

疫情高发期 金宇市场苗供不应求 全年业绩或超预期

核心观点:

1、事件

近期,我们与部分养殖户以及金宇集团经销商进行了草根电话调研,了解金宇集团口蹄疫疫苗销售进展情况及全国口蹄疫疫情发生情况。

2、我们的分析与判断

(1) 当前正处疫情高发季,利好公司口蹄疫市场苗销售

上个月央视媒体报道江西出现大量口蹄疫疫情,大量死猪肉销往各地;1月6日,农业部新闻办公室发布,安徽省马鞍山市慈湖高新区发生今年第一起A型口蹄疫疫情,发病猪556头,死亡314头;近期韩国也出现猪、牛口蹄疫;我们认为媒体报道的仅是冰山一角,当前正处于疫情高发季,湖北、湖南、天津、辽宁等地养殖户也均反馈出现口蹄疫疫情。我们认为一方面冬春季节属高发期,再加上今年养殖效益不佳,部分养殖户防疫投入不足,导致疫情易发。

今年口蹄疫疫情多为A型口蹄疫,防疫关键是高品质疫苗。而金宇集团A型多价口蹄疫疫苗品质远好于竞争对手,表现为防疫保护率高,副反应小。主要原因是公司在2010年就对工艺流程包括悬浮培养工艺、纯化工艺、浓缩工艺环节取得突破升级。近期各地频繁出现的疫情以及媒体报道将推动养殖户更加重视防疫,从而带动金宇集团口蹄疫市场疫苗供不应求。此外韩国出现的口蹄疫疫情可能推动我国东北地区口蹄疫疫苗需求的增长,利好金宇集团一季度的东北区域销售。

(2) 预计口蹄疫市场苗继续高速增长 全年业绩或超预期

我们一直是资本市场上金宇集团盈利预测最乐观的机构。但事实证明,公司口蹄疫疫苗业务无论是销售收入,还是净利润均连续2年超我们预期增长,这一方面印证了我们对动保行业市场化改革的研判,也坚定了我们金宇集团口蹄疫疫苗品质的信心。

公司口蹄疫市场苗近3年来持续高速增长,2012年公司口蹄疫市场苗1.2亿收入,2013年口蹄疫市场苗收入达到2.4亿元,同比增长100%。根据我们草根调研,我们预计金宇集团2014年口蹄疫市场苗超过4.5亿元是大概率事件,同比增长90%以上。

(3) 公司有效抗原含量产能大幅增长

公司上半年保灵公司加快技术改造,完成4*5000L反应器的改造工程,有效地扩大了疫苗生产能力,预计当前金宇集团抗原含量理论产能已达到76亿微克(有效产能预计70亿微克)。公司口蹄疫市场苗产能将由2013年的6000万头份增加到当前的1亿头份,产能增加60%,这有效解决公司有效抗原含量产能供不应求现状。

(4) 国内口蹄疫市场苗——渗透率继续提高(未来仍有5倍空间)

口蹄疫是我国政府强制免疫的疫病品种之一,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

金宇集团(600201.SH)

推荐

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

特别感谢:

研究助理 李佳丰

☎: 021-20252670

✉: lijiafeng@chinastock.com.cn

| 市场数据 | 2015/1/7 |
|---------------|----------|
| A 股收盘价(元) | 37.03 |
| A 股一年内最高价(元) | 37.28 |
| A 股一年内最低价(元) | 24.92 |
| 上证指数 | 3,373.95 |
| 市净率 | 6.64 |
| 总股本(百万股) | 285.85 |
| 实际流通 A 股(百万股) | 280.81 |
| 限售流通 A 股(百万股) | 5.04 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 103.99 |

公司相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

2014.10.13 《公司向核心高管及战略投资者定增,加速产业整合及国际化进程》

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

2013.1.30 《金宇集团深度报告:蓝海市场开拓领导者!》

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）。目前国内口蹄疫疫苗主要分为灭活疫苗和合成肽疫苗两类。国内口蹄疫生产厂家一共有6家，分别为中牧股份、金宇集团、天康生物、中农威特、必威安泰、上海中联。

对于口蹄疫市场苗的空间测算，我们认为目前主要的客户群体是种猪场和规模化猪场，他们对于免疫效果要求较高。2013年我国能繁母猪存栏量有5068万头，年出栏万头以上规模猪场有6197万头，如果按照能繁母猪每头免疫2.5次，生猪每年免疫1.5次，加上牛羊每个生长周期打2.5次，我们预计口蹄疫市场苗空间达38亿！

