

证券研究报告—深度报告

农林牧渔

畜牧业

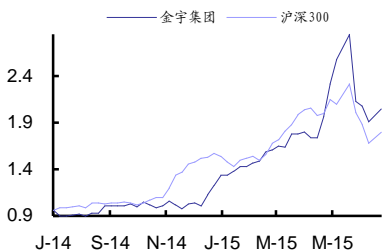
金宇集团(600201)

买入

合理估值: 111 元 昨收盘: 73.35 元 (维持评级)

2015年07月21日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	286/283
总市值/流通(百万元)	21,009/20,723
上证综指/深圳成指	3,992/13,202
12个月最高/最低(元)	99.87/30.61

相关研究报告:

《金宇集团600201-2014 年年报点评: 口蹄疫疫苗再创佳绩, 期待新品上市》——2015-03-20
《国信证券-动物疫苗行业专题研究: 再次走到历史前台》——2015-03-16
《金宇集团-600201-2013 年半年报点评: 市场苗快速扩张》——2013-08-29

证券分析师: 刘鹏

电话: 021-60933167
E-MAIL: liupeng7@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514050003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

穿越牛熊, 逆风飞翔—买入动保巨头正当时

● 激励到位的创新型民企, 行业新晋龙头正走向动保巨头

公司是创新型民企, 管理层激励到位。且以工艺和质量标准升级、营销模式创新引领动物疫苗产业升级和转型, 一举成为动物疫苗行业龙头企业。未来, 随着新品上市, 国际市场打开, 外延式并购做大做强, 以及“互联网+”推进, 公司有望成为动保巨头。

● 主营突出: 公司口蹄疫疫苗规模化养殖场仅开发约 22%, 空间大

口蹄疫市场未来可达百亿以上, 存 2 倍以上空间, 公司口蹄疫不管是在产能还是质量上都领先同行企业 2-3 年, 是行业扩容最大受益者: 1) 政府苗, 三价苗招标比例不断提升, 且存改革预期, 公司较早推出三价苗, 质量突出, 先发优势明显, 未来可继续稳增长; 2) 市场苗, 尚未出现能与公司相抗衡的强劲对手, 公司现有规模养殖场客户 1100 家 (总计 5000 家), 可开发空间大。

● 储备产品丰富: 自身研发与外延将带来更大空间

储备产品逐渐丰富, 包括猪圆环苗、重组新城疫病毒灭活疫苗 (A-VII 株)、伪狂犬疫苗、布鲁氏菌病疫苗、牛鼻气管炎+腹泻二价苗等, 同时扬州优邦拥有 10 个禽苗、3 个猪苗及 2 个兽药产品批文, 生产线悬浮培养改造完成, 新建禽苗生产线投产; 新建兽用疫苗国家工程实验室, 国内唯一, 可加快新品开发进程; 与金陵华软设立生物产业投资基金, 产业并购整合有望提速。

● 估值中枢将有效提升: 国际化战略逐步落实, 试水农业信息化

公司与盖茨基金、中非发展基金将在埃塞俄比亚设立合资公司, 用于研发、生产和经销兽用疫苗, 特别是口蹄疫, 不仅可以实现公司产业升级后产能转移, 扩大销路, 更可以利用当地复杂疫情进行研发, 以便疫情爆发时最先推出疫苗。公司还将成立互联网公司, 从事为养猪场提供多样化、专业性服务的互联网软件的开发运营。这是首创直销模式后又一革命性举措, 极大提升公司竞争力。以上举措将大幅提升公司估值中枢。

● 投资建议与估值: 安全边际高, 给予“买入”投资评级

不考虑外延并购、新品上市及国际市场影响, 预计 15-17EPS 1.96/2.59/3.28。现阶段在口蹄疫大品种推动下“量价齐升”推动业绩屡超预期, 预计未来几年口蹄疫增速可达 40% 左右; 15 年起产品线将极大丰富, 推动中长期发展, 且外延进展加快; 国际化合作提供新的成长空间; “互联网+”为下游提供综合解决方案。目前股价对应 16 年 PE28X, 仅超增发价 16.6%, 安全边际高, 给予 1 年期合理估值至 111 元 (对应 16PE43X), 给予“买入”评级。

● 风险提示: 养殖规模化进程缓慢; 行业政策风险; 新品上市低于预期

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	671	1,063	1,432	1,935	2,480
(+/-%)	20.6%	58.3%	34.7%	35.1%	28.2%
净利润(百万元)	251	404	561	741	939
(+/-%)	92.3%	61.2%	38.8%	32.1%	26.6%
摊薄每股收益(元)	0.88	1.41	1.96	2.59	3.28
EBIT Margin	47.7%	44.7%	45.1%	44.1%	43.2%
净资产收益率(ROE)	19.6%	24.8%	27.0%	27.8%	27.5%
市盈率(PE)	83.7	52.0	37.4	28.3	22.3
EV/EBITDA	59.3	41.1	31.2	24.0	19.6
市净率(PB)	16.4	12.9	10.1	7.9	6.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是创新型民营企业，凭借工艺和质量标准升级、营销模式创新引领动物疫苗产业升级和转型，一举成为行业龙头。其口蹄疫疫苗技术和规模达到国际水平，并领先国内同行 2-3 年时间，这一单品的成功为后续新品进入市场建立起了品牌优势、销售渠道、网络、售后服务和销售团队等资源。同时，公司对内扩张和引进优秀人才并实施股权激励，对外加大合作和布局国际市场意义深远，已现动保巨头雏形。

不考虑外延式并购、后续新品上市及国际市场销售影响，我们预计 15-17EPS 1.96/2.59/3.28，目前股价对应 16 年 PE28X，且仅超增发价 16.6%，安全边际高。现阶段在口蹄疫疫苗大品种推动下“量价齐升”推动业绩屡超预期，预计未来几年口蹄疫增速可达 40%左右；2015 年起产品线将极大丰富，推动中长期发展，且外延进展加快；国际化合作提供新的成长空间；“互联网+”为下游提供综合解决方案。综上所述，给予 1 年期合理估值至 111 元（对应 16PE43X），给予“买入”投资评级。

