算:

表 8: 口蹄疫市场苗潜在市场规模测算

品种	接种量 (份头/年)	单价(元/份)	(存) 出栏量/年(亿头)	免疫覆盖率	疫苗市场潜在容量(亿)	
猪口蹄疫	能繁母猪	2	10	0.507	80%	8.1
	商品猪	2	8	6.7	50%	53.6
牛口蹄疫	肉牛	1	15	0.892	50%	6.7
	奶牛	2	15	0.144	50%	2.2
总计					70.6	

资料来源: 中国银河证券研究部

三、金宇集团: 核心优势突出、市场疫苗多元化

公司近几年重点提升企业研发实力。自 2007 年以来, 公司投资 1.2 亿元踏实做研发。08 年公司攻克了疫苗悬浮培养技术难关, 并攻克悬浮培养规模化生产工艺和相关设备、自动化控制

系统的开发制造，产品质量达到国际水平。09年攻克了悬浮培养工艺技术难点，完成了部分生产线改造，并通过国家专家组的验收，目前已通过农业部兽药评审委员会评审，获得正式批准文号，率先建成了国内第一条采用悬浮培养技术生产的牛口蹄疫疫苗生产线，发明了国内首家定量检测口蹄疫抗原 146S 含量检测技术。2010年完成了牛口蹄疫、猪口蹄疫疫苗的悬浮培养技术改造，悬浮培养疫苗通过农业部评审中心评审，荣膺 P3 国家高级别生物安全实验室建设资质。在产品研发领域取得多项突破：与国家口蹄疫参考实验室共同合作开发悬浮培养三价疫苗；细胞培养反应器获得实用新型专利权；蔗糖密度梯度紫外光定量法检测口蹄疫 146S 抗原含量的方法获得专利授权；完成了口蹄疫悬浮培养疫苗新标准的制定。

表 9：公司研发水平蒸蒸日上

年度	研发进步	投资额（万元）
2007	与复旦大学、吉林大学合作研发牛猪口蹄疫 O 型、亚洲 I 型双价基因工程疫苗取得实质进展。	2300
2008	1、攻克了疫苗悬浮培养技术难关；2、攻克了悬浮培养规模化生产工艺和相关设备、自动化控制系统的开发制造难关。	4257
2009	1、率先建成了国内第一条采用悬浮培养技术生产的牛口蹄疫疫苗生产线；2、发明了国内首家定量检测口蹄疫抗原 146S 含量检测技术	3000
2010	1、获国家级高新技术企业认证；2、荣膺“兽用疫苗国家工程实验室”。3、口蹄疫 146S 抗原检测技术获得专利授权。	2000
2012	取得以悬浮培养工艺生产猪口蹄疫 O 型灭活疫苗和牛口蹄疫 O 型、亚洲 I 型、A 型三价灭活疫苗的生产批文	2000

资料来源：公司公告，调研资料，中国银河证券研究部整理

公司研发实力经过近几年的磨练，终于迎来“凤凰涅槃”的时机。

（一）四大核心优势

1、工艺技术优势

1) 悬浮培养技术产业化领先优势。金宇集团率先攻克悬浮培养技术并应用于产业化生产。悬浮培养技术早在 20 年前就提出，但由于国内动物疫苗企业实力较弱，研发投入不足，一直在技术产业化上难有突破，公司于 2009 年投资 3000 万与北京某动物疫苗技术企业合作利用悬浮培养技术共同进行口蹄疫疫苗实验，并取得成功，随后开始规模化生产并进入工艺改造。2010 年完成了牛口蹄疫、猪口蹄疫疫苗的悬浮培养技术改造，悬浮培养疫苗通过农业部评审中心评审。2012 年 3 月公司获批猪口蹄疫 O 型灭活疫苗和牛口蹄疫 O 型、亚洲 I 型、A 型三价灭活疫苗，是唯一一家获批生产猪、牛口蹄疫直销疫苗的企业。目前公司正在为口蹄疫行业制定标准，涉及的指标有有效抗原、纯化程度及检测技术目前正利用悬浮培养技术对猪蓝耳疫苗生产工艺进行改造。

表 10：悬浮培养与传统转瓶培养效果对比

项目	转瓶培养疫苗	反应器悬浮培养疫苗
培养方式	转瓶贴壁细胞培养	悬浮细胞培养
毒价（TCID50/LD50）	7.0/7.5	7.25/7.25

细胞密度 (cells/ml) *	2.5-3.5 x 10 ⁶	3×10 ⁶
工作体积*	1.5L	500L
均一性	培养体积小, 需混合, 批间差大	培养体积大, 无需混合, 批间差小
产品效力	不可控	稳定可控
蛋白纯化	含血清, 杂蛋白含量高, 纯化复杂	无血清, 杂蛋白含量低, 纯化简单
配苗比例	需浓缩	稀释 5-10 倍
产品质量	产品质量较低	杂蛋白含量低, 产品质量较高
劳动力需求	多	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
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

