

## 金宇集团 (600201)

### 增长驱动不断，尽享行业景气

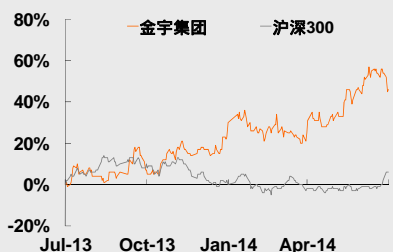
#### 强烈推荐 (首次)

现价：31.68 元

#### 主要数据

行业	平安生物医药
公司网址	www.jinyu.com.cn
大股东/持股	内蒙古农牧药业有限责任公司/11.97%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	286
流通 A 股(百万股)	281
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	90.56
流通 A 股市值(亿元)	88.96
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	21.3

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

农业行业半年度策略报告《布局成长，博弈周期》(2014.6.25)

兽用生物制品行业专题报告《景气行业，布局龙头》(2014.7.30)

#### 证券分析师

赵小燕 投资咨询资格编号  
S10601111080160  
021-38638650  
ZHAOXIAOYAN488@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 投资要点

##### ■ 聚焦生物制药，重拾增长活力

公司自 1999 年实现 A 股上市，经历了 10 余年对主营业务、股权结构的持续调整，2013 年公司初步形成了主营业务聚焦生物制药、股权结构以管理层持股为主的新面貌，经营情况也随之重拾增长活力。2013 年公司 6.7 亿营业收入中约 95% 由兽用疫苗贡献，其中口蹄疫疫苗占比逾 90%。

##### ■ 行业景气持续，龙头率先受益

国内动物疫苗市场约 90 亿元，养殖规模化驱动下，近年来行业 CAGR 近 20%。测算行业潜在市场接近 250 亿元，未来成长空间仍然广阔。考虑研发创新、营销服务是行业竞争的关键因素，龙头企业将强者恒强。

公司为口蹄疫疫苗市场龙头，测算 2013 年公司在口蹄疫招采苗中市占率约 25%，口蹄疫市场苗中市占率约 60%。同时，公司正积极围绕高端疫苗产品进行产品线扩充及渠道拓展。行业高景气背景下，公司有望持续受益。

##### ■ 口蹄疫疫苗有望持续放量

预计公司口蹄疫疫苗销售额未来三年复合增速 30%，猪口蹄疫市场苗持续增长、牛三价疫苗快速放量是主要增长驱动力。

猪口蹄疫招标苗：2014 年猪口蹄疫 O 型灭活疫苗春防招标价格同比小幅提升 5%。预计农业部新规推动下，招采苗价格将稳中有升。

猪口蹄疫市场苗 测算 2013 年金宇、天康、中农威特等市场苗销售额约 4 亿元，折算市场渗透率仅 15%，行业蓝海特征仍然显著。凭借显著的产品工艺优势、日益完善的销售服务体系，公司口蹄疫市场苗增长潜力较大。

牛三价疫苗：2013 年以来多地频繁爆发 A 型口蹄疫，疫情驱动下牛三价苗需求井喷。目前仅公司具备批量生产牛三价苗的能力，充分受益需求增长。

##### ■ 积极扩充产品线，布病疫苗值得关注

除主打产品口蹄疫疫苗之外，公司未来两年内将新增布病疫苗、猪圆环疫苗、鸡新城疫重组疫苗等疫苗品种。其中，布病疫苗由于产品升级空间较大，且

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	556	671	1,114	1,386	1,610
YoY(%)	-3.4	20.6	66.0	24.4	16.1
净利润(百万元)	130	251	390	474	568
YoY(%)	-12.7	92.3	55.4	21.6	19.8
毛利率(%)	67.4	70.6	71.8	71.8	71.8
净利率(%)	23.4	37.4	35.0	34.2	35.3
ROE(%)	12.1	19.6	23.3	22.1	20.9
EPS(摊薄/元)	0.46	0.89	1.39	1.69	2.02
P/E(倍)	68.2	35.5	22.8	18.8	15.7
P/B(倍)	8.3	6.9	5.3	4.2	3.3

国内尚未有竞争产品，在未来两年新增品种中最为值得关注。

公司布病疫苗投产后，内蒙古有望将其纳入招采范围，故布病疫苗一经推出后存在迅速放量的可能性。假设公司布病疫苗 2015 年投产，预计 2015~2016 年分别实现销量 2000 万、10000 万头份。考虑主要牧区对布病防疫重视度较高，不排除公司布病疫苗放量存在超预期的可能性。

### ■ 盈利预测与估值

产品创新升级驱动下疫苗行业景气度较高，以金宇为代表的龙头企业将率先受益。预计未来三年公司净利润复合增速 31%，2014~2016 年公司 EPS 分别为 1.39、1.69、2.02，对应 2014 年 8 月 14 日 31.68 元的收盘价，PE 分别为 22.8、18.8、15.7 倍。公司口蹄疫疫苗有望持续放量、布病疫苗等储备品种也将形成新增长驱动。同时，在聚焦高品质疫苗的策略下，公司未来有望不断推出新型潜力品种，并充分受益行业高景气，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**口蹄疫市场竞争趋激烈、新疫苗产品推出时间不及预期等。

## 正文目录

一、 聚焦生物制药，重拾增长活力 .....	5
1.1 主营业务聚焦至生物制药 .....	5
1.2 股权结构以管理层持股为主 .....	6
1.3 自 2013 年重拾增长活力 .....	6
二、 行业景气持续，龙头率先受益 .....	7
2.1 行业快速增长 .....	7
2.2 成长空间广阔 .....	9
2.3 竞争格局较优 .....	10
2.4 行业景气持续，龙头率先受益 .....	10
三、 口蹄疫疫苗有望持续放量 .....	11
3.1 传统招采品种，市场化注入新活力 .....	11
3.2 猪口蹄疫招采苗：竞争格局稳定，预计价格稳中有升 .....	12
3.3 猪口蹄疫市场苗：工艺优势显著，增长潜力较大 .....	12
3.4 牛三价疫苗：疫情驱动需求井喷，市场、招采并行增长 .....	13
3.5 口蹄疫疫苗有望持续放量 .....	14
四、 积极扩充产品线，布病疫苗值得关注 .....	14
4.1 积极扩充产品线 .....	14
4.2 布病疫苗升级空间大 .....	15
4.3 布病疫苗有望快速放量 .....	15
五、 盈利预测与估值 .....	16

