

## 一季报疫苗净利增长 200%以上，预计未来 2 年业绩仍将高速增长

金宇集团 (600201.SH)

**推荐** 维持评级

核心观点:

### 1. 事件

今日公司发布了 2014 年一季报。一季度实现疫苗收入 3.36 亿元，同比增长 112%，归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元，同比去年疫苗业务净利润增 200% 以上。EPS 为 0.49 元，大幅超我们预期。

### 2. 我们的分析与判断

**(一) 口蹄疫市场苗同增 460%、政府招标苗同增 40% 共推动业绩大幅增长**

公司 2014 年一季度口蹄疫市场苗继续放量，我们预计销售收入达 1.7 亿元，同比去年增长 466%，去年一季度仅为 3000 万元；其次，政府招标苗预计收入 1.7 亿，增速约为 40%，去年一季度 1.2 亿元。公司 14 年业绩大幅增长的主要原因有以下几点：

1) 市场苗销售规模远超市场普遍预期。我们预计口蹄疫市场苗潜在销售规模达 38 亿元。近年来规模养殖化程度不断提高，尽管一季度养殖业亏损，但在疫情高发期，中大型养殖企业仍愿采购市场苗进行防疫，否则因疫情导致的亏损会更大。这也说明中大型养殖企业防疫意识觉醒，购买高品质高端市场苗意愿逐步增强。由于前几年企业之间价格战愈演愈烈，政府招标苗质量不断下降，并且随着规模养殖化程度不断提高，养殖户对疫苗重视程度不断提高，中大型规模养殖户宁愿高价采购质量较好的市场苗。

注：口蹄疫疫苗也是目前在每年生猪养殖疫苗费用占比最大的品种之一。口蹄疫疫苗主要是在冬春季发病。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）。

2) 金宇集团猪用口蹄疫市场苗保护率高，副反应小，树行业第一品牌。我们在一系列的草根调研中发现，养殖户普遍反映据金宇猪用口蹄疫市场苗保护率达到 90% 以上，远高于国内其他厂家，并且质量稳定。公司近 3 年市场苗销售收入年均增长 100% 以上也说明公司的产品力。（11 年销售收入仅 3000 万元，12 年销售 1.2 亿，13 年销售 2.4 亿，预计 14 年销售 4.5 亿元）。

3) 牛 A 型三价口蹄疫疫苗效果继续获养殖户普遍认可。公司猪用口蹄疫销售收入高速增长的同时，牛用 A 型三价口蹄疫疫苗上市后，防疫效果亦获养殖户认可，为公司业绩高速增长锦上添花。13 年新疆、内蒙古、东北等省份普遍出现 A 型牛口蹄疫，而金宇牛 A 型三价口蹄疫疫苗效果在养殖户中反映最好，因此在 14 年一季度无论是政府招标还是市场苗销

分析师：吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090001

分析师：张婧

☎: 010-66568757

✉: zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513070001

市场数据 时间 2014.4.28

A 股收盘价(元)	26.51
A 股一年内最高价(元)	29.89
A 股一年内最低价(元)	10.99
上证指数	2003
市净率	5.63
总股本(万股)	28081.49
实际流通 A 股(万股)	28081.49
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	75.48

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

2013.8.13 《公司深度-金宇集团 (600201)：中国动保领域的“硕腾”!》

2013.05.21 《金宇集团 (600201) 股东大会纪要》  
2013.4.26 《一季度业绩符合预期 公司市场苗继续高速增长》

2013.1.30 《金宇集团深度报告：蓝海市场开拓领导者!》

售中均大幅增长，一度出现销售断货的情况。

**4) 公司产能不断扩张，产能瓶颈得到缓解。**当前公司口蹄疫抗原含量产能达 42 亿微克（有效产能估计 30 亿微克），同比去年年底产能 24 亿微克，同比增长 75%。公司未来将发行可转债拟募集的资金总额 4.50 亿元，主要用于新增 50 亿微克的抗原含量产能。预计 2016 年才能达产。