资料来源: 农业部, 中国银河证券研究部整理

2) 纯化技术领先优势。率先将纯化工艺应用于制药生产线, 降低注射副反应。金宇在抗原浓缩纯化技术上取得突破, 可将口蹄疫抗原纯度提高到 50 倍以上, 内毒素降低 80%, 公司的纯化技术国内领先, 保证了公司产品的效用, 增强产品稳定性。

3) 率先在疫苗生产线上应用了浓缩技术。

4) 抗原含量 146S 检测技术领先优势。金宇集团率先发明 146S 口蹄疫病毒含量检测技术并应用于大生产, 可直接在养殖厂对动物的染病轻重进行测验, 然后提供与之病情对应的疫苗产品。

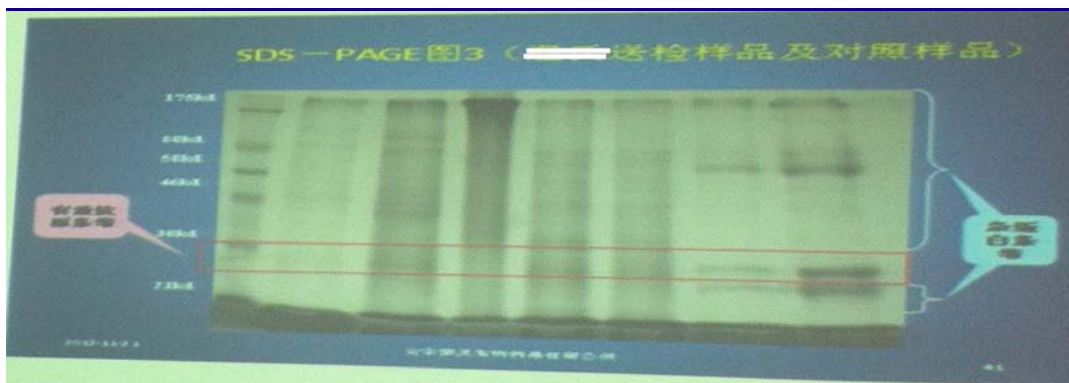
2、产品质量优势

1) 产品的有效抗原含量比转瓶工艺培养的抗原含量成倍提高, 解决了我国口蹄疫疫苗存在的免疫实效短的问题。

2) 抗原纯化技术取得了突破, 可以将口蹄疫抗原中 蛋白、内毒素含量降低 90%, 注射副反应明显降低。

3) 悬浮培养主要主要原材料血清的用量是原转瓶工艺用量的 1/5, 不存在抗生素残留, 同时悬浮培养较传统工艺可节省 50%的劳动力。

图 18: 金宇集团口蹄疫市场苗有效抗原远高于其他样本



资料来源: 金宇集团, 中国银河证券研究部

3、研发平台优势

2010年，金宇集团荣膺P3国家高级别生物安全实验室建设资质，“兽用疫苗国家工程实验室”花落金宇集团。“兽用疫苗国家工程试验室”是行业也是全国唯一的实验室。

“兽用疫苗国家工程试验室”的建设目标和任务是：围绕建立和完善动物防疫体系的需求，以动物常规疫病和人畜共患病的防治为重点，加快新型基因工程疫苗的研究和开发，解决悬浮培养、抗原纯化技术与浓缩等关键技术，同时加强新发疫苗的研究。未来5年，研究开发猪口蹄疫病毒基因重组等7种人畜共患病的基因工程疫苗、新城疫分子标记等5种常规疫苗的基因工程疫苗。

金宇集团以兽用疫苗国家工程实验室、国家高级别生物安全实验室和国家认定的企业技术中心为动物疫苗行业研发制高点和技术创新平台，具备了重大疫病研发资质，直接接受国家下达的行业和产业重大攻关项目，加快了科研成果转化进度，极大地提升了公司研发地位和技术优势。公司率先研发成功牛双价疫苗、牛口蹄疫O型、亚洲I型、A型三价灭活疫苗、猪口蹄疫O型基因工程疫苗。

