

金宇集团 (600201.SH)

布氏杆菌疫苗将成为公司第二增长极

评级: 增持 **前次: 增持**
目标价(元): -
 分析师: 谢刚 分析师: 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2013年6月24日

基本状况

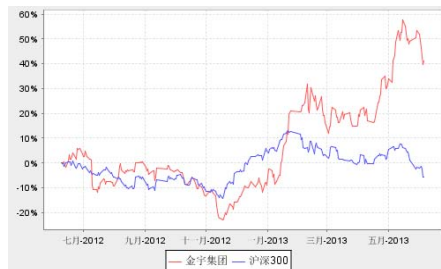
总股本(百万股)	280.81
流通股本(百万股)	280.81
市价(元)	21.75
市值(百万元)	6107.72
流通市值(百万元)	6107.72

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	576.14	556.48	613.33	835.71	1,039.00
营业收入增速	-14.05%	-3.41%	10.22%	36.26%	24.32%
净利润增长率	29.73%	-12.72%	79.77%	7.89%	33.15%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.46	0.83	0.90	1.20
前次预测每股收益(元)	0.53	0.46	0.91	0.95	1.22
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	22.42	30.70	26.05	24.14	18.13
PEG	0.75	—	0.33	3.06	0.55
每股净资产(元)	3.52	3.83	4.51	5.41	6.61
每股现金流量	0.66	0.37	0.53	-0.77	0.58
净资产收益率	15.13%	12.12%	18.53%	16.66%	18.16%
市净率	3.39	3.72	4.83	4.02	3.29
总股本(百万股)	280.81	280.81	280.81	280.81	280.81

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 随着金宇保灵与法国诗华合作协议签署,我们认为金宇集团生物制品业务除口蹄疫市场苗外,牛羊布氏杆菌疫苗将成为 2014 和 2015 年新的利润增长点。近期,我们对金宇集团进行了持续跟踪,对口蹄疫政府采购和市场苗销售情况,以及布氏杆菌疫苗未来销售预期在模型中的假设做了部分修正。
- 去年以来口蹄疫疫情爆发,以及农业部提高政府招标苗产品标准,我们预计未来政府苗市场空间仍有提升空间,因此上调了金宇集团口蹄疫政府苗的增长预期。去年全国多地爆发 O 型口蹄疫疫情,今年年初多地爆发 A 型口蹄疫疫情,各地政府口蹄疫免疫加强,今年上半年各公司口蹄疫疫苗政府采购业务收入均有不同程度增长。此外,农业部从今年下半年开始提高政府采购口蹄疫疫苗产品标准,我们预计未来政府招标价将有望上涨。因此,我们预计向上修正金宇集团该项业务的收入增速假定,预计 2013-2015 年口蹄疫疫苗政府苗收入分别为 3.16/3.32/3.49 亿元,同比增长 15%/5%/5%。
- 预计未来 3 年口蹄疫市场苗业务继续保持 50% 的快速增长,但较此前预期做了一定幅度的向下修正。我们预计 2013-2015 年金宇集团口蹄疫市场苗销售量分别为 3500/5000/6500 万头份,依然保持 50% 以上的增速水平,但较前次模型分别下调 700/1000/1500 万头份。我们对市场苗业务下调 15%-20% 的主要原因是:(1) 2013 年开始包括中农威特、天康生物等都在加强口蹄疫市场苗销售推进工作,市场竞争程度将有所提升;(2) 前期超大型猪场开拓进展相对顺利,但随着向小型猪场开拓,我们认为除非全国爆发大规模疫情,否则难以继续实现每年 100% 的增长,因此我们对未来的销售做了较为稳健的假设。
- 布氏杆菌疫苗将成为公司业绩增长新的第二极。我们预计合资子公司的布氏杆菌疫苗将于 2014 年中推出市场,目前来看,公司的布氏杆菌疫苗在种毒和制剂工艺具备较大的领先优势。目前全国肉牛年出栏约 5900 万头,奶牛存栏 1600 万头,羊存栏 3.5 亿只,内蒙古地区羊存栏 7900 万只,牛存栏 1200 万头。

