

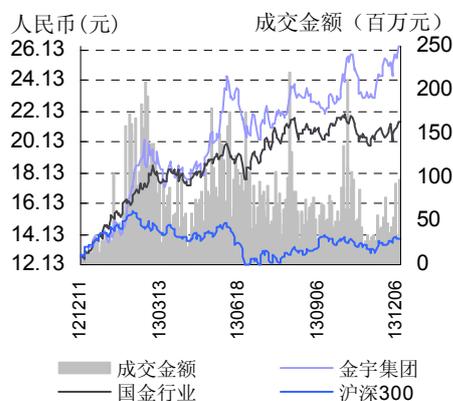
市价(人民币): 26.33元

目标(人民币): 30.04元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	280.81
总市值(百万元)	73.94
年内股价最高最低(元)	26.35/12.40
沪深300指数	2453.32
上证指数	2237.49



布疫苗有望接力成长, 国际合作脚步不停

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.531	0.458	0.928	0.939	1.248
每股净资产(元)	3.52	3.83	4.63	5.44	6.56
每股经营性现金流(元)	0.66	0.37	0.69	0.55	0.90
市盈率(倍)	22.46	31.16	28.39	28.04	21.09
行业优化市盈率(倍)	24.42	33.55	53.54	53.54	53.54
净利润增长率(%)	30.17%	-13.83%	102.66%	1.23%	32.96%
净资产收益率(%)	15.10%	11.95%	20.04%	17.27%	19.04%
总股本(百万股)	280.81	280.81	280.81	280.81	280.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业层面: 我们看好动保板块 14H1 表现:** 在我们的年度策略中, 我们提出首推动物保健板块, 第一: 防御性。在整个畜禽价格主线不景气、种子高库存、水产受制于三公影响的情况下, 动保板块将会以其良好的防御性而突显其价值, 板块走势可能会跟今年上半年的表现比较类似; 第二: 进攻性, 我们坚持认为动保板块将保持 30%以上的增长, 一方面, 口蹄疫标准提升翻倍, 价格也有翻倍的空间, 并且我们看好 14 年就会部分体现, 另一方面, 市场苗成长仅仅是一个开始, 口蹄疫、蓝耳市场苗正处于快速成长的阶段, 猪瘟、布病、圆环、禽流感、腹泻疫苗品种将会接力贡献, 我们认为行业至少会有 3-5 年黄金成长期, 复合增速至少会在 30%以上。
- **公司层面: 布病疫苗市场空间大, 目前仍需观察双方合作推进情况:** 我们认为在布病进入到新千年以来迅速抬头的背景下, 布病防控的必要性已经迫在眉睫, 布病疫苗有望迎来量价齐升的局面, 量方面, 我们看好布病进入到强免范围之内, 在 2015 年 6 个主要影响省区实施强免也可以期待, 强免区域的扩大至 6 省区将带来 1.7 亿头份左右的市场空间, 价格方面, 目前的布病疫苗价格太低, 在养殖产值的比重几乎可以忽略, 我们认为, 真正有用、安全的布病疫苗实际上价值远高于目前的价格, 公司通过与法国诗华合作, 在效果和安全性上有望提升, 预计推出产品会以 2 元/头份进行占位, 目前双方的合作还在早期阶段, 仍需观察双方在技术层面甚至在文化层面的融合情况。
- **口蹄疫市场苗增速可能下一台阶但能保持较快增长:** 猪口蹄疫方面, 10 亿市场容量还没有达到, 由于基数原因以及竞品的增强, 增速可能会下一台阶, 但预计仍能保持至少 50%以上增长, 未来有望通过现有客户由试点向推广使用转变、针对规模化养殖厂空白新增客户加大开拓、针对牛口蹄疫市场新增客户开拓等方式实现内涵与外延式增长。

投资建议

- 我们预计公司 2013-2015 的 EPS 分别达到 0.93、0.94、1.25 元, 给予公司 14 年 32 倍的 PE, 目标价 30.04 元, 首次覆盖并给予“增持”评级, 布病 3-8 月为高发期, 如若爆发可能会成为公司 2014 年上半年股价的催化剂

风险

- 布病产能释放节奏不达预期

内容目录

投资逻辑	3
投资建议	3
公司概况：兽用生物制品市场苗先锋	3
布病疫苗有望带来新增长，但仍需观察与诗华合作融合情况	5
布病现状：亚洲地区、我国呈现迅速抬头之势	5
布病投资机会：量价齐升---强免区域可能进一步拓展，价格有望提升	9
金宇集团：与诗华合作，产品品质有保障进度仍需观察	10
口蹄疫疫苗增速将有所放缓但仍能保持高增长	11
投资建议	12
盈利预测	12
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

图表 1：公司子公司架构图	4
图表 2：生物制药是公司的收入核心	4
图表 3：生物制药是公司的利润核心	4
图表 4：公司股权结构	5
图表 5：布氏菌发现历程	6
图表 6：我国是布病高发病区，邻国蒙古更是“重灾区”	7
图表 7：我国布病发病数 2000 年后迅速抬升	8
图表 8：布病已被农业部列为重点任务	8
图表 9：《规划》明确了布病防控目标	8
图表 10：布病放在二类动物疫病首位显示其重视程度	8
图表 11：我国人间布病感染情况	9
图表 12：6 个布病重点防控省区的市场容量测算。	10
图表 13：我们认为真正有用的布病疫苗提价的空间大	10
图表 14：目前世界主要国家广泛使用的疫苗(主要优缺点)	11
图表 15：奶牛、肉牛口蹄疫市场苗容量测算	12
图表 17：布病 3-8 月为高发期，如若爆发将成股价催化因素	12

投资逻辑

- **行业层面：我们看好动保板块 14H1 表现：**在我们的年度策略中，我们提出首推动物保健板块，第一：防御性。在整个畜禽价格主线不景气、种子高库存、水产受制于三公影响的情况下，动保板块将会以其良好的防御性而突显其价值，板块走势可能会跟今年上半年的表现比较类似；第二：进攻性，我们坚持认为动保板块将保持 30%以上的增长，一方面，口蹄疫标准提升翻倍，价格也有翻倍的空间，并且我们看好 14 年就会部分体现，另一方面，市场苗成长仅仅是一个开始，口蹄疫、蓝耳市场苗正处于快速成长的阶段，猪瘟、布病、圆环、禽流感、腹泻疫苗品种将会接力贡献，我们认为行业至少会有 3-5 年黄金成长期，复合增速至少会在 30%以上。
- **公司层面：布病疫苗市场空间大，目前仍需观察双方合作推进情况：**我们认为在布病进入到新千年以来迅速抬头的背景下，布病防控的必要性已经迫在眉睫，布病疫苗有望迎来量价齐升的局面，量方面，我们看好布病进入到强免范围之内，在 2015 年 6 个主要影响省区实施强免也可以期待，强免区域的扩大至 6 省区将带来 1.7 亿头份左右的市场空间，价格方面，目前的布病疫苗价格太低，在养殖产值的比重几乎可以忽略，我们认为，真正有用、安全的布病疫苗实际上价值远高于目前的价格，公司通过与法国诗华合作，在效果和安全性上有望提升，预计推出产品会以 2 元/头份进行占位，目前双方的合作还在早期阶段，仍需观察双方在技术层面甚至在文化层面的融合情况。
- **口蹄疫市场苗增速可能下一台阶但能保持较快增长：**猪口蹄疫方面，10 亿市场容量还没有达到，由于基数原因以及竞品的增强，增速可能会下一台阶，但预计仍能保持至少 50%以上增长，未来有望通过现有客户由试点向推广使用转变、针对规模化养殖厂空白新增客户加大开拓、针对牛口蹄疫市场新增客户开拓等方式实现内涵与外延式增长。

投资建议

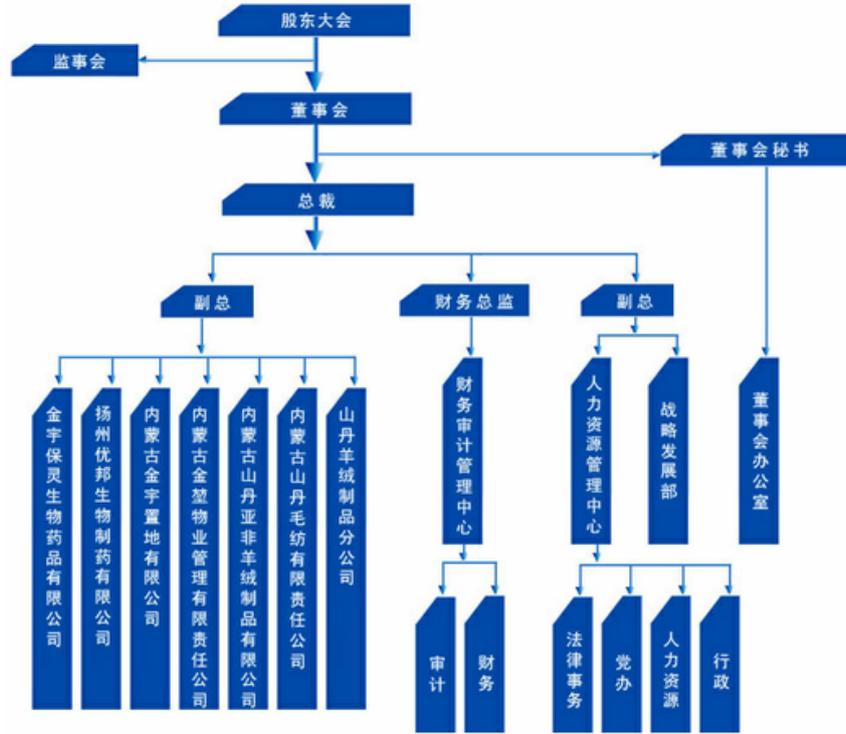
- 我们预计公司 2013-2015 的 EPS 分别达到 0.93、0.94、1.25 元，给予公司 14 年 32 倍的 PE，目标价 30.04 元，首次覆盖并给予“增持”评级，布病 3-8 月为高发期，如若爆发可能会成为公司 2014 年上半年股价的催化剂

公司概况：兽用生物制品市场苗先锋

- **内蒙古金宇集团股份有限公司是以生物制药为主导产业的多元化产业集团。**主要成员企业包括：金宇保灵生物制药有限公司、扬州优邦生物制药有限公司、内蒙古金宇置地有限公司、内蒙古山丹羊绒制品公司等。公司现有员工 1335 人，是内蒙古自治区先进企业、呼和浩特市 AAA 级信用企业。

图表1: 公司子公司架构图

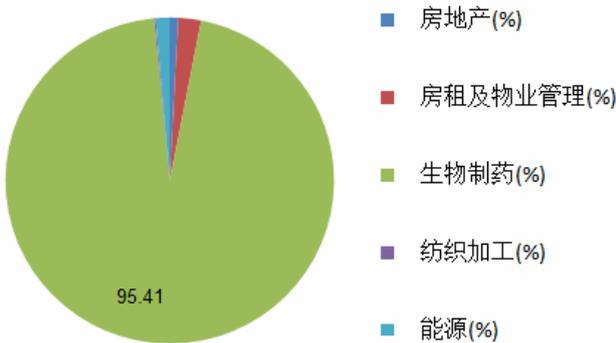
集团公司机构设置图



来源: 国金证券研究所, 公司网站

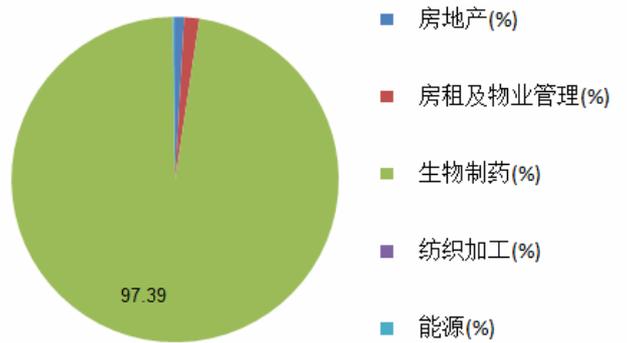
- 公司的核心业务为兽用生物制品。依托金宇保灵（前身为内蒙古生物药品厂）、扬州优邦，公司构架起了生物制品的核心业务，以 2013H1 来看，畜禽用生物制品占公司收入比例达到 94.76%、利润达到 98.94%，为公司的绝对核心业务。

图表2: 生物制药是公司的收入核心



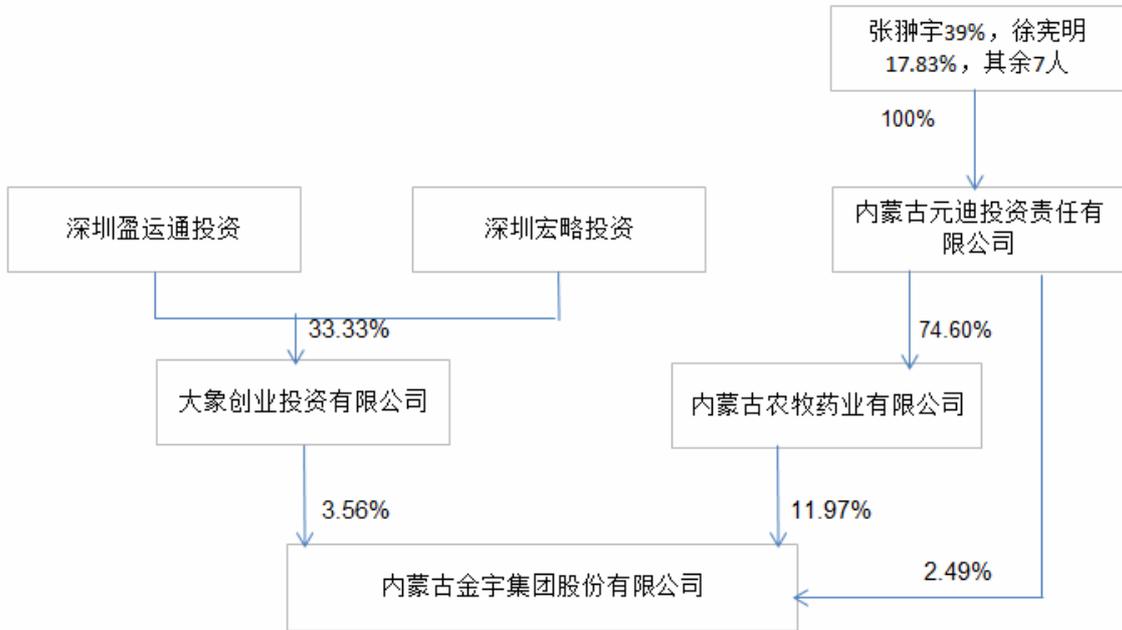
来源: 国金证券研究所, wind

图表3: 生物制药是公司的利润核心



- 股权结构清晰，利益机制顺畅。董事长是公司的大股东，通过内蒙古元迪投资责任有限公司持有公司 14.46% 的股份，原第一大股东大象投资的持股比例持续减少，目前仅持有 3.56%，历史问题得到解决。

图表4: 公司股权结构



来源：国金证券研究所 公司公告

布病疫苗有望带来新增长，但仍需观察与诗华合作融合情况

布病现状：亚洲地区、我国呈现迅速抬头之势

- **什么是布病：**布鲁氏菌病简称布病，是由布鲁氏菌引起的人畜共患的慢性传染病。人布鲁氏菌病，又称地中海弛张热、马尔他热、波浪热或波状热，其临床特点为长期发热、多汗、关节痛及肝脾肿大等。动物布鲁氏菌病，以羊、牛和猪最为常见，犬及 60 多种家畜、家禽、野生动物对布鲁氏菌病均有不同程度的易感性。动物布鲁氏菌病的特点是生殖器官、胎膜及多种器官组织发炎、坏死和肉芽肿的形成，引起流产、不孕、睾丸及关节炎等症状。世界动物卫生组织（OIE）将其列为多物种动物疫病，《中华人民共和国传染病防治法》将布病列为乙类传染病，《中华人民共和国动物防疫法》将其列为二类动物疫病。有统计显示，全世界每年因布鲁氏菌造成的经济损失近 30 亿元。

图表5: 布氏菌发现历程

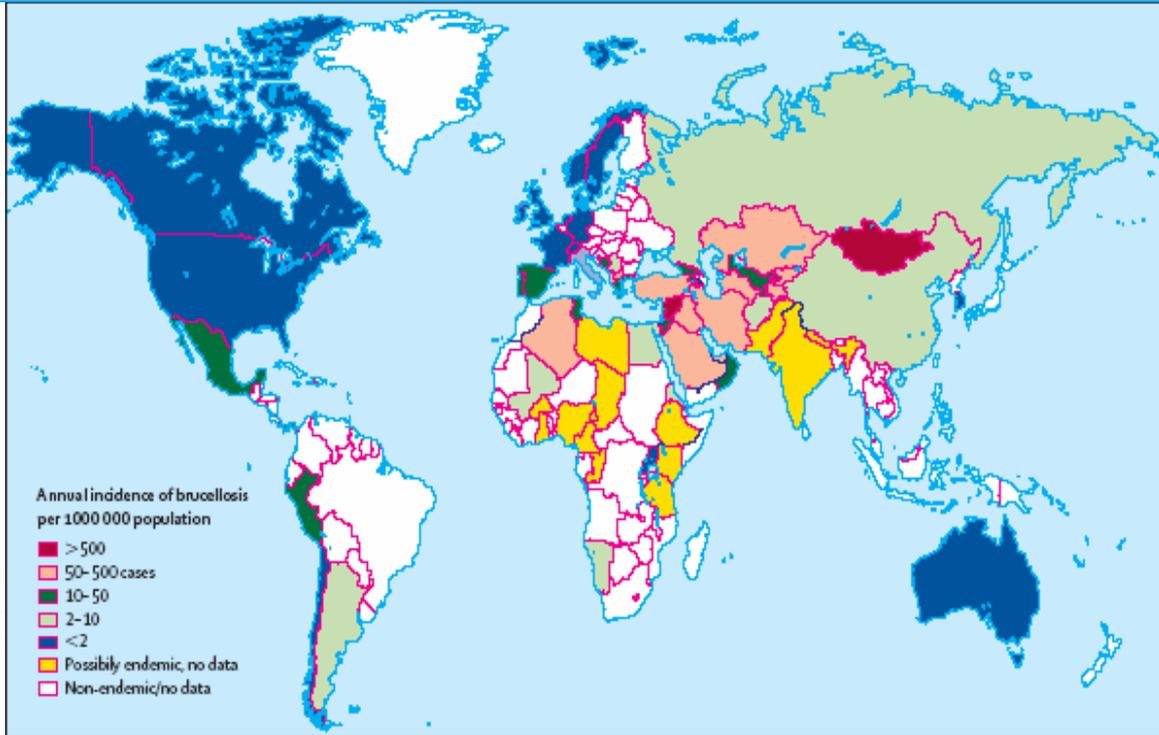
年份	菌名	发现者	国家	宿主
1887	羊种菌 Br.melitensis	Bruce	马尔他	羊
1897	牛种菌 Br.abortus	Bang	丹麦	牛
1914	猪种菌 Br.suis	Traum	美国	猪
1953	绵羊附睾种菌 Br.ovis	Buddle	新西兰	公绵羊
1956	沙林鼠种菌 Br.neotomae	Stoenner	美国	沙林鼠
1966	犬种菌 Br.canis	Carmichael	美国	犬

来源: 国金证券研究所, 公开资料

- **布病的危害: 人畜共患。**布病的危害主要分对人和对畜, 对人方面, 容易转换成慢性, 造成劳动力丧失, 摧残身心健康, 对畜方面, 容易导致流产率高企。
 - **影响人体健康:**因伴有发热现象, 常被误诊为感冒耽误治疗时间, 从而转变为慢性, 对发病人造成终生的影响, 摧残人体、精神带来痛苦, 被认为是“不死人的病, 但是可以折磨人致死”, 布鲁氏菌在体内的繁殖仅需要 1~3 周, 典型的临床症状要在感染后几个月才能表现出来。羊种布鲁氏菌感染一般表现为急性症状, 而其他种布鲁氏菌则表现为亚急性和慢性。布病通常表现为波浪热, 体温变化很大, 一般早上为 37 度, 到了中午就达到 40 度, 夜间盗汗, 并带有怪味, 寒战, 虚弱。其他症状还包括浑身不适, 失眠, 食欲减退, 头痛, 关节痛, 便秘, 阳痿, 神经质及抑郁等。
 - **影响动物健康:**在家畜(牛、绵羊、山羊、猪和骆驼), 感染布鲁氏菌后最常出现的临床症状是流产。妊娠母畜主要的症状是流产, 产死胎, 早产或是弱胎, 通常在怀孕后 2 个半月内出现胎儿死亡或子宫炎。有资料显示, 感染布病后, 产奶量会下降 25%。据公开资料显示的一组研究表明, 布病造成绵羊流产率 57.7%, 牛流产率 31.2%。
- **布病传染途径:**在国内牧民接羔为主要传染途径, 兽医为病畜接生也极易感染。此外, 剥牛羊皮、剪打羊毛、挤乳、切病毒肉、屠宰病畜、儿童玩羊等均可受染, 病菌从接触处的破损皮肤进入人体。实验室工作人员常可由皮肤、粘膜感染细菌。因此布病具有较强的职业病特征, 但同时, 作为消费者, 进食染菌的生乳、乳制品和未煮沸病畜肉类时, 病菌可自消化道进入体内。此外, 病菌也可通过呼吸道粘膜、眼结膜和性器官粘膜而发生感染。
- **近年来亚洲中部和西部部分地区疫情上升十分明显:**人间发病方面, 每年上报 WHO 的布病病例数愈 50 万。地中海地区、亚洲及中南美洲为高发地区。我国的邻国蒙古地区就是高发区之一。据统计:
 - 过去 10 年, 黎巴嫩布病疫情一直保持地方性流行。年发病率达 4.9/10 万。
 - 蒙古国疫情持续上升, 年发病率为 60.6/10 万
 - 中东地区历史上就是布病地方性流行地区。叙利亚年发病率为世界最高, 达 160.3/10 万。而且每年发病数都成倍上升
 - 土耳其发病数逐年上升。2004 年发病数超过 15000 例。平均年发病率达 26.2/10 万
 - 阿曼年发病数超过 100/10 万

- 塔吉克斯坦、哈萨克斯坦等国，近年来发病数也在持续上升。

图表6: 我国是布病高发区, 邻国蒙古更是“重灾区”

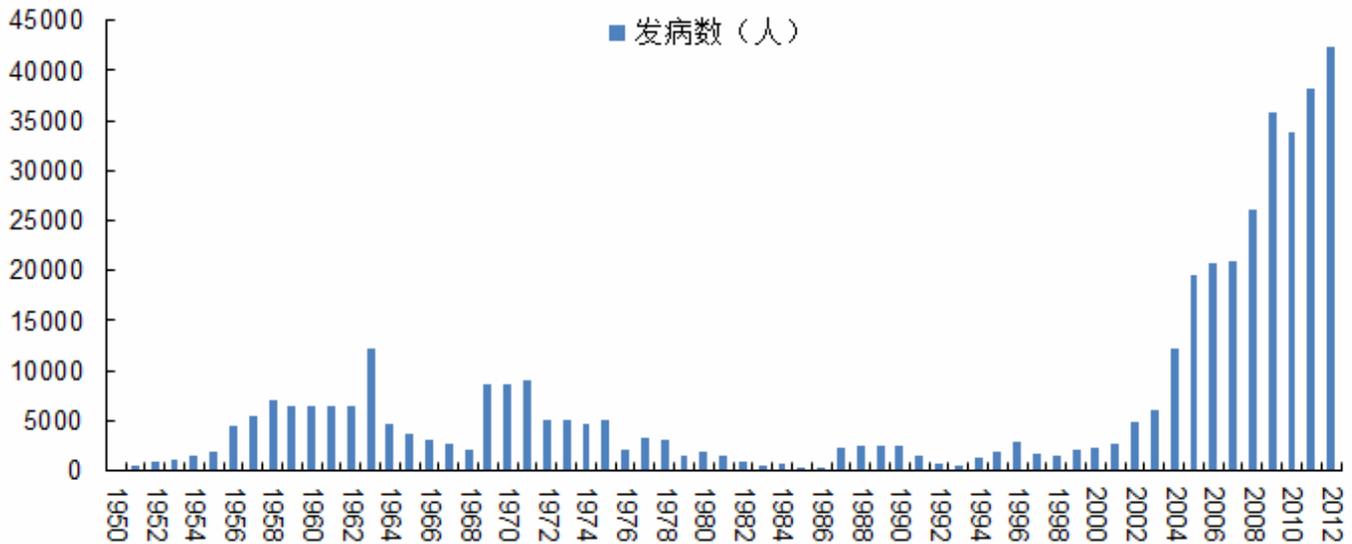


来源: 国金证券研究所, 公开资料

- **我国布病近年来抬头之势非常明显:** 进入新千年以后, 我国的布病发病呈现明显的抬头之势, 近年来更是迭创新高, 2012年布病发病人数达到创历史新高的 42267 人, 而且值得一提的是, 根据我们的了解, 由于事关稳定, 这个数字还是在多地瞒报和未报的情况下统计的数据, 曾经有农业部、卫生部联合到河南、山西做过考察, 发现存在未报率高达 45%甚至 90%的区域, 因上, 布病抬头比数字显示的可能还要严重。
- **历史轨迹:** 我国自 1905 年首次在重庆报告两例布病以来, 现已在全国 29 个省市自治区发现有不同程度的流行。于 50~60 年代在我国人畜中有较重流行, 自 70 年代布病疫情逐年下降, 至 90 年代初人间感染率仅为 0.3%, 发病率只有 0.02/10 万。这个状况明显好于某些发达国家的布病疫情。但自 1993 年布病疫情出现了反弹, 1996 年我国部分省区疫情明显回升。1991 年我国布病暴发点为零, 1996 年上升为 76 个; 进入新千年以后更是呈现出急剧爆发的态势, 发病数已经突破了 4 万人达到历史高位。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图7: 我国布病发病数 2000 年后迅速抬升



来源: 国金证券研究所, CDC

- **加强布病防控的动作在我国越来越多:** 近年来在我国北方部分地区、特别是牧区出现上升趋势, 严重影响畜牧业发展和农牧民身体健康。为加强布病防控, 2012 年国务院出台的《国家中长期动物疫病防治规划(2012—2020 年)》, 将布病作为重要人畜共患病纳入规划, 并提出明确的防控目标。在国家除强免的 5 种疫病之外, 国家还列出 11 种二类疫病, 其中布病放在首位, 显示了国家对于这个病种的重视程度。

图8: 布病已被农业部列为重点任务

四、全面落实《规划》确定的重点任务

(一) 实施口蹄疫、高致病性禽流感、布鲁氏菌病防治计划。对**口蹄疫**, 按照“分型控制、因地制宜、分区防治”的原则, 对于A型和亚洲I型口蹄疫, 采取全国同步控制和消灭策略, 最终达到全国免疫无疫和非免疫无疫的目标。对于O型口蹄疫, 在防疫基础条件较好的地区率先建设免疫无疫或非免疫无疫区域, 最终达到全国部分地区免疫无疫或非免疫无疫, 大部分地区达到稳定控制目标。对**高致病性禽流感**, 基于流行率和病毒变异的动态变化, 适时科学地优化强制免疫、免疫扑杀并举、监测清群等策略措施。定期评估家禽卫生状况, 及时调整免疫、监测、扑杀、检疫监管等防治技术和策略。对**布鲁氏菌病**, 坚持人畜同步防治、联防联控、分区防治、分类指导的原则, 稳步推进定期检测、分区免疫、移动控制、强制扑杀等综合防治措施。按照畜间和人间疫病发生和流行程度, 将全国划分为一类地区、二类地区和净化区三个区域, 整片同步推进, 严格控制活畜从高风险地区向低风险地区流通。逐步压缩一类、二类地区范围, 不断扩大净化区范围, 最终实现全国性非免疫无疫。

来源: 国金证券研究所, <农业部关于贯彻落实《国家中长期动物疫病防治规划(2012-2020 年)》的意见>

图9: 《规划》明确了布病防控目标

疫病	到2015年	到2020年
布鲁氏菌病	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆15个省(区、市)和新疆生产建设兵团达到控制标准; 其他区域达到净化标准。	河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆11个省(区)和新疆生产建设兵团维持控制标准; 海南岛达到消灭标准; 其他区域达到净化标准。
奶牛结核病	北京、天津、上海、江苏4个省(市)达到净化标准; 其他区域达到控制标准。	北京、天津、上海、江苏4个省(市)维持净化标准; 浙江、山东、广东3个省达到净化标准; 其余区域达到控制标准。
狂犬病	河北、山西、江西、山东、湖北、湖南、广东、广西、重庆、四川、贵州、云南12个省(区、市)狂犬病病例数下降50%; 其他区域达到控制标准。	全国达到控制标准。
血吸虫病	全国达到传播控制标准。	全国达到传播阻断标准。
包虫病	除内蒙古、四川、西藏、甘肃、青海、宁夏、新疆7个省(区)和新疆生产建设兵团外的其他区域达到控制标准。	全国达到控制标准。

来源: 国金证券研究所 《国家中长期动物疫病防治规划(2012—2020 年)》

图10: 布病放在二类动物疫病首位显示其重视程度

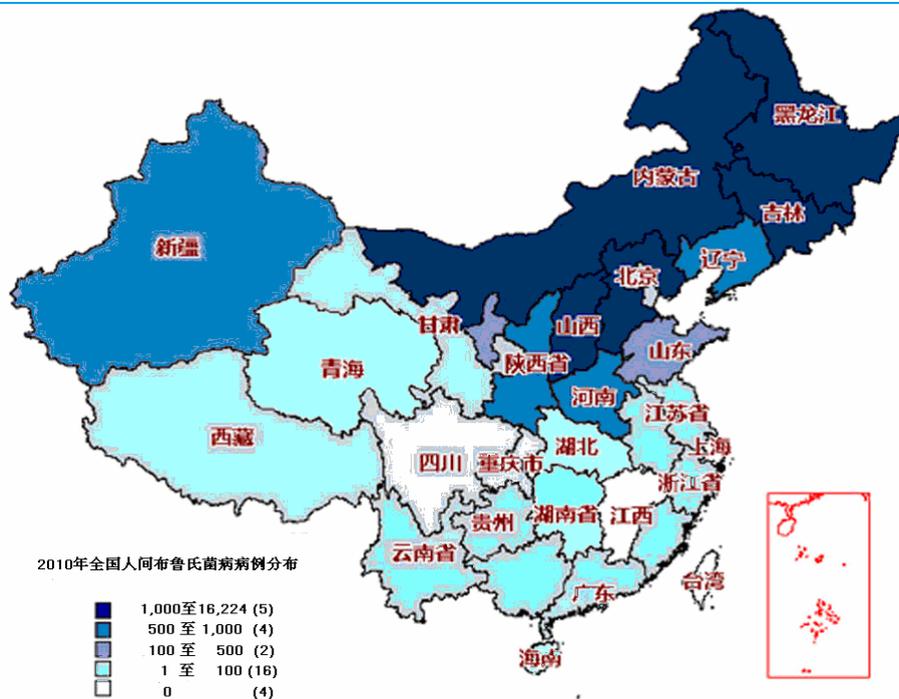
优先防治的国内动物疫病(16种)	<p>一类动物疫病(5种): 口蹄疫(A型、亚洲I型、O型)、高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、新城疫。</p> <p>二类动物疫病(11种): 布鲁氏菌病、奶牛结核病、狂犬病、血吸虫病、包虫病、马鼻疽、马传染性贫血、沙门氏菌病、禽白痢病、猪伪狂犬病、猪繁殖与呼吸综合征(经典猪蓝耳病)。</p>
重点防范的外来动物疫病(13种)	<p>一类动物疫病(9种): 牛海绵状脑病、非洲猪瘟、绵羊痒病、小反刍兽疫、牛传染性胸膜肺炎、口蹄疫(C型、SAT1型、SAT2型、SAT3型)、猪水泡病、非洲马瘟、H7亚型禽流感。</p> <p>未纳入病种分类名录、但传入风险增加的动物疫病(4种): 水泡性口炎、尼帕病、西尼罗河热、裂谷热。</p>

布病投资机会：量价齐升----强免区域可能进一步拓展，价格有望提升

■ 布病抬头，政府重视，疫苗需求量有望提升：

- 强制免疫区域增多，带动量方面的增长。目前布病最为严重的地区包括内蒙古、吉林、黑龙江、山西、河北，其中内蒙古最为严重。

图表11：我国人间布病感染情况



来源：国金证券研究所 CDC

- 潜在市场容量：6 重点防控省区 1.66 亿头份。据我们了解，布病作为二类疫病当中的首位病种，最有望进入到强免的范畴当中，随着发布人数的迅速增加，这种呼声更加强烈，但由于人畜共患以及接种人员、扑杀人员的染病风险问题，导致进度偏慢，不过，我们认为，布病的发病趋势已经非常严重，强免会是大势所趋，乐观估计，2015 年能够加入到强免范畴当中，中性估计，6 个重点省区强免的概率也很高，目前强制免疫的省份包括内蒙古、吉林，根据测算，重点 6 省的市场容量有望达到 1.66 亿头份。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表12: 6个布病重点防控省区的市场容量测算。

地区	种类	存栏量 (亿头)	出栏量 (亿头)	出栏时间 (年)	接种头份 (头份/年)	年需求量 (亿头份)
全国	羊	2.82	2.72	0.75	1	3.76
	牛	1.04	0.47	2.50	1	0.41
内蒙古	羊	0.53	0.54	0.75	1	0.70
	牛	0.07	0.03	2.50	1	0.03
吉林	羊	0.04	0.03	0.75	1	0.05
	牛	0.05	0.03	2.50	1	0.02
黑龙江	羊	0.09	0.07	0.75	1	0.12
	牛	0.05	0.03	2.50	1	0.02
河北	羊	0.14	0.21	0.75	1	0.19
	牛	0.04	0.04	2.50	1	0.02
山西	羊	0.07	0.04	0.75	1	0.10
	牛	0.01	0.00	2.50	1	0.00
新疆	羊	0.30	0.03	0.75	1	0.40
	牛	0.03	0.02	2.50	1	0.01
重点六省	羊	1.17	0.93	4.50	6	1.56
	牛	0.25	0.15	15.00	6	0.10

来源: 国金证券研究所, 畜牧年鉴

■ 价值高于价格, 真正有效的疫苗价格提升空间大

- 目前布病疫苗价格不到 0.05 元/头份, 具有生产文号的厂家共 14 家, 其中上市公司中牧、天康、金宇均有此类品种, 但是基本上处于亏损状态, 由于效果不理想, 导致价格过于低下, 我们认为与金宇口蹄疫苗的逻辑类似, 以牛为例, 一头肉牛价格在 1.5 万元左右, 头均盈利在 1000-数千元不等, 一头份终生免疫的情况下不到 0.05 元/头份的价格过于便宜, 相比产肉率下降 15%左右, 产奶率下降 25%左右的相比, 显然太过划算, 因此, 真正能够有作用的品种, 我们认为有很大的价格提升空间, 金宇的布病疫苗产品如能顺利上市, 预计将 2 元/头份价格占位, 从理认上来说, 2 元/头份的价格是有支撑的。

图表13: 我们认为真正有用的布病疫苗提价的空间大

	数值(元)	备注
单头价格	15000	出栏肉牛价格
单头盈利	1000元以上	
终生免疫所需布病成本	0.05	
产肉率下降损失	1350	
产肉率下降(%)	15%	
对应肉重下降(kg)	45	
肉牛价格(元/kg)	30	
产奶率下降损失	4875	
产奶率下降(%)	25%	
对应产奶量下降(kg)	1250	按我国平均年产重5吨计算
原奶价格(元/kg)	3.9	

来源: 国金证券研究所, 农业部, 公开资料

金宇集团: 与诗华合作, 产品品质有保障进度仍需观察

- 与诗华合作, 高品质布病苗有望享受高价:

- **优质毒株与先进技术排他性许可。**今年以来，金宇与全球第 9 大动保企业法国诗华动保签订《技术及商标许可协议》，技术方面：诗华公司向金宇保灵交付针对布鲁氏杆菌病的 *Brucellamelitensis* Rev 1 株滴眼型疫苗 (REV 1) 以及 *Brucellaabortus* S-19 株滴眼型疫苗 (B 19) 产品相关的生物材料和技术。诗华公司向金宇保灵授予与上述技术相关的排他性许可。商标方面：诗华公司向金宇保灵许可商标使用权，许可商标可被使用于金宇保灵生产和销售的 REV 1 和 B 19 两种疫苗。

图表14: 目前世界主要国家广泛使用的疫苗(主要优缺点)

疫苗名称	S19	Rev.1	RB51	S2
优点	Ery-, 安全性提高, 免疫力持久, 免疫效果好。是OIE认可的布病参考疫苗。	可用于牛和羊, 对羊种布病免疫效果好。	具有与S19相似的保护效果。	安全性高。可用于猪、牛和羊, 口服免疫可用于怀孕母畜和种公畜。
缺点	毒力稍偏强, 种公畜慎用。光滑型, 干扰临床诊断。	毒力偏强, 安全性和免疫效果有争议。光滑型, 干扰临床诊断。	安全性有争议。粗糙型, 不干扰临床诊断。	免疫原性相对偏弱。口服免疫操作相对繁琐。
使用国家/地区	中国、印度、巴西等	希腊、约旦、塔吉克斯坦等	美国、墨西哥、智利等	中国、苏丹、赞比亚等

来源: 国金证券研究所《生命科学》

- **法国布病基本达到净化水平。**布病疫苗在法国乃至欧洲的布病净化过程中起到了至关重要的作用, 除法国基本净化之外, 挪威、瑞典、芬兰、丹麦、瑞士、捷克斯洛伐克、罗马尼亚、英国、荷兰、奥地利、塞浦路斯和保加利亚等欧洲国家清除了布病达到净化水平, 公司通过跟诗华合作, 有望嫁接布病疫苗在欧洲的成功, 在毒株技术上保障产品的品质与效果。
- 除了毒株工艺方面的优势之外, 免疫方法的改进有利于大大降低作业人员风险, 采用眼鼻点滴式取代内蒙一直使用的灌服式减小了接触机会与面积, 有利于保护作业人员, 更重要的是使得布病疫苗推广阻力减少。
- **双方仍在磨合当中, 产品预计能赶上秋防但仍需进一步观察, 布病有望成为公司新的增长点:**据我们了解, 由于跟诗华公司合作仍然需要在工艺等方面进行进一步的磨合, 从时点上, 随着合资公司的形式向转让技术与商标的合作形式转变, 审批速度可能会加快, 预计公司的产品能赶上 2014 年秋防但仍需进一步观察, 如若顺利上市将成为公司重要的接力贡献的品种。从推广空间来看, 由于公司目前的销售已经达到 1 亿头份, 从置换的思路来看, 保守估计渗透率 25%, 价格 2 元/头份, 预计也将会增加 5000 万左右收入, 成为公司新的增长极。

口蹄疫疫苗增速将有所放缓但仍能保持高增长

- **猪口蹄疫市场苗空间仍然比较大, 内生、外延式增长路径仍然清晰。**市场对公司的口蹄疫市场苗预期较为充分。我们认为明年口蹄疫增速较今年会有所放缓, 主要是因为基数的原因以及竞品竞争的加强, 但 50% 以上的增长仍然能够持续, 一方面, 从市场容量上来看, 凭借 6500 万头的母猪 (包括后备母猪, 年均免疫 2 次) 以及万头以上猪场出栏量 6000 万头 (免疫一次) 的容量, 1.9 亿头份的容量仍然足够大, 即使价格有所下降, 也足以支撑 10 亿左右的市场容量, 目前公司约 2.5 亿元左右的销售额还有很大的空间; 另一方面, 从微观的角度来看, 公司已经覆盖了全国核心种猪场中的 80%, 但万头猪场还有很大的空间可控, 而且, 今年是公司大规模推广的第二年, 明年将是第三年, 部分客户将会由试用期向大规模

推广期过渡，带来渗透率的提升，也足以保障公司口蹄疫疫苗的快速增长。

- **奶牛、肉牛仍然有增量开拓空间。**根据我们的假设测算，如下表所示，近年内的目标市场容量保守估计，奶牛拥有 8161 万的潜在容量，肉牛拥有 9245 万的潜在容量，公司也在开拓奶牛等规模户的客户当中，为公司的口蹄疫疫苗产品提供新的增长极。

图表15: 奶牛、肉牛口蹄疫市场苗容量测算

年存栏	奶牛(万头)	渗透率(%)	年均头份	价格(元/头份)	潜在市场容量(万元)
100-199	67.50	5%	2	15	101.25
200-499	116.48	20%	2	15	698.88
500-999	147.54	50%	2	15	2213.10
1000头以上	171.61	100%	2	15	5148.22
合计					8161.44
年出栏	肉牛(万头)	渗透率(%)	年均头份	价格(元/头份)	潜在市场容量(万元)
100-499	475.10	10%	2	15	1425.30
500-999	215.70	50%	2	15	3235.50
1000头以上	152.80	100%	2	15	4584.00
合计					9244.80

来源: 国金证券研究所, 畜牧年鉴

投资建议

盈利预测

- 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别达到 0.93、0.94、1.25 元，首次覆盖并给予“增持”评级。目标价 30.04 元
- **我们认为 14H1 将会是动保板块集中表现的时期，公司同样有望受益。**行业层面自上而下：我们看好动保板块 14H1 表现：在我们的年度策略中，我们提出首推动物保健板块，第一：防御性。在整个畜禽价格主线不景气、种子高库存、水产受制于三公影响的情况下，动保板块将会以其良好的防御性而突显其中的价值，这一点可能会跟今年的表现比较类似；第二：进攻性，我们坚持认为动保板块将保持 30% 以上的增长，一方面，口蹄疫标准提升翻倍，价格也有翻倍的空间，并且我们看好 14 年就会部分体现，另一方面，市场苗成长仅仅是一个开始，口蹄疫、蓝耳市场苗正处于快速成长的阶段，猪瘟、布病、圆环、禽流感、腹泻疫苗品种将会接力贡献，我们认为行业至少会有 3-5 年黄金成长期，复合增速至少会在 30% 以上。公司具体品种方面，市场对布病品种多有期待，而 14H1 是布病爆发的高发期，尤其是 3-8 月份，有望成为股价的催化因素。

图表16: 布病 3-8 月为高发期，如若爆发将成股价催化因素

年份	春季			夏季			秋季			冬季		
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
2004	646	1086	1419	2024	2165	1560	927	564	541	633	140	316
2005	1431	2196	2703	3497	2795	2294	1432	885	867	712	466	386
2006	1438	2224	2711	3277	2860	2454	1482	947	865	823	425	773
2007	1558	2314	2568	3010	2878	2763	1734	1031	1067	1052	764	456
2008	2224	3184	3971	4074	4425	3422	2213	1590	1409	1292	814	825
2009	3254	4269	4790	5978	5414	3878	2630	1425	1516	1519	701	1730
2010	3051	3777	4272	5011	5012	3923	2216	1533	1905	2231	1156	956

来源: 国金证券研究所

- **国际化步伐不断支撑估值。**公司国际化的步伐不会放缓，是公司的重要战略方向，跟诗华合作有望向纵深方向推进，大品种引领增长方面布病只是一个开端，另外，公司还积极寻求与其它国际大公司进行合作，我们预计节奏与步伐不会放慢，因此，公司持续通过“合作—引进工艺和品种—享受国内市场苗市场高增长”的逻辑链条有望得到重演，因此我们认为，公司享受估值溢价将成为常态，给予公司 14X32 倍的 PE 的估值，目标价为 30.04 元。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	670	576	556	659	911	1,202	货币资金	278	420	315	400	300	300
增长率		-14.1%	-3.4%	18.5%	38.3%	31.9%	应收款项	99	63	151	116	160	211
主营业务成本	-352	-181	-182	-218	-294	-380	存货	750	793	889	897	1,127	1,355
%销售收入	52.5%	31.4%	32.6%	33.1%	32.2%	31.6%	其他流动资产	46	46	51	35	46	59
毛利	319	395	375	441	618	822	流动资产	1,173	1,322	1,407	1,447	1,632	1,925
%销售收入	47.5%	68.6%	67.4%	66.9%	67.8%	68.4%	%总资产	73.8%	88.8%	85.8%	74.3%	73.5%	74.0%
营业税金及附加	-15	-32	-25	-29	-40	-53	长期投资	82	79	61	62	61	61
%销售收入	2.3%	5.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	固定资产	255	14	94	372	452	530
营业费用	-72	-78	-88	-92	-129	-174	%总资产	16.0%	0.9%	5.7%	19.1%	20.3%	20.4%
%销售收入	10.7%	13.6%	15.8%	14.0%	14.2%	14.5%	无形资产	68	65	62	65	74	83
管理费用	-92	-95	-91	-92	-129	-174	非流动资产	416	166	233	501	590	676
%销售收入	13.7%	16.5%	16.3%	14.0%	14.2%	14.5%	%总资产	26.2%	11.2%	14.2%	25.7%	26.5%	26.0%
息税前利润 (EBIT)	140	190	171	227	319	420	资产总计	1,589	1,488	1,640	1,949	2,222	2,601
%销售收入	20.9%	32.9%	30.7%	34.5%	35.0%	35.0%	短期借款	394	413	325	261	182	98
财务费用	-13	-22	-25	-13	-9	-4	应付款项	281	219	339	280	383	503
%销售收入	2.0%	3.8%	4.5%	1.9%	0.9%	0.4%	其他流动负债	65	99	75	84	101	120
资产减值损失	-2	-2	0	0	0	0	流动负债	740	731	738	625	666	721
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	4	2	20	20	20	21
投资收益	0	0	0	93	0	0	其他长期负债	1	1	47	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	29.7%	0.0%	0.0%	负债	745	734	805	644	685	742
营业利润	125	166	146	308	310	416	普通股股东权益	838	988	1,076	1,300	1,527	1,841
营业利润率	18.6%	28.8%	26.2%	46.7%	34.0%	34.6%	少数股东权益	6	4	2	5	10	18
营业外收支	7	5	6	6	6	6	负债股东权益合计	1,589	1,725	1,883	1,949	2,222	2,601
税前利润	131	171	152	314	316	422	比率分析						
利润率	19.6%	29.6%	27.3%	47.6%	34.7%	35.1%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-17	-24	-25	-50	-47	-63	每股指标						
所得税率	13.0%	14.0%	16.6%	16.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.408	0.531	0.458	0.928	0.939	1.248
净利润	114	147	127	263	269	359	每股净资产	2.984	3.517	3.831	4.629	5.438	6.556
少数股东损益	0	-2	-2	3	5	8	每股经营现金净流	-0.341	0.660	0.367	0.691	0.551	0.904
归属于母公司的净利润	115	149	129	260	264	351	每股股利	0.000	0.150	0.160	0.130	0.130	0.130
净利率	17.1%	25.9%	23.1%	39.5%	28.9%	29.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.67%	15.10%	11.95%	20.04%	17.27%	19.04%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	7.21%	8.64%	6.83%	13.36%	11.86%	13.48%
净利润	115	147	129	263	269	359	投入资本收益率	9.78%	11.59%	10.03%	12.05%	15.59%	18.06%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	34	42	38	38	41	44	主营业务收入增长率	-2.21%	-14.05%	-3.41%	18.45%	38.26%	31.90%
非经营收益	13	25	20	-68	10	5	EBIT增长率	18.49%	35.73%	-9.87%	32.88%	40.22%	31.84%
营运资金变动	-257	-29	-83	-39	-165	-153	净利润增长率	69.92%	30.17%	-13.83%	102.66%	1.23%	32.96%
经营活动现金净流	-96	185	103	194	155	254	总资产增长率	13.55%	8.59%	9.13%	18.85%	14.02%	17.03%
资本开支	-37	-39	-116	-69	-123	-124	资产管理能力						
投资	30	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	46.0	40.4	58.0	50.0	50.0	50.0
其他	5	1	2	93	0	0	存货周转天数	638.0	1,558.7	1,690.9	1,500.0	1,400.0	1,300.0
投资活动现金净流	-2	-38	-114	23	-123	-124	应付账款周转天数	87.2	139.0	156.8	133.0	133.0	133.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	127.5	#DIV/0!	#DIV/0!	125.4	82.8	56.0
债权募资	134	17	-71	-110	-79	-83	偿债能力						
其他	-42	-22	-23	-22	-52	-47	净负债/股东权益	14.22%	-0.48%	2.69%	-9.16%	-6.42%	-9.76%
筹资活动现金净流	92	-5	-94	-132	-132	-130	EBIT利息保障倍数	10.6	8.7	6.8	18.0	36.8	96.2
现金净流量	-5	142	-105	85	-100	0	资产负债率	46.87%	42.55%	42.77%	33.06%	30.85%	28.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最新研究报告服务网
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	6	14
增持	0	1	5	7	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.52	1.49

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net