**5) 春防政府招标苗价格稳中有升，推动公司招标苗业务收入增长。**从我们了解到今年春防口蹄疫苗招标情况看，主要有以下两个特征：**(1) 总体均价继续上涨。**其中山东省均达到了 0.5 元/毫升，较 13 年增幅为 66.67%，合成肽疫苗为 0.88 元/毫升，同比增幅为 151.43%；广西省价格为 0.54 元/毫升，同比上涨了 12.50%；另外广东、厦门等地口蹄疫招标苗也有小幅上升。**(2) 三价苗纳入招标体系。**广西省和重庆市招标出现了口蹄疫 0 型、亚洲 I 型、A 型三价灭活疫苗（悬浮培养技术,206 佐剂），定价为 2 元/毫升，重庆市中标企业为金宇和天康，分别中标 1000 万元，广西省中标企业仅有金宇一家，中标金额 200 万元。

**表 1：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)
<b>种猪</b>					
能繁母猪存栏量	5068	2.5	12670	8	10.14
种公猪	8	2.5	20	8	0.02
<b>规模化商品猪</b>					
年出栏万头以上	6197	1.5	9295.5	6	5.6
<b>牛</b>					
出栏肉牛	4670.7	2.5	11676.75	15	17.5
存栏奶牛	1300	2.5	3250	15	4.87
<b>合计</b>			<b>21985.5</b>		<b>38.11</b>

数据来源：中国农业年鉴 2013，中国银河证券研究部测算

## （二）公司专注生物疫苗产业 引领产业升级

2013 年，在剥离房地产业务后，生物制药成为集团唯一主营业务。集团将生物制药产业发展定位于走市场化、国际化道路，做国际型企业。瞄准国际先进技术，创新动物疫苗防控营销模式，使疫苗销售再创新高。一年来，保灵公司通过了国家级高新技术企业、国家企业技术中心复审，荣获了工信部、财政部表彰的国家技术创新示范企业。面对产业升级转型，保灵公司加快技术改造步伐，当年完成口蹄疫生产线的两次扩产任务，突破产能瓶颈，实现产量翻番；与法国诗华动物保健公司签订《技术及商标许可协议》，实现国内布鲁氏杆菌疫苗生产工艺技术升级，使产品质量达到国际标准；牛三价口蹄疫疫苗获得新兽药证书和正式生产文号，推动行业实行抗原含量、杂蛋白含量及抗原杂蛋白检测标准；拓展直销渠道建设，针对规模化、集约化养殖场提供专业服务，提升营销价值，巩固原有忠诚客户，扩大营销网络，增强盈利能力。优邦公司克服产品单一的不利局面，积极引进新产品，加快吸收、消化、改造进程；新建四条生产线已通过农业部 GMP 动态验收，新城疫等新型疫苗的研发及产业化进展顺利。

## （三）布病疫苗预计 14 年四季度推出

去年 9 月份，为加快双方合作进程，简化合作审批手续，双方协商签订了《技术及商标许

可协议》，取消了原来成立合资公司的意向，改由金宇保灵直接购买诗华公司牛羊布鲁氏杆菌疫苗生产技术及商标许可权，全权负责在中国生产和销售。当前工艺改造已接近尾声，预计5月份能生产出样品，拿到国际 OIE 认证后，则可以在国内申请，由于国内布病疫情比较严重，且人畜共患，走绿色通道的概率非常大。预计四季度上市的可能性较大。

#### （四）储备品种陆续上市，产品线逐步丰富

未来金宇集团将不断丰富高端疫苗产品线。充分发挥两个国家级实验室研发平台优势，通过产品引进和技术升级，加快新产品的研发生产、上市进程，尽快形成新的利润增长点。今年要争取完成布鲁氏杆菌病疫苗、猪圆环疫苗、猪瘟疫苗、伪狂犬疫苗、蓝耳病疫苗产品升级工作，BVD+IBR 二联疫苗取得临床批文。