4、销售模式创新

公司12年引入市场化营销模式，组建专家型营销团队，新组建猪、牛口蹄疫疫苗、禽苗专业销售队伍，根据产品特性及市场需求，逐步拓展点对点的直销渠道。公司还重视产品售后的技术服务工作，培育终端营销渠道与忠实客户。让技术领先优势和产品品质优势转化为市场优势、竞争优势和发展优势。做好营销策划，加强品牌建设。

目前公司销售队伍分三个部门，销售部、服务部、客户关联部，共70人，其中技术服务部20人（主要集中到总部，定时去各销售区域讲课，进行客户培训）。

（二）公司“蓝海市场”初战告捷！

公司在保证政府招标采购市场稳定性的同时，开拓市场苗市场，实现优质优价的目标。公司认为，动物疫苗行业的发展趋势是产业升级换代，市场疫苗是未来的发展趋势。12年公司多价多联疫苗和奶牛场、猪场专用口蹄疫市场苗主攻奶牛养殖户、种畜场。

经过1年多的市场开拓，金宇集团在这片“蓝海市场”中初战告捷！我们预计公司12年市场苗销售收入达1亿元，占公司生物疫苗销售收入的20%左右。目前金宇集团口蹄疫直销苗产品牢牢占据了广东最大养殖企业种猪疫苗采购金额的50%，占河南养殖企业（即将上市的自繁自养生猪养殖企业）种猪疫苗采购金额的90%，另外全国56家生猪核心育种场之中的28家采购金宇集团的口蹄疫直销苗。

市场销售区域快速增加。2012年在2011年的基础上（仅有广东、广西、福建和北京三元等部分养殖场），成功开拓了河南、山东、湖北、浙江、上海及江苏、天津、河北、湖南、四川、陕西、安徽等新市场。同时，广东、广西、福建市场进一步扩大。

（三）应用研发优势 实施“市场苗”多元化战略

未来金宇集团将在其他产品线上复制悬浮培养、纯化及检测技术优势，不断丰富市场苗产品。未来5年公司依托行业全国唯一的实验室“兽用疫苗国家工程试验室”及“P3国家生物安全

实验室”，着力研究开发猪口蹄疫病毒基因重组等 7 种人畜共患病的基因工程疫苗、新城疫分子标记等 5 种常规疫苗的基因工程疫苗，不断丰富市场苗产品线。

公司目前正在研发的布鲁氏杆菌是人畜共患病种，主要在牛羊上易爆发病情。公司计划与法国一家企业共同研发生产该疫苗，因其为活苗，故国家禁止进口。该品种是未来公司的重点新品种，布鲁氏杆菌疫苗所面对的免疫对象除了牛羊外还有人，未来市场空间可见一斑。

开拓禽流感疫苗市场。公司在 2011 年对子公司扬州优邦增资上亿元，再上 4 条生产线，主要生产禽流感疫苗，项目建成后将新增产出 2 亿元，未来五年内公司计划完成总投资达 10 亿元。负责研发的是扬州大学刘秀梵教授，是中国工程院院士，是国内禽流感疫苗研发核心专家，这说明公司再一次在禽流感研发上占据制高点。

未来公司主要利用悬浮培养、纯化及检测技术优势，开发布鲁氏杆菌疫苗、禽流感疫苗市场，重在提升品质，避免与其他企业进行价格战。公司疫苗品种多元化战略对公司未来的发展意义十分重大，为公司业绩高速增长奠定良好的产品线基础。

另外公司加强对外合作。2012 年，公司先后与来自法国、瑞士等国家的国际知名的生物疫苗方面的咨询公司、设计公司以及相关的系统供应商、世界著名的化药和动物疫苗生产商进行战略合作和技术交流，并聘请其作为公司 P3 实验室概念设计、新车间的设计单位，成为金宇的重要战略合作伙伴。

四、公司盈利预测

核心假设：

(1) 政府招标口蹄疫疫苗收入：鉴于政府招标口蹄疫疫苗市场规模相对比较稳定我们预计 12 年/13 年/14 年公司政府招标口蹄疫疫苗收入销售收入分别为 2.7 亿、2.8 亿、2.9 亿。

(2) 猪蓝耳病疫苗、猪瘟脾淋苗销售业务收入增速：公司利用悬浮培养、纯化及检测技术优势对猪蓝耳病疫苗、猪瘟脾淋苗生产工艺进行优化，品质进行提升，我们预计 12 年/13 年/14 年公司兽用药物制剂销售收入增速为 20%、30%、30%。