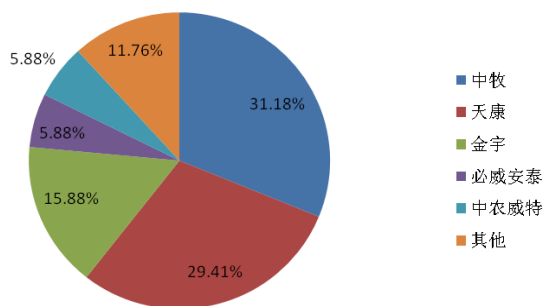
我们认为14年全国口蹄疫市场苗销售规模增长至7亿元，随着养殖规模化提升及防疫意识提高，预计未来至少有5倍成长空间。

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

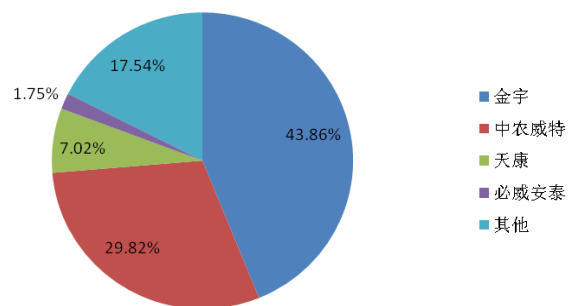
数据来源：中国农业年鉴2013，中国银河证券研究部测算

图1: 口蹄疫政府招标苗市场格局



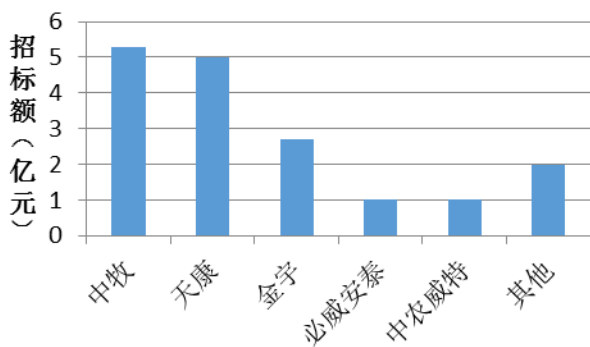
资料来源：政府招标网，中国银河证券研究部

图2: 口蹄疫直销苗市场竞争格局



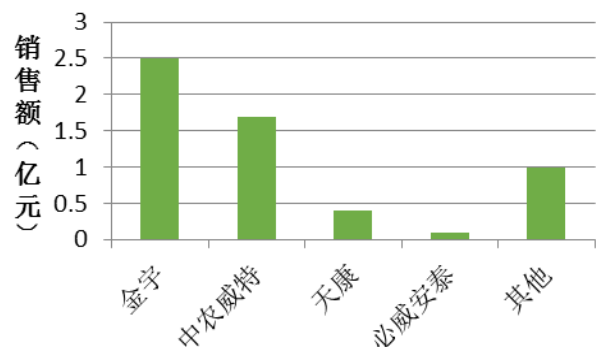
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 3: 口蹄疫政府招标苗销售金额



资料来源: 政府招标网, 中国银河证券研究部

图 4: 13 年口蹄疫市场苗销售金额



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司 2013 年口蹄疫市场苗销售约 3500 万头份, 收入达到 2.4 亿元, 同比增长 100%。随着公司口蹄疫质量得到市场的认可和公司产能的不断释放, 再加上我们 A 型口蹄疫疫情仍处扩散期, 我们预计公司口蹄疫市场苗 14/15/16 年分别销售 7000/10000/12000 万头份, 增速为 100%/50%/20%。

(5) 公司新品种将陆续推出, 持续高增长可期

预计公司布鲁氏杆菌疫苗 16 年上市, 为未来业绩增长添动力。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。公司与法国诗华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。当前我国布病疫苗销售价格普遍在 0.02-0.05 元/头份, 大大低于生产成本。主要原因: 1) 目前使用的大多数有效的疫苗都是布鲁菌减毒活疫苗, 弱毒苗造价便宜。2) 市场竞争激烈, 具有布病疫苗兽药批准文号的厂家共 14 家, 其中中牧股份、天康生物、金宇集团品种最全。法国诗华公司在布鲁氏菌病防治领域拥有先进产品与转接技术, 金宇保灵通过引进包括布鲁氏杆菌病疫苗在内的国际先进动物疫苗生产技术, 实现疫苗生产工艺技术的升级, 提升疫苗的防疫效果, 使产品质量达到国际标准, 有利于进一步提高国内动物疫病的防疫水平。

