

# 构筑畜禽类食品安全第一道防线

## 买入维持

目标价格：24.4 元

### 投资要点：

- 📖 动物保健行业与国外领先企业存在差距，未来有望跨越式成长。
- 📖 动物疫苗行业受益于规模化养殖程度提高带来的市场空间持续扩大，市场容量是之前的 5 倍。
- 📖 公司主打品种口蹄疫疫苗行业竞争壁垒高，技术优势和先发优势明显，未来仍有新的品种持续释放。

### 报告摘要：

- **动物疫苗行业受益于规模化养殖程度提高带来的存量市场结构性变化和增量市场的持续扩大。**（1）未来强免疫苗将形成政府苗覆盖低端散养客户，市场苗主打高端规模客户，高端动物疫苗成为市场主导的格局。（2）市场苗价格是政府苗的 8-10 倍，双轨制下市场容量是传统政府苗市场的 5 倍。
- **公司的主打品种口蹄疫疫苗行业竞争格局好，盈利能力强。**（1）理论上 2012-2015 年口蹄疫疫苗行业收入 CAGR4 50%。（2）口蹄疫疫苗 CR3 70%，公司政府苗市场份额 25%左右，竞争格局稳定。（3）公司在高端市场苗的竞争优势更加明显，市场份额在 30%以上。
- **公司在口蹄疫疫苗领域竞争优势明显并树立较高的竞争壁垒：**（1）技术优势：公司在前端悬浮培养、中端提纯净化、后端定量检验方面的生产工艺上达到国际先进水平，领先国内同行 1-2 年时间。（2）先发优势：公司是国家首批获得市场苗销售许可的单位，目前初步建立了全国性的销售网络，形成良好的客户粘性。
- **盈利预测与估值：**预计 2012-2014 年公司总收入 6.32 亿、7.08 亿和 12 亿，净利润 1.7 亿、3.1 亿、4.2 亿，同比增长 15%、81%、35%。2012-2014 年 EPS 0.61、1.11、1.50，对应的 PE 25X、14X、10X。给予公司买入评级，目标价 24.4 元，对应 2013 年 PE 22X。

### 中小市值上市公司研究组

#### 首席分析师：

**王凤华 (S1180511010001)**

电话：010-88013568

 Email: [wangfenghua@hysec.com](mailto:wangfenghua@hysec.com)

#### 资深分析师：

**李坤阳(S1180511030001)**

电话：010-88013558

 Email: [likunyang@hysec.com](mailto:likunyang@hysec.com)

#### 研究助理：

**史余森**

电话：010-88013570

 Email: [shiyusen@hysec.com](mailto:shiyusen@hysec.com)
**岳苗**

电话：010-88013564

 Email: [yuemiao@hysec.com](mailto:yuemiao@hysec.com)
**邓锐**

电话：010-88085986

 Email: [dengrui@hysec.com](mailto:dengrui@hysec.com)

### 行情数据

当前股价	16.49
总股本(千股)	280,815
总市值(百万)	4,361
流通市值(百万)	4,361
12月最高价(前复权)	16.76
12月最低价(前复权)	10.41

### 相关研究

 金宇集团：高端动物疫苗的领头羊  
 20120918

 金宇集团：公司澄清公告点评  
 20130129

单位：百万	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	670	576	632	708	1,209
YoY	-2.2%	-14.1%	9.7%	12.0%	70.8%
净利润	115	149	172	311	422
YoY	73.3%	29.7%	15.1%	81.0%	35.6%
EPS	0.41	0.53	0.61	1.11	1.50
PE	37.9	29.2	25.4	14.0	10.3

## 目录

前言：聚焦法国先进疫苗企业.....	4
一、金宇集团简介.....	4
(一) 公司概况：专业经营动物疫苗的生物高科技公司.....	4
(二) 股权结构：主要管理层持股.....	5
(三) 收入结构：转型为专业经营动物疫苗的生物科技公司.....	6
二、动物疫苗行业现状及未来趋势.....	7
(一) 动物疫苗.....	7
(二) 政府苗与市场苗的区别.....	7
1、市场份额：政府苗占据绝对控制地位.....	7
2、产品性价：市场苗性能、价格等比政府苗高出一个数量级.....	7
3、销售模式：政府苗实行政府招采，市场苗实行点对点营销.....	8
4、生产模式：市场苗机制能够充分介入售前诊断，疫情出现后及时响应.....	8
(三) 动物疫苗行业竞争格局：口蹄疫和禽流感盈利能力较强，其他强免品种盈利能力较差.....	8
(四) 行业现状及未来趋势.....	9
1、行业现状：政府苗适应过去的散养模式，但缺点逐步显现；市场苗作为适应规模化养殖的高端防疫产品应运而生.....	9
2、未来趋势：强免市场将呈现双轨制的格局，政府苗覆盖低端散养客户，市场苗主打高端规模客户.....	9
3、市场空间测算：双轨制下市场容量是当前的 5 倍，CAGR4 将达到 50%.....	12
(1) 存量市场结构性变化.....	12
(2) 增量市场的持续扩大.....	12
三、公司竞争优势及未来发展战略.....	13
(一) 核心竞争优势.....	13
1、技术优势：公司生产工艺达到国际先进水平，领先国内同行 1-2 年时间。.....	13
2、先发优势：抢先开拓市场苗市场，形成较强的客户粘性.....	14
(二) 发展战略.....	15
1、剥离地产，强化疫苗主业.....	15
2、维持口蹄疫政府苗平稳增长，重点开拓市场苗市场，将转型为畜禽健康方案提供商.....	15
3、拓展口蹄疫疫苗以外的其他动物疫苗品种.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	15
财务报表及附录.....	17

## 插图

图 1: 金宇保灵厂址外景.....	5
图 2: 金宇保灵主要产品.....	5
图 3: 金宇集团股权结构.....	6
图 4: 全国生猪出栏及年增长.....	11
图 5: 规模以上生猪出栏及占比.....	11
图 6: 2004-2010 年散养生猪与规模生猪医疗防疫费.....	12
图 7: 金宇集团 2012 年最新产品批文.....	13
图 8: 落后的转瓶培养生产模式.....	14
图 9: 先进的悬浮培养生产模式.....	14

## 表格

行情数据 .....	1
表 1: 扬州优邦生物制药有限公司发展历程.....	5
表 2: 2009-2011 年公司产品结构 .....	6
表 3: 动物疫苗产品结构.....	7
表 4: 五大强制免疫疫苗竞争格局.....	8
表 5: 重大动物疫病防治考核标准 .....	10
表 6: 广东省中长期动物疫病防治规划（2012—2020 年）优先防治、重点防范的动物疫病 .....	10
表 7: 2009 年生猪养殖结构.....	11
表 8: 生猪口蹄疫疫苗市场空间测算.....	12
表 9: 金宇集团重要研发成果.....	13
表 10: 公司悬浮培养疫苗与传统灭活疫苗的差异.....	14
表 11: 金宇集团目前和未来可能生产品种 .....	15
表 12: 2012-2014 年金宇集团分业务收入预测.....	16
表 13: 金宇集团财务报表预测.....	17
表 14: 金宇集团财务指标预测.....	18

## 前言：聚焦法国先进疫苗企业

《法国官员谈总统访华 称中国是法经济外交大目标》（来源：中国青年报 2013-1-25）报道中提到：对于法国政府出面推动更多企业来华投资的前景，奥布里（法国外长中国事务特别代表）向记者表示了乐观的态度：“在核能和航空航天这两大传统领域上，我们希望借总统访华之机能新的进展，同时也希望推动另外三大新领域的合作。”这三个新领域是，农业与食品加工业，医药卫生，以及可持续城市建设。在医药方面，她说，法国疫苗制造商拥有全世界领先的口蹄疫和禽流感疫苗生产技术，希望这些企业能尽快获得中国政府的销售许可，进入中国市场。

法国拥有**梅里亚、诗华、维克**等众多优秀的动物疫苗生产企业，其中梅里亚作为全球动物保健行业的领导者，产品涉及宠物、生猪、禽类等多种动物健康产品，业务遍及 150 多个国家，全球约有 5600 名雇员，2010 年营业额超过 26 亿美元。

法国诗华是专注动物保健行业的国际化公司，主要生产动物用化学药品、激素和疫苗。诗华拥有 44 家子公司和 14 家生产基地，目前在国内销售新城疫、鼻炎等禽类疫苗。

法国维克成立于 1968 年，公司专注于动物健康领域，目前已拥有 3150 余名员工，产品覆盖全球 100 多个国家，2010 年营业收入 5.72 亿欧元。维克公司生产种类繁多的疫苗、兽药，被广泛应用于宠物及食用动物的疾病预防与治疗。目前维克公司在国内销售宠物用疫苗。

法国总统 4 月访华，有望进一步推动两国在动物健康安全方面的合作。中国作为畜禽养殖大国，2011 年全国生猪出栏量 6.6 亿头，肉鸡出栏量 90 亿只，并且规模化养殖程度逐步提高。此外，中国的宠物健康安全市场也方兴未艾，因此中国具备成长世界级动物保健安全行业领先企业的沃土。目前国内行业领先的动物疫苗生产企业销售规模不足十亿，和国际领先的企业相比存在数十倍的差距。

从 12 年 7 月底开始，我们持续对金宇集团及其下游客户、竞争对手进行了深入调研。走访了内蒙古、新疆、北京、广西、江西等地，通过对公司的高层、中层、基层、技术骨干和销售分公司总经理的实地调研访谈，我们全面的了解了公司的生产销售和技术情况。通过对下游规模化养猪场和竞争对手公司的调研，我们比较了客户对各厂家疫苗的口碑，从竞争对手口中，我们也读出了他们对金宇集团技术领先的尊敬。

金宇集团作为国内动物疫苗的领先企业，未来有望成为综合性的畜禽健康方案提供商，崛起为中国的“梅里亚”，把好国内畜禽类食品安全的第一关，做好中国畜禽类食品安全的守护人。

## 一、金宇集团简介

### （一）公司概况：专业经营动物疫苗的生物高科技公司

内蒙古金宇集团股份有限公司是以生物制药为主导的科技公司，主要成员企业包括金宇保灵生物制药有限公司和扬州优邦生物制药有限公司。

金宇保灵是一家集研发、生产和销售为一体的高新技术企业，其前身是始建于 1958 年的内蒙古生物药品厂，是农业部指定生产口蹄疫疫苗的 7 家定点厂家之一。金宇保灵定位于口蹄疫牛苗、羊苗和猪苗以及猪瘟脾淋病疫苗的生产，现拥有三个已通过农业部 GMP 认证的生产车间，以及配套的检验检测实验室和封闭式猪、牛、小动物饲养圈舍，动力能源供给系统等。

图 1：金宇保灵厂址外景



资料来源：宏源证券研究所

图 2：金宇保灵主要产品



资料来源：宏源证券研究所

扬州优邦是 2007 年金宇集团成功收购的一家生物制药类公司，该公司主要从事猪蓝耳疫苗的生产和销售，拥有一个经农业部认证的 GMP 生产车间，未来有望涉足禽类动物疫苗和猪圆环疫苗的生产。

表 1：扬州优邦生物制药有限公司发展历程

时间	事件
2004 年	公司由常州立华畜禽有限公司和中国农科院家禽研究所投资兴建。
2007 年	金宇集团股份有限公司以绝对控股方式并购了扬州优邦生物制药有限公司。
2007 年	建成年产 5 亿毫升的细胞灭活苗 GMP 生产车间。
2007 年	获得猪蓝耳病灭活苗的生产资格。
2008 年	公司生产的猪蓝耳病灭活苗获得“江苏省高新技术产品”称号。
2009 年	公司先后获得“国家高新技术企业”、“江苏企业院士工作站”、“江苏农业科技企业”、“江苏省动物疫病防治工程研究中心”荣誉称号。
2012 年	公司通过 GMP 和高新技术企业复验，在新产品开发、项目申报和对外合作等方面均有进展。

资料来源：宏源证券研究所

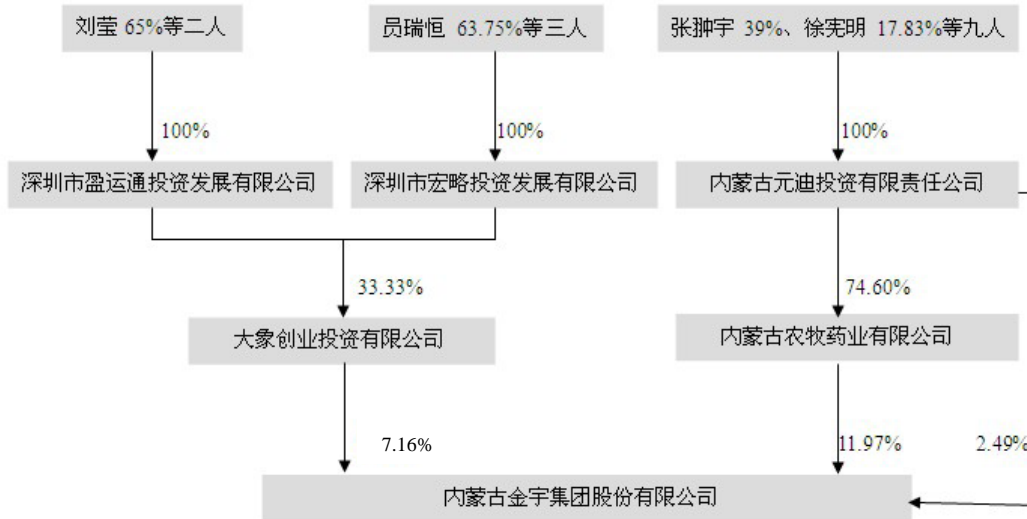
## （二）股权结构：主要管理层持股

公司实际控制人张翀宇先生，现任公司董事长兼总裁、党委书记。张翀宇先生 1954 年出生，中共党员，研究生学历，高级经济师。1976 年毕业于北京科技大学；1976 年 12 月至 1993 年 2 月在呼和浩特市金属材料公司工作，历任业务科科长、副经理、总经理兼党总支委员；1993 年 3 月至今在内蒙古金宇集团股份有限公司工作；现为内蒙古自治区人大代表、市政协常委委员。曾多次被评为内蒙古自治区“新长征突击手”、优秀共产党员、优秀企业家，同时荣获“全国优秀青年企业家”、“自治区劳动模范”等称号，并获得了“全国五一劳动奖章”。



公司十大股东中第一大股东内蒙古农牧药业有限责任公司和第三大股东内蒙古元迪投资有限责任公司是一致行动人，合计持有公司 14.46%的股权，其中内蒙古元迪投资有限责任公司是张翀宇等九名公司高管 100%持股的公司。第二大股东大象创业投资持有公司 7.16%的股权，是公司的财务投资者。

图 3：金宇集团股权结构



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

### （三）收入结构：转型为专一经营动物疫苗的生物科技公司

2009-2011 年公司利润贡献较大的有动物疫苗和房地产两项业务。过去三年动物疫苗毛利占比 70%左右，房地产毛利占比 20%左右。净利润方面，动物疫苗对公司的贡献近 90%，在公司战略发展和长期规划中的重要地位独一无二。动物疫苗中又以口蹄疫疫苗为主，其营业收入占动物疫苗业务收入的 80%以上，市场份额 25%左右，全国排名前三；猪蓝耳病疫苗、猪瘟脾淋疫苗业务量占比不到 20%，利润贡献较小。

2013 年初公司公告称将其旗下经营房地产的公司——内蒙古金宇置地有限公司的 100%股权以 19,459.86 万元出售，公司转型为专一经营动物疫苗的生物科技公司。

表 2：2009-2011 年公司产品结构

	营业收入（百万）			营业收入 YoY (%)			毛利率 (%)		
	2009A	2010A	2011A	2009A	2010A	2011A	2009A	2010A	2011A
动物疫苗	336	309	393	-11	-8	27	57.3	64.4	68.4
商品房	197	173	131	-25	-12	-24	36.7	51.4	74.2
房租及物业管理	14	20	27	2	46	38	64.6	79.7	70.5
能源	6	5	6	31	-2	13	-2.7	11.3	2.6
羊绒纱及羊绒制品	126	157	9	-19	24	-94	6.9	6.3	22.3
合计	678	664	567	-18	-2	-15	41.6	47.3	68.4

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

## 二、动物疫苗行业现状及未来趋势

### （一）动物疫苗

公司所处的动物疫苗属于畜禽用生物制品行业，目前国内动物疫苗市场分国家强制免疫和非强制免疫两大类。强免的动物疫苗品种包括：口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳病、禽流感、小反刍五种。强免疫苗实行政府苗和市场苗双轨制，其中由政府负责招标采购、免费发放养殖户使用的称为政府苗，由疫苗生产企业和养殖企业直接点对点生产销售的称为市场苗。

**表 3：动物疫苗产品结构**

强制免疫	政府苗 市场苗	口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳病、禽流感、小反刍
非强制免疫		狂犬病、炭疽、猪流行性乙型脑炎、布氏菌病、包虫病、新城疫等

资料来源：农业部、宏源证券研究所

强免疫苗品种市场容量较大，目前国内动物疫苗生产企业主要以强免疫苗产销为主。非强免疫苗品种或者由于市场容量小，或者由于国内疫苗行业研发生产技术水平低达不到免疫效果，对国内动物疫苗生产企业的意义较小。

### （二）政府苗与市场苗的区别

政府苗与市场苗在市场份额、产品性价、销售模式、生产模式等方面存在较大区别。

#### 1、市场份额：政府苗占据绝对控制地位

强免的五种疫苗中，政府苗目前占比 90% 以上，处于绝对控制地位，市场苗市场份额微乎其微。

#### 2、产品性价：市场苗性能、价格等比政府苗高出一个数量级

**浓度：**以市场容量最大的猪口蹄疫疫苗为例，目前政府苗每毫升有效抗原含量不到 1 微克，市场苗则达到 5 微克左右，浓度是政府苗的 5-10 倍。

**纯度：**市场苗要求在相同容量（1ml）内提供更多的有效抗原，相应杂蛋白的含量更低，市场苗的杂蛋白含量是政府苗的 1/10 左右。

**效力：**由于两种疫苗在浓度和纯度等方面的差别，政府苗的保护率往往只有 50%-60%，市场苗的保护率高达 90% 以上。市场苗可以对多种型号口蹄疫有效，例如猪用口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价苗可以对两种型号的口蹄疫免疫；牛用口蹄疫的 O 型、亚洲 I 型、A 型三价苗可以对三种型号口蹄疫免疫；而政府苗往往只能对单一型号的疫病免疫。

**副反应：**政府苗的纯度标准较低，内毒素含量不可控，产品质量不够稳定，容易造成畜禽接种疫苗后出现生病、厌食、体重下降、流产等不良反应，间接造成养殖户损失；而畜禽注射市场苗后副反应较小。

**价格：**市场苗参考国外市场化价格进行定价。以猪口蹄疫疫苗为例，市场苗每毫升售

价大约是政府苗招标价的 8-10 倍。目前国内规模化养殖户普遍能够接受比照国外市场定价的优质市场疫苗售价。

### 3、销售模式：政府苗实行政府招采，市场苗实行点对点营销

政府苗由政府每年春防、秋防统一进行一到两次招标，生产企业按期投标。各级兽医部门具体实施免疫计划，负责强制免疫动物疫病疫苗的采购、保存、使用监管，制定并执行强制免疫计划实施方案；各级财政部门负责落实动物疫病强制免疫计划执行所需经费，包括疫苗、耗材、人工、免疫效果评价、免疫副反应处置等经费；各国家兽医参考实验室和相关动物疫病专业实验室负责疫病的科学研究，追踪病毒变异情况，按规定开展流行病学调查，评价免疫效果，保证诊断试剂供应。饲养动物的单位和个人依法履行动物疫病强制免疫义务，按照兽医主管部门的要求做好强制免疫工作。定点疫苗生产企业负责保证疫苗质量，承担疫苗质量责任，做好售后服务。

市场苗要求疫苗生产企业直接面对养殖客户，点对点营销服务。由于目前市场苗方兴未艾，疫苗生产企业需要主动营销，直接去市场找客户，而生产企业往往先将市场苗小批量供客户试用，客户将不同类型疫苗比对后再建立长期合作关系。

### 4、生产模式：市场苗机制能够充分介入售前诊断，疫情出现后及时响应

政府苗由政府各部门统筹规划，疫苗生产企业对疫病售前诊断介入的深度不够，对新病毒发现的反应比较迟钝。由于现有疫苗都是对其针对性的毒株有效，对新出现的变异病毒无法有效预防，因此新变异的病毒会造成疫情无法及时的控制。而市场苗由生产企业和养殖企业点对点对接，充分进行售前诊断，及时发觉疫情变化，第一时间做出反应调整生产。

## （三）动物疫苗行业竞争格局：口蹄疫和禽流感盈利能力较强，其他强免品种盈利能力较差

五类强免疫苗中，口蹄疫疫苗的市场集中度最高，盈利能力最强。目前全国共有 7 家企业生产口蹄疫疫苗，其中金宇集团、天康生物、中牧股份合计占据 70% 左右的市场份额，竞争格局最优。

禽流感疫苗共有 8 家企业生产，市场集中度较高，市场份额相对稳定。

猪蓝耳和猪瘟由于生产企业较多，竞争比较激烈，市场容量较小，盈利能力较差。

**表 4：五大强制免疫疫苗竞争格局**

产品	生产企业	政府苗市场规模估算（亿元）	竞争格局	盈利能力
口蹄疫疫苗	金宇集团、中农威特、天康生物、中牧股份、上海申联、必威安泰等 7 家	13	市场集中度最高，金宇集团、天康生物、中牧股份占 70% 左右市场份额	盈利能力最强
禽流感疫苗	中牧股份、青岛易邦、益康	14.55	市场集中度较高，份额	盈利能力较强



产品	生产企业	政府苗市场规模 估算（亿元）	竞争格局	盈利能力
	生物等 8 家		相对稳定	
猪蓝耳病疫苗	中牧股份、金宇集团、天康生物、瑞康生物、大华农等 20 余家企业	4.8	竞争较激烈	盈利能力较弱
猪瘟活疫苗	中牧股份、金宇集团、天康生物、瑞康生物、益康生物等 40 余家企业	2.4	竞争最激烈	盈利能力最弱
小反刍兽疫	天康生物、西藏生物制品厂	<1	仅在西藏、新疆对所有羊强制免疫	盈利能力强，但市场容量小

资料来源：农业部、宏源证券研究所

#### （四）行业现状及未来趋势

##### 1、行业现状：政府苗适应过去的散养模式，但缺点逐步显现；市场苗作为适应规模化养殖的高端防疫产品应运而生

过去十年我国畜禽养殖快速发展，并且散养较多、规模养殖程度较低，政府苗的模式适应了中国国情，强制免疫有效的降低了动物疫情的传播。但是随着规模化养殖的发展，政府苗的局限性也显而易见：

（1）政府招标容易导致劣币驱逐良币的现象。政府苗标准远低于市场苗，投标企业之间比价不比质，全行业在目前较低的防疫水平下相互压价，不利于促使优秀的疫苗生产企业投入研发，提升产品品质。

（2）招标体制不利于疫情的及时监控和防治。招标的政府主体不用苗，用苗的养殖企业和个人不招标。这种体制阻碍了疫苗消费者（养殖企业或个人）和疫苗生产者之间的联系，导致养殖行业对新的病毒和疫情反应迟钝。同时各省财政实力和养殖水平有所差异，强制免疫疫苗计划的防疫水平参差不齐，容易造成疫情反复，不能在全国范围内有效防控。

在政府苗不能满足市场需求的前提下，市场苗应运而生。过去散养农户是家庭生产，养殖过程不规范，价格敏感度较高，不愿意承担免费强免以外的疫苗成本。但随着规模化养殖的兴起，养殖规范程度提高，疫病发生的机会成本更高，规模养殖企业愿意为免疫支付更高的成本，并通过规模养殖降低成本，市场苗就是适应这种规模化养殖而产生的高端防疫产品。

##### 2、未来趋势：强免市场将呈现双轨制的格局，政府苗覆盖低端散养客户，市场苗主打高端规模客户

###### （1）食品安全问题凸显，防疫任务依然严峻

随着居民收入水平的不断提高，畜禽产品的消费需求仍将继续稳定增长，与此相关的食品安全问题也在不断凸显。相对于兽药更容易造成抗生素等化药残留的食品安全问题，动物疫苗便于控制化药残留，是一种绿色的防治动物疫病的方式。因此要保证高质量的食品卫生，上游的动物疫苗行业将成为重中之重。

然而，由于当前我国整体动物防疫水平还较低，目前防疫任务依然严峻。根据《国家中长期动物疫病防治规划（2012—2020年）》，到2015年A型口蹄疫全国达到净化标准；亚洲I型口蹄疫全国达到免疫无疫标准；O型口蹄疫海南岛达到非免疫无疫标准；辽东半岛、胶东半岛达到免疫无疫标准；其他区域达到控制标准。

**表 5：重大动物疫病防治考核标准**

疫病	到 2015 年	到 2020 年	
口蹄疫	A 型	A 型全国达到净化标准。	全国达到免疫无疫标准。
	亚洲 I 型	全国达到免疫无疫标准。	全国达到非免疫无疫标准。
	O 型	海南岛达到非免疫无疫标准；辽东半岛、胶东半岛达到免疫无疫标准；其他区域达到控制标准。	海南岛、辽东半岛、胶东半岛达到非免疫无疫标准；北京、天津、辽宁（不含辽东半岛）、吉林、黑龙江、上海达到免疫无疫标准；其他区域维持控制标准。
高致病性禽流感	生物安全隔离区达到免疫无疫或非免疫无疫标准；海南岛、辽东半岛、胶东半岛达到免疫无疫标准；其他区域达到控制标准。	生物安全隔离区和海南岛、辽东半岛、胶东半岛达到非免疫无疫标准；北京、天津、辽宁（不含辽东半岛）、吉林、黑龙江、上海、山东（不含胶东半岛）、河南达到免疫无疫标准；其他区域维持控制标准。	
高致病性猪蓝耳病	部分区域达到控制标准。	全国达到控制标准。	
猪瘟	部分区域达到净化标准。	进一步扩大净化区域。	
新城疫	部分区域达到控制标准。	全国达到控制标准。	

资料来源：国务院办公厅《《国家中长期动物疫病防治规划（2012—2020年）》》，宏源证券研究所

**表 6：广东省中长期动物疫病防治规划（2012—2020年）优先防治、重点防范的动物疫病**

分类 1	分类 2	具体疫病
省内优先防治的动物疫病	一类动物疫病(5种)	口蹄疫(A型、亚洲I型、O型)、高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、新城疫
	二类动物疫病(11种)	布鲁氏菌病、奶牛结核病、狂犬病、血吸虫病、包虫病、马鼻疽、马传染性贫血、沙门氏菌病、禽白血病、诸位狂犬病、住繁殖与呼吸综合征
重点防范的外来动物疫病(13种)	一类动物疫病(9种)	牛海绵状脑病、非洲猪瘟、绵羊痒病、小反刍兽疫、牛传染性胸膜肺炎、口蹄疫(C型、SAT1型、SAT2型、SAT3型)、猪水泡病、非洲马瘟、H7亚型禽流感
	其他(4种)	水泡性口炎、尼帕病、西尼罗河热、裂谷热

资料来源：广东省中长期动物疫病防治规划（2012—2020年），宏源证券研究所

## （2）规模养殖比例仍将持续提高

2001年至2010年，全国生猪出栏从5.1亿头增长至6.6亿头，十年复合增速仅3%，但同期规模化养殖（年出栏量500头以上）增长速度较快，规模以上生猪出栏从2006年1亿头增长至2011年2.4亿头，五年复合增速17.8%。

规模化养殖、集约化生产是经济发展和结构调整的大势所趋。2009年年出栏500头

以上的规模养殖企业数量占全部养殖户的 3%，出栏数量占全部出栏数量 31.6%，规模效应显著。

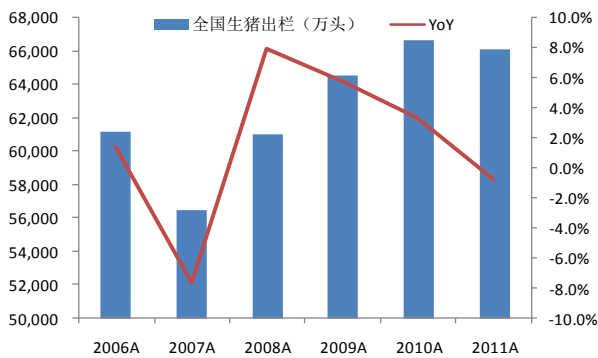
表 7：2009 年生猪养殖结构

年出栏规模(头)	养殖户/场数量(个)	养殖户数占比	年出栏量占比
1-49	64,599,143	96.22%	38.67%
50-99	1,653,865	2.46%	12.93%
100-499	689,739	1.03%	16.74%
500-999	129,369	0.19%	9.53%
1,000-2,999	46,429	0.07%	8.09%
3,000-4,999	10,342	0.02%	4.29%
5,000-9,999	5,117	0.01%	3.73%
10,000-49,999	3,083	0.01%	5.19%
50,000 头以上	96	0.00%	0.83%

资料来源：中国畜牧业统计年鉴、宏源证券研究所

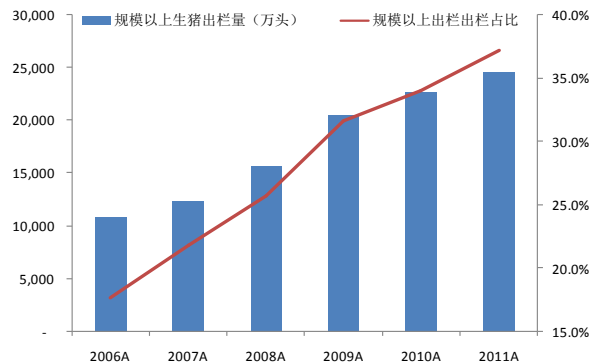
根据《全国畜牧业发展第十二个五年规划(2011-2015年)》，到 2015 年全国畜禽规模养殖比重提高 10~15 个百分点，年出栏 500 头以上生猪规模化养殖比重达到 **50%**。目前 500 头以上的规模养殖企业仅 34%，十二五期间还有 **16 个百分点**的提高空间。

图 4：全国生猪出栏及年增长



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

图 5：规模以上生猪出栏及占比



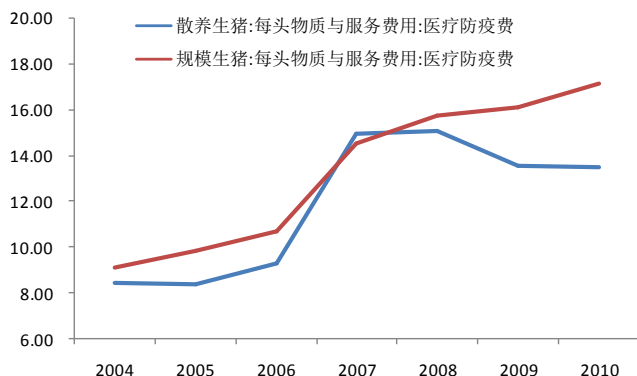
资料来源：公司公告、宏源证券研究所

### (3) 政府苗和市场苗双轨制

由于疫苗成本在生猪养殖成本中的占比较低，不足 2%，规模养殖企业可以通过规模效应降低生产成本。反之一旦爆发疫情或者接种不良反应，规模化养殖企业的机会成本更高，因此大型养殖企业对疫苗价格的敏感性不高。统计数据表明 2008 年以前规模养殖和散户养殖的医疗防疫费用相差不大，但从 2008 年开始，两种养殖方式的防疫费用出现分化，预期今后的分化会更加明显。

未来强免疫苗市场将呈现政府苗和市场苗双轨制的格局。**政府苗覆盖低端散养客户，市场苗主打高端规模客户**，市场苗无论从市场容量还是增长速度都将成为强免疫苗市场的主导。

图 6：2004-2010 年散养生猪与规模生猪医疗防疫费



资料来源: Wind、宏源证券研究所

### 3、市场空间测算：双轨制下市场容量是当前的 5 倍，CAGR4 将达到 50%

动物疫苗行业受益于规模化养殖程度提高带来的存量市场结构性变化和增量市场的持续扩大，下文以猪口蹄疫疫苗为例来测算市场增长空间。

#### (1) 存量市场结构性变化

猪口蹄疫疫苗政府招标均价约 0.5 元/ml，市场苗价格约 4-5 元/ml，是政府苗的 8-10 倍，生猪市场 2010 年全国出栏 6.6 亿头，政府苗市场容量 13.2 亿左右。目前规模化养殖比重 35%，双轨制下规模养殖企业转向市场苗，存量市场结构变化对应的市场空间高达 **45.5 亿**，是 100% 政府苗的 **3.5 倍**。

此外，全国母猪存栏约 5000 万头，按照每年免疫两余次，一次注射 2ml，母猪口蹄疫市场苗市场容量 **12.5 亿**。

#### (2) 增量市场的持续扩大

假设 2011-2015 年生猪出栏复合增速 3%，2015 年规模化养殖比重提高到 50%，对应的 2015 年末全国生猪出栏 7.7 亿头，猪口蹄疫的市场容量将在双轨制 45.5 亿的基础上增长到 67.8 亿元，是目前市场容量的 **5.1 倍**。

综合母猪和生猪市场，理论上 2012-2015 年猪口蹄疫疫苗行业 **CAGR4 将达到 50%**。

除猪口蹄疫疫苗意外，牛、羊口蹄疫的市场情况类似。

表 8：生猪口蹄疫疫苗市场空间测算

	政府苗市场	双轨制下存量市场	十二五末市场空间
生猪出栏 (亿头)	6.6	6.6	7.7
单价(元每毫升)	0.5	4-5 元	4-5 元
每次注射剂量 (毫升)	2	2	2
每年注射次数	2	2	2
规模化养殖占比	0%	35%	50%
市场容量 (亿元)	13.2	45.5	67.8

资料来源: 宏源证券研究所

### 三、公司竞争优势及未来发展战略

#### (一) 核心竞争优势

##### 1、技术优势：公司生产工艺达到国际先进水平，领先国内同行 1-2 年时间。

公司是国内首家全部采取悬浮培养的方式生产口蹄疫疫苗的企业。公司先后投入两个多亿、前后研发五年攻克悬浮培养的技术难题，2009 年建成国内首条口蹄疫疫苗悬浮培养生产线。当前公司在前端悬浮培养、中端提纯净化、后端定量检验等方面的生产工艺达到国际先进水平，领先国内同行 1-2 年时间。

表 9：金宇集团重要研发成果

年度	研发成果	投资额
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 万
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 万
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 万
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 万
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 万

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 7：金宇集团 2012 年最新产品批文



资料来源：宏源证券研究所

公司采取悬浮技术培养病毒，细胞浓度远大于转瓶工艺，达到国外同类企业的技术指标，生产成本较传统转瓶工艺降低 20% 左右。公司独特的 CTF 纯化技术，抗原损失仅 10%-15%，杂蛋白去除 85% 以上。公司采取国际最新的 146S 测定技术准确定量抗原含量，



使疫苗批次的差异最小化。

图 8：落后的转瓶培养生产模式



资料来源：宏源证券研究所

图 9：先进的悬浮培养生产模式



资料来源：宏源证券研究所

表 10：公司悬浮培养疫苗与传统灭活疫苗的差异

项目	悬浮培养疫苗	传统灭活疫苗
培养方式	悬浮培养	转瓶培养
设备与自动化程度	全封闭、管道化、连续流、远程自动控制	半开放、多断点、人工操作、作坊式生产
均一性	培养容器体积大、批间间差小、产品均一性好	转瓶培养、后续混合、存在批间差、均一性不好
抗原纯化	终端产品中 146S 有效抗原蛋白含量高，非抗原蛋白含量 1-1.8mg/ml	终端产品中含有大量杂蛋白，非抗原蛋白含量 9-15mg/ml
抗原含量测定	用 146S 有效抗原含量确定疫苗的配苗比例	用传统的 TCID50、LD50 测定病毒含量
内毒素含量	控制在 5EU 以下	不可控
安全性	几乎无注射反应	偶尔有注射反应
产品效力	稳定可靠	不稳定

资料来源：宏源证券研究所

除此之外，公司拥有兽用疫苗国家工程实验室和国家高级别生物安全实验室两个国家级的实验室，未来将充分利用这两个研发平台持续研发新品种和新技术。

## 2、先发优势：抢先开拓市场苗市场，形成较强的客户粘性

公司 2012 年 3 月获得国家市场苗点对点直销业务的生产销售许可，在国内属于首批。市场苗的抢先开拓有利于公司抢占规模养殖的高端客户，把握渠道优势。

公司在全国畜禽养殖集中的十多个省份设立了直销渠道，从事一线的销售人员 70 余人全部具备兽医资质，初步形成了针对规模化养殖企业的销售网络。目前公司首要重点覆盖了全国生猪出栏量排名前 100（年出栏 5 万头以上）的规模养殖企业，包括温氏、牧原、雏鹰等大型养殖企业都是公司的重点客户。未来年出栏 1000 头以上，单位贡献收入过万元的养殖企业都将成为公司的目标客户。

由于疫苗产品的特殊性，疫苗生产企业与规模养殖企业一旦确立了合作关系，往往长期持续合作。根据我们实地调研的反馈，与同行相比，金宇集团的产品效果、推广速度均优于同行竞争对手，在客户中口碑最佳。我们认为该行业的客户粘性和先发优势都将为公司树立较高的竞争壁垒。

## （二）发展战略

### 1、剥离地产，强化疫苗主业

2013年1月，公司将地产业务全部剥离，将其持有的内蒙古金宇置地有限公司的100%股权以19,459.86万元整体出售。地产业务剥离后，公司将转型为专营动物疫苗的生物科技公司，而出售地产所得收益将投入动物疫苗行业，持续强化动物疫苗的主业经营。

### 2、维持口蹄疫政府苗平稳增长，重点开拓市场苗市场，将转型为畜禽健康方案提供商

未来公司将资源聚焦于动物疫苗产业，维持政府苗平稳增长，重点开拓市场苗市场。通过市场苗的开拓，公司可以将售前诊断、疫苗产销和售后跟踪有效结合，及时获取疫情情况并做出反馈，将产品和服务融为一体，针对不同客户提供个性化的畜禽健康方案，延伸产业价值链。

### 3、拓展口蹄疫疫苗以外的其他动物疫苗品种

除主打品种口蹄疫疫苗外，公司还在积极拓展其他品种。公司借助两个国家级实验室平台，采取多种形式广泛与科研院所、专家合作研发，共同开发适合市场需求的新产品。

扬州优邦是2007年金宇集团收购的一家生物制药公司，该公司目前主要从事猪蓝耳疫苗的生产和销售，是金宇集团实现优化产业布局、扩张式发展的重要步骤。

2012年优邦公司顺利通过GMP和高新技术企业复验，在新产品开发、项目申报和对外合作等方面均有进展。未来扬州优邦将扩产猪蓝耳疫苗，引进禽流感、新城疫等相关禽类疫苗和猪圆环其他苗种。目前扬州优邦有4条生产线正在调试过程中，预计2013年建成，2014年可以贡献收入。

表 11：金宇集团目前和未来可能生产品种

公司	分公司	主要疫苗品种
金宇集团	金宇保灵	口蹄疫、猪瘟、布氏杆菌
	扬州优邦	猪蓝耳、新城疫、禽流感、猪圆环

资料来源：宏源证券研究所，其中虚线框内为未来可能生产的品种

## 四、盈利预测与投资建议

假设公司口蹄疫疫苗中政府苗市场份额维持25%，市场苗市场份额达到30%。猪瘟、猪蓝耳等品种保持与行业同步增长。

2012-2014 年公司口蹄疫市场苗收入分别是 1 亿、3 亿、6 亿；政府苗收入 4 亿、4 亿、6 亿；两者合计收入 5 亿、7 亿、12 亿；2012-2014 年疫苗收入增速是 27%、40%、71%。

2013 年年初剥离地产业务，将为公司 2013 年贡献一次性税后投资收益 8000 万元左右。

预计 2012-2014 年公司总收入 6.32 亿、7.08 亿和 12 亿，净利润 1.7 亿、3.1 亿、4.2 亿，同比增长 15%、81%、35%。2012-2014 年 EPS 0.61、1.11、1.50，对应的 PE 25X、14X、10X。

给予公司买入评级，目标价 24.4 元，对应 2013 年 PE 22X。

催化剂：(1) 疫情出现超预期发展；(2) 引进或投产新的苗种；(3) 口蹄疫市场苗销售超预期。

风险提示：口蹄疫疫苗市场苗开拓低于预期。

**表 12：2012-2014 年金宇集团分业务收入预测**

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>							
畜禽用生物药品(百万元 人民币)	377	336	309	393	500	700	1,200
市场苗 E	-	-	-		100	300	600
政府苗 E	377	336	309	393	400	400	600
商品房(百万元 人民币)	264	197	173	131	100	-	-
房租及物业管理(百万元 人民币)	13	14	20	27	25	-	-
能源(百万元 人民币)	4	6	5	6	7	8	9
<b>合计</b>	<b>827</b>	<b>678</b>	<b>664</b>	<b>567</b>	<b>632</b>	<b>708</b>	<b>1,209</b>
<b>营业收入 YoY</b>							
畜禽用生物药品(%)	-9	-11	-8	27	27	40	71
市场苗 E						200	100
政府苗 E	-9	-11	-8	13	2	-	50
商品房(%)	54	-25	-12	-24	-24	-100	-
房租及物业管理(%)	56	2	46	38	-9	-100	-
能源(%)	-16	31	-2	13	15	14	13
<b>合计</b>	<b>16.40</b>	<b>-18.06</b>	<b>-2.01</b>	<b>-14.62</b>	<b>11.43</b>	<b>12.03</b>	<b>70.76</b>
<b>毛利率</b>							
畜禽用生物药品(%)	62.9	57.3	64.4	68.4	69.2	70.1	70.0
市场苗 E	-	-	-		78.0	77.0	75.0
政府苗 E	62.9	57.3	64.4	68.4	67.0	65.0	65.0
商品房(%)	24.0	36.7	51.4	74.2	60.0	40.0	60.0
房租及物业管理(%)	62.3	64.6	79.7	70.5	75.0	75.0	75.0
能源(%)	-7.3	-2.7	11.3	2.6	5.0	5.0	5.0
<b>合计</b>	<b>38.8</b>	<b>41.6</b>	<b>47.3</b>	<b>68.4</b>	<b>67.3</b>	<b>69.4</b>	<b>69.5</b>

资料来源：宏源证券研究所

## 财务报表及附录

表 13: 金宇集团财务报表预测

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	670.3	576.1	632.0	708.0	1,209.0
减:营业成本	351.6	180.7	206.9	216.6	368.6
营业税费	15.4	32.0	25.9	26.2	36.3
销售费用	71.6	78.4	72.7	77.9	126.9
管理费用	91.9	95.3	91.6	92.0	145.1
财务费用	13.2	21.9	23.1	21.0	30.7
资产减值损失	1.9	1.9	7.4	-5.6	14.9
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.6	0.3	-	80.0	-
营业利润	125.3	166.3	204.4	359.9	486.5
加:营业外净收支	6.6	4.7	-	10.0	15.0
利润总额	131.9	170.9	204.4	369.9	501.5
减:所得税	17.1	24.0	30.7	55.5	75.2
净利润	115.2	149.4	172.0	311.2	422.0
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
货币资金	278.0	419.7	654.3	1,046.0	875.4
应收帐款	99.1	62.9	98.8	149.5	288.4
应收票据	-	-	0.1	0.2	0.3
预付帐款	46.2	45.5	86.9	130.2	167.1
存货	749.7	793.5	642.1	112.0	285.9
其他流动资产	-0.0	-	0.2	0.5	4.1
长期股权投资	30.2	28.9	37.6	52.6	68.4
投资性房地产	51.6	50.1	65.2	84.7	110.1
固定资产	234.1	237.7	272.9	499.0	538.6
在建工程	20.6	13.7	9.4	56.8	35.4
无形资产	61.9	58.3	56.0	73.3	80.2
其他非流动资产	17.5	14.9	19.4	113.8	372.0
资产总额	1,588.8	1,725.3	1,942.7	2,318.7	2,825.9
短期债务	378.0	399.0	472.6	486.0	575.2
应付帐款	108.0	108.0	62.4	65.3	111.1
应付票据	1.7	4.8	2.2	2.3	3.9
其他流动负债	204.1	170.2	206.4	216.8	232.3
长期借款	4.0	2.0	22.0	122.0	142.0
其他非流动负债	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
负债总额	744.6	734.2	812.3	936.1	1,101.4
少数股东权益	6.1	3.6	5.3	8.5	12.7
股本	280.8	280.8	280.8	280.8	280.8
留存收益	557.3	706.7	844.3	1,093.3	1,430.9
股东权益	844.1	991.1	1,130.4	1,382.6	1,724.5

**表 14：金宇集团财务指标预测**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	-2.2%	-14.1%	9.7%	12.0%	70.8%
营业利润增长率	31.7%	32.7%	22.9%	76.1%	35.2%
净利润增长率	73.3%	29.7%	15.1%	81.0%	35.6%
EBITDA 增长率	29.8%	34.0%	20.3%	71.5%	33.1%
EBIT 增长率	35.1%	35.8%	20.9%	67.4%	35.8%
NOPLAT 增长率	57.4%	35.2%	17.8%	67.4%	35.8%
投资资本增长率	62.0%	-7.7%	2.8%	-3.2%	30.9%
净资产增长率	12.4%	17.4%	14.1%	22.3%	24.7%
<b>利润率</b>					
毛利率	47.5%	68.6%	67.3%	69.4%	69.5%
营业利润率	18.7%	28.9%	32.3%	50.8%	40.2%
净利率	17.2%	25.9%	27.2%	44.0%	34.9%
EBITDA/营业收入	25.0%	39.0%	42.8%	65.5%	51.1%
EBIT/营业收入	20.7%	32.7%	36.0%	53.8%	42.8%
<b>投资回报率</b>					
ROE	13.6%	14.8%	15.4%	22.7%	24.7%
ROA	7.2%	8.5%	8.9%	13.6%	15.1%
ROIC	19.2%	16.0%	20.5%	33.3%	46.8%
<b>费用率</b>					
销售费用率	10.7%	13.6%	11.5%	11.0%	10.5%
管理费用率	13.7%	16.5%	14.5%	13.0%	12.0%
财务费用率	2.0%	3.8%	3.7%	3.0%	2.5%
三费/营业收入	26.4%	34.0%	29.7%	27.0%	25.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.9%	42.6%	41.8%	40.4%	39.0%
负债权益比	88.2%	74.1%	71.9%	67.7%	63.9%
流动比率	1.59	1.81	1.88	1.77	1.69
速动比率	0.52	0.67	1.02	1.62	1.38
利息保障倍数	10.47	8.60	9.83	18.15	16.84
<b>业绩和估值指标</b>					
EPS(元)	0.41	0.53	0.61	1.11	1.50
BVPS(元)	3.01	3.53	4.03	4.92	6.14
PE(X)	37.9	29.2	25.4	14.0	10.3
PB(X)	5.2	4.4	3.9	3.2	2.5
P/FCF	-37.4	17.8	18.5	12.3	12.9
P/S	6.5	7.6	6.9	6.2	3.6
EV/EBITDA	27.1	19.2	15.6	8.5	6.3



**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 金宇集团、浙江震元、中弘股份、中福实业、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	座机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@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 个月内的公司股价 (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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。