(3) 口蹄疫市场苗销售收入增速假设：公司市场苗开拓具有领先优势，随着公司口蹄疫市场苗产能的达产以及营销体系的完善，我们预计 12 年/13 年/14 年口蹄疫市场苗收入分别为 1.3 亿、2.2 亿、3.2 亿，增速为 1200%、75%、58%。

(4) 毛利率假设：我们预计公司 12 年/13 年/14 年兽用生物制品业务毛利率分别为 65%、68%、68%。

我们预计金宇集团 12 年/13 年/14 年实现生物疫苗收入 4.5 亿元/6.0 亿元/8.3 亿元，归属母公司净利润 1.39 亿元/1.86 亿元/2.42 亿元，增速分别为 14%、33%、39%，生物疫苗产业贡献 EPS0.50 元/0.66 元/0.92 元。

表 11: 金宇集团生物疫苗业务盈利预测

营业收入预测	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
生物疫苗业务					
政府招标苗:					
口蹄疫疫苗销售收入(万元)	34440.00	27000.00	28350.00	29767.50	31255.88
增长率	23.00%	-22%	5%	5%	5%
占生物疫苗业务收入比重	84.67%	60.00%	47.17%	35.62%	29.94%
蓝耳病、猪瘟疫苗及其他	5236.4	5000	6000	7800	10140
增长率	30.00%	1.00%	20.00%	30.00%	30.00%
占生物疫苗业务收入比重	15.33%	11.11%	9.98%	9.33%	9.71%
市场苗					
口蹄疫市场苗销售收入	1000.00	13000.00	22750.00	36000.00	48000.00
增长率		1200.00%	75.00%	58.24%	33.33%
禽流感疫苗、布鲁氏杆菌疫苗销售收入	0.00	0.00	3000.00	10000.00	15000.00
非政府招标苗销售收入	1000.00	13000.00	25750.00	46000.00	63000.00
增长率			98.1%	78.6%	37.0%
占生物疫苗业务收入比重	2.46%	28.89%	42.85%	55.05%	60.35%
增长率		875.0%	98.1%	78.6%	37.0%
生物疫苗业务销售收入	40676.40	45000.00	60100.00	83567.50	104395.88
增长率	31.51%	10.63%	33.56%	39.05%	24.92%
毛利率	68.00%	65.00%	68.00%	68.00%	68.00%
毛利(万元)	27659.95	29250.00	40868.00	56825.90	70989.20
营业成本	13016.45	15750.00	19232.00	26741.60	33406.68
净利率	30%	31%	31%	31%	31%
净利(万元)	12202.92	13950.00	18631.00	25905.93	32362.72
股本	28081.49	28081.49	28081.49	28081.49	28081.49
生物疫苗业务贡献 EPS	0.43	0.50	0.66	0.92	1.15
增速		14.3%	33.6%	39.0%	24.9%

资料来源: 中国银河证券研究部

五、公司估值与投资评级

根据以上对各项业务的预测,我们预计金宇集团 12 年/13 年/14 年实现生物疫苗收入 4.5 亿元/6.0 亿元/8.3 亿元,归属母公司净利润 1.39 亿元/1.86 亿元/2.42 亿元,增速分别为 14%、33%、39%,生物疫苗产业贡献 EPS0.50 元/0.66 元/0.92 元。当前股价对应 PE 分别为 26x、21x、15x。2013 年公司出售房地产所获投资净收益 6000 万元,公司 12 年/13 年/14 年 EPS 分别为 0.55 元、0.88 元、0.92 元。鉴于公司在动物疫苗行业拥有领先的核心技术优势,且公司开拓市场苗“蓝海”市场有爆发性。我们给予“推荐”评级。

风险因素

- 1、动物疫苗安全风险，若疫苗出现质量问题，可能被主管部门吊销生产许可证
- 2、公司开拓市场苗进展情况不及预期
- 3、二股东大量抛售股票

表 12: 公司财务报表预测

财务摘要 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	576	590	601	836
(+/-)%	-14%	2%	2%	39%
经营利润 (EBIT)	190	208	249	338
(+/-)%	36%	10%	20%	36%
净利润	149	154	246	258
(+/-)%	30%	3%	60%	5%
每股净收益 (元)	0.53	0.55	0.88	0.92
每股股利 (元)	0.30	0.72	0.11	0.18
利润率和估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
销售毛利率 (%)	68.64%	63.81%	68.00%	68.00%
ROE (%)	15.08%	17.77%	22.67%	19.94%
ROIC (%)	11.60%	15.12%	13.38%	15.19%
PE	26.82	26.04	16.31	15.51
PB	4.04	4.63	3.70	3.09
EV/EBITDA	17.42	15.25	12.23	9.47