由于布氏杆菌病是一种人畜共患病，各地对布氏杆菌病的防控重视程度并不弱于四大强免病。前期，内蒙古和新疆等地对牛羊布氏杆菌病防控高度重视，但苦于没有有效的疫苗防控。我们预计如若金宇的布氏杆菌疫苗推向市场，内蒙古等地将采用地方政府强免的形式进行免疫防控，这意味金宇的布氏杆菌疫苗存在一次性快速放量的可能性。我们假设 2014 年年中产品推出，赶上内蒙古地区秋防，按 2 元/头份测算，2014 年公司布氏杆菌疫苗有望实现 1 亿元左右收入，2015 年春秋两季，预计实现 1.8 亿元收入，按 30% 净利润率，50% 权益计算，将为金宇贡献 1500 万元和 2700 万元的净利润。如果新疆等牛羊重点养殖区跟进地方性强制免疫，不排除金宇的布氏杆菌疫苗销售超预期的可能性。

- **除口蹄疫疫苗外，公司正在积极储备产品和加强直销队伍人员建设。**公司另外一个生物制品子公司扬州优邦主要产品为猪蓝耳灭活疫苗，由于弱毒活苗市场份额提升，扬州优邦的猪蓝耳灭活疫苗收入持续下降，2012 年仅实现净利润 523 万元，同比下滑 65%。根据年报，扬州优邦的四条生产线技术改造已初步完成，目前正在进行设备调试和 GMP 认证，其中一条用于猪蓝耳活苗、一条用于猪圆环疫苗、两条用于鸡新城疫和禽流感疫苗生产。目前公司正在积极进行猪用和禽类疫苗的产品储备，并在母公司层面成立直销事业部，加强销售和技术服务人员配备，通过口蹄疫疫苗市场化销售建立起的直销渠道优势，进一步扩充猪用产品多元化结构，实现渠道共享，此外，在禽类疫苗产品方面，也将依托扬州的区域优势通过经销商和直销模式辐射华东和华北养殖区。公司在兽用生物制品领域扩充产品线和加大市场化销售的战略规划已经逐步成型，其他猪用和禽用疫苗产品的销售放量将成为继口蹄疫市场苗和布氏杆菌疫苗以外新的利润增长点。
- **预计公司 2013-2015 年 EPS0.83/0.90/1.20 元，剔除掉房地产投资收益后，主业 0.59/0.90/1.20 元，年均复合增长 37%，维持“增持”评级。**
- **公司未来的股价催化剂：（1）口蹄疫疫情持续爆发，政府苗和市场苗销售超预期；（2）内蒙古和新疆等地将布氏杆菌病纳入强免，布氏杆菌疫苗快速放量；（3）公司其他产品储备进程超预期。**

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表 1: 金宇集团各项业务收入销售预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
生物疫苗								
销售收入	377.01	335.54	309.31	393.34	433.63	572.50	794.63	997.61
增长率 (YOY)	N/A	-11.00%	-7.82%	27.17%	10.24%	32.02%	38.80%	25.54%
毛利率	62.87%	57.27%	64.40%	68.40%	65.03%	67.00%	68.00%	69.00%
销售成本	139.97	143.36	110.12	124.28	151.62	188.93	254.28	309.26
增长率 (YOY)	N/A	2.42%	-23.19%	12.86%	22.00%	24.60%	34.59%	21.62%
毛利	237.04	192.18	199.19	269.06	282.01	383.58	540.35	688.35
增长率 (YOY)	N/A	-18.93%	3.65%	35.08%	4.81%	36.01%	40.87%	27.39%
占总销售额比重	46.32%	49.55%	46.66%	69.11%	79.36%	93.34%	95.08%	96.02%
占主营业务利润比重	75.81%	68.32%	63.62%	69.03%	76.65%	94.49%	95.99%	96.79%
房地产								
销售收入	263.50	197.36	172.97	130.83	70.40	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	-25.10%	-12.36%	-24.36%	-46.19%	-100.00%	—	—
毛利率	23.96%	36.72%	51.41%	74.17%	88.94%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本	200.36	124.89	84.05	33.79	7.79	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	-37.67%	-32.70%	-59.80%	-76.95%	-100.00%	—	—
毛利	63.14	72.47	88.92	97.04	62.61	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	14.78%	22.70%	9.13%	-35.48%	-100.00%	—	—
占总销售额比重	32.37%	29.14%	26.09%	22.99%	12.88%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	20.19%	25.76%	28.40%	24.90%	17.02%	0.00%	0.00%	0.00%
物业管理								
销售收入	13.33	13.64	19.96	27.49	28.25	29.10	29.97	30.87
增长率 (YOY)	N/A	2.33%	46.33%	37.73%	2.77%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	62.27%	64.59%	79.71%	70.53%	70.93%	70.00%	70.00%	70.00%
销售成本	5.03	4.83	4.05	8.10	8.21	8.73	8.99	9.26
增长率 (YOY)	N/A	-3.98%	-16.15%	100.00%	1.40%	6.29%	3.00%	3.00%
毛利	8.30	8.81	15.91	19.39	20.04	20.37	20.98	21.61
增长率 (YOY)	N/A	6.14%	80.59%	21.87%	3.35%	1.65%	3.00%	3.00%
占总销售额比重	1.64%	2.01%	3.01%	4.83%	5.17%	4.74%	3.59%	2.97%
占主营业务利润比重	2.65%	3.13%	5.08%	4.97%	5.45%	5.02%	3.73%	3.04%
能源								
销售收入	4.23	4.83	4.05	8.10	7.36	7.73	8.11	8.52
增长率 (YOY)	N/A	14.18%	-16.15%	100.00%	-9.15%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-7.33%	-17.81%	-18.52%	26.67%	3.91%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本	4.54	5.69	4.80	5.94	7.07	7.34	7.71	8.09
增长率 (YOY)	N/A	25.33%	-15.64%	23.75%	19.04%	3.81%	5.00%	5.00%
毛利	-0.31	-0.86	-0.75	2.16	0.29	0.39	0.41	0.43
增长率 (YOY)	N/A	177.42%	-12.79%	-388.00%	-86.68%	34.25%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	0.52%	0.71%	0.61%	1.42%	1.35%	1.26%	0.97%	0.82%
占主营业务利润比重	-0.10%	-0.31%	-0.24%	0.55%	0.08%	0.10%	0.07%	0.06%
羊绒业务								
销售收入	155.84	125.81	156.62	9.41	6.75	4.00	3.00	2.00
增长率 (YOY)	N/A	-19.27%	24.49%	-93.99%	-28.32%	-40.70%	-25.00%	-33.33%
毛利率	2.90%	6.92%	6.27%	22.32%	44.27%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本	151.32	117.11	146.80	7.31	3.76	2.40	1.80	1.20
增长率 (YOY)	N/A	-22.61%	25.35%	-95.02%	-48.57%	-36.16%	-25.00%	-33.33%
毛利	4.52	8.70	9.82	2.10	2.99	1.60	1.20	0.80
增长率 (YOY)	N/A	92.48%	12.87%	-78.62%	42.18%	-46.41%	-25.00%	-33.33%
占总销售额比重	—	—	—	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—	—	—
销售收入小计	813.91	677.18	662.91	569.17	546.39	613.33	835.71	1039.00
销售成本小计	501.22	395.88	349.82	179.42	178.45	207.40	272.78	327.81
毛利	312.69	281.30	313.09	389.75	367.93	405.93	562.93	711.18
平均毛利率	38.42%	41.54%	47.23%	68.48%	67.34%	66.19%	67.36%	68.45%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。