1) **开拓禽类疫苗市场。**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，主要生产高端禽类疫苗，项目建成后将新增产出 2 亿元，未来 5 年内公司计划完成总投资达 10 亿元。负责研发是扬州大学刘秀梵教授，中国工程院院士，是国内禽流感疫苗研发核心专家。目前专家已经完成了实验室阶段的产品，在经过车间改造生产验收后，公司将向农业部申请，禽类疫苗未来主要是市场苗，和国家招标苗有一定差异，所以在未来进入市场时，公司将采用采取直销方式。预计下半年会上市，预计 14 年销售收入至少 3000 万元。

2) **猪瘟疫苗、伪狂犬疫苗生产线改造。**猪瘟疫苗近几年由于招标苗价格战激烈，企业利润越来越低，公司准备研发猪瘟高端苗，提高疫苗品质，避免与其他企业进行价格战。

3) **加强对外合作。**2012 年以来，公司先后与来自法国、瑞士等国家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。

#### （五）限制性股票激励有助于稳定核心人员和保持公司长期发展

公司计划拟向高级管理人员、核心技术业务骨干人员等 93 人授予 560 万股 A 股普通股，占股本 1.99%。首次授予限制性股票价格为 12.78 元，计划有效期为自首次授予日起 48 个月，首次授予的限制性股票自首次授予日起满 12 个月后，激励对象在解锁期内按 34%、33%、33% 的比例分三期解锁。解锁条件为：1) 以 2012 年为基准年，2013 年、2014 年、2015、2016 年营业收入增长率分别不低于 10%、20%、35%、50%。2) 以 2012 年为基准年，2013 年、2014 年、2015、2016 年净利润增长率分别不低于 40%、60%、80%、100%。我们认为本次激励覆盖了大部分的核心成员，有利于提高员工积极性，保证了公司中长期的运营能力

#### （六）加快国际合作进程 中国版“硕腾”轮廓已现

2013 年，公司在深化品质金宇建设的基础上，进一步提出走市场化、国际化道路，做国际型企业的战略定位。年内公司聘请 164 人次的外国专家顾问来公司进行专项研讨和技术交流，公司管理层以及保灵公司技术人员 30 多人次赴欧洲知名药企进行考察学习。同年，保灵公司与法国诗华动物保健公司签订协议，引进国际 OIE 布鲁氏杆菌菌种和疫苗生产工艺技术，实现布病疫苗产业升级；国家高级别生物安全实验室等多个项目聘请国际知名专家完成了项目前期论证设计。同时，完成了对非洲养殖业疫情、疫苗生产销售状况的考察工作。我们认为在经过 13 年充分的国内外交流后，14 年将有多项国内外合作项目落地，以丰富公司产品线，增强公司盈利能力。

### 3. 盈利预测和投资建议

鉴于公司口蹄疫疫苗品质领先优势及未来新疫苗不断推出并放量，我们预计公司14/15/16年EPS1.10/1.62/2.13元，生物疫苗业务贡献净利润同比增速为64%/47%/32%，我们认为公司未来储备品种丰富，技术工艺领先优势明显，给予14年EPS 35倍PE，目标位38元，维持“推荐”投资评级，建议积极关注！

表 1：限制性股票解锁安排

解锁期	解锁时间	可解锁比例
首次授予限制性股票的第一个解锁期	自首次授予日起满12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日止	34%
首次授予限制性股票的第二个解锁期	自首次授予日起满24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日止	33%
首次授予限制性股票的第三个解锁期	自首次授予日起满36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日止	33%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2：限制性股票激励人员