资料来源: 中国银河证券研究部

表 13: 公司财务报表预测 2

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	420	628	1040	1072	营业收入	576	590	601	836
应收票据	0	0	0	0	营业成本	181	214	192	267
应收账款	52	53	54	75	营业税金及附加	32	33	33	46
预付款项	46	46	46	46	销售费用	78	62	60	75
其他应收款	11	11	12	16	管理费用	95	74	66	109
存货	793	550	495	689	财务费用	22	30	20	35
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
长期股权投资	29	29	29	29	投资收益	0	3	60	1
固定资产	238	222	210	198	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	14	17	18	19	营业利润	166	181	289	304
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	5	0	0	0
无形资产	58	56	54	52	税前利润	171	181	289	304
长期待摊费用	6	11	15	19	减: 所得税	24	25	40	43
资产总计	1725	1672	2024	2265	净利润	147	156	249	261
短期借款	399	0	0	0	归属于母公司的净利润	149	154	246	258
应付票据	5	6	5	7	少数股东损益	-2	2	3	3
应付账款	69	49	50	71	基本每股收益	0.53	0.55	0.88	0.92
预收款项	106	40	-27	-121	稀释每股收益	0.53	0.55	0.88	0.92
应付职工薪酬	27	27	27	27	财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
应交税费	37	300	300	300	成长性				
其他应付款	39	39	39	39	营收增长率	-14.1%	2.4%	1.9%	39.0%
其他流动负债	26	26	26	26	EBIT 增长率	35.7%	9.6%	19.7%	35.7%
长期借款	2	302	502	602	净利润增长率	29.7%	3.0%	59.7%	5.2%
负债合计	734	810	943	972	盈利性				
股东权益合计	991	866	1084	1296	销售毛利率	68.6%	63.8%	68.0%	68.0%
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	25.9%	26.1%	40.9%	30.9%
净利润	147	156	249	261	ROE	15.1%	17.8%	22.7%	19.9%
折旧与摊销	40	35	36	38	ROIC	11.60%	15.12%	13.38%	15.19%
经营活动现金流	185	643	231	43	估值倍数				
投资活动现金流	-38	-25	32	-27	PE	26.8	26.0	16.3	15.5
融资活动现金流	-5	-410	149	16	P/S	7.0	6.8	6.7	4.8
现金净变动	142	208	413	32	P/B	4.04	4.63	3.70	3.09
期初现金余额	278	420	628	1040	股息收益率	2.1%	5.0%	0.8%	1.2%
期末现金余额	420	628	1040	1072	EV/EBITDA	17.4	15.3	12.2	9.5

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司主营业务收入和净利润增速	1
图 2: 公司各产品占主营业务比例	1
图 3: 公司主要生产基地	2
图 4: 公司股权结构图	2
图 5: 大象创业投资逐渐淡出	3
图 6: 2011 年生猪出栏量为 6.67 亿头	3
图 7: 近几年牛羊存栏量保持稳定增长	4
图 8: 生猪养殖规模化不断提高 (年出栏量 500 头以上)	4
图 9: 全国农民工工资持续上涨	5
图 10: 大规模养殖疫苗占总成本比例大于散养	6
图 11: 瑞普生物在一家大型肉鸡养殖企业的占比逐年提升	8
图 12: 我国兽药企业设置研发部门情况	10
图 13: 我国兽药企业研发情况	10
图 14: 我国兽药企业研发占销售额比重	10
图 15: 我国兽药企业研发人员情况 (%)	10
图 16: 生物制品按使用动物分类 (2010 年)	11
图 17: 按动物分类强免疫苗比例 (2010 年)	11
图 18: 金宇集团口蹄疫市场苗有效抗原远高于其他样本	13

表格目录

表 1: 未来 10 年生猪养殖企业梯队设想	4
表 2: 外出打工与养猪效益对比	5
表 4: 我国动物防疫方面相关法律法规	7
表 5: 历年我国强制免疫品种情况	7
表 6: 我国强制免疫疫苗市场竞争格局情况	9
表 8: 口蹄疫市场苗潜在市场规模测算	11
表 9: 公司研发水平蒸蒸日上	12
表 10: 悬浮培养与传统转瓶培养效果对比	12
表 11: 金宇集团生物疫苗业务盈利预测	16
表 12: 公司财务报表预测	17
表 13: 公司财务报表预测 2	18

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

吴立，农林牧渔行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

吴立，农林牧渔行业分析师。2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年-2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。2012 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20257811 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn