

一季度业绩符合预期

公司市场苗继续高增长

金宇集团 (600201.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

今日公司披露了2012年年报和2013年一季报。1)、2012年营业收入5.56亿元,同比负增长3.41%,净利润1.30亿元,同比降12.72%,EPS为0.46元,低于我们之前预期。利润分配方案为:每10股派发现金红利1.6元(含税)。2)、公司2013Q1收入1.59亿元,同比降4.94%,净利润1.11亿元,同比增113.81%,其中剥离房地产业务投资净收益7000万元,EPS为0.4元,符合我们之前预期。

2. 我们的分析与判断

(一)、12年公司口蹄疫市场苗爆发式增长

2011年中期,金宇集团凭借悬浮培养技术产业化优势、纯化技术领先优势、146S检测技术领先优势,将动物疫苗产业发展战略转移至开拓高端市场苗领域。经过1年多产能扩张、营销服务体系的建设,2012年取得重大突破,公司高端市场苗销售收入从2011年几乎为零至2012年的1.2亿!金宇集团开拓“蓝海市场”初战告捷。

(二)、公司夯实基础 引领产业升级

2012年是保灵公司追求品质、实现跨越的一年,面对日益激烈的产品同质化竞争,在力保国家招标采购品种疫苗稳步增长的基础上,公司借助两个国家级实验室平台,积极开发适合用户需求的创新产品,突破生产工艺、创新系统集成,推动了动物疫苗产品质量和产业的整体升级;加快了内部技术成果的消化、吸收、转化能力;采用先进的悬浮培养和纯化技术对传统口蹄疫疫苗质量标准进行全面升级,为行业制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量和抗原杂蛋白检测三项新标准;牛口蹄疫三价灭活疫苗和猪口蹄疫二联灭活疫苗获得生产文号;针对规模化、集约化养殖场组建营销队伍,构筑直销网络,服务养殖企业。优邦公司顺利通过GMP和高新技术企业复验,完成四条生产线的扩建。

(三)、12年公司房地产业务利润锐减导致业绩不及预期

2011年金宇置地公司实现收入14187万元,净利润2196万元,2012年受国家房地产调控政策、已开发产品库存减少及在建项目未达到收入确认条件等因素影响,导致净利润较去年下降91%。12年仅实现净利润199万元,同比下降2012万元。这是公司12年净利同比下降的主要原因。

另外,公司2012年集团生物制药实现收入4.34亿元,较去年增长10.24%,预计其中口蹄疫政府招标苗2.7亿,猪蓝耳疫苗0.3亿元,口蹄疫直销苗1.3亿。政府招标采购苗由于12年招标采购苗略有下降,导致收入同比下降10%左右。由于猪蓝耳灭活疫苗市场需求低迷,报告期内仅实现净利润523万元,较去年下降65%,去年猪蓝耳实现净利润1494万元。

分析师: 吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

特此鸣谢

张婧 010-6656 8757

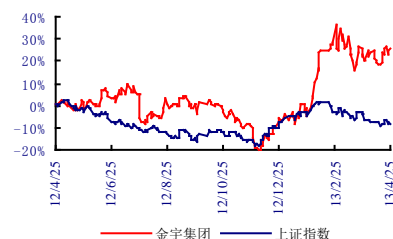
(zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.4.25

A股收盘价(元)	18.77
A股一年内最高价(元)	20.49
A股一年内最低价(元)	10.99
上证指数	2199.31
市净率	5.34
总股本(万股)	28081.49
实际流通A股(万股)	28081.49
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	52.71

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

- 2013.1.30 《金宇集团深度报告: 蓝海市场开拓领导者!》
- 2012.04.19 《动保盈利能力增强 期待市场苗开拓》
- 2011.04.29 《动物高端疫苗“蓝海市场”开拓者》
- 2011.05.19 《金宇集团: 蓝海市场开拓者》

(四)、公司一季度政府招标苗增长 15% 左右，市场苗销售收入增长 50%

公司一季度实现销售收入 1.58 亿元，通过前段时间我们对下游养殖户及疫苗销售商草根调研，我们认为公司一季度动物疫苗政府招标采购苗收入约 1.2 亿元，同比增长 15% 左右，扭转 12 年的下降势头。而口蹄疫直销苗继续高速增长，预计 13 年一季度实现销售收入 3000 万元，同比增长 50%。动物疫苗整体销售收入同比增长 20% 左右。

之前我们曾预计一季度公司市场苗将同比增长 100%。低于我们预期的主要原因是：一、公司高管称由于一季度公司扩建产能、检修等原因导致公司产能不能有效释放，这与我们在草根调研时养殖企业的反馈相印证，我们在广西、广东草根调研时，中大型养殖企业反映金宇集团口蹄疫直销苗供应不足。二、公司口蹄疫苗订单已拿到，但由于没有发货，故不能在一季度确认收入。

(五)、13 年公司口蹄疫市场苗产能大幅增长，销售收入可能突破 2 亿

金宇房地产剥离后将回收近 7 亿的现金，公司这部分资金主要用来扩大产能，特别是加大高端疫苗的产能及新品布鲁氏杆菌疫苗、禽流感疫苗等的生产。从抗原产能建设的角度，金宇集团 2012 年抗原 8 亿微克，13 年 3 月份产能已增至 12 亿微克，公司口蹄疫市场苗产能将由 2012 年的 2000 万头份增加至 4000 万头份，产能增长 100%。按公司规划，预计 13 年 10 月份，产能扩张至 30 亿微克，若通过纯化技术纯化后，有效抗原产能为 18 亿微克。有效解决公司有效抗原产能供不应求的现状。