据我们调研, 金宇集团 2012 年布病疫苗销售 1 亿头份, 但销售收入仅为 200 多万元, 平均每头份仅 0.02 元, 由于售价大幅低于成本, 公司生产线目前处于停产状态。这说明布病疫苗真实需求量每年至少 1 亿头份以上。我们预计公司布病疫苗生产出来后, 价格约定在 2 元/头份左右, 销售规模则将会达到 2 个亿以上, 如果按照 30% 的净利率测算, 可为公司贡献利润 3000 多万元 (50% 的权益)。

表 2: 布病疫苗市场空间测算

| | 规模 (万头) | 平均免疫次数 (次/头) | 理论需求量 (万头份) | 疫苗覆盖率 | 疫苗平均单价 (元) | 市场空间 (亿元) |
|------|---------|--------------|-------------|-------|------------|-----------|
| 牛 | | | | | | |
| 出栏肉牛 | 4670.7 | 1 | 4670.7 | 80% | 2 | 0.75 |
| 存栏奶牛 | 1300 | 1 | 1300 | 80% | 2 | 0.23 |
| 羊 | 26661.5 | 1 | 26661.5 | 80% | 2 | 4.2 |
| 合计 | | | | | | 5.18 |

数据来源: 中国农业年鉴 2012, 中国银河证券研究部

表 3: 目前国内企业布病生产概况

| 企业名称 | 毒株 |
|-------|------------------------------|
| 金宇保灵 | A19 株、S2 株 |
| 中牧 | M5 或 M5-90 株、S2 株、A19 株、S2 株 |
| 天康生物 | M5 株、A19 株、S2 株 |
| 山西隆克尔 | S2、M5 株、M5-90 株 |

| | |
|--------|------------|
| 成都天邦 | S2 株 |
| 哈药生物疫苗 | S2 株、A19 株 |
| 齐鲁动保 | S2 株、A19 株 |

数据来源：中国兽药协会，中国银河证券研究部

预计公司猪圆环疫苗将在 15 年上半年上市。06 年圆环疫苗就已经美国研制成功。2010 年，国产圆环疫苗才正式上市。目前圆环疫苗生产技术主要有全病毒灭活、病毒亚单位复制表达技术和病毒嵌合技术三种。国内疫苗无一例外地采用全病毒灭活技术。瑞普生物在猪圆环疫苗研制和生产上处于行业技术领先地位，独创了全病毒+Cap 亚单位复合抗原。目前我国猪圆环市场规模在 20 个亿左右，公司采取合作的方式，预计猪圆环今年上半年能拿到批文，定价会比勃林格略低，公司称从实验效果来看，保护率基本差别不大。

表 4: 国外猪圆环主要生产厂家

| 公司名称 | 商品名 | 抗原 | 类型 | 佐剂 | 免疫对象 | 剂量 (头份) |
|----------|------------------------|------------------------|------------------|-----------|-------------|---------|
| 辉瑞/富道 | Suvaxyn® PCV2 One Dose | PCV1 和 PCV2cap (422 株) | PCV1-PCV2 嵌合灭活疫苗 | SLCD 水质佐剂 | 4 周龄以上 | 1 |
| 勃林格 | Ingelvac® CircoFlex | 422 株亚单位 | 基因工程亚单位 | 水质佐剂 | 3 周龄以上 | 1 |
| 英特威/先灵葆雅 | Circumvent® | 422 株亚单位 | 基因工程亚单位 | 水质佐剂 | 3 周龄以上 | 2 |
| 梅利亚 | Circovac® | 321 株 | 全病毒灭活疫苗 | 矿物油佐剂 | 母猪, 1 胎 2 次 | 2 |