## 图表目录

图表 1	2010~2013 金宇集团收入构成 (百万元)	5
图表 2	金宇集团主要子公司	5
图表 3	截止 1Q14 公司股权结构	6
图表 4	2010~2013 年公司营业收入 (百万元)	7
图表 5	2010~2013 年公司净利润 (百万元)	7
图表 6	公司限制性股权激励主要内容	7
图表 7	规模生猪每头生猪医疗防疫费用高于散养生猪 (元/头)	8
图表 8	2009~2012 年间整个动物疫苗行业年均复合增速接近 20% (亿元)	8
图表 9	中国生猪出栏结构	9
图表 10	2013 年国外兽药市场分布图 (按使用动物, 数据不包含中国)	9
图表 11	2012 年中国兽用疫苗市场分布 (按使用动物)	9
图表 12	2012 年中国及中国以外国家生猪头均生物制剂使用金额测算	10
图表 13	动物疫苗行业潜在市场空间测算	10
图表 14	政府招采模式流程图	11
图表 15	测算口蹄疫市场苗终端市场规模可达 40 亿	11
图表 16	强免疫苗定点生产企业数量 (个)	12
图表 17	广东地区口蹄疫疫苗招采价格 (元/头份)	12
图表 18	广东省动物卫生监督所 2013 年对疫苗免疫效果的评价试验结果	13
图表 19	口蹄疫两种毒株在不同培养工艺下的数据对比	13
图表 20	金宇口蹄疫市场苗产能快速扩张	13
图表 21	金宇口蹄疫市场苗销量快速增长	13
图表 22	预计公司口蹄疫疫苗销售额未来三年复合增速 30%	14
图表 23	布病疫苗市场空间测算	15
图表 24	2011 年主要牧区牛、羊存栏量	16
图表 25	动保行业估值情况	16
图表 26	金宇集团盈利预测假设	16

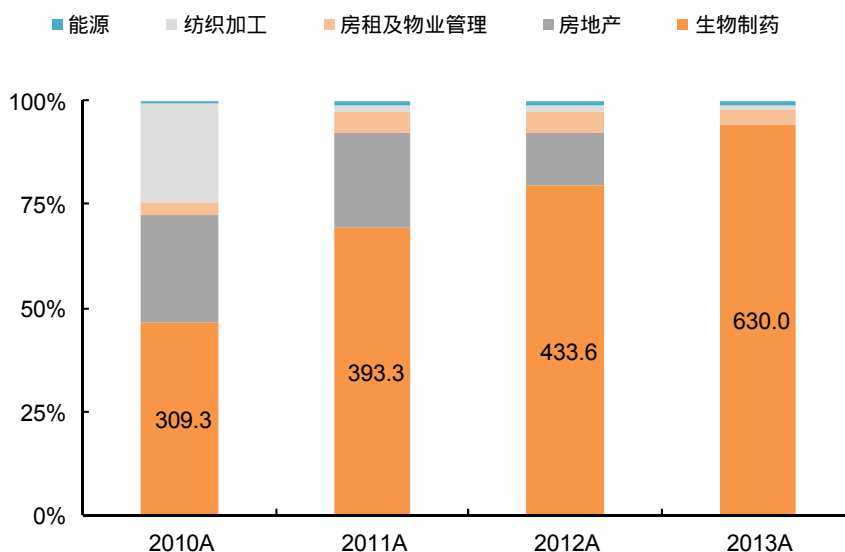
## 一、 聚焦生物制药，重拾增长活力

### 1.1 主营业务聚焦至生物制药

公司自 1999 年上市，上市之初主营业务为羊绒纺织、生物制药、亚麻籽开发利用、房地产开发等。2004 年，公司实施产业结构调整，确立生物制药和房地产开发为两大主营业务。2012 年底，公司转让子公司金宇置地 100% 股权，剥离房地产开发业务。目前公司主营业务为生物制药，2013 年该业务贡献了 6.3 亿营业收入，约占到公司整体收入的 95%。

生物制药方面，公司主要产品为口蹄疫疫苗，由公司全资子公司金宇保灵负责生产经营。2013 年金宇保灵贡献营业收入 6 亿元，净利润 2 亿元，分别占到当年公司整体营业收入、净利润的 92%、84%。金宇保灵同时经营猪瘟疫苗，而猪蓝耳疫苗等产品由另一全资子公司扬州优邦负责经营。

图表1 2010~2013金宇集团收入构成（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 金宇集团主要子公司

子公司	持股比例	主营业务	净利润（2013，万元）
金宇保灵生物药品有限公司	100%	口蹄疫灭活疫苗、细胞毒活疫苗、组织毒活疫苗等的生产销售	20,994
扬州优邦生物制药有限公司	100%	细胞毒灭活疫苗的研制生产	205
内蒙古金宇惠泽农牧业发展有限公司	100%	种植业，花卉、苗木、农副产品、农机产品、农资产品销售等	-140
内蒙古金堃物业服务服务有限公司	100%	物业服务、机动车停车场管理等	43
黄山市黄山区天安伟业置业有限公司	100%	房地产开发及销售，自有物业管理	-493
黄山市金禹伟业大酒店有限公司	40%	酒店服务业	-164

资料来源：公司公告，平安证券研究所

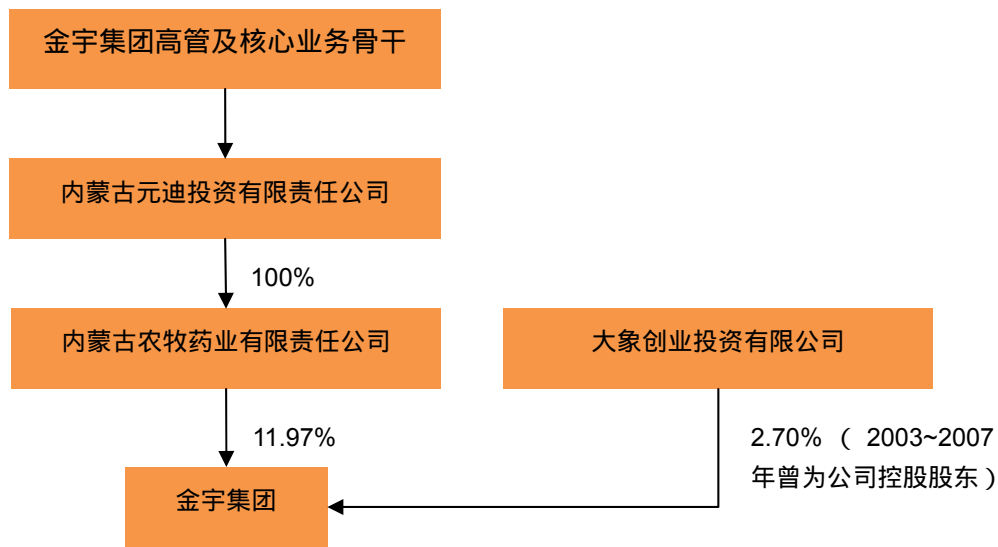
## 1.2 股权结构以管理层持股为主

上市以来，公司的股权结构也经历过历次变更，控股股东先后从呼和浩特国有资产管理局、大象创业投资有限公司（大象投资），变更至内蒙古农牧药业有限责任公司（农牧药业）。

当前公司的第一大股东农牧药业由内蒙古元迪投资有限责任公司（元迪投资）全资控股，而元迪投资为金宇集团高管及核心业务骨干出资设立的公司。

截止 1Q14，公司第一大股东农牧药业共持有公司股份 11.97%，而大象投资的持股比例则逐步由 18.86% 缩减至 2.70%。公司基本实现了以管理层持股为主的股权结构。

图表3 截止1Q14公司股权结构



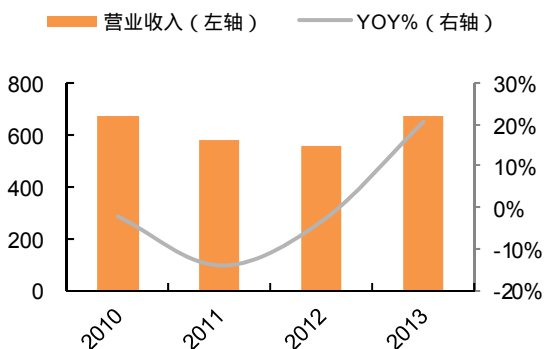
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.3 自 2013 年重拾增长活力

随公司主营业务聚焦至生物制药、股权结构逐步优化，公司自 2013 年起重拾增长活力。2013 年公司实现业务收入 6.7 亿元，同比增长 21%，实现净利润 2.5 亿元，同比增长 92%。

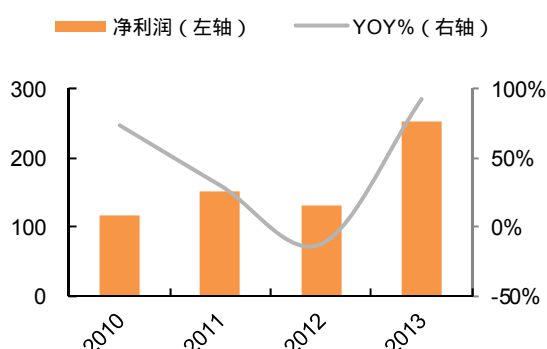
另外，2013 年公司进行了限制性股权激励、高管增持等一系列资本市场动作，进一步彰显了公司对未来发展的信心。股权激励方面，公司解锁的主要业绩考核指标包括：以 2012 年为基准年，2013 年、2014 年、2015、2016 年净利润增长率分别不低于 40%、60%、80%、100% 等。高管增持方面，公司董事长张翀宇及部分高管分别以 24.36 元的价格累计增持公司股份 575 万股，占总股本 2.05%。

图表4 2010~2013年公司营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 2010~2013年公司净利润（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司限制性股权激励主要内容

项目	内容
授予日	2014年3月25日
授予价格	12.78（元）
授予股数	504（万股）
授予对象	董事长张翀宇、中高层管理人员、核心技术人员共93人
营业收入考核指标	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%
净利润考核指标	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%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

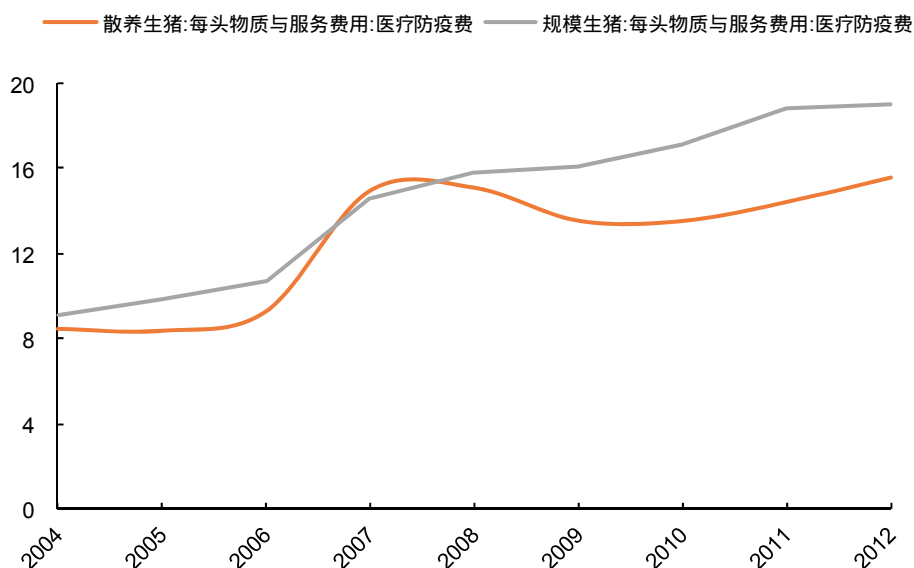
## 二、行业景气持续，龙头率先受益

### 2.1 行业快速增长

2009~2012年间中国兽用生物制品行业年均复合增速接近20%，当前市场规模约90亿元。行业高增长的驱动力主要来自三方面：

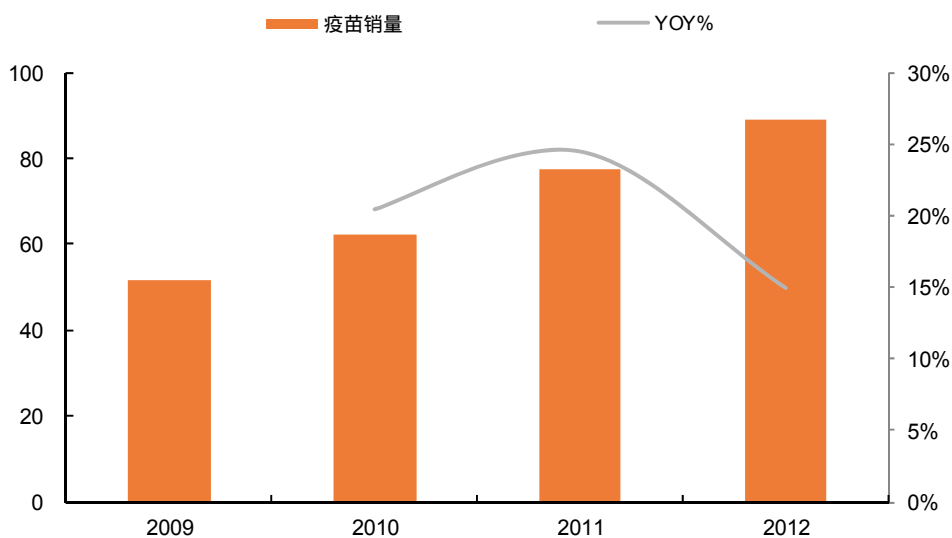
- 1、养殖规模化程度提升。**中国畜牧养殖正由农户散养为主逐渐向规模化、现代化养殖的模式转变。50头以上规模化养殖出栏占比已经由2005年的30%左右提升至2010年的近70%。相对散养户，规模养殖户具备更强的防疫意识及防疫能力。以生猪养殖为例，2012年中国规模养殖户单头生猪医疗防疫费为19，超过散养户的16元。
- 2、食品安全关注度升级。**中国兽用化学药品中约70%为抗菌素、抗生素等，由此导致的药物残留引发的食品安全问题日渐突出。由此，以兽用生物制品为代表的“绿色”兽药在动物防疫防控中的作用日渐突出。
- 3、疫病爆发频繁。**疫病爆发期，政府会加大对疫病的防控力度，加强疫苗的接种力度及范围。同时，养殖户为防止畜禽染病带来的经济损失，主动防疫意识也会提高，加强对健康畜禽疫苗接种。

图表7 规模生猪每头生猪医疗防疫费用高于散养生猪（元/头）



资料来源: wind、平安证券研究所

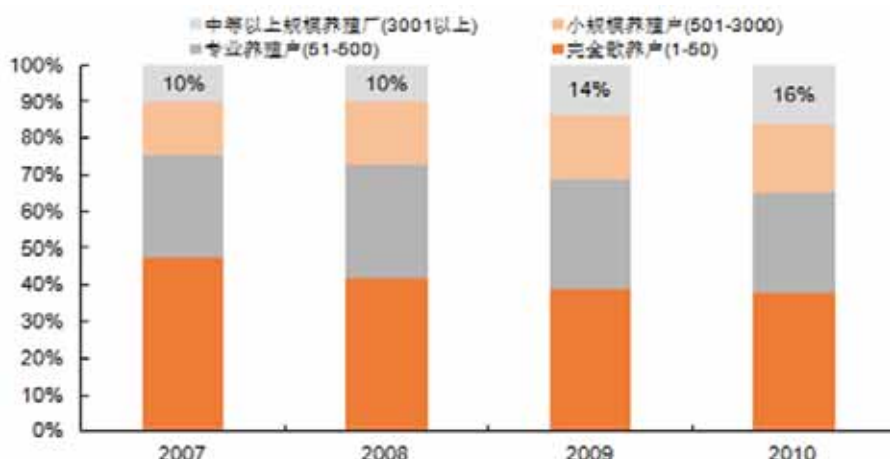
图表8 2009~2012年间整个动物疫苗行业年均复合增速接近20%（亿元）



资料来源: wind、平安证券研究所



图表9 中国生猪出栏结构



资料来源：wind、平安证券研究所

## 2.2 成长空间广阔

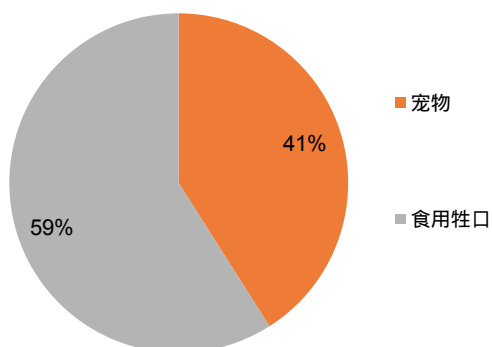
目前中国生物制品市场以猪、鸡为主，宠物疫苗提升空间大。国外兽药市场中宠物用产品占比最高，达到41%，中国市场构成则与之差距较大。目前中国兽用疫苗市场主要由猪、禽构成，分别占到49%、36%，而宠物用疫苗占比则不足5%，提升空间较大。

即使是目前中国市场占比最高的猪用疫苗，也仍有较大发展空间。2012年中国生猪出栏量约7亿头，约占全球生猪存栏总量的60%。而同期中国猪用生物制品销售额约44亿元，仅占全球猪用生物制剂销售额总量的40%。

参考2012年数据，以猪用疫苗销售金额/生猪出栏量近似衡量头均生猪疫苗费用，则当年中国头均生猪疫苗费用约6元。而即便是如美国等先进养殖大国已经对大部分疫病达到净化状态，测算中国以外国家头均生猪疫苗费用仍然达到13元。

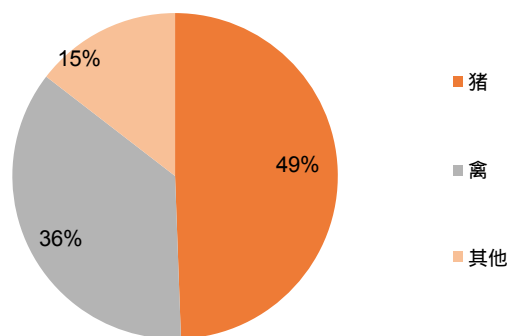
测算仍有成倍增长空间。暂不考虑宠物疫苗、水产疫苗的情况下，对中国兽用疫苗潜在市场空间进行测算：以2011年中国猪、禽、反刍类动物出栏量为基础，假设潜在免疫覆盖率分别可达到60%、80%、40%，头均免疫费用分别为30、1、30元/头，则动物疫苗潜在市场空间接近250亿元，较目前约90亿的市场规模仍有成倍增长空间。

图表10 2013年国外兽药市场分布图（按使用动物，数据不包含中国）



资料来源：IFAH Annual Report、平安证券研究所

图表11 2012年中国兽用疫苗市场分布（按使用动物）



资料来源：IFAH Annual Report、平安证券研究所

**图表12 2012年中国及中国以外国家生猪头均生物制剂使用金额测算**

	中国以外	中国
生猪存栏量 (亿头)	5	7
动物保健品销售额(亿元)	363	89
猪用产品占比%	18%	49%
猪用疫苗销售额 (亿元)	64	44
生猪头均免疫费用 (元)	12.9	6.3

注：以猪用疫苗销售金额/生猪出栏量近似衡量头均生猪疫苗费用、按照美元对人民币汇率为6.2计算、中国以外猪用产品占比参考2009年IFAH数据；

资料来源：平安证券研究所

**图表13 动物疫苗行业潜在市场空间测算**

	出栏量 (亿头, 2011 年)	免疫覆盖率%	头均疫苗费 (元 / 年)	市场份额 (亿元)
猪	7	60%	30	119
禽	113	80%	1	91
反刍类	3	40%	30	40
<b>合计</b>				<b>249</b>

资料来源：平安证券研究所

## 2.3 竞争格局较优

动保行业具备高集中度的特征，早在 2009 年全球动保行业 CR5 就已达到约 65%。但由于中国兽药行业起步相对较晚，初期监管体制尚不成熟导致行业内存在一定无序竞争状态。截止 2012 年底，中国兽药行业仍有生产企业 1791 家，其中年销售额 2 亿元以上的大型企业仅 44 家。

相对化药，中国兽用生物制品行业所受监管更严格、生产工艺更复杂、科技含量更高、对投入要求更高。这些特征下中国兽用生物制品市场格局更优。2012 年中国共有生物制品企业 68 家，行业 CR5 已经达到约 30%，CR10 约 50%。

## 2.4 行业景气持续，龙头率先受益

**判断未来行业持续景气的背景下，龙头企业将率先受益：**1、行业进入壁垒较高，2012 年行业 VR5 约 30%，CR10 约 50%；2、研发创新、营销服务是行业竞争的关键因素，故龙头企业相对具备较强竞争优势；3、兽药研发、认证周期较长，并购、合作是企业快速做大的有力途径，推测疫苗行业内并购、合作浪潮将持续，利好具备较强资金优势的龙头企业。

**金宇集团为口蹄疫市场苗龙头，并储备多个潜力品种，有望持续受益行业景气。**公司在口蹄疫疫苗的工艺技术上优势显著，并率先开拓了口蹄疫疫苗的市场化销售。测算 2013 年公司在口蹄疫疫苗中市占率约 25%，在口蹄疫市场苗中市占率约 60%，均处领先地位。同时，公司储备了布病疫苗、猪圆环疫苗、鸡新城疫疫苗等潜力品种，有望在近几年内逐步推出。

预计公司将持续受益行业景气，口蹄疫疫苗的持续放量、其他潜力品种的陆续推出、后续产品线的进一步丰富将不断驱动公司高成长。

### 三、 口蹄疫疫苗有望持续放量

#### 3.1 传统招采品种，市场化注入新活力

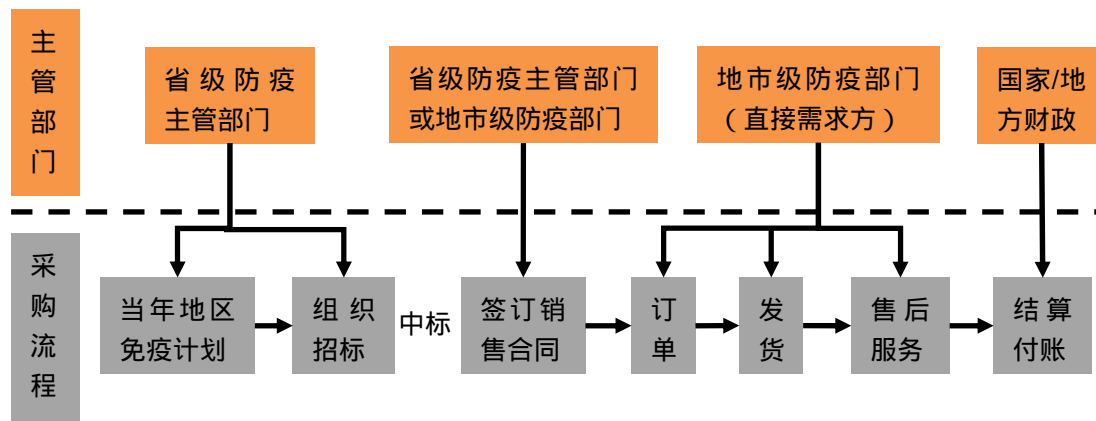
口蹄疫疫苗为四大强免疫苗之一，销售模式以政府招采为主。政府招采模式下，农业部每年制定国家动物疫病强制免疫计划，由各地方政府兽医行政主管部门通过招标方式进行采购，免费提供给养殖户进行强制免疫，由国家和地方财政负担免疫费用。招采模式以地方财政+中央财政出资结合的方式，多数地区以地方财政为主。这一模式下，在产品质量符合招采标准的基础上，价格也是衡量中标与否的重要条件之一。

市场化为口蹄疫疫苗市场扩容注入新活力。随中国养殖业规模化程度提升，规模养殖户的防疫需求与防疫能力随之增长，部分规模化养殖厂选择放弃免费但低质的政府苗，转而直接向疫苗厂商购买高价高质的疫苗产品。市场苗中抗原含量高，在防疫效果及配套服务上均较招标苗具备明显优势。

以金宇集团口蹄疫市场苗为例，每头份终端价格可达到 8~10 元，远高于 0.8~1.0 元/头份的招采苗价格。同时，口蹄疫具备高传染性、高致病性的疫病特征，在国内普及率较高，故其市场化后市场的空间巨大。

当前口蹄疫招标苗市场仅约 15 亿左右，测算口蹄疫疫苗市场苗终端市场潜在份额达 40 亿。参考农业部规定，强免疫苗的市场化销售必须以直销模式进行。假定 1 千头以上猪场、500 头以上肉牛及 200 头以上奶牛养殖场为市场苗目标客户群体，参考 2010 年出栏数据，这一受众群体约有 2 亿头猪、4 百万头肉牛、4 百头万头奶牛，按照 8 元/头份的猪用疫苗价格、商品猪一年 1.5 头份的使用量、种猪一年 2 头份的使用量，15 元/头份的牛用疫苗价格、一年 2 头份的使用量计算，则口蹄疫市场苗终端市场规模就可达约 40 亿。

图表14政府招采模式流程图



资料来源：wind、平安证券研究所

图表15测算口蹄疫市场苗终端市场规模可达40亿

	头数 (万头)	年用量 (头份/年)	价格 (元/头份)		市场份额 (亿元)	
			终端价	出厂价	终端口径	出场口径
1000 头以上猪场	22,719	1.5	8.0	6.0	27	20
能繁母猪	4,912	2.0	8.0	6.0	8	6
500 头以上肉牛	369	2.0	15.0	10.0	1	1
200 头以上奶牛	436	2.0	15.0	10.0	1	1
<b>合计</b>					<b>38</b>	<b>28</b>

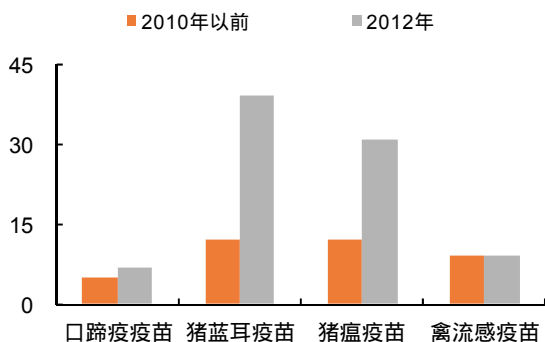
资料来源：平安证券研究所

### 3.2 猪口蹄疫招采苗：竞争格局稳定，预计价格稳中有升

**口蹄疫招采苗竞争格局较为稳定。**相对猪瘟、猪蓝耳疫苗，近年来口蹄疫疫苗生产厂商数量基本稳定。截止 2013 年年底，共 7 家厂商具备口蹄疫疫苗生产资质，分别为中牧兰州厂、中牧乾元浩保山厂、金宇保灵、上海申联、天康股份、必威安泰、中农威特、乾元浩。与稳定的市场格局相对应，近年来口蹄疫招采苗价格也基本维持在 0.4~0.5 元/毫升之间。

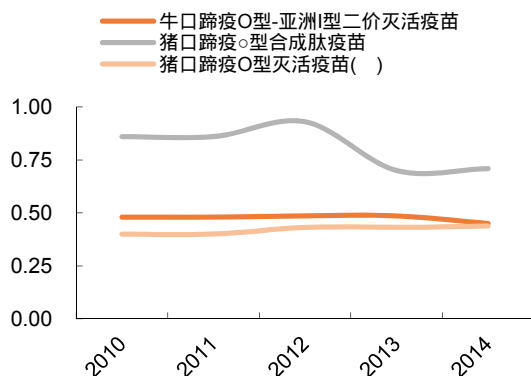
**新规推动招采标准提升，预计招采疫苗价格稳中有升。**为加强疫病防控体系，农业部办公厅于 2013 年 6 月发布了《农业部办公厅关于做好口蹄疫疫苗质量标准提升工作的通知》。新规具体要求主要包括：1、检验效力从每头份 3PD50 提升至 6PD50；2、内毒素每头份不超过 50EU；3、自 2015 年起，总蛋白含量每毫升疫苗不超过 500ug。随口蹄疫招采苗标准提升，预计招采价格整体将稳中有升。

图表16强免疫苗定点生产企业数量（个）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表17广东地区口蹄疫疫苗招采价格（元/头份）



资料来源：wind、平安证券研究所

### 3.3 猪口蹄疫市场苗：工艺优势显著，增长潜力较大

**公司口蹄疫疫苗悬浮培养工艺处领先地位。**相对于传统转瓶培养技术，悬浮培养技术在生产效率、产品稳定性等方面更具优势。金宇集团自 2007 年率先启动口蹄疫疫苗悬浮培养技术改造。2009 年率先上马国内第一条口蹄疫悬浮培养生产线，填补国内空白，引领产业升级。目前公司已经具备较为成熟的口蹄疫疫苗悬浮培养技术，并且在抗原纯化浓缩方面国内领先。

目前已掌握口蹄疫疫苗悬浮培养技术并能够实现量产的公司有金宇保灵、中农威特、天康生物、必威安泰，中牧股份已掌握技术但生产线建设尚未完备。根据广东省动物卫生监督所 2013 年对疫苗免疫效果的评价试验，猪口蹄疫 O 型“高效苗”中，金宇的免疫效果为最优，抗体合格率为 97%，显著高于第二名新疆天康的 65%、第三名中农威特的 50%。

**凭借产品工艺优势，公司率先进入口蹄疫市场苗市场，成功市场化转型。**公司自 2011 年下半年率先进入口蹄疫市场苗市场。凭借过硬的产品质量，经过近一年的销售推广，2012 年起公司市场苗销量爆发，2012、2013、1Q14 年市场苗销量分别约为 2000、4000、2500 万头份。此外，公司也已着手销售服务团队的搭建。目前公司已有销售团队近 80 人，其中负责市场苗业务约 50 人，为客户提供的服务包括售前的试用推广、售中技术指导、售后免疫监测等。

市场苗蓝海广阔，增长潜力较大。2013年金宇保灵、中农威特、天康生物等企业猪用口蹄疫市场苗销售额总计约4亿元，其中金宇占比约60%。参考我们对口蹄疫市场苗出厂份额约30亿的测算，推测当前市场苗市场渗透率仅15%左右。考虑口蹄疫市场苗市场蓝海特征显著，凭借显著的产品工艺优势、日益完善的销售服务体系，公司猪用口蹄疫市场苗增长潜力仍然较大。

图表18广东省动物卫生监督所2013年对疫苗免疫效果的评价试验结果

猪口蹄疫 型“高效苗”	二次免疫后 4次平均抗体合格率
内蒙金宇	97%
新疆天康	65%
中农威特	50%

资料来源：wind、平安证券研究所

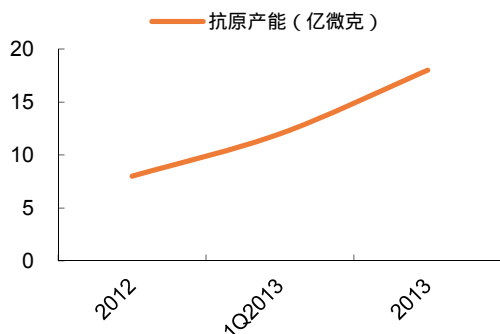
图表19口蹄疫两种毒株在不同培养工艺下的数据对比

检测项目	OJMS/2000 株		Asial/JSL 株	
	转瓶	悬浮	转瓶	悬浮
细胞密度(10 <sup>6</sup> /mL)	0.8	4.0	0.8	4.0
LD50(IgLD50/0.2mL)	7.5	8.0	7.67	7.67
TCID50(IgTCID50/0.1mL)	5.75	6.75	5.75	6.5
病毒 146S 抗原 (ug/mL)	0.46	6.8	0.63	5.88
内毒素 (EU/mL)	21.8	3.4	19.6	4.1

资料来源：wind、平安证券研究所

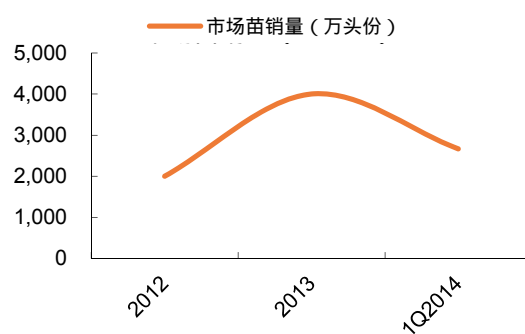
注：数据为多次试验的平均值。根据试验结果，悬浮培养工艺所生产的口蹄疫146s抗原平均含量高于转瓶抗原10倍以上，抗原内毒素含量仅相当于转瓶工艺的六分之一，细胞密度高于转瓶工艺5倍以上，优势明显。

图表20金宇口蹄疫市场苗产能快速扩张



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21金宇口蹄疫市场苗销量快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.4 牛三价疫苗：疫情驱动需求井喷，市场、招采并行增长

2013年以来A型口蹄疫爆发频繁。牛羊口蹄疫疫苗方面，传统招标品种为牛羊口蹄疫O型-亚洲I型二价（牛二价）。2013年起国内多个地区频繁爆发A型口蹄疫疫情，传统牛二价疫苗中并不包含A型毒株，无法对A型口蹄疫疫病进行有效防疫。牛羊口蹄疫O型-亚洲I型-A型三价灭活疫苗（牛三价）包含A型毒株，弥补了这一市场缺口。

疫病驱动下牛三价疫苗需求井喷。为加强对A型口蹄疫的疫情防控，自4Q13年起部分地区开始将牛羊口蹄疫O型-亚洲I型-A型三价灭活疫苗（牛三价）纳入招采范围。考虑A型口蹄疫疫情仍在延续，预计。此外，部分规模养殖户也已开始进行牛三价疫苗的市场化采购，如现代牧场等。

2011年全国肉牛、奶牛共10360万头的存栏量。参考2014年春防招标数据，牛三价疫苗招标价格在2元/头份，而市场苗出厂价格则高达10元/头份。按照每头牛年均2头份的防疫频率，仅招采市场牛三价疫苗的潜在空间便达4亿元。

**公司充分受益牛三价疫苗需求增长。**目前牛三价疫苗仅金宇保灵具备批量生产能力。天康生物和中牧股份的牛三价疫苗有望在3Q14投产，但考虑疫苗投产后需经过一定试用周期方能大规模参与政府招采或养殖户直采，预计实际放量需待4Q15或16年。这一市场格局下预计金宇将充分受益牛三价疫苗需求增长。