2013 年，公司将加快营销队伍建设，组建专家型营销团队，从市场实际需求出发，提供增值服务，提升营销价值，创新盈利模式，扩大营销网络，规范营销制度，巩固忠诚客户，满足集约化养殖场的需求。我们认为 2013 年公司口蹄疫市场苗销售收入将在 2 亿 - 2.4 亿元之间，同比增长 60% - 100%。

(六)、13 年公司完善产品线 业绩将多点开花

未来金宇集团将在其他产品线上复制悬浮培养、纯化及检测技术优势，不断丰富高端疫苗产品。未来 5 年公司依托行业全国唯一的实验室“兽用疫苗国家工程试验室”及“P3 国家生物安全实验室”，着力研究开发猪口蹄疫病毒基因重组等 7 种人畜共患病的基因工程疫苗、新城疫分子标记等 5 种常规疫苗的基因工程疫苗，不断丰富高端疫苗产品线。

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。公司计划与法国一家企业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。

开拓禽流感疫苗市场。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。

未来公司主要利用悬浮培养、纯化及检测技术优势，开发高端布鲁氏杆菌疫苗、禽流感疫苗市场，重在提升品质，避免与其他企业进行价格战。公司疫苗品种多元化战略对公司未来的发展意义十分重大，为公司业绩高增长奠定良好的产品线基础。

另外公司加强对外合作。2012 年，公司先后与来自法国、瑞士等国家的国际知名的生物疫苗

方面的咨询公司、设计公司以及相关的系统供应商、世界著名的化药和动物疫苗生产商进行战略合作和技术交流，并聘请其作为公司 P3 实验室概念设计、新车间的设计单位，成为金宇的重要战略合作伙伴。

3. 盈利预测和投资建议

我们预计金宇集团 13 年/14 年/15 年实现生物疫苗收入 6.0 亿元/8.3 亿元/10.7 亿元，归属母公司净利润 2.57 亿元/2.60 亿元/3.45 亿元，13 年/14 年/15 年 EPS 分别为 0.92 元/0.93 元/1.23 元，2013 年扣除公司出售房地产所获投资净收益 7000 万元，13 年/14 年/15 年生物疫苗产业贡献 EPS 为 0.66 元/0.92 元/1.23 元。增速分别为 41%、38%、33%。当前股价对应 PE 分别为 28x、20x、15x。鉴于公司在动物疫苗行业拥有领先的核心技术优势，且公司开拓高端市场苗“蓝海”市场有爆发性。我们给予“推荐”评级。

风险因素

- 1、动物疫苗安全风险，若疫苗出现质量问题，可能被主管部门吊销生产许可证
- 2、公司开拓高端市场苗进展情况不及预期
- 3、二股东大量抛售股票

表 1: 公司财务报表预测

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	649	1011	1100	1167	营业收入	550	601	804	1074
应收票据	0	0	0	0	营业成本	198	204	257	344
应收账款	49	54	72	97	营业税金及附加	31	33	45	60
预付款项	46	46	46	46	销售费用	69	54	72	97
其他应收款	11	12	16	21	管理费用	69	66	105	140
存货	510	526	663	885	财务费用	30	10	20	30
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	29	29	29	29	投资收益	0	70	1	1
固定资产	222	210	198	185	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	17	18	19	20	营业利润	154	303	306	405
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	0	0	0	0
无形资产	56	54	52	49	税前利润	154	303	306	405
长期待摊费用	11	15	19	22	减: 所得税	22	42	43	57
资产总计	1650	2025	2263	2570	净利润	132	261	263	349
短期借款	0	0	0	0	归属于母公司净利润	131	257	260	345
应付票据	5	5	7	9	少数股东损益	2	3	3	4
应付账款	45	53	68	97	基本每股收益	0.47	0.92	0.93	1.23
预收款项	45	-23	-113	-234	稀释每股收益	0.47	0.92	0.93	1.23
应付职工薪酬	27	27	27	27	财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
应交税费	300	300	300	300	成长性				
其他应付款	39	39	39	39	营收增长率	-4.5%	9.2%	33.9%	33.5%
其他流动负债	26	26	26	26	EBIT 增长率	-3.0%	32.0%	33.9%	33.5%
长期借款	302	502	602	702	净利润增长率	-12.4%	96.7%	1.1%	32.4%
负债合计	810	951	977	988	盈利性				
股东权益合计	843	1077	1289	1585	销售毛利率	64.0%	66.0%	68.0%	68.0%
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	23.8%	42.9%	32.4%	32.1%
净利润	132	261	263	349	ROE	15.5%	23.9%	20.2%	21.7%
折旧与摊销	35	36	38	40	ROIC	13.64%	13.10%	14.68%	16.22%
经营活动现金流	667	156	87	76	估值倍数				
投资活动现金流	-28	42	-27	-27	PE	30.6	15.6	15.4	11.6
融资活动现金流	-410	164	29	18	P/S	7.3	6.7	5.0	3.7
现金净变动	229	362	89	67	P/B	4.75	3.72	3.11	2.53
期初现金余额	420	649	1011	1100	股息收益率	5.0%	0.7%	1.3%	1.3%
期末现金余额	649	1011	1100	1167	EV/EBITDA	16.8	12.6	9.7	7.5
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	649	1011	1100	1167	营业收入	550	601	804	1074
应收票据	0	0	0	0	营业成本	198	204	257	344
应收账款	49	54	72	97	营业税金及附加	31	33	45	60

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.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 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

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

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

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