本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

齐鲁证券 QILU SECURITIES

兽药 公司点评

金宇集团(600201.SH)

合作协议将加快布氏杆菌疫苗推出进程

评级：增持 前次：增持
目标价（元）：27

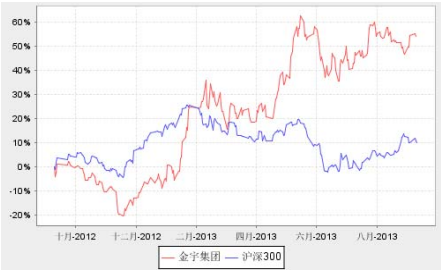
分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn
分析师 张俊宇 S0740511120002 021-20315191 zhangjy@r.qlzq.com.cn

2013 年 9 月 26 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)	23.05
市值(百万元)	6472.78
流通市值(百万元)	6472.78

股价与行业-市场走势对比



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）	—	—	—	—	—
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	27.45	25.44	19.11
PEG	0.75	—	0.34	3.23	0.58
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	5.09	4.24	3.47
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

投资要点

- **事件：2013 年 6 月份金宇集团全资子公司金宇保灵与法国诗华公司签订《合资框架协议》。为加快双方合作进程，简化合作审批手续，经双方协商，正式签订《技术及商标许可协议》，取消原来成立合资公司意向，改由金宇保灵直接购买诗华公司牛羊布鲁氏杆菌疫苗生产技术及商标许可权，全权负责在中国生产和销售。**

- **协议的许可标的包括技术许可和商标许可。技术许可：**诗华公司向金宇保灵交付针对布鲁氏杆菌病的 Brucellamelitensis Rev 1 株滴眼型疫苗（REV 1）以及 Brucellaabortus S-19 株滴眼型疫苗（B 19）产品相关的生物材料和技术，诗华公司向金宇保灵授予与上述技术相关的排他性许可。**商标许可：**诗华公司向金宇保灵许可商标使用权，许可商标可被使用于金宇保灵生产和销售的 REV 1 和 B 19 两种疫苗。

- **协议所涉及的相关费用。许可费用，金宇保灵应当向诗华公司支付许可用费，许可费用分为入门费、阶段性费用和许可费。**（1） 入门费，金宇保灵应于协议正式签署之日后 30 内支付入门费 35 万欧元。（2）阶段性费用，金宇保灵于取得关于 REV 1 的批文后，向诗华公司支付 25 万欧元。金宇保灵于取得关于 B 19 的批文后，向诗华公司支付 25 万欧元。（3）许可费：关于 REV 1 的许可费，金宇保灵应为在中国生产和销售的 REV 1 每头份向诗华公司支付 0.02 欧元作为许可费。自金宇保灵开始在中国销售该产品之日起的第二个至第六个十二月期间内，许可费的年度最低金额应为 30 万欧元；自第七个至第十一个十二个月期间内，许可费的年度最低金额应为 20 万欧元。如果该产品的年度销售量低于 10,000,000 头份，则许可费最低金额应由双方另行协商确定。关于 B19 的许可费，金宇保灵应按照其在中国发生的 B 19 的净销售额的 12%向诗华公司支付许可费。**服务费用，**为保证金宇保灵顺利实现生产和销售，诗华公司应于技术协助期间向金宇保灵提供合规协助和技术服务，金宇保灵向诗华公司支付服务费 40.2 万欧元。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

- **由合资协议转变为产品技术和商标授权使用协议，将加快布氏杆菌疫苗的推出时间。**由于设立外资合资公司的手续相对繁琐，此次公司将合资协议转变为技术和品牌授权使用协议，可以使得布氏杆菌疫苗尽快取得新药证书和生产批文，推向市场。

- **采用技术和商标授权使用合作模式，有利于金宇集团获得更多的产品销售收益。**根据公司未来技术许可费的相关协议，金宇保灵应为在中国生产和销售的 REV 1 每头份向诗华公司支付 0.02 欧元作为许可费，折合 0.18 元人民币，若假设公司未来布氏杆菌病疫苗单头份价格为 2 元，则技术许可费支付带来的管理费用率大约为 9%，若按此前合资协议，双方股份各占 50%，假设净利润率 30%，则法国诗华将获得收入的 15%收益，因此采用合作模式后，金宇集团将获得更多的收益。

- **布氏杆菌疫苗将成为公司口蹄疫市场苗以外新的利润增长点。**我们预计公司布氏杆菌疫苗将于 2014 年中推出市场。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，未来纳入地方强免的可能性极大。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 20%净利润率，将为金宇贡献 2000 万元和 3600 万元的净利润。

- **布氏杆菌疫苗超预期可能性极大。**（1）如若公司产品在新疆、黑龙江等养殖大省获得认可，则销售量有望超预期;（2）未来定价水平可能会超出 2 元/头份水平。

- **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，按 30X2014EPS，目标价 27.0 元。**