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
张翀宇	董事长&总裁	81	14.46%	0.29%
徐师军	董事&副总裁	47.5	8.48%	0.17%
王秀华	董事&副总裁	11	1.96%	0.04%
李树剑	董事会秘书	11	1.96%	0.04%
张红梅	财务总监	11	1.96%	0.04%
中层管理人员、核心技术（业务）人员（共计88人）		342.5	61.16%	1.22%
预留		56	10%	0.20%
合计		560	100%	1.99%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3：解锁业绩要求

解锁期	业务业绩指标
首次授予限制性股票的第一个解锁期	以2012年为基准年，2013年营业收入增长率不低于10%，2014年营业收入增长率不低于20%以2012年为基准年，2013年净利润增长率不低于40%，2014年净利润增长率不低于60%
首次授予限制性股票的第二个解锁期/预留限制性股票的第一个解锁期	以2012年为基准年，2015年营业收入增长率不低于35%以2012年为基准年，2015年净利润增长率不低于80%
首次授予限制性股票的第三个解锁期/预留限制性股票的第二个解锁期	以2012年为基准年，2016年营业收入增长率不低于50%以2012年为基准年，2016年净利润增长率不低于100%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 4：公司资产负债表预测**

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1016	989	981	978	营业收入	642	1005	1460	1858
应收票据	0	0	0	0	营业成本	195	303	440	557
应收账款	58	90	131	167	营业税金及附加	6	10	15	19
预付款项	46	46	46	46	销售费用	112	161	234	297
其他应收款	12	19	28	36	管理费用	77	127	190	242
存货	501	781	1133	1435	财务费用	20	40	48	40
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	29	29	29	29	投资收益	62	1	1	1
固定资产	210	198	185	172	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	18	19	20	20	营业利润	294	365	535	704
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	0	0	0	0
无形资产	54	52	49	47	税前利润	294	365	535	704
长期待摊费用	15	19	22	24	减：所得税	41	51	75	99
资产总计	2009	2293	2675	3005	净利润	252	314	460	606
短期借款	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	250	310	455	599
应付票据	5	8	12	15	少数股东损益	3	4	5	7
应付账款	51	80	125	145	基本每股收益	0.89	1.10	1.62	2.13
预收款项	-28	-140	-304	-513	稀释每股收益	0.89	1.10	1.62	2.13
应付职工薪酬	27	27	27	27	<b>财务指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
应交税费	300	300	300	300	<b>成长性</b>				
其他应付款	39	39	39	39	营收增长率	16.7%	56.5%	45.4%	27.2%
其他流动负债	26	26	26	27	EBIT 增长率	36.7%	60.5%	44.1%	27.7%
长期借款	502	602	702	702	净利润增长率	90.6%	24.3%	46.7%	31.6%
负债合计	944	964	948	763	<b>盈利性</b>				
股东权益合计	1069	1333	1731	2246	销售毛利率	69.7%	69.8%	69.9%	70.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	销售净利率	38.9%	30.9%	31.1%	32.2%
净利润	252	314	460	606	ROE	23.3%	23.3%	26.3%	26.7%
折旧与摊销	36	38	40	41	ROIC	13.64%	17.81%	20.45%	21.57%
经营活动现金流	179	-10	29	155	<b>估值倍数</b>				
投资活动现金流	34	-27	-27	-27	PE	28.0	22.5	15.3	11.7
融资活动现金流	154	10	-10	-131	P/S	10.9	6.9	4.8	3.8
现金净变动	367	-26	-8	-3	P/B	6.53	5.24	4.03	3.11
期初现金余额	649	1016	989	981	股息收益率	0.4%	0.7%	0.9%	1.3%
期末现金余额	1016	989	981	978	EV/EBITDA	22.5	15.0	10.8	8.6

资料来源：中国银河证券研究部

## 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、张婧，行业证券分析师。**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。本报告清晰准确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。

### 覆盖股票范围：

吴立，农林牧渔行业分析师。2012 年、2013 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

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。

### 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）、金宇集团（600201.SH）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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：高兴 83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)  
北京地区：李笑裕 83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)