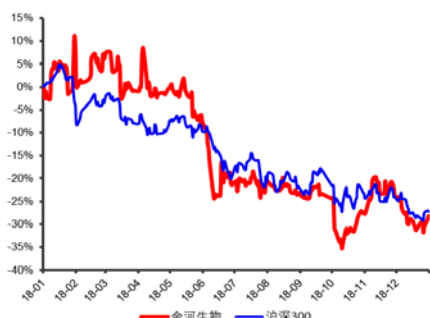


金河生物: 受益养殖集中度提升, 金霉素龙头转型初见成效

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	635.29/623.28
总市值/流通(百万元)	3138.33/3078.99
12个月最高/最低(元)	7.12/4.11

相关研究报告:

证券分析师: 周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

摘要:

1、全球饲用金霉素寡头, 下游需求增长提振业绩。公司在兽用药物添加剂领域深耕多年, 与正大并列全球饲用金霉素两大寡头, 享有定价权。非洲猪瘟背景下, 规模养殖对生物防控的要求更高, 金霉素市场需求扩张, 预计 2019 年国内金霉素价格将维持高位, 公司显著受益。

2、疫苗: 技术优势显现, 未来发展可期。公司圆环全病毒灭活苗“佑圆宝”和猪蓝耳活疫苗(PC 株)核心竞争力为高抗原纯度和高抗原浓度。2017 年所有批次“佑圆宝”总蛋白含量均在 100 μ g/ml 以下, 完整圆环病毒颗粒的浓度和纯度明显高于同类疫苗。猪细小病毒来活疫苗(NJ 株)、猪丹毒灭活疫苗、猪瘟活疫苗等生产资质的获得及猪支原体-猪圆环病毒 II 型二联疫苗进口注册申请稳步推进, 为后续疫苗业绩的提升提供了保障。

3、淀粉业务产业链延长, 环保三期工程完工, 人民币贬值增加汇兑收益。受下游产业链回暖的影响, 玉米淀粉及联产品销售量增加, 玉米淀粉价格上涨幅度较大, 抵消玉米成本上升影响; 2018 年末环保三期建成后, 预计 2019 年产能利用率上升, 运营成本将有显著下降; 2019H1 人民币快速贬值, 全年汇兑收益将显著增厚公司业绩。

盈利预测:

给予买入评级。预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 1.99/2.40/2.86 亿, 对应 EPS 分别为 0.31/0.38/0.45 元。给予 2019 年 25 倍 PE, 对应 2019 年目标价 7.75 元, 2019 年 8 月 23 日收盘价 4.94 元, 上涨空间 56.88%, 给予“买入”评级。

风险提示:

- 1、原材料价格上涨的风险。原材料玉米占公司产品成本比重较大, 因此玉米价格的上涨对公司产品成本影响较大。
- 2、汇率异常波动的风险。以美元计价的资产以及公司海外销售收入与汇率波动相关, 因此汇率波动对公司业绩会造成一定影响。
- 3、新产品市场开发不达预期的风险, 公司兽用疫苗业务存在新产品市场拓展不达预期的风险。
- 4、政策风险。公司海外营收占比较大, 因此进出口政策的风险对公司业绩影响较大。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1628.89	2034.65	2481.25	2923.66
(+/-)	11.73%	24.91%	21.95%	17.83%
归母净利(百万元)	163.63	198.90	239.63	286.34
(+/-)	50.92%	21.55%	20.48%	19.49%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.31	0.38	0.45
市盈率(PE)	17.32	15.94	13.00	10.98

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司介绍.....	5
二、金霉素行业领头羊	6
（一）需求端：非洲猪瘟和规模化养殖使下游需求量增长.....	6
（二）供给端：双寡头格局，集中度高.....	7
三、动物疫苗行业新秀	9
四、玉米淀粉和环保业务快速发展.....	11
（一）附加值增长、成本转嫁，淀粉业务快速发展.....	11
（二）环保业务三期并行，发展前景广阔.....	13
五、盈利预测.....	13
六、风险提示.....	13

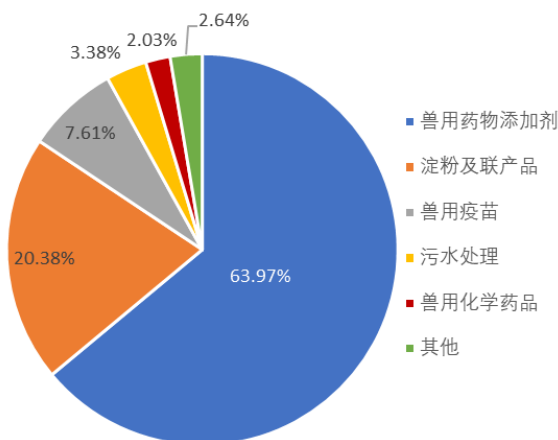
图表目录

图表 1 2018 公司营收构成.....	5
图表 2 2018 公司毛利构成.....	5
图表 3 2014~2019Q1 营收及 YOY.....	5
图表 4 2014~2019Q1 归母净利及 YOY.....	5
图表 5 国内饲用金霉素需求量及 YOY.....	6
图表 6 城乡居民人均猪肉消费量增长情况.....	7
图表 7 2014 年部分国家人均禽畜肉类消费量 (Kg)	7
图表 8 我国生猪养殖结构将向纺锤型演变	7
图表 9 金河、正大双寡头格局 (2011 年数据, 万吨)	8
图表 10 公司全球销售网络.....	8
图表 11 公司全国销售网络.....	8
图表 12 公司国内外的营收构成	9
图表 13 杭州佑本猪用疫苗产品.....	9
图表 14 注射后 PCV2 病毒载量变化.....	10
图表 15 注射后 105 天抗体检测.....	10
图表 16 动物疫苗收入及 YOY.....	11
图表 17 淀粉业务营收(亿)及 YOY.....	12
图表 18 淀粉业务毛利(亿)及毛利率.....	12
图表 19 玉米全国平均价 (元/公斤)	12
图表 20 2016~2018 年玉米拍卖总量 (万吨)	12
图表 21 2017~2019 玉米淀粉期货收盘价 (元/吨)	13

一、公司介绍

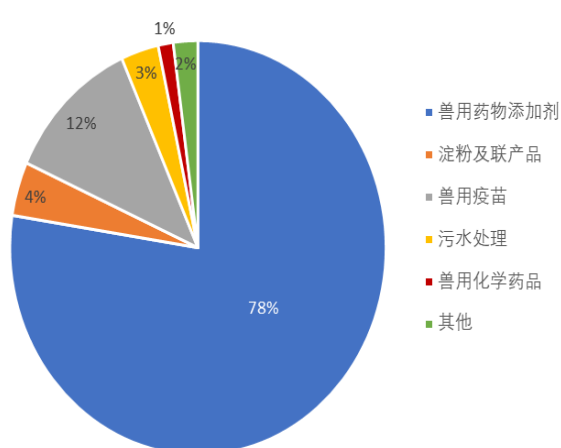
公司主要从事兽用药物饲料添加剂的研发、生产和销售。近年来，公司围绕动物保健品行业进行了一系列并购投资，已初步完成涉及饲料添加剂、兽用生物制品、兽用化药及环保产业的战略布局。目前兽用药物添加剂是公司收入和利润的主要构成部分，其次是淀粉及联产品和兽用疫苗。