### 3.5 口蹄疫疫苗有望持续放量

预计公司口蹄疫疫苗销售额未来三年复合增速30%，猪口蹄疫市场苗持续增长、牛三价疫苗放量是主要增长驱动力。

牛三价口蹄疫招采苗方面，公司1Q14已实现招标量约3500万头份。考虑招采区域正趋于全国化，预计2014~2016年公司牛三价招采销量分别可达到10500、14000、14000万头份。

猪口蹄疫市场苗方面，考虑行业蓝海特征显著，公司工艺优势突出，预计2014~2015年公司猪用口蹄疫市场苗销量分别可达到7000、8500、9500万头份。

产能方面，尽管公司产能已由2012年的8亿微克，逐步扩张至2013年底的18亿微克抗原，但依然处于产能紧张状态。同时，公司已发起4.5亿可转债发行，将于用新建高级别生物安全口蹄疫灭活疫苗项目，可新增口蹄疫疫苗产能5亿头份，预计于2016年投产。新厂房建成之间，原产线技改将是公司扩充产能的主要方式。

**图表22 预计公司口蹄疫疫苗销售额未来三年复合增速30%**

		2012	2013	2014E	2015E	2016E
猪用口蹄疫疫苗价格	招采苗(元/毫升)	0.40	0.40	0.42	0.44	0.44
	市场苗(元/头份)	6	6	6	6	6
猪用口蹄疫疫苗销量	招采苗(亿毫升)	7.2	9.4	9.4	9.4	9.4
	市场苗(万头份)	2,000	4,000	7,000	8,500	9,500
<b>猪用口蹄疫疫苗销售额(亿元)</b>		<b>410</b>	<b>616</b>	<b>815</b>	<b>924</b>	<b>984</b>
牛三价口蹄疫疫苗价格	招采苗(元/头份)			2	2	2
	市场苗(元/头份)			10	10	10
牛三价口蹄疫疫苗销量	招采苗(亿毫升)			1.1	1.4	1.4
	市场苗(万头份)			500	1,000	1,000
<b>牛三价口蹄疫疫苗销售额(亿元)</b>				<b>260</b>	<b>380</b>	<b>380</b>
<b>销售额合计(亿元)</b>		<b>410</b>	<b>616</b>	<b>1,075</b>	<b>1,304</b>	<b>1,364</b>
<b>YOY%</b>			<b>50.4%</b>	<b>74.4%</b>	<b>21.3%</b>	<b>4.6%</b>

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、积极扩充产品线，布病疫苗值得关注

### 4.1 积极扩充产品线

除主打产品口蹄疫疫苗之外，公司正积极布局新疫苗品种，未来两年内新增的疫苗品种包括布病疫苗、猪圆环疫苗、鸡新城疫重组疫苗等。考虑中国疫苗市场升级空间较大，我们认为公司将继续通过自主研发、对外合作引进或并购的方式，围绕高品质疫苗进行产品线扩张。

**金宇保灵将增加新品种布病疫苗。**2013年金宇保灵与法国诗华动物保健公司签订技术及商标许可协议,由金宇保灵购买诗华公司牛羊布鲁氏杆菌病的 Brucellamelitensis Rev 1 株滴眼型疫苗 (REV 1) 以及 Brucellaabortus S-19 株滴眼型疫苗 (B 19) 产品生产技术及商标许可权。

公司布病疫苗生产线计划由老产线改建而来,正处于引进毒株阶段,由于此病国内疫情较为紧急,公司已申请绿色通道,预计 15 年初实现产品上市。

**扬州优邦将新增猪圆环疫苗、鸡新城疫重组疫苗,并完成猪蓝耳疫苗的升级。**2013年扬州优邦增加 4 条生产线,目前已达到生产标准,新增产能将分别用于猪蓝耳、猪圆环、鸡新城疫重组疫苗。其中,猪蓝耳疫苗为将原有灭活疫苗改造为弱毒疫苗,以配合国家招采蓝耳疫苗的方向;猪圆环疫苗技术引自武汉中博,后经过公司自主开发,已基本成熟,预计 2015 年能实现生产;鸡新城疫重组疫苗自 2012 年开始着手研发,由于研发难度比较高,目前上市时间未知。

## 4.2 布病疫苗升级空间大

布病疫苗由于产品升级空间较大,且国内尚未有竞争产品,故是未来两年公司新增的疫苗中最为值得关注的品种。

布病是人畜共患疾病,病牛、羊是布病主要传染源。人群普遍易感染布病,接触带菌动物或食用病畜均可被感染,感染后会导致患者丧失劳动力,危害较为严重。

近年来布病的发病率成上升趋势,但传统布病疫苗由于生产工艺落后,产品质量及稳定性难以有效满足防疫需求,且以泼洒方式为主进行防疫,易使兽医在防疫过程中感染布病。

作为竞争较为激烈的传统疫苗品种,目前布病疫苗的市场价格仅约 0.02~0.03 元/头份。如假定金宇集团升级后的布病疫苗市场价格为 2 元/头份,则按照 2011 年的反刍类动物存栏量数据进行测算,则创新升级后的布病疫苗市场(出厂口径)潜在空间在 7 亿元以上。

**图表23布病疫苗市场空间测算**

	存栏量(万头)	防疫次数(次/年)	价格(元/头份)		市场份额(万元)	
			升级前	升级后	升级前	升级后
肉牛	6,646	1	0.02~0.03	2	166	13,293
奶牛	1,440	1	0.02~0.03	2	36	2,880
羊存	28,236	1	0.02~0.03	2	706	56,472
<b>合计</b>	<b>36,322</b>				<b>908</b>	<b>72,645</b>

资料来源:平安证券研究所

## 4.3 布病疫苗有望快速放量

内蒙古、新疆、青海等牧区近年来布病频繁,但无有效疫苗可用于采购。升级布病疫苗投产后,内蒙古有望将其纳入招采范围。公司地处内蒙古,且升级后的布病疫苗国内尚未有竞争产品,将充分受益招采扩容,故布病疫苗一经推出后存在迅速放量的可能性。

2011 年内蒙古共存栏牛 635 万头、羊 5276 万头,对应布病疫苗需求量 6000 万头份,折合市场份额 1.2 亿元。若考虑内蒙古、新疆、青海三地,上述三地共存栏牛 1400 万头、羊 9800 万头,对应布病疫苗市场约 1.1 亿头份,折合市场份额 2.2 亿元。

假设公司布病疫苗 2015 年投产,预计 2015~2016 年分别实现销量 2000 万、10000 万头份,分别贡献销售额 0.4、2.0 亿元。考虑主要牧区对布病防疫重视度较高,不排除公司布病疫苗放量存在超预期的可能性。

图表24 2011年主要牧区牛、羊存栏量

	内蒙古	新疆	青海	全国
牛 (万头)	635	318	442	10,360
羊 (万头)	5,276	3,016	1,498	28,236

资料来源: wind, 平安证券研究所

## 五、 盈利预测与估值

**首次给予“强烈推荐”评级。**产品创新升级驱动下疫苗行业景气度较高,以金宇为代表的龙头企业将率先受益。按照我们测算,预计未来三年公司净利润复合增速逾 36%,2014~2016 年公司 EPS 分别为 1.39、1.69、2.02,对应 2014 年 8 月 14 日 31.68 元的收盘价,PE 分别为 22.8、18.8、15.7 倍。

当前兽用疫苗行业平均动态估值约 20.9 倍。考虑公司在聚焦高品质疫苗的策略下未来有望不断推出新型潜力品种,且在口蹄疫、布病等疫苗品种驱动下近两年业绩增速显著高于行业平均,应当享有一定估值溢价,首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

### 盈利预测核心假设:

- 口蹄疫招标苗:**猪口蹄疫招标苗销售额维持稳定,价格小幅回升;牛三价招标苗 2014 年受益招标采购迅速放量,价格维持 2 元/头份;
- 口蹄疫市场苗:**2014~2016 年猪口蹄疫销售量分别为 7000、8500、9500 万头份,出厂价格维持 6 元/头份;2014~2016 年牛三价疫苗销售量分别为 500、1000、1000 万头份,出厂价格维持 10 元/头份。
- 布病疫苗:**预计公司布病疫苗 2015 年初投产,预计 2015~2016 年分别实现销量 2000 万、10000 万头份,出厂价格维持 2 元/头份。
- 其他疫苗品种:**猪蓝耳、猪圆环、鸡新城疫重组疫苗目前均由扬州优邦负责生产销售,考虑猪蓝耳、猪圆环市场竞争对手较多、鸡新城疫重组疫苗上市时间暂未确定,故暂对扬州优邦收入做保守假设,假设 2014~2016 年扬州优邦收入年均增速 20%。
- 毛利率:**生物制品业务维持 72%的毛利率。

图表25 动保行业估值情况

	股票价格	EPS (元/股)			2013~2015 年复合增速	PE (倍)		
	2014/8/13	2013	2014E	2015E		2013	2014E	2015E
中牧股份	14.73	0.59	0.67	0.86	20%	24.8	21.8	17.1
瑞普生物	11.29	0.78	0.50	0.62	-11%	14.4	22.7	18.1
天康生物	9.82	0.42	0.51	0.71	30%	23.4	19.3	13.8
大华农	8.48	0.40	0.43	0.53	15%	21.2	19.8	16.1
<b>行业平均</b>							<b>20.9</b>	<b>16.3</b>
<b>金宇集团</b>	<b>31.68</b>	<b>0.89</b>	<b>1.39</b>	<b>1.69</b>	<b>38%</b>	<b>35.6</b>	<b>22.8</b>	<b>18.8</b>

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表26 金宇集团盈利预测假设

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
生物制品	434	630	1,062	1,394	1,648
毛利率%	65.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%
口蹄疫招标	290	376	605	694	694



	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
口蹄疫直销	120	240	470	610	670
布病疫苗	-	-	-	40	200
其他	24	14	16	20	23
房租及物业管理	28	23	23	23	23
毛利率%	70.9%	60.7%	60.7%	60.7%	60.7%
<b>营业总收入</b>	<b>556</b>	<b>671</b>	<b>1,114</b>	<b>1,386</b>	<b>1,610</b>
<b>综合毛利率%</b>	<b>67.4%</b>	<b>70.6%</b>	<b>71.8%</b>	<b>71.8%</b>	<b>71.8%</b>

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E	
<b>流动资产</b>	1162	2022	2407	2892	
现金	712	1294	1501	1840	
应收账款	155	232	289	335	
其他应收款	95	162	202	235	
预付账款	40	63	78	91	
存货	157	271	337	391	
其他流动资产	3	0	0	0	
<b>非流动资产</b>	550	618	771	906	
长期投资	13	13	13	13	
固定资产	242	323	453	573	
无形资产	59	58	57	57	
其他非流动资产	236	223	247	264	
<b>资产总计</b>	1712	2640	3178	3798	
<b>流动负债</b>	419	507	571	623	
短期借款	120	120	120	120	
应付账款	95	152	189	219	
其他流动负债	203	235	262	284	
<b>非流动负债</b>	11	461	461	461	
长期借款	10	10	10	10	
其他非流动负债	1	451	451	451	
<b>负债合计</b>	430	968	1032	1085	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	281	281	281	281	
资本公积	212	212	212	212	
留存收益	789	1179	1653	2221	
归属母公司股东权益	1282	1672	2146	2714	
<b>负债和股东权益</b>	1712	2640	3178	3798	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>经营活动现金流</b>	649	252	437	566	
净利润	249	390	474	568	
折旧摊销	41	35	50	68	
财务费用	20	13	27	24	
投资损失	-82	0	0	0	
营运资金变动	420	-204	-132	-109	
其他经营现金流	1	17	18	15	
<b>投资活动现金流</b>	7	-103	-203	-203	
资本支出	115	100	200	200	
长期投资	-1	3	0	0	
其他投资现金流	121	0	-3	-3	
<b>筹资活动现金流</b>	-253	433	-27	-24	
短期借款	-189	0	0	0	
长期借款	-10	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-55	433	-27	-24	
<b>现金净增加额</b>	403	582	208	339	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>营业收入</b>	671	1114	1386	1610	
营业成本	197	315	391	454	
营业税金及附加	7	11	14	16	
营业费用	108	134	167	187	
管理费用	118	172	217	246	
财务费用	20	13	27	24	
资产减值损失	6	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	82	0	0	0	
<b>营业利润</b>	297	469	571	684	
营业外收入	4	0	0	0	
营业外支出	1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	300	469	571	684	
所得税	51	79	97	116	
<b>净利润</b>	249	390	474	568	
少数股东损益	-2	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	251	390	474	568	
EBITDA	358	518	647	776	
EPS (元)	0.89	1.39	1.69	2.02	

主要财务比率					
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.6	66.0	24.4	16.1	
营业利润(%)	101.0	58.0	21.6	19.8	
归属于母公司净利润	92.3	55.4	21.6	19.8	
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	70.6	71.8	71.8	71.8	
净利率(%)	37.4	35.0	34.2	35.3	
ROE(%)	19.6	23.3	22.1	20.9	
ROIC(%)	42.5	46.0	43.6	43.0	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.1	36.7	32.5	28.6	
净负债比率(%)	30.24	13.43	12.59	11.99	
流动比率	2.77	3.99	4.21	4.64	
速动比率	2.35	3.42	3.59	3.98	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.51	0.48	0.46	
应收账款周转率	4	5	4	4	
应付账款周转率	2.17	2.54	2.29	2.22	
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.39	1.69	2.02	
每股经营现金流(最新摊薄)	2.31	0.90	1.56	2.02	
每股净资产(最新摊薄)	4.56	5.95	7.64	9.66	
<b>估值比率</b>					
P/E	35.46	22.82	18.76	15.66	
P/B	6.94	5.32	4.15	3.28	
EV/EBITDA	23	16	13	11	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	