

布病疫苗开启金宇“国际化”序幕 公司业绩将多点开花

金宇集团 (600201.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

今日公司公告称,金宇集团全资子公司金宇保灵生物药品有限公司近日与法国诗华动物保健公司签订了《合资框架协议》,就成立中外合资公司等事项达成合作意向,将在中国境内通过合资公司在开发、生产和销售布鲁氏杆菌病疫苗等4个反刍动物疫苗(口蹄疫疫苗除外)方面开展合作。

2. 我们的分析与判断

(一)、布病疫苗开启金宇“国际化”序幕

公司在2012年年报中曾提到2013年为公司的“国际年”。要通过与国际动物卫生组织和国际知名疫苗企业合作,引进国际先进的管理模式、生产技术、先进设备和生产工艺,加快学习、吸收和消化的进程,尽快形成产品升级和成果转化,为走市场化、国际化道路,做国际型企业奠定坚实基础。与法国诗华公司签订合作备忘录,决定斥资9000万元研发、生产布鲁菌病等反刍动物疫苗,开启了金宇集团的“国际化”序幕,不仅为金宇集团新增了利润增长点,也为公司开拓反刍动物高端疫苗打下坚实基础。

(二)、国内布病 急需高品质疫苗

(1) 布鲁氏菌病(简称布病)为全球性疫病

该病为人畜共患性全身传染病,在世界各地均有发生,据称全世界160个国家中有123个国家有布鲁氏菌病发生。我国布病发生区域主要是牛、羊的主要养殖区(内蒙谷、新疆、河北、黑龙江、吉林、辽宁等地)。

(2) 我国农业部将布病列为八大重大动物疫病之一

卫生部门也将布病作为乙类传染病,近年来,布病疫情在全国范围内呈上升趋势,2009年全国发病35816例,2010年全国发病33772例,2011年全国发病38151例,成为发病数量最多的人畜共患病。

(3) 现有国内布病疫苗的缺点

我国动物接种的布病疫苗主要是牛型19号苗(S19)、猪2号苗(S2)和羊5号苗(M5)。这些疫苗为我国控制布病提供了重要保障,但同时也存在关键技术缺陷影响其广泛使用:

1) 毒力较强、安全性较差,疫苗活菌在动物体内残存时间较长,接种S19和M5疫苗的怀孕动物可能流产、乳用动物排菌期长、公畜生殖系统受损害的风险较高,食品公共安全隐患较大。

2) 缺乏鉴别诊断标记,疫苗接种动物与自然患病动物无法甄别,法定检疫措施严重受阻。这种疫苗接种动物与自然患病动物无法鉴别的技术和产品,不可避免地会使我国布病防控体系陷入有法不能依、有苗不能防的尴尬境地。

3) 此外,根据国家动物布病防疫技术规范,这些疫苗只能用于疫区动

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

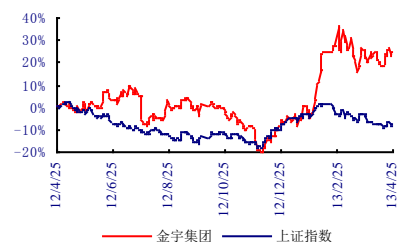
(zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.6.13

A股收盘价(元)	23.18
A股一年内最高价(元)	24.90
A股一年内最低价(元)	10.99
上证指数	2148
市净率	5.54
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)	65.09

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

2013.05.21 《金宇集团(600201)股东大会纪要》

2013.4.26 《一季度业绩符合预期 公司市场苗继续高速增长》

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》

物免疫，且禁止接种怀孕动物、泌乳动物和种公畜。这样势必造成群体中免疫动物、易感动物和自然感染动物长期共存，患病动物无法识别，疫情仍然可能扩散的混乱状态，使布病控制困难重重。

(三)、国内布病疫苗采购方式混乱、价格低

(1) 疫苗采购方式

一、布病老疫区内蒙古和吉林实施强制免疫，经费全部由财政承担。例内蒙古自治区坚持畜间布病疫苗强制灌服免疫：

1) 2008年12月自治区人民政府将布病列为地方重大动物疫病，实施强制免疫。

2) 布病疫苗和诊断液购置经费全部由自治区财政承担。

3) 布病免疫采取小组合作形式，由防疫员、乡村干部组成。

4) 免疫方式为灌服免疫，2012年开始在全区使用全封闭式投药枪，确保防疫人员安全（每头只次给防疫员0.5元专项补贴）。

5) 为确保免疫效果，在疫点等重点地区，免疫实行二次强制免疫。

二、其他省市政策不一，但普遍未将布病纳入强制免疫范围。个别省市有财政投入，但主要用于扑杀补贴。曾因飞鹤乳业爆发奶牛患布病事件的黑龙江省，其畜牧兽医局制定的《2011年黑龙江省动物疫病强制免疫实施方案》并未提到要针对布鲁氏菌病进行强制免疫。北京市农业局2011年召开的两病（布病、结核病）区域性净化工作启动会则透露，北京十年内已检出并扑杀3000多头阳性牛，直接经济损失达2000多万，从2011年起到2015年，每年将投入1000万用于净化两病的问题。安徽亦有病牛扑杀补贴，由中央和省级财政补助每头牛1000元，县150元。