图表 1 2018 公司营收构成



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

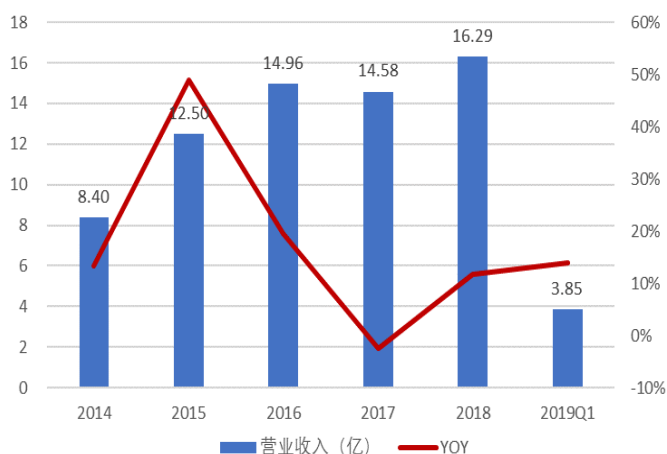
图表 2 2018 公司毛利构成



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

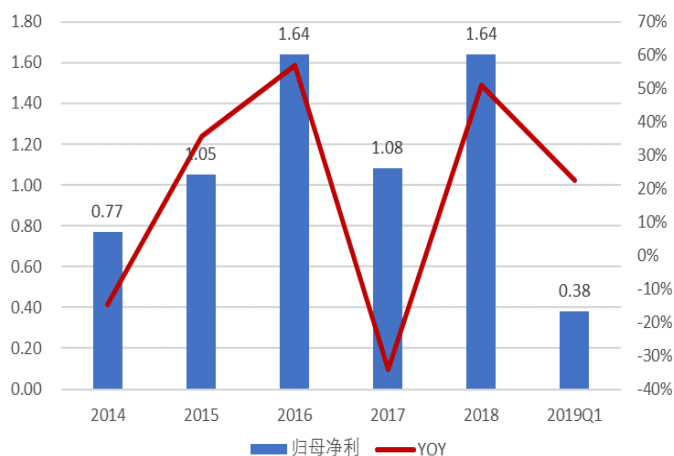
2019Q1 公司营收与净利同增。2019Q1 年营收 3.85 亿, 同比增长 13.95%; 归母净利 0.38 亿, 同比增长 22.44%。

图表 3 2014~2019Q1 营收及 YOY



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 4 2014~2019Q1 归母净利及 YOY



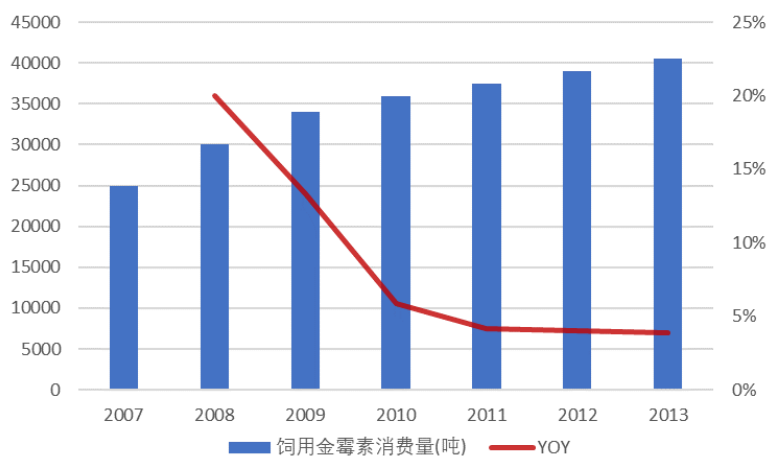
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

二、金霉素行业领头羊

（一）需求端：非洲猪瘟和规模化养殖使下游需求量增长

饲用金霉素总量上不断增长。饲用金霉素凭借其安全、高效、低成本的优势在全球范围内广泛应用，随着禽畜养殖规模的不断扩大和集约化、舍饲化程度的不断提高，金霉素市场需求不断扩大。从 2007 年的 2.47 万吨快速增长至 2013 年的 4.05 万吨，2010 年后逐步稳定增长。

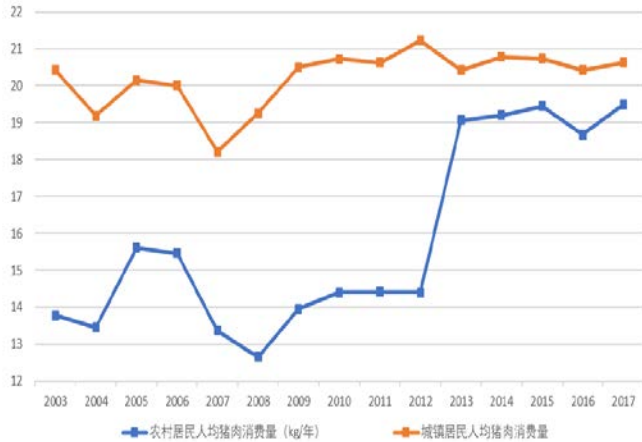
图表 5 国内饲用金霉素需求量及 YOY



资料来源：wind，太平洋证券整理

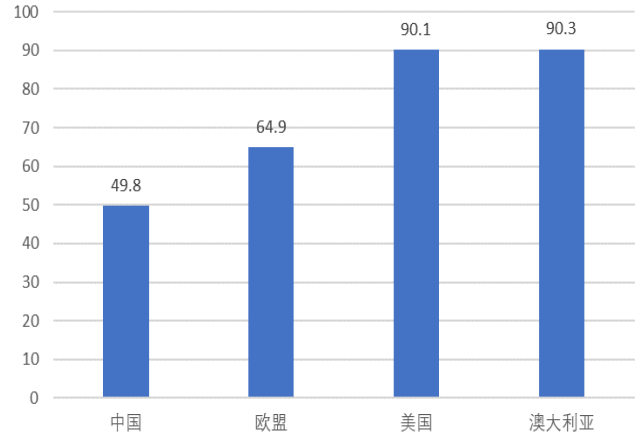
下游畜牧业持续发展带来需求量激增。金霉素的下游是饲料行业和畜牧业。我国是畜牧业大国，随着城镇化进程的加快，居民饮食结构正在发生改变，对于肉蛋奶等动物蛋白的需求量不断增加，这将使我国畜牧业未来继续保持良好的发展势头。国家统计局数据显示，2003~2013 年我国城乡居民人均猪肉消费量快速增加，2013 年后进入稳步增长阶段；从总量看，我国人均禽畜肉类消费量还有增长空间。

图表 6 城乡居民人均猪肉消费量增长情况



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

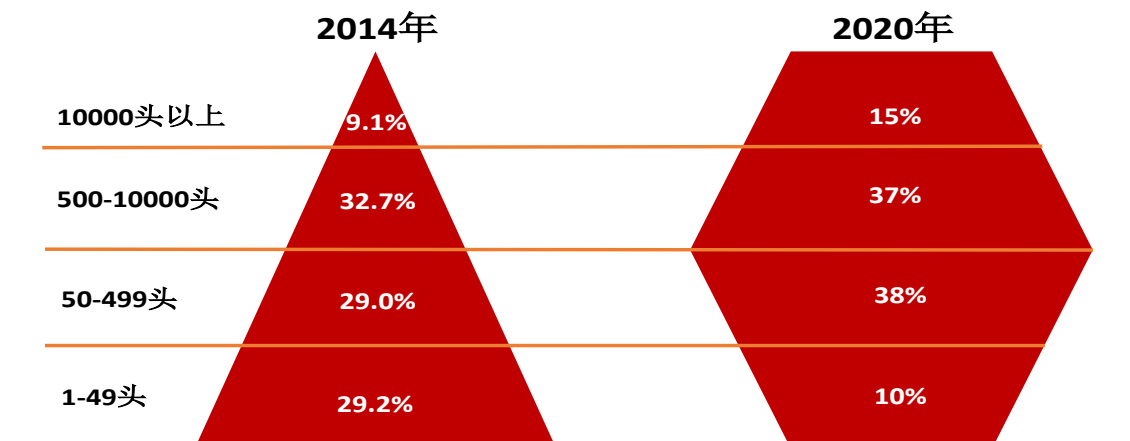
图表 7 2014 年部分国家人均禽畜肉类消费量 (Kg)



资料来源：OECD，太平洋证券整理

非洲猪瘟背景下，规模化、集约化养殖对生物防疫提出更高要求。我国的畜禽养殖集约化程度逐年提高，白羽肉鸡已率先实现规模化和一体化，我国生猪养殖行业 2014 年存栏 10000 头以上的养殖场占比只有 9.1%，未来占肉类生产与消费近 65% 的生猪养殖行业结构将向纺锤型演变。随着单个养殖场养殖量增长，非洲猪瘟的爆发使养殖场不得不加大生物防疫投入，金霉素等药物饲料添加剂的市场需求扩大。

图表 8 我国生猪养殖结构将向纺锤型演变

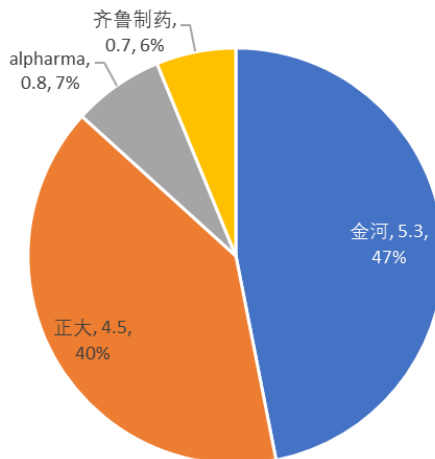


资料来源：中国畜牧业协会，太平洋证券整理

(二) 供给端：双寡头格局，集中度高

供给集中，双寡头格局。目前金河和正大两家合计占有超过 90% 的市场份额，双寡头格局十分稳固。公司当前产能为 5.3 万吨/年，从 2016 年中以来一直处于满产状态；随着下游需求持续增长，产能利用率的提升空间有限，供不应求背景下的提价动力充足。

图表 9 金河、正大双寡头格局（2011 年数据，产能单位：万吨）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司发展金霉素产业优势显著，地位稳固：

1) **技术优势。**公司与国内多个科研院所合作，产品生产工艺和装备先进，自动化程度高，具有自主研发的高产菌种，生产周期短，制造成本竞争力突出，目前公司饲用金霉素发酵周期平均为 85~90 小时，发酵单位达到 23000 μg/ml 以上。

2) **营销网络遍布全球，渠道广阔；**

经过三十年的经营，公司已经建立起独立完善的国内外销售网络。在国内，下设 13 个销售区域覆盖全国，与双胞胎、新希望等多家大型饲料企业建立长期联系；在国外，公司产品在国际动物保健品市场已具有较高知名度，有一批可靠稳定的品牌认知客户群，其中包括 Alpharma Inc.、My Nong Production Trading CO.,LTD、法国华法美公司等。

图表 10 公司全球销售网络



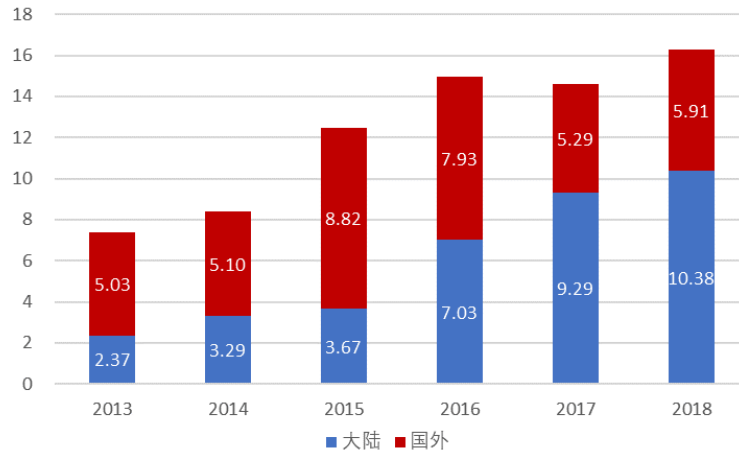
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 11 公司全国销售网络



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 12 公司国内外的营收构成



资料来源: wind, 太平洋证券整理

3) 产品质量优势。相关产品已通过了农业部兽药 GMP 认证, 美国 FDA、欧洲 EDQM 的审验并通过多家国外知名客户的质量审计。

4) 区域优势。毗邻准格尔煤田和亚洲最大的火力发电厂之一大唐国际托克托电厂, 公司所在地和周边旗县的主要农作物玉米是生产金霉素的主要原材料。丰富的资源使公司原材料和能源成本较低且供应充足, 而华北地区干燥凉爽的气候也适宜生物发酵的规模化生产。

金霉素市场空间=价格*单位动物用量*养殖总量, 随着规模化不断提升, 免疫费用不断增长, 单位动物的金霉素用量增长; 人均肉类消费量不断增长, 畜牧业规模扩大, 养殖总量增长; 公司作为国际金霉素厂商两大寡头之一, 具有定价权, 金霉素价格保持稳定, 因此, 公司金霉素业务未来发展空间较大。

三、动物疫苗行业新秀

种类齐全, 放量在即。公司动物疫苗板块主要子公司杭州佑本动物疫苗有限公司技术成熟, 产品覆盖猪用疫苗、禽用疫苗、牛羊疫苗等。

图表 13 杭州佑本猪用疫苗产品

疾病名称	产品名称
猪蓝耳	猪繁殖与呼吸综合征活疫苗(PC 株)
猪圆环	猪圆环病毒 II 型灭活疫苗 (ZJ/C 株)
传统猪瘟	猪瘟耐热保护剂活疫苗 (细胞源)
	猪瘟活疫苗 (细胞源)
	政府采购专用猪瘟活疫苗 (细胞源)
	政府采购专用猪瘟活疫苗 (脾淋源)
	猪瘟活疫苗 (兔源)

伪狂犬病

伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61 株)

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

目前佑本已经构建完成了四大技术平台：抗原工业化量产技术平台、基因工程亚单位疫苗抗原构建技术平台、抗原纯化技术平台、抗原定量检测技术平台，公司产品在疫苗的纯度和浓度上具有核心优势：

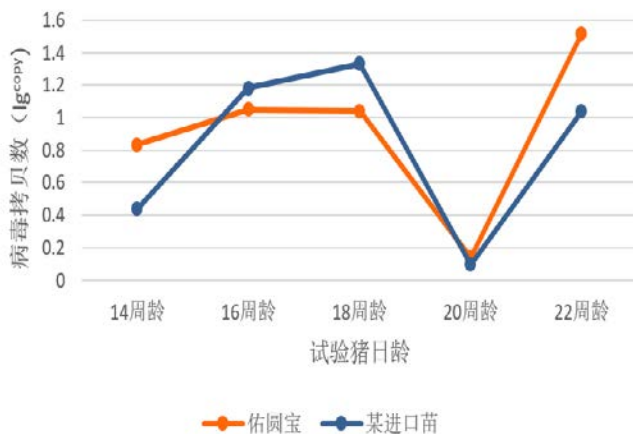
佑本疫苗，至纯至美。疫苗的浓度和纯度是判断疫苗质量的重要指标。抗原含量是判断疫苗好坏的重要指标之一，通常用 TCID₅₀ 来判断抗原含量，TCID₅₀ 高表示灭活前的病毒数量多和感染力强，与成品疫苗里抗原含量并无关系。对成品疫苗而言，疫苗质量主要看灭活后的抗原浓度，即每毫升成品疫苗中完整病毒颗粒的质量。抗原浓度不够，机体就不能产生足够的免疫应答。

抗原浓度高，杂质（杂蛋白）数量也会增加。杂质占比高，会引起机体不良反应，甚至导致死亡。因此，纯度对疫苗的效果也会产生重要影响。疫苗纯度是每毫升成品疫苗中完整病毒颗粒含量占总蛋白的比重。纯度高，杂蛋白的含量低，注射后不良反应就小。

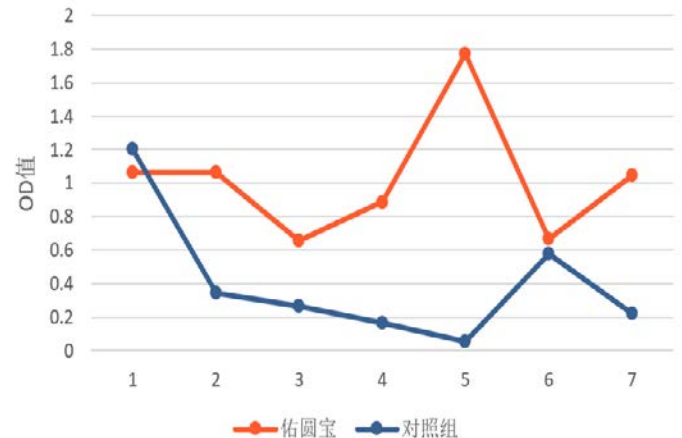
疫苗产品主打高纯度高浓度。公司圆环全病毒灭活苗“佑圆宝”和蓝耳活疫苗“佑蓝宝”核心竞争力为高抗原纯度和高抗原浓度。2017 年所有批次“佑圆宝”总蛋白含量均在 100 μg/ml 以下，具有完整圆环病毒颗粒浓度≥3μg/ml、纯度≥4%的特点，完整圆环病毒颗粒的浓度和纯度明显高于同类疫苗。

通过检测病毒载量发现，“佑圆宝”免疫后 150 天，血清中 PCV2 病毒载量仍可保持阴性，PCV2 的流行降低到可检测水平以下；通过抗体检测发现，抗体检测合格率始终较高。

图表 14 注射后 PCV2 病毒载量变化



图表 15 注射后 105 天抗体检测

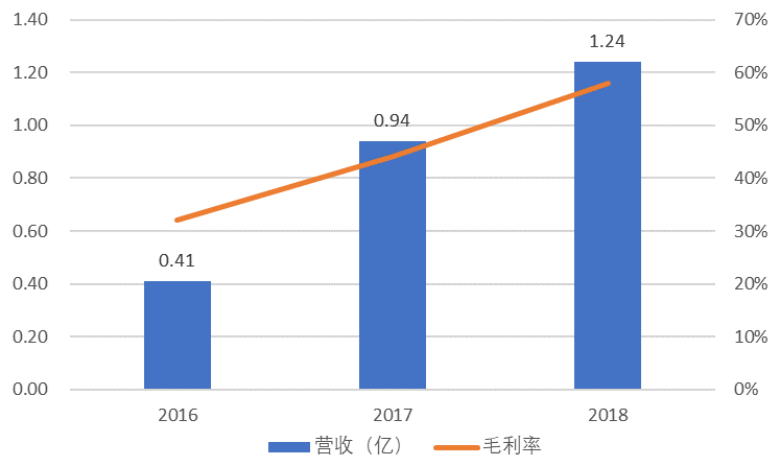


资料来源：官方公众号，太平洋证券整理

资料来源：官方公众号，太平洋证券整理

2016 年 11 月佑本推出第一款动物疫苗产品猪圆环病毒 II 型灭活疫苗 (ZJ/C 株)，终端零售价格为 16.8 元/头份。该产品定位于 1000 头母猪以上规模的大型养猪场。此外，孙公司美国普泰克（子公司法玛威并购 100% 股权）向美国农业部申报的猪支原体-猪圆环病毒 II 型二联疫苗，已经获得美国农业部颁发的兽用生物制品许可证，并于 2017 年 4 月 1 日正式上市销售。。该产品在国内的进口注册申请工作正在积极推进。。

图表 16 动物疫苗收入及 YOY



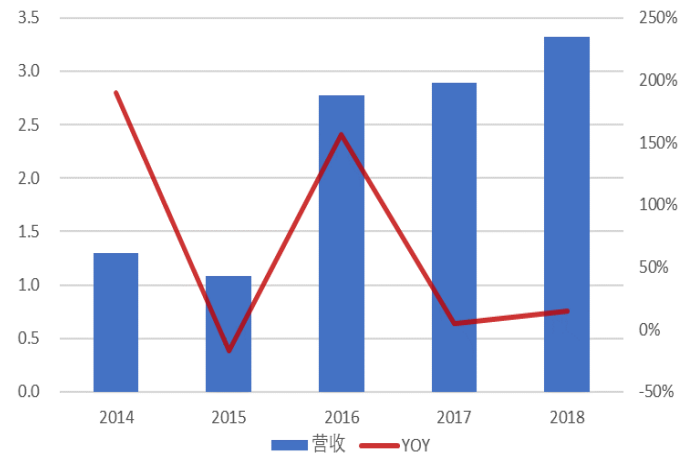
资料来源：wind，太平洋证券整理

四、玉米淀粉和环保业务快速发展

（一）附加值增长、成本转嫁，淀粉业务快速发展

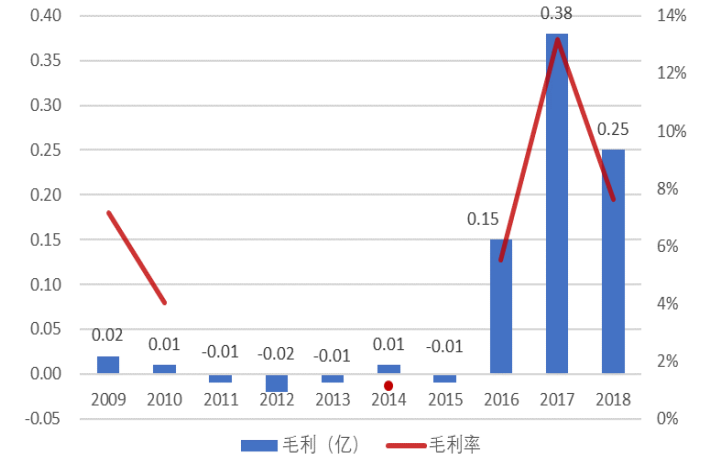
2018 年公司完成 5 万吨淀粉扩能改造和 15 万吨液糖项目建设，玉米深加工能力达到 30 万吨。推动了淀粉深加工产业链的延伸，生产和建设并重的同时，实现了淀粉产量和效益双突破，从单一淀粉向多元化产品转变。

图表 17 淀粉业务营收(亿)及 YOY



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 18 淀粉业务毛利(亿)及毛利率



资料来源: wind, 太平洋证券整理

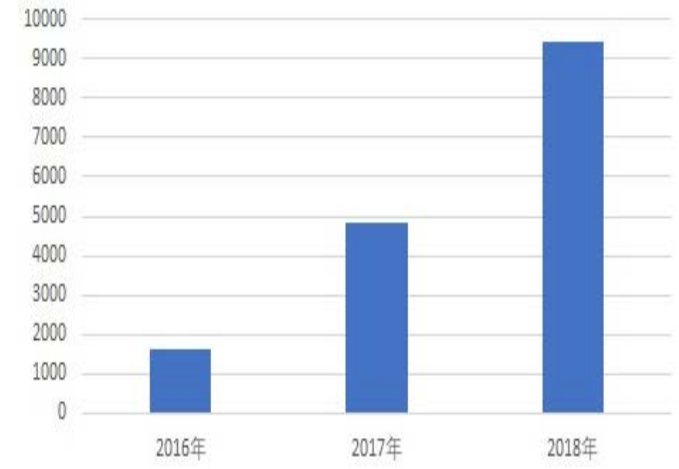
上游价格上涨将转嫁至下游, 对公司业绩影响不大。2018 年玉米拍卖量急剧上升, 玉米库存低位, 叠加玉米单产略有下滑, 2019 年玉米价格已开始上浮。公司金霉素业务享有定价权, 可顺利消化玉米价格上涨带来的成本上涨压力; 玉米淀粉业务下游需求量上涨, 可将上游原材料成本转嫁至下游, 对玉米淀粉业务影响不大。

图表 19 玉米全国平均价 (元/公斤)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 20 2016~2018 年玉米拍卖总量 (万吨)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 21 2017~2019 玉米淀粉期货收盘价（元/吨）



资料来源: wind, 太平洋证券整理

（二）环保业务三期并行，发展前景广阔

子公司金河环保公司自 2014 年成立以来，业绩增长明显，“二期提标工程”建设完成后，目前已形成日处理污水 8000-10000 吨的能力。不仅解决了公司自身的污水处理，还承接了周边多家排污企业的污水处理任务。2016 年起公司建设治污三期工程，2018 年投入使用，预计 2019 年实现满负荷生产。污水处理已成为公司新的业绩增长点，未来发展前景十分广阔。

五、盈利预测

公司金霉素产品量价齐升，预计 2019 年全年金霉素贡献净利润 1.4~1.5 亿；多种疫苗生产资质的获得及进口注册申请稳步推进，为后续疫苗业绩的提升提供了保障；环保业务和淀粉业务产能扩张；2019H1 人民币快速贬值，汇兑收益增厚利润。

预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 1.99/2.40/2.86 亿，对应 EPS 分别为 0.31/0.38/0.45 元。给予 2019 年 25 倍 PE，对应 2019 年目标价 7.75 元，2019 年 8 月 23 日收盘价 4.94 元，上涨空间 56.88%，首次覆盖并给予“买入”评级。

六、风险提示

1、原材料价格上涨的风险。原材料玉米占公司产品成本比重较大，因此玉米价格的上涨对公司产品成本影响较大。

2、汇率异常波动的风险。以美元计价的资产以及公司海外销售收入与汇率波动相关，因此汇率波动对公司业绩会造成一定影响。

3、新产品市场开发不达预期的风险，公司兽用疫苗业务存在新产品市场拓展不达预期的风险。

4、政策风险。公司海外营收占比较大，因此进出口政策的风险对公司业绩影响较大。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，四年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。