资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究部

表 5: 国内猪圆环主要生产厂家

| 新兽药名称 | 新兽药注册证书号 | 类别 | 研制单位数 |
|----------------------------|-------------------|----|-----------------------|
| 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株) | (2010) 新兽药证字 25 号 | 二类 | 3 家 (洛阳普莱柯等) |
| 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (LG 株) | (2010) 新兽药证字 30 号 | 二类 | 3 家 (哈尔滨维科等) |
| 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (DBN-SX07 株) | (2011) 新兽药证字 28 号 | 三类 | 2 家 (成都天邦、福州大北农) |
| 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (WH 株) | (2012) 新兽药证字 32 号 | 三类 | 5 家 (南京天邦、中牧实业、武汉中博等) |
| 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株) | (2013) 新兽药证字 10 号 | 三类 | 5 家 (瑞普等) |

资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究部

2012 年，我国猪圆环销售额达到 6 个亿。对于猪圆环疫苗的市场空间，我们按照目前的年出栏万头以上的猪场进行测算，约有 12 个亿。随着万头规模猪场占比的增加和猪圆环疫苗渗透率的提高，业内专家预计未来猪圆环疫苗市场潜在规模将接近 30 亿人民币。

表 6: 猪圆环疫苗市场空间测算

| | 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) |
|---------------|---------|--------------|--------------|------------|--------------|
| 种猪 | | | | | |
| 能繁母猪存栏量 | 5068 | 2 | 10136 | 10 | 10.14 |
| 种公猪 | 8 | 2 | 16 | 10 | 0.16 |
| 规模化商品猪 | | | | | |
| 年出栏万头以上 | 6197 | 2 | 12394 | 10 | 12.4 |
| 合计 | | | 22546 | | 22.35 |

数据来源：中国农业年鉴 2012，中国银河证券研究部

公司禽流感和高致病性猪链球菌等疫苗将陆续推出。禽流感是禽类广泛流行的疾病，是我国唯一的一个禽类政府招标苗。目前国内流行的禽流感病毒主要有 3 种：高致病性的 H5 亚型、低致病性的 H9 亚型以及 H7 亚型，政府招标主要为 H5 亚型。

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、新城疫等禽类疫苗，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。

猪瘟是生猪必打苗之一，我国猪瘟疫苗的工艺较为成熟，目前大型猪场主要是国内疫苗，进口疫苗较少。竞争格局上来看，脾淋苗和细胞苗的生产厂商众多，共计 48 家。其中脾淋苗 32 家，细胞苗 41 家。公司原有猪瘟招标疫苗，未来将对此产品升级改造，提高抗原含量和安全性，走市场化路线。我们预计公司猪瘟市场化疫苗将于 2015 年上市，将会给公司贡献约 2000 万的收入。

3. 投资建议

我们认为当前动保行业正面临升级与变革，在市场苗高增长、招标苗提价的背景下，从 15 年开始资本市场中的动保板块将迎来持续性投资机会。近期不断爆发的疫情将带动公司疫苗的销售，媒体的报道将会提升资本市场对动保板块的投资热情。

我们预计金宇集团净利润为 4.10 亿元/5.69 亿元/7.51 亿元，同比增 60%/39%/32%，EPS 为 1.33/1.85/2.44 元，当前股价对应 PE 分别为 26x、19x、14x。在目前国内动保行业内，金宇集团最有可能成为中国版的“硕腾”。公司后备品种丰富，业绩增长确定性高，应该给予更高估值溢价，给予“推荐”评级。

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，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，农林牧渔行业首席分析师。简介：毕业于中央财经大学，硕士学位。在中粮集团从事多年农产品期货操盘、研发工作，2010 年 6 月份至今从事农林牧渔行业研究。

研究特长：擅长把握农产品（生猪、禽肉、玉米、大豆、白糖等）供求基本面及价格走势，从农产品产业链的角度发现投资机会。对畜禽养殖产业链、动物保健产业、农产品加工行业有深入研究。2012 年入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选，2013 年荣获新财富最佳分析师 TOP5，2014 年荣获新财富 TOP4、汤森路透 StarMine 全球卖方分析师第 1 名、搜狐金罗盘第 1 名、金牛奖 TOP3。

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.SZ）、华英农业（002321.SZ）、圣农发展（002299.SZ）、益生股份（002458.SZ）、雏鹰农牧（002477.SZ）、牧原股份（002714.SZ）、隆平高科（000998.SZ）、登海种业（002041.SZ）、农发种业（600313.SH）、荃银高科（300087）、芭田股份（002170.SZ）、天邦股份（002124.SZ）、天康生物（002100.SZ）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 15 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

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

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

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn