

## 剥离地产业务 聚焦动物疫苗产业

金宇集团 (600201.SH)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

近日金宇集团发布公告称,将公司持有的内蒙古金宇置地有限公司(简称“金宇置地”)100%股权以人民币19459.86万元出让给北京广合,交易溢价7,939.37万元。本次交易完成后,本公司将不再持有金宇置地股权。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一)、剥离地产 启动融资功能

目前金宇集团的主营业务为动物疫苗生产,预计12年疫苗销售收入占公司营业总收入的80%。受房地产行业调控的影响,公司的融资功能受到制约,未来公司将逐步剥离房地产业务,退出房地产开发领域。本次出售公司持有的金宇置地100%股权,有利于公司集中资金投资于生物制品开发领域,进一步巩固公司在该领域的市场地位,降低房地产因素对公司主业的制约,符合公司的发展战略,为未来启动再融资计划扫清障碍。

##### (二)、金宇集团引领动物疫苗产业升级

金宇集团生物疫苗业务坚持走差异化竞争的路线,以“引领生物制药产业升级,产品结构优化升级,做行业标准”的目标,政府采购招标与大型集约化养殖场市场营销并行,加强营销网络建设和营销工作力度;通过工艺创新,产品升级,以高抗原、高纯度、高品质的技术路线改造传统疫苗,推出二价、多价疫苗,做品质疫苗,做品牌企业,推动行业产品质量标准的升级。

##### (三)、公司开拓高端市场苗取得实质进展

我们去年曾对公司以多价多联疫苗和奶牛场、猪场专用口蹄疫高端疫苗主攻奶牛养殖户、种畜场充满期待,从而以高端疫苗主攻奶牛、种畜场等“蓝海市场”。经过一年多的努力,今年终于取得实质进展。

2012年3月份,公司获准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I型、A型三价灭活疫苗的生产资质。下半年公司加快了营销队伍建设的步伐,当前已在全国畜禽养殖主产区建立了市场化营销团队16个,并新组建猪、牛口蹄疫疫苗、禽苗专业销售队伍,逐步拓展点对点的直销渠道。经草根调研,金宇集团猪用口蹄疫二价苗获得市场广泛认可,温氏集团、牧原食品等许多大型生猪养殖企业均是金宇集团的大客户。我们预计金宇集团口蹄疫市场苗销售收入预计达1亿元,占12年公司生物疫苗总销售收入的18%。

分析师: 吴立

☎: (8610) 8357 4546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

#### 市场数据 时间 2013.1.6

A股收盘价(元)	13.94
A股一年内最高价(元)	15.78
A股一年内最低价(元)	10.99
上证指数	2276
市净率	3.74
总股本(万股)	28081
实际流通A股(万股)	28081
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	39.15

#### 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

2012.04.19	《动保盈利能力增强 期待市场苗开拓》
2011.05.19	《金宇集团: 蓝海市场开拓者》
2011.04.29	《动物高端疫苗“蓝海市场”开拓者》

我国奶牛高端口蹄疫疫苗市场规模: 目前我们全国奶牛存栏量在 1400 万头左右, 当前走私进口的高端三价疫苗 10 元/头份, 以每头奶牛一年免疫两次来计算, 潜在市场规模近 3 亿元。

据了解, 公司已与奶业巨头伊利、蒙牛的奶牛养殖场、合作养殖户开始进行田间实验, 并已经取得较好效果。公司当前的主要工作是利用猪口蹄疫二价疫苗、牛口蹄疫三价苗在市场上的影响, 加快组建营销队伍、建设销售网络, 确定目标市场、目标客户, 启动点对点的直销和售后服务工作。我们对公司开拓奶牛高端口蹄疫疫苗充满期待。

### 3. 投资建议

我们预计金宇集团 12 年/13 年/14 年实现营业收入 6.5 亿元/6.2 亿元/7.1 亿元, EPS 为 0.55 元/0.95 元/0.85 元, 若剔除出售房地产所获投资净收益 8250 万元外, 主业生物疫苗业务 EPS 为 0.51 元/0.66 元/0.86 元, 增速分别为 17%、30%、30%, 当前股价对应 PE 分别为 25×、14×、16×。鉴于公司市场苗开拓取得实质进展, 未来公司经营基本面将出现大幅改善, 我们给予“推荐”评级。

主要风险因素: 1、动物疫苗安全风险 2、公司开拓高端市场苗进展情况不及预期

**表 1: 公司财务预测表 1**

财务摘要 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	576	651	621	777
(+/-)%	-14%	13%	-5%	25%
经营利润 (EBIT)	190	219	214	291
(+/-)%	36%	15%	-2%	36%
净利润	149	154	266	238
(+/-)%	30%	3%	72%	-10%
每股净收益 (元)	0.532	0.549	0.946	0.849
每股股利 (元)	0.30	0.72	0.11	0.19
<b>利润率和估值指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
销售毛利率 (%)	68.64%	63.14%	64.00%	64.00%
ROE (%)	15.08%	17.81%	24.05%	18.44%
ROIC (%)	11.60%	15.88%	11.48%	13.26%
PE	26.20	25.37	14.74	16.43
PB	3.95	4.52	3.54	3.03
EV/EBITDA	17.01	14.55	13.84	10.63

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 公司财务报表预测 2 (单位: 百万元)

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	420	554	978	1044	营业收入	576	651	621	777
应收票据	0	0	0	0	营业成本	181	240	223	280
应收账款	52	58	56	70	营业税金及附加	32	36	34	43
预付款项	46	46	46	46	销售费用	78	72	68	70
其他应收款	11	13	12	15	管理费用	95	85	81	93
存货	793	618	576	721	财务费用	22	40	15	15
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
长期股权投资	29	29	29	29	投资收益	0	3	110	1
固定资产	238	222	210	198	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	14	17	18	19	营业利润	166	182	309	277
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	5	0	0	0
无形资产	58	56	54	52	税前利润	171	182	309	277
长期待摊费用	6	11	15	19	减: 所得税	24	25	40	36
资产总计	1725	1673	2044	2262	净利润	147	156	269	241
短期借款	399	0	0	0	归属于母公司				
应付票据	5	6	6	7	的净利润	149	154	266	238
应付账款	69	55	58	74	少数股东损益	-2	2	3	3
预收款项	106	33	-36	-124	基本每股收益	0.53	0.55	0.95	0.85
应付职工薪酬	27	27	27	27	稀释每股收益	0.53	0.55	0.95	0.85
应交税费	37	300	300	300	<b>财务指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他应付款	39	39	39	39	<b>成长性</b>				
其他流动负债	26	26	26	26	营收增长率	-14.1%	12.9%	-4.6%	25.2%
长期借款	2	302	502	602	EBIT 增长率	35.7%	15.1%	-2.1%	36.1%
负债合计	734	810	943	973	净利润增长率	29.7%	3.2%	72.2%	-10.3%
股东权益合计	991	866	1104	1292	<b>盈利性</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售毛利率	68.6%	63.1%	64.0%	64.0%
净利润	147	156	269	241	销售净利率	25.9%	23.7%	42.8%	30.7%
折旧与摊销	40	35	36	38	ROE	15.1%	17.8%	24.1%	18.4%
经营活动现金流	185	579	188	61	ROIC	11.60%	15.88%	11.48%	13.26%
投资活动现金流	-38	-25	82	-27	<b>估值倍数</b>				
融资活动现金流	-5	-420	154	32	PE	26.2	25.4	14.7	16.4
现金净变动	142	134	425	66	P/S	6.8	6.0	6.3	5.0
期初现金余额	278	420	554	978	P/B	3.95	4.52	3.54	3.03
期末现金余额	420	554	978	1044	股息收益率	2.2%	5.2%	0.8%	1.4%
					EV/EBITDA	17.0	14.5	13.8	10.6

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

### 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）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

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20257811 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

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

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)