(2) 现有国内疫苗采购价格

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。

(四)、布病疫苗潜在市场空间广阔

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。

据国家统计局统计，2012年末内蒙古地区羊存栏量5276万头，新疆地区羊存栏量3016万头，吉林羊存栏391万头，三省共计8683头；内蒙古牛存栏量634万头，新疆牛存栏量318万头，吉林牛存栏量423万头，共计1375万头。依据肉羊出栏时间平均8个月，肉牛出栏时间平均2年，奶牛淘汰时间平均2.5年。假设每头牛羊终生免疫1头份布鲁氏菌病疫苗，内蒙古、新疆、吉林三省地区布病疫苗市场规模近1.2亿头份。2011年末全国牛存栏量1.04亿头，羊存栏2.82亿头。若对全国牛、羊实施强制免疫布病疫苗，则每年全国布鲁氏菌病疫苗的市场规模近4亿头份。

（五）、金宇集团“新布病疫苗”的优势

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。

（1）金宇集团与法国诗华公司合作，全国首次独家引进国际先进技术及生产工艺，对布鲁氏菌病疫苗进行国际标准毒株分离培养，这样能够显著改善免疫效果；相比之下，因近几年国内流行毒株变异，国内原有布鲁氏菌病疫苗不足以有效免疫。

（2）免疫方法改进，降低防疫人员病毒感染机率。金宇集团将改进免疫方法，采用眼鼻点滴式，而非国内传统的灌服免疫，防疫人员接触病毒的面积大大缩减，有效降低了感染病毒的机率。

（六）、13 年四季度有望贡献业绩 14 年销售将爆发

据我们前期调研，金宇保灵公司已着手对现有的布氏杆菌疫苗生产线进行升级改造，本次备忘录签订后，预计近期将签订正式协议，产品线改造进程将加速推进，最快今年三季度末将完成新兽药证书申请、产品批准文号申请等工作，最快于 2013 年四季度新疫苗上市。预计布病疫苗将成为金宇集团 2014 年另一个“口蹄疫市场苗”品种！假定最终定价 2 元/头份来算，以 2012 年公司销售 1 亿头份来测算，预计 2014 年公司布病疫苗销售额将达 2 亿元。

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 6.4 亿元/9.5 亿元/12.9 亿元，归属母公司净利润 2.82 亿元/3.12 亿元/4.2 亿元，13 年/14 年/15 年 EPS 分别为 1.0 元/1.1 元/1.5 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 0.70 元/1.10 元/1.50 元，增速分别为 50%、56%、35%，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	1025	1024	1076	营业收入	550	641	954	1294
应收票据	0	0	0	0	营业成本	198	205	305	414
应收账款	49	58	86	116	营业税金及附加	31	36	53	72
预付款项	46	46	46	46	销售费用	69	58	86	116
其他应收款	11	12	18	25	管理费用	69	70	124	168
存货	510	528	786	1066	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	332	367	494
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	332	367	494
长期待摊费用	11	15	19	22	减: 所得税	22	46	51	69
资产总计	1650	2045	2328	2685	净利润	132	285	316	425
短期借款	0	0	0	0	归属于母公司净利润	131	282	312	420
应付票据	5	5	8	11	少数股东损益	2	3	4	5
应付账款	45	54	81	117	基本每股收益	0.47	1.00	1.11	1.50
预收款项	45	-27	-134	-280	稀释每股收益	0.47	1.00	1.11	1.50
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%	16.5%	49.0%	35.6%
其他流动负债	26	26	26	26	EBIT 增长率	-3.0%	47.8%	41.9%	35.6%
长期借款	302	502	602	702	净利润增长率	-12.4%	115.5%	10.6%	34.7%
负债合计	810	947	970	964	盈利性				
股东权益合计	843	1102	1361	1724	销售毛利率	64.0%	68.0%	68.0%	68.0%
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	23.8%	44.0%	32.7%	32.5%
净利润	132	285	316	425	ROE	15.5%	25.6%	22.9%	24.4%
折旧与摊销	35	36	38	40	ROIC	13.64%	14.44%	16.78%	18.44%
经营活动现金流	667	170	3	71	估值倍数				
投资活动现金流	-28	42	-27	-27	PE	47.2	21.9	19.8	14.7
融资活动现金流	-410	164	24	8	P/S	11.2	9.6	6.5	4.8
现金净变动	229	376	-1	51	P/B	7.33	5.61	4.54	3.58
期初现金余额	420	649	1025	1024	股息收益率	3.3%	0.4%	0.9%	1.0%
期末现金余额	649	1025	1024	1076	EV/EBITDA	26.8	18.4	13.6	10.4
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	649	1025	1024	1076	营业收入	550	641	954	1294
应收票据	0	0	0	0	营业成本	198	205	305	414
应收账款	49	58	86	116	营业税金及附加	31	36	53	72

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。

2012 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

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。

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）、瑞普生物（300119.SZ）、金宇集团（600201.SH）、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