核心假设或逻辑

- 口蹄疫疫苗：规模化养殖场仅开发 22%左右，预计市场苗增速在 50%左右；政府苗存招采改革预期，三价苗招标比例不断提升，公司产品质量突出，且具先发优势明显，预计政府苗增速在 20%-25%之间；
- 产品线渐丰富，承接中长期发展：口蹄疫的成功为后续新品进入市场建立起了品牌优势、销售渠道、网络、售后服务和销售团队等资源。同时，公司的猪圆环、布病等众多储备产品即将上市，研发和外延并购也有望提速；
- 销售费用率：口蹄疫市场仍存在较大开发空间，预计销售费用率会维持在 16%左右；
- 管理费用率：基本保持稳定，维持在 14%左右；
- 毛利率：为了巩固现有市场地位，公司可能会采取一些促销活动，口蹄疫毛利率水平可能会微降 1-2pp。

与市场预期的差异之处

市场认为公司产品较单一，且口蹄疫市场空间有限。我们认为口蹄疫市场还存在较大开发空间，其中规模化养殖场就还有 70%多开发空间，可保公司未来几年继续高速增长。同时，公司拥有众多储备产品，并将自己打造成平台型公司，通过研发和外延式并购引入更多新品，使得中长期发展有保证。

此外，公司国际化战略目标正逐步落实，坚持引进来与走出去策略，未来公司有望成为动保巨头。

股价变化的催化因素

动物疫情爆发；外延收购超预期；互联网公司落地，加快营销服务体系升级。

核心假设或逻辑的主要风险

- 养殖规模化进程缓慢；
- 行业政策风险；
- 新品上市低于预期。

内容目录

公司简介：理顺机制、聚焦疫苗主业、成长为动物疫苗行业创新龙头企业	5
行业分析：预计未来增速超 20%， “量价齐升”促优质公司业绩腾飞	7
金宇集团：行业新晋龙头正走向动保巨头	9
变革中成长，口蹄疫独领风骚，未来可开发空间在 2 倍以上	9
外延和内生驱动产品线逐步丰富，实现渠道共享，打开成长空间	11
国际化战略和电商战略将大幅提升公司估值中枢	12
财务分析	13
盈利能力分析	13
偿债能力分析	13
成长性分析	14
投资建议：已现动保巨头雏形，安全边际高，给予“买入”评级	15
风险提示	17
附表：财务预测与估值	18
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 公司股权结构及控股公司示意图	6
图 2: 2009-2015Q1 金宇集团营收与净利润变化 (亿元)	6
图 3: 2009-2014 年金宇集团各项业务占总收入比例	6
图 4: 2010-2014 年公司各项业务毛利占比	7
图 5: 2000-2014 年中国动物疫苗市场规模预测 (不含净进口)	8
图 6: 2014 年国内不同兽用生物制品企业市场份额	8
图 7: 2008-2013 年兽用生物制品企业研发投入情况	8
图 8: 2012 年不同规模兽用生物制品企业平均毛利率水平	8
图 9: 动物疫苗行业投资路线图	9
图 10: 2011-2014 年金宇集团口蹄疫市场苗销售情况 (百万元)	11
图 11: 2009-2014 年金宇口蹄疫市场苗与政府苗各自占比	11
表 1: 公司发展历程	5
表 2: 国内主要动物疫苗企业兽用生物制品毛利率水平比较	10
表 3: 金宇集团在口蹄疫行业发展历程	10
表 4: 金宇集团未来即将上市的疫苗产品	12
表 5: 公司盈利能力同业比较	13
表 6: 公司偿债能力同业比较	14
表 7: 公司成长性同业比较	14
表 8: 金宇集团细分产品盈利预测 (百万元)	16
表 9: 可比公司估值情况对比	17

公司简介：理顺机制、聚焦疫苗主业、成长为动物疫苗行业创新龙头企业

内蒙古金宇集团股份有限公司成立于1993年3月。1999年上市后，公司通过收购毛纺厂、生物制药、亚麻油厂等多个公司，产业发展进入多元化格局。随后公司进行了一系列重大战略性调整，为领跑疫苗业务奠定坚实基础，这些措施包括：

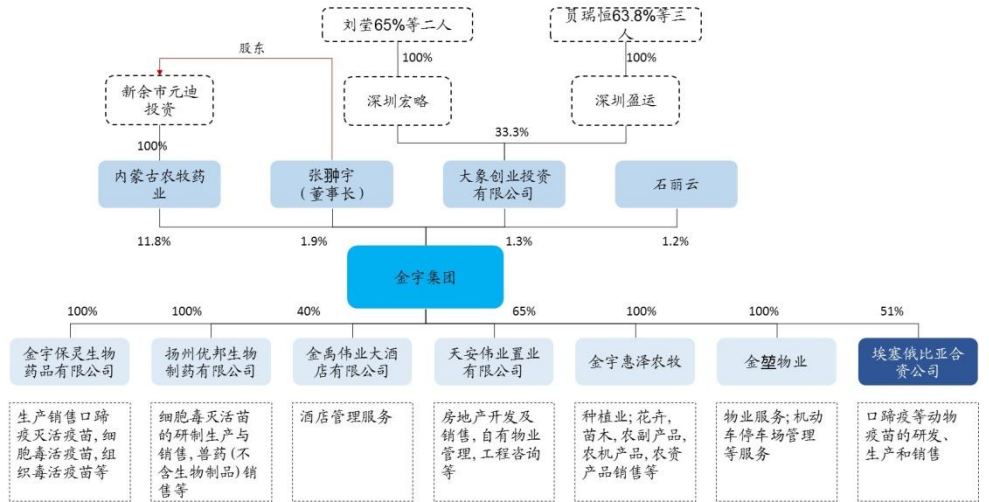
- **理顺股权结构：**大象创投逐步退出，董事长张翀宇重新掌握绝对控制权；
- **剥离低效资产，聚焦疫苗业务发展：**2011年、2013年，公司先后剥离连续亏损的羊绒产业和盈利颇丰的房地产业务。2014年上半年生物制品收入占总收入比例高达97%，对公司总毛利贡献率近98%，成为公司唯一的主营业务。
- **实施股权激励、引进专业人才：**2013年12月26日公司宣布以12.8元/股向高管、核心骨干人员等授予560万股，锁定3年，其中一项解锁条件是2013-2016年扣非后净利润同比增长率分别是40%、14%、13%、11%；同时，基于国际化战略目标的需要，公司从去年5月起聘任王永胜担任金宇保灵总经理，他不仅是动物繁殖生物学博士，还曾供职于瑞辉和默沙东（中国）有限公司的动保部门，担任总经理等职务，具有丰富的行业经验。
- **抓住口蹄疫疫苗产业升级机会，大力发展市场化营销和服务体系，在动物疫苗行业脱颖而出。**

表 1：公司发展历程

时间	事件
1993年3月	内蒙古金宇集团股份有限公司改组成立；
1994年1月	组建金宇置地公司；
1997年1月	收购大漠生物制品公司，后改组为金宇生物制品公司。该公司2005年清算关闭。
1998年1月	并购内蒙古第一毛纺织厂和内蒙古生物药品厂。
1999年1月	金宇集团股票在上海证券交易所上市；
2002年1月	生物药品厂GMP改造及禽苗、FMD疫苗等新建项目陆续开工建设；
2003年1月	强毒灭活苗生产车间获农业部GMP认证；成为首家通过农业部GMP认证的企业；
2005年11月	内蒙古生物药品厂因在辽宁黑山地区销售中试疫苗被暂停生产许可，确定每年“11·9”为金宇生物药业“警示日”；
2007年	3月，金宇保灵生物药品有限公司注册成立；5月，并购扬州优邦生物制药有限公司；
2008年8月	金宇保灵公司荣膺“兽用疫苗国家工程试验室”
2009年9月	上马国内第一条悬浮培养口蹄疫疫苗生产线；
2013年	年初，退出房地产业务，确立了市场化国际化目标战略；11月，牛口蹄疫三价苗获得国家农业部新药证书。
2015年6月	公司宣布：1）将以62.91元/股非公开发行股票数量不超过4000万股，募集资金不超过25亿元，将全部用于金宇生物科技产业园区项目一期工程；2）成立产业投资基金，加快并购步伐；3）在埃塞俄比亚设厂

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

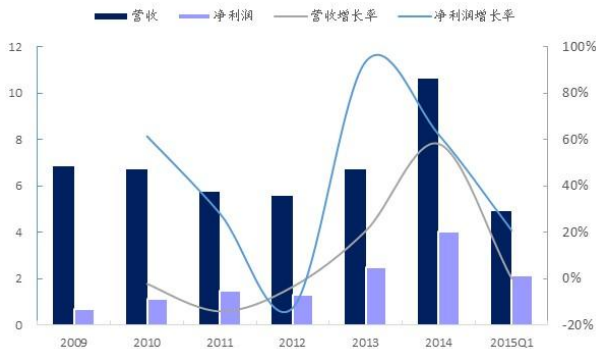
图 1: 公司股权结构及控股公司示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

自 2013 年初剥离房地产业务后, 公司业绩呈现快速增长。2014 年公司营收 10.6 亿元, 同比增 58.9%, 净利润为 4 亿元, 同比增 61.2%, 这主要得益于口蹄疫疫苗的高速增长。目前, 口蹄疫收入占总收入比例达到 97%, 毛利占比近 98%。

图 2: 2009-2015Q1 金宇集团营收与净利润变化 (亿元)



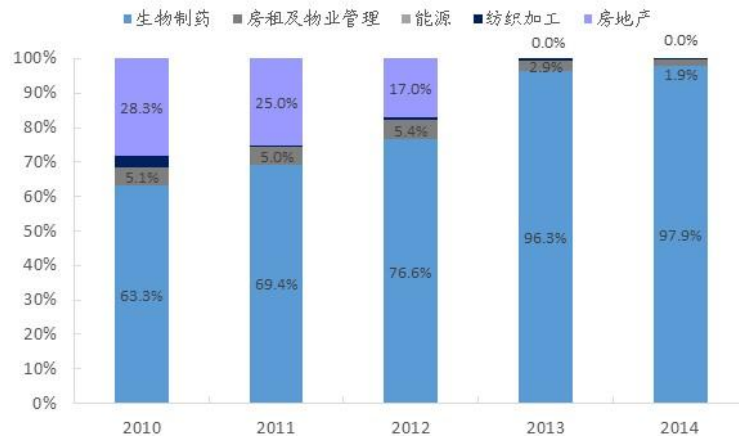
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2009-2014 年金宇集团各项业务占总收入比例



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2010-2014 年公司各项业务毛利占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

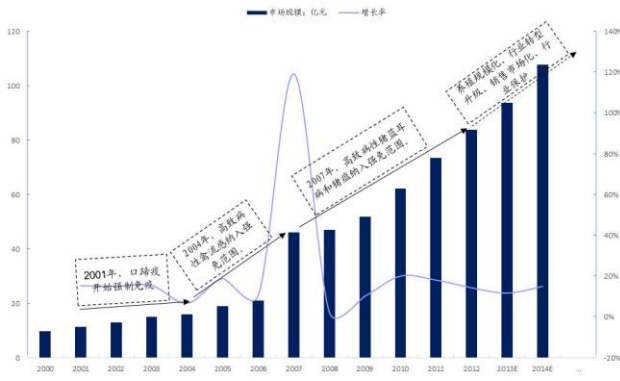
行业分析: 预计未来增速超 20%, “量价齐升”促优质公司业绩腾飞

我们在 2015 年 3 月 16 日发布深度报告《动物疫苗行业专题研究: 再次走到历史前台》, 对动物疫苗行业进行了详尽分析, 并判断中国动物疫苗行业正迎来黄金发展时期, 市场规模将达到 305 亿元, 存 2 倍以上成长空间, 增速也有望在过去十年 19.2% 的复合增速之上:

- **过去 10 年, 政府采购苗快速发展时期:** 自 2001 年以来, 口蹄疫、高致病性禽流感、猪瘟和高致病性猪蓝耳病分别纳入强免范围, 我国动物疫苗行业经历了一段快速发展时期, 2000-2013 年年复合增长率约为 19.2%。现存疫苗市场规模估计已经超过 90 亿元, 以猪、禽用等家畜疫苗最多, 两者分别占整个疫苗市场的 49% 和 40%。
- **未来 10 年, 有望进入市场苗大发展时期:** 随着养殖规模化推进提高疫苗需求, 产品升级改造扩大供给, 政府招采改革和市场化营销进一步开发高品质疫苗市场需求, 以及市场相对封闭状态为国内企业良好发展创造环境, 我们预计价值量更高的市场苗将快速发展, “价量”齐升, 推动未来中国动物疫苗市场规模翻 2 番。

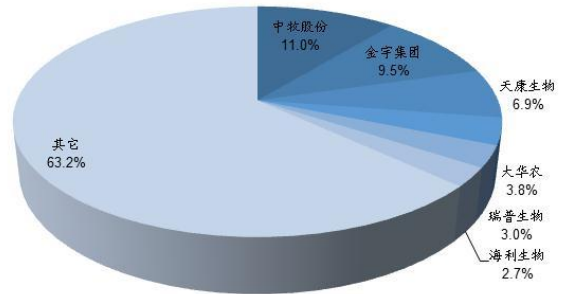
根据 2014 年底各公司披露数据显示, 金宇集团占动物疫苗行业市场份额 9.5% 左右, 仅次于中牧股份, 但是最新数据显示金宇已经超越中牧成为行业龙头。

图 5: 2000-2014 年中国动物疫苗市场规模预测(不含净进口)



资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

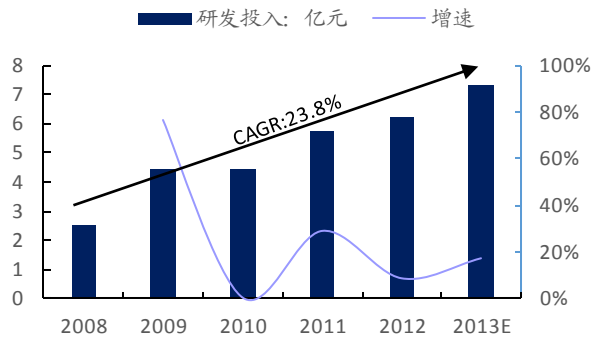
图 6: 2014 年国内不同兽用生物制品企业市场份额



资料来源: 各公司公告, 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

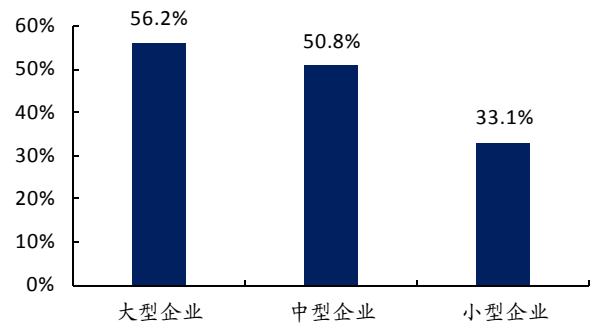
与此同时, 动物疫苗行业还是一个高壁垒性行业, 对企业技术水平要求较高, 且规模效应明显, 强者恒强, 寡头垄断是未来发展方向。2013 年整个行业研发投入达到 7.3 亿元, 占总收入的 7.8%, 2008-2013 年 CAGR 为 23.8%, 远高于行业收入 16.3% 的复合增速, 而且大型企业毛利率远高于中小型企业, 竞争优势明显。随着市场对品牌认知度提升, 竞争日益激烈使得行业利润压缩, 获利能力较差的中小型企业被迫退出, 未来行业集中度必将进一步提升。参考国外不断上演兼并收购走向寡头的这一发展历程, 我们判断金宇等优质龙头企业有望从行业整合中成长为超级巨头。

图 7: 2008-2013 年兽用生物制品企业研发投入情况



资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

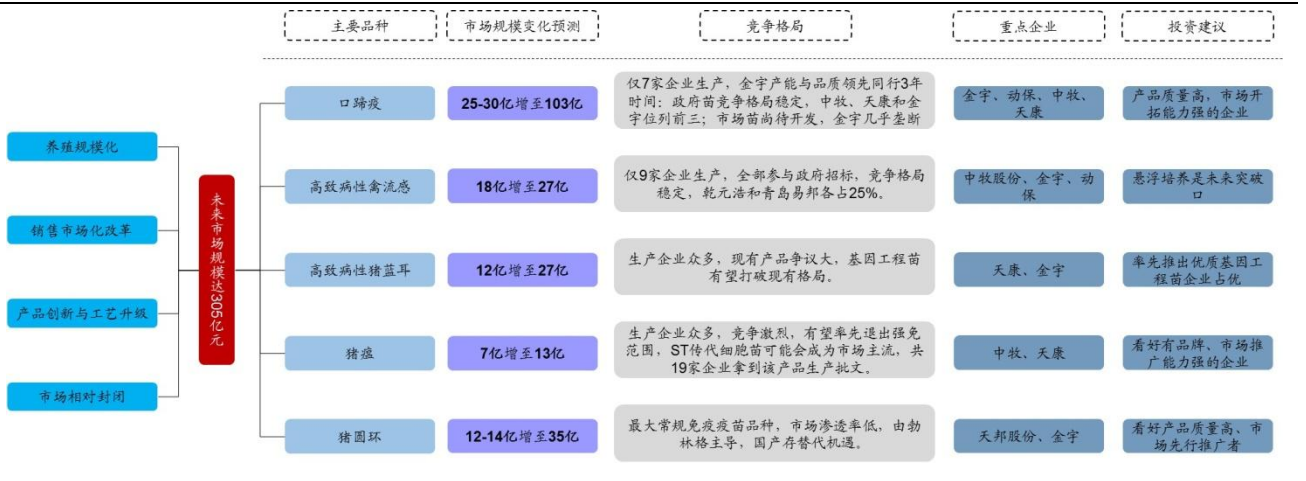
图 8: 2012 年不同规模兽用生物制品企业平均毛利率水平



资料来源: 《中国兽药产业发展报告 2012》, 国信证券经济研究所整理

分产品来看, 口蹄疫、猪圆环等五大主要品种还存在巨大增长空间, 基本上都在一倍以上。我们判断, 其中具备竞争优势的企业将从这些大品种“量价齐升”过程中实现业绩腾飞, 例如金宇集团近乎垄断口蹄疫市场苗, 是口蹄疫市场扩容的最大受益者; 而猪圆环市场尚无优质国产苗出现, 进口苗价格又太贵, 我们比较看好金宇、天邦, 有望实现国产替代。

图 9: 动物疫苗行业投资路线图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

金宇集团: 行业新晋龙头正走向动保巨头

公司是创新型民营企业, 凭借工艺和质量标准升级、营销模式创新引领动物疫苗产业升级和转型, 一举成为行业龙头。其口蹄疫疫苗技术和规模达到国际水平, 并领先国内同行 3 年时间, 这一单品的成功为后续新品进入市场建立起了品牌优势、销售渠道、网络、售后服务和销售团队等资源。同时, 公司对内扩张和引进优秀人才并实施股权激励, 对外加大合作和布局国际市场意义深远, 已现动保巨头雏形。

变革中成长, 口蹄疫独领风骚, 未来可开发空间在 2 倍以上

口蹄疫疫苗是公司的核心产品, 其收入占总收入比例约 97%, 增长迅速, 特别是市场苗近年来增速都在 100% 以上, 未来将继续保持高速增长。行业层面, 国家疫情重点防控与市场苗持续开拓带来量价齐升, 将使口蹄疫疫苗市场由现存的 25-30 亿元增至 103 亿元, 毫无疑问, 公司是最大受益者:

- 率先应用悬浮培养技术和蛋白纯化浓缩技术生产口蹄疫疫苗, 制定行业标准, 生产能力和产品品质达国际先进水平, 领先国内同行 2-3 年。2009 年, 公司率先完成工艺升级, 成功将悬浮培养、CTF 纯化浓缩技术、抗原含量 146S 检测技术等应用于口蹄疫疫苗生产之中, 其中悬浮培养属于国内口蹄疫行业首创, 对产品质量和产能都有了大幅提升。并于 2012 年制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量、抗原和杂蛋白检测三项行业标准, 大幅提升了疫苗制造水平。公司现有 6 条 5000L 的生产线建设改造完成(分别于 2014 年 1 月、2014 年 10 月投产 3 条 5000L 生产线), 全部用于口蹄疫疫苗生产, 产能达到 60 亿微克, 工艺技术和规模领先于行业同类企业 2-3 年, 毛利率高于同行平均 10pp 以上, 为公司未来持续领先发展奠定基础。此外, 2015 年 6 月公司宣布定增方案, 新园区将新设 8.9 亿头份的口蹄疫生产线, 生产效率将大大提高。

表 2: 国内主要动物疫苗企业兽用生物制品毛利率水平比较

企业	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金宇集团	62.9%	57.3%	64.4%	68.4%	65.0%	72.0%	77.4%
中牧股份	63.3%	62.3%	66.0%	64.4%	56.0%	59.3%	56.4%
天康生物	66.3%	64.6%	62.2%	61.5%	65.3%	63.5%	66.8%
大华农	58.2%	61.4%	63.0%	63.7%	60.2%	63.1%	62.1%
瑞普生物	79.0%	81.2%	73.7%	71.2%	69.1%	66.9%	68.2%
天邦股份	59.0%	63.3%	58.1%	56.5%	67.4%	64.0%	72.9%
行业平均	64.8%	65.0%	64.6%	64.3%	63.8%	64.8%	67.3%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

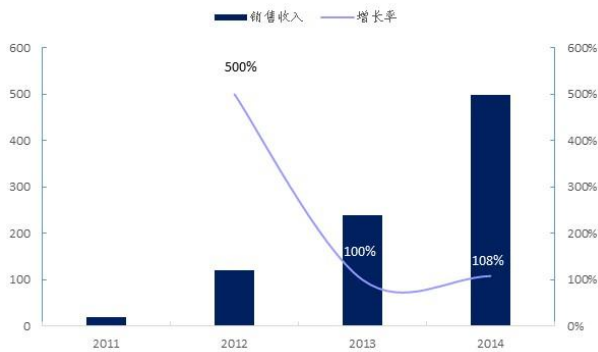
- **市场苗: 公司一家独大, 规模化养殖场客户群已开发约 22%, 后续有望继续高增长, 预计 15/16 年同比增速在 50%左右。** 2010 年, 公司组建市场苗销售团队, 配有部分技术人员辅助销售。开创了直达养殖场的点对点营销模式, 突破了原有口蹄疫疫苗主要通过政府招标、相互比价的竞争困局, 创造口蹄疫疫苗业务新的增长模式。通过疫苗试用、提供技术服务、检测培训等手段, 公司赢得了客户对公司和公司产品的认可。目前规模化养殖场有 5000 多家, 公司现有客户 1100 多家, 而市场尚未出现能与公司相抗衡的强劲对手, 可判断公司将依托现有良好基础继续在市场苗领域开疆拓土, 获得高增长。
- **政府苗: 三价苗是招标重点, 公司具先发优势, 将继续稳定增长, 预计 15/16 年同比增速在 20%-25%。** 口蹄疫招采苗和市场苗中三价苗占比正逐步上升, 而公司较早推出三价苗, 具有先发优势。而且三价苗单价是普通苗的 2 倍, 毛利较高, 其收入占公司生物制品总收入比例也逐步上升, 目前已经超过 50%, 对公司业绩有明显提升作用。

表 3: 金宇集团在口蹄疫行业发展历程

时间	事件
2009 年	公司投资 3000 万与北京某动物疫苗技术企业合作利用悬浮培养技术共同进行口蹄疫疫苗试验, 并取得成功, 随即上马国内第一条悬浮培养口蹄疫疫苗生产线; 发明了国内首家定量检测口蹄疫抗原 146S 含量检测技术。
2010 年	完成对牛口蹄疫、猪口蹄疫疫苗的悬浮培养技术改造, 且悬浮培养疫苗通过农业部评审。
2012 年	3 月, 农业部兽医局同意金宇保灵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 1 型、A 型三价灭活疫苗; 同时, 公司还制定了口蹄疫悬浮培养疫苗的行业标准。

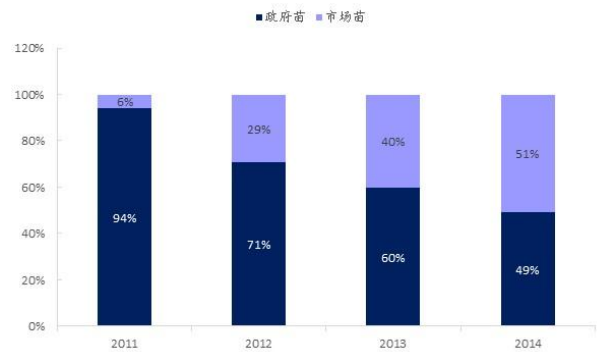
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2011-2014 年金宇集团口蹄疫市场苗销售情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2009-2014 年金宇口蹄疫市场苗与政府苗各自占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

外延和内生驱动产品线逐步丰富, 实现渠道共享, 打开成长空间

除了口蹄疫这一核心重磅产品以外, 公司后续产品梯队也逐步完善, 高端猪圆环苗、伪狂犬疫苗、布鲁氏菌病疫苗等产品将陆续上市, 可共享公司现有渠道, 快速占领市场。

其中, 猪圆环苗已经开始少量试产, 产品质量与勃林格进口苗十分接近, 但是售价要低很多, 有望实现进口替代, 成为又一个具备良好竞争力和盈利能力的市场苗。全资子公司扬州优邦拥有 10 个禽苗、3 个猪苗及 2 个兽药产品批文, 生产线悬浮培养改造完成, 新建禽苗生产线已于去年投产。可以说, 至此公司的两个疫苗子公司——金宇宝灵和扬州优邦均已完成为期 2 年多的产能扩建, 未来将在上市产品不断丰富, 持续推动公司驶入发展快车道。

而且在今年 6 月, 公司宣布将进行新园区项目一期工程建设, 总投资约 25.6 亿元, 包括年产 6000 万头份布鲁氏菌病灭活疫苗生产车间、年产 4431 万头份灭活疫苗生产车间、年产 1.4 亿头份冻干活疫苗生产车间, 将充分满足新品上市产能需求。

表 4: 金宇集团未来即将上市的疫苗产品

产品	介绍	预计上市时间
猪圆环苗	已拿到新药证书,由控股子公司扬州优邦与武汉中博生物联合研制的猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗 (CP08 株),采用领先的重组杆状病毒-昆虫细胞基因工程表达技术,是国内首创的基因工程亚单位疫苗,填补了国内空白。	2015 年
伪狂犬疫苗	正在进行生产技术改造,今年可生产销售	2015 年
布鲁氏菌病疫苗	2013 年 6 月,保灵公司与法国诗华签订合资框架协议,将引进其布病疫苗先进生产技术,进一步提升公司产品质量。目前已引入菌种,老厂区环评未能通过,将在新厂区生产。	2015 年
猪蓝耳苗	金宇保灵拥有猪蓝耳灭活苗生产批文,同时又与台湾企业合作研发基因工程苗,如若试验符合预期将引入国内,届时将实现行业突破,成为又一重磅产品。	未知
牛鼻气管炎+腹泻二价苗	正处于中试阶段,未来有望成为一大品种。	2016 年
重组新城疫病毒灭活疫苗(A-VII株)	由控股子公司优邦公司与扬州大学合作研制,采用国际领先反向遗传技术,构建致弱的新城疫基因 VII 毒株,具有良好免疫原性、产生抗体时间快、滴度高等特点。新城疫疫苗的推出意味公司已经开始向禽苗领域延伸,目前扬州优邦公司拥有 4-5 个禽苗产品,又可应用其悬浮培养技术提高生产工艺,做大做强禽苗业务。	2016 年

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

此外,公司外延式并购和新品研发进展也非常值得期待:

- **新设产业投资基金,外延并购有望提速,不断做大做强:**6月9日,公司宣布将与金陵华软投资集团有限公司分别出资2亿、3.1亿元设立生物产业投资基金,大力开展产业并购整合业务,拟投资领域为:1)生物健康:以动物疫苗和生物制药为主;2)医疗科技;3)产业并购:与金宇集团现有产业互补或协同的相关企业或资产收购项目。
- **拥有国内唯一兽用工程实验室,研发实力突出,新品有望加速推出:**本次募投项目中包含两个重量级国家实验室,可进一步提升自主研发实力,同时吸引国际研发机构和世界级科学家到产业园开展科研活动,与国际先进技术接轨,远超同行大多数企业:1)新的兽用疫苗国家工程实验室,国内唯一,集疫苗研发、工艺研究、GMP标准中试为一体,可加快新品开发进程,成为疫苗新技术、新疫苗、“通用型”疫苗、特色疫苗的研发和孵化平台;2)国家高级别生物安全实验室,行业少有的可自主进行一类病原微生物研究的企业。

国际化战略和电商战略将大幅提升公司估值中枢

公司市场化、国际化战略目标正逐步得到落实,动保巨头初现。

- **埃塞俄比亚设厂,向国际化迈出坚实的一步,未来几年内可在现有基础上提高收入50%以上。**目前公司同盖茨基金、中非基金计划在埃塞俄比亚筹备合资公司,不仅可以在新园区投产后将旧的多余产能转移出去,将自己优质产品推向国际市场,打开成长空间。同时,又可以利用非洲这一较复杂的疫病环境开展疫苗研究,提升公司的研发水平,把握市场需求动态,以便在疫情爆发时最先推出疫苗产品。我们判断,海外市场未来3年内有望在现有基础上增厚收入一半以上;
- **新园区产业化建设与国际接轨,利于对接国际先进产品,占领行业最前沿。**新园区将是一个集动物疫苗生产和研发于一体的综合性产业基地,项目设计与建设不仅符合国家兽药GMP标准,而且参照欧美等发达国家关于兽

用生物制品生产的相关规范和要求，引进国外先进技术，采用国际先进工艺和设备，使产品质量和国际标准接轨，可满足诗华高品质布病疫苗生产要求，这是国内大多数同行所不能做到的，将为公司产品走出去、国际化发展奠定基础；

- **公司还将成立互联网公司，从事为养猪场提供多样化、专业性服务的互联网软件的开发运营。**为养猪场解决生产管理、疫病防控、数据传递与分析等互联网解决方案，搭建行业服务平台。借助互联网技术进一步加强公司动物疫苗营销体系及客户服务体系建设，实施产业创新。我们判断公司未来将借助互联网、大数据、物联网等新技术助推传统动保业务的快速升级与转型，成为下游养殖场综合解决方案提供商，将进一步提升公司营销与服务效率，这是首创直销模式后又一革命性举措，极大提升公司竞争力。

财务分析

盈利能力分析

公司盈利能力不断提高，显著优于同类企业：自 2012 年剥离房地产，聚焦生物疫苗业务以后，公司生物疫苗业务规模提升，带来毛利率和净利率水平双双提升，其中毛利率高于平均水平 44pp，净利润率接近 50%，高于平均水平 35pp 左右，盈利能力十分突出。

表 5: 公司盈利能力同业比较

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015Q1
综合毛利率%							
中牧股份	39.78	37.17	32.54	26.72	24.30	23.95	22.76
天康生物	16.88	17.09	15.09	15.81	16.89	19.66	20.72
瑞普生物	77.28	70.85	55.69	58.37	59.35	59.48	60.56
天邦股份	17.04	14.19	15.28	12.59	14.02	12.71	10.96
金宇集团	41.81	47.55	68.64	67.37	70.64	76.21	71.63
平均值	38.56	37.37	37.45	36.17	37.04	38.40	37.33
销售净利率%							
中牧股份	12.73	12.85	16.27	7.80	6.79	7.03	8.54
天康生物	4.75	4.54	2.57	3.13	4.43	5.02	5.94
瑞普生物	30.95	29.05	21.81	23.10	20.30	4.93	15.83
天邦股份	5.78	3.88	2.57	2.51	6.02	1.04	-6.69
金宇集团	10.37	17.12	25.51	23.11	37.11	37.83	49.35
平均值	12.92	13.49	13.75	11.93	14.93	11.17	14.59

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

偿债能力分析

资金充足，负债率极低：截止于 2015 年一季度末，公司账面货币资金 8.98 亿，并于 2015 年 6 月 9 日公布定增方案，募集资金在 25 亿左右，现金流十分充足。相比于同行，公司负债率处于较低水平，且流动性好。

表 6: 公司偿债能力同业比较

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015Q1
资产负债率%							
中牧股份	44.15	40.33	25.11	27.49	23.62	25.96	26.61
天康生物	57.11	45.10	50.88	50.99	40.18	37.89	37.86
瑞普生物	39.18	12.06	10.48	11.54	14.12	12.97	12.84
天邦股份	42.81	50.08	54.83	55.74	66.77	67.10	66.72
金宇集团	46.33	46.87	42.55	42.77	25.11	22.28	18.71
平均值	45.92	38.89	36.77	37.71	33.96	33.24	32.55
流动比率%							
中牧股份	1.28	1.48	2.30	2.27	2.64	1.93	1.85
天康生物	1.15	1.69	1.39	1.20	1.40	1.47	1.54
瑞普生物	1.70	7.44	8.55	7.47	5.00	4.82	4.75
天邦股份	1.26	0.95	0.89	0.89	0.76	0.67	0.60
金宇集团	1.56	1.59	1.81	1.90	2.77	3.16	3.89
平均值	1.39	2.63	2.99	2.75	2.51	2.41	2.53
速动比率%							
中牧股份	0.88	1.07	1.66	1.72	2.03	1.21	1.38
天康生物	0.33	0.58	0.63	0.65	0.67	0.76	0.75
瑞普生物	1.45	7.08	7.81	6.65	4.47	4.06	3.96
天邦股份	0.86	0.50	0.50	0.50	0.46	0.34	0.27
金宇集团	0.81	0.57	0.72	0.70	2.40	2.66	3.32
平均值	0.87	1.96	2.26	2.04	2.01	1.81	1.94

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

成长性分析

正处快速成长期, 趋势向好, 远高于同行增速: 自公司聚焦生物疫苗业务后, 收入, 净利润双双高速增长, 远远高于同行企业, 呈现良好发展趋势。

表 7: 公司成长性同业比较

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015Q1
营收增长率%							
中牧股份	15.08	26.54	6.81	2.64	17.07	10.87	75.51
天康生物	94.19	14.19	25.96	11.51	11.95	7.78	14.14
瑞普生物	27.31	21.12	70.05	11.69	15.01	-22.48	29.86
天邦股份	-7.84	14.18	56.94	17.60	1.78	25.26	-22.13
金宇集团	-15.89	-2.21	-14.05	-3.41	20.65	58.32	0.16
平均值	22.57	14.76	29.14	8.01	13.29	15.95	19.51
净利润增长率%							
中牧股份	47.96	36.05	45.38	-46.66	0.51	23.17	3.09
天康生物	40.00	9.12	-28.43	40.48	57.20	22.28	11.40
瑞普生物	41.96	34.21	38.23	26.28	5.47	-82.15	38.55
天邦股份	-40.52	-26.42	-23.15	50.53	158.52	-72.21	-7.94
金宇集团	-7.94	73.29	29.73	-12.72	92.34	61.16	20.90
平均值	16.29	25.25	12.35	11.58	62.81	-9.55	13.20

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：已现动保巨头雏形，安全边际高，给予“买入”评级

公司是创新型民营企业，凭借工艺和质量标准升级、营销模式创新引领动物疫苗产业升级和转型，一举成为行业龙头。其口蹄疫疫苗技术和规模达到国际水平，并领先国内同行 2-3 年时间，这一单品的成功为后续新品进入市场建立起了品牌优势、销售渠道、网络、售后服务和销售团队等资源。同时，公司对内扩张和引进优秀人才并实施股权激励，对外加大合作和布局国际市场意义深远，已现动保巨头雏形，前景十分值得看好。

盈利预测核心假设

- 口蹄疫疫苗：规模化养殖场仅开发 22%左右，预计市场苗增速在 50%左右；政府苗存招采改革预期，三价苗招标比例不断提升，公司产品质量突出，且具先发优势明显，预计政府苗增速在 20%-25%之间；
- 产品线渐丰富，承接中长期发展：口蹄疫的成功为后续新品进入市场建立起了品牌优势、销售渠道、网络、售后服务和销售团队等资源。同时，公司的猪圆环、布病等众多储备产品即将上市，研发和外延并购也有望提速；
- 销售费用率：口蹄疫市场仍存在较大开发空间，预计销售费用率会维持在 16%左右；
- 管理费用率：基本保持稳定，维持在 14%左右；
- 毛利率：为了巩固现有市场地位，公司可能会采取一些促销活动，口蹄疫毛利率水平可能会微降 1-2pp。

表 8: 金宇集团细分产品盈利预测 (百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、生物疫苗							
收入	393.34	433.63	630.01	1023.18	1388.56	1887.49	2428.10
增速	27.17%	10.24%	45.29%	62.41%	35.71%	35.93%	28.64%
毛利率	68.40%	65.03%	71.99%	77.38%	76.90%	75.81%	74.79%
其中: 口蹄疫							
收入	333.33	410.00	596.16	987.14	1388.56	1887.49	2428.10
增速		23.00%	45.40%	65.58%	40.67%	35.93%	28.64%
毛利率				77.38%	76.90%	75.81%	74.79%
其中: 政府招标苗							
收入	313.33	290.00	356.16	487.94	614.80	750.06	892.57
增速		-7.45%	22.81%	37.00%	26.00%	22.00%	19.00%
毛利率				74.70%	73.00%	72.50%	71.00%
市场苗							
收入	20.00	120.00	240.00	499.20	773.76	1137.43	1535.53
增速		500.00%	100.00%	108.00%	55.00%	47.00%	35.00%
毛利率				80.00%	80.00%	78.00%	77.00%
其他疫苗							
收入	60.01	23.63	33.85	36.04	43.25	51.03	60.22
增速		-60.62%	43.25%	30.00%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率							
二、房租及物业管理							
收入	27.49	28.25	22.84	24.94	27.18	29.63	32.30
增速	37.73%	2.76%	-19.15%	9.19%	9.00%	9.00%	9.00%
毛利率	70.51%	70.93%	60.69%	62.29%	61.50%	61.50%	61.50%
三、房地产							
收入	130.83	70.40					
增速							
毛利率	74.17%	88.94%					
四、能源							
收入	6.10	7.36	8.32	8.72	9.14	9.58	10.04
增速	12.75%	20.66%	13.04%	4.81%	4.81%	4.81%	4.81%
毛利率	2.55%	3.91%	5.04%	4.94%	6.82%	6.82%	6.82%
五、纺织加工							
收入	9.41	6.75	5.49	2.78	2.22	1.89	1.61
增速	-93.99%	-28.27%	-18.67%	-49.36%	-20.00%	-15.00%	-15.00%
毛利率	22.38%	44.27%	58.51%	44.45%	60.00%	60.00%	60.00%
合计							
收入	436.34	475.99	666.66	1059.62	1427.11	1928.59	2472.04
增速	-11.19%	9.09%	40.06%	58.94%	34.68%	35.14%	28.18%
毛利率	66.14%	63.51%	70.17%	76.23%	76.04%	75.18%	74.30%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

不考虑外延式并购、后续新品上市及国际市场销售影响, 预计 15-17EPS 1.96/2.59/3.28。现阶段在口蹄疫疫苗大品种推动下“量价齐升”推动业绩屡超预期, 预计未来几年口蹄疫增速可达 40%左右; 2015 年起产品线将极大丰富, 推动中长期发展, 且外延进展加快; 国际化合作提供新的成长空间; “互联网+”为下游提供综合解决方案。目前股价对应 16 年 PE28X, 仅超增发价 16.6%, 安全边际高, 给予 1 年期合理估值至 111 元 (对应 16PE43X), 给予“买入”投资评级。

表 9: 可比公司估值情况对比

证券简称	收盘价	EPS				PE				PEG	Growth
		2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	2015	15-17
中牧股份	24.93	0.68	0.81	1.03	1.25	37	31	24	20	1.26	24%
天邦股份	20.09	0.16	0.65	1.16	1.39	126	31	17	14	0.67	46%
瑞普生物	15.28	0.07	0.33	0.51	0.7	218	46	30	22	1.01	46%
天康生物	12.88	0.48	0.36	0.47	0.57	27	36	27	23	1.39	26%
平均						102	36	25	20	1.08	36%
金宇集团	73.35	1.41	1.96	2.59	3.28	52	37	28	22	1.27	29%

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测,注:收盘价取 2014 年 7 月 3 日收盘价,金宇、中牧 EPS 为国信预测,其他公司为 wind 一致预期

风险提示

- 养殖规模化进程缓慢;
- 行业政策风险;
- 新品上市低于预期。

附录: 分析师简介

刘鹏, 食品工程博士, 化学工程学士。2014年5月加入国信证券, 现为食品饮料研究团队负责人。擅长非酒食品的深入研究。注重对行业趋势的分析和个股长期价值的判断。2014年新财富最佳分析师食品饮料行业入围。

博士期间主研方向为食品风味分析及无损检测, 在食品行业顶级期刊—欧洲食品学会会刊《Food Control》发表论文, 并参与多个大型食品企业横向研发项目, 对食品工艺, 渠道运作等有深入了解。

2012-2014年, 在华泰证券研究所和中信证券研究部分别担任分析师和高级分析师, 期间, 领先全市场挖掘了恒顺, 中炬, 煌上煌, 百润等股票, 其中中炬高新, 恒顺醋业是2013年的食品涨幅冠军和季军, 12~15个月内涨幅均超过220%。百润股份是2014年食品行业涨幅最大股票。

2015年主推的百润涨幅超过350%, 恒顺, 中炬也涨幅超过100%。是表现最好的价值型食品股。特定品种(青海春天)贤成矿业涨幅近200%。涪陵榨菜和江中药业精准控制, 一个月内涨幅超80%。

研究助理刘健对本报告有重要贡献。

特别提示:

根据《发布证券研究报告暂行规定》(中国证券监督管理委员会公告[2010]28号)第十二条的规定, 我公司特披露: 截至 2015 年 07 月 20 日, 我公司以自有资金投资持有“涪陵榨菜”(002507) 4000150 股。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	948	1212	1751	2474
应收款项	183	532	719	921
存货净额	217	289	418	571
其他流动资产	20	27	37	47
流动资产合计	1368	2061	2925	4013
固定资产	578	611	554	497
无形资产及其他	62	60	57	55
投资性房地产	88	88	88	88
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	2098	2821	3625	4654
短期借款及交易性金融负债	0	110	80	80
应付款项	180	254	367	500
其他流动负债	253	349	486	640
流动负债合计	433	713	932	1220
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34
长期负债合计	34	34	34	34
负债合计	468	747	966	1254
少数股东权益	(2)	(5)	(8)	(12)
股东权益	1633	2078	2667	3412
负债和股东权益总计	2098	2821	3625	4654

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.41	1.96	2.59	3.28
每股红利	0.29	0.40	0.53	0.68
每股净资产	5.71	7.27	9.33	11.94
ROIC	27%	33%	42%	52%
ROE	25%	27%	28%	28%
毛利率	76%	76%	75%	74%
EBIT Margin	45%	45%	44%	43%
EBITDA Margin	50%	49%	47%	46%
收入增长	58%	35%	35%	28%
净利润增长率	61%	39%	32%	27%
资产负债率	22%	26%	26%	27%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	51.9	37.4	28.3	22.3
P/B	12.8	10.1	7.9	6.1
EV/EBITDA	40.4	31.2	24.0	19.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1063	1432	1935	2480
营业成本	253	343	480	637
营业税金及附加	8	11	19	24
销售费用	167	229	310	397
管理费用	152	203	273	350
财务费用	(7)	(25)	(33)	(49)
投资收益	4	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(14)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	480	670	886	1121
营业外净收支	3	0	0	0
利润总额	483	670	886	1121
所得税费用	81	112	148	188
少数股东损益	(2)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	404	561	741	939

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	404	561	741	939
资产减值准备	8	7	(1)	(2)
折旧摊销	47	51	60	61
公允价值变动损失	14	0	0	0
财务费用	(7)	(25)	(33)	(49)
营运资本变动	186	(252)	(77)	(79)
其它	(10)	(9)	(2)	(2)
经营活动现金流	650	358	721	917
资本开支	(206)	(88)	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(195)	(88)	0	0
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(10)	0	0	0
支付股利、利息	(83)	(116)	(153)	(193)
其它融资现金流	(32)	110	(30)	0
融资活动现金流	(218)	(6)	(183)	(193)
现金净变动	237	264	538	723
货币资金的期初余额	712	948	1212	1751
货币资金的期末余额	948	1212	1751	2474
企业自由现金流	429	249	693	875
权益自由现金流	387	379	690	915

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
林小伟	0755-22940022	张峻豪	0755-22940141		
万明亮					
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164	邵潇	
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备/新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	刘萍	0755-22940678
徐行余		苏淼	021-60933150		
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				