- **潜在催化剂:**（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。**风险因素:**（1）市场苗销售不达预期;（2）与法国诗华合作进程较慢，布氏杆菌产品推出时间晚于市场预期。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 1：金宇集团三张报表

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	**670**	**576**	**556**	**613**	**836**	**1,039**
增长率	*-2.21%*	*-14.1%*	*-3.4%*	*10.2%*	*36.3%*	*24.3%*
营业成本	-352	-181	-182	-207	-273	-328
% 销售收入	*52.5%*	*31.4%*	*32.6%*	*33.8%*	*32.6%*	*31.6%*
毛利	319	395	375	406	563	711
% 销售收入	*47.5%*	*68.6%*	*67.4%*	*66.2%*	*67.4%*	*68.4%*
营业税金及附加	-15	-32	-25	-28	-38	-47
% 销售收入	*2.3%*	*5.5%*	*4.5%*	*4.5%*	*4.5%*	*4.5%*
营业费用	-72	-78	-88	-85	-102	-117
% 销售收入	*10.7%*	*13.6%*	*15.8%*	*13.8%*	*12.2%*	*11.3%*
管理费用	-92	-95	-91	-83	-98	-112
% 销售收入	*13.7%*	*16.5%*	*16.3%*	*13.5%*	*11.7%*	*10.8%*
息税前利润（EBIT）	140	190	171	211	326	435
% 销售收入	*20.9%*	*32.9%*	*30.7%*	*34.4%*	*39.0%*	*41.8%*
财务费用	-13	-22	-25	-26	-17	-13
% 销售收入	*2.0%*	*3.8%*	*4.5%*	*4.2%*	*2.0%*	*1.3%*
资产减值损失	-2	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	2	93	0	0
% 税前利润	*0.5%*	*0.2%*	*1.2%*	*32.7%*	*0.1%*	*0.1%*
营业利润	125	166	148	278	309	422
营业利润率	*18.7%*	*28.9%*	*26.5%*	*45.4%*	*37.0%*	*40.6%*
营业外收支	7	5	6	6	6	6
税前利润	**132**	**171**	**154**	**284**	**315**	**428**
利润率	*19.7%*	*29.7%*	*27.6%*	*46.3%*	*37.7%*	*41.2%*
所得税	-17	-24	-25	-53	-47	-64
所得税率	*13.0%*	*14.0%*	*16.4%*	*18.5%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	115	147	129	232	268	364
少数股东损益	0	-2	-2	-3	15	27
归属于母公司的净利润	**115**	**149**	**130**	**234**	**253**	**337**
净利率	*17.2%*	*25.9%*	*23.4%*	*38.2%*	*30.3%*	*32.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	115	147	129	232	268	364
少数股东损益	0	0	0	-3	15	27
非现金支出	34	42	38	37	40	46
非经营收益	13	25	20	-70	19	16
营运资金变动	-257	-29	-83	-51	-544	-263
经营活动现金净流	**-96**	**185**	**103**	**146**	**-203**	**190**
资本开支	37	39	116	23	89	84
投资	-7	0	0	0	0	0
其他	5	1	2	93	0	0
投资活动现金净流	**-39**	**-38**	**-114**	**70**	**-89**	**-84**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	134	17	-71	-73	365	45
其他	-42	-22	-23	-32	-70	-22
筹资活动现金净流	**92**	**-5**	**-94**	**-104**	**295**	**23**
现金净流量	**-42**	**142**	**-105**	**112**	**4**	**129**

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	278	420	315	429	418	519
应收款项	99	63	151	82	114	142
存货	750	793	889	920	1,345	1,617
其他流动资产	46	46	51	58	68	75
流动资产	1,173	1,322	1,407	1,490	1,946	2,354
% 总资产	*73.8%*	*76.6%*	*74.7%*	*76.1%*	*78.8%*	*80.6%*
长期投资	82	79	61	61	61	61
固定资产	255	251	337	337	385	431
% 总资产	*16.0%*	*14.6%*	*17.9%*	*17.2%*	*15.6%*	*14.8%*
无形资产	68	65	62	54	62	59
非流动资产	416	404	476	468	523	567
% 总资产	*26.2%*	*23.4%*	*25.3%*	*23.9%*	*21.2%*	*19.4%*
资产总计	**1,589**	**1,725**	**1,883**	**1,958**	**2,469**	**2,921**
短期借款	394	413	325	252	617	662
应付款项	281	219	339	250	177	209
其他流动负债	65	99	75	125	76	86
流动负债	740	731	738	627	870	958
长期贷款	4	2	20	20	20	20
其他长期负债	1	1	47	47	47	47
负债	**745**	**734**	**805**	**694**	**936**	**1,024**
普通股股东权益	838	988	1,076	1,265	1,518	1,855
少数股东权益	6	4	2	-1	14	41
负债股东权益合计	**1,589**	**1,725**	**1,883**	**1,958**	**2,469**	**2,921**

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益(元)	0.410	0.532	0.464	0.835	0.901	1.200
每股净资产(元)	2.984	3.517	3.831	4.506	5.407	6.606
每股经营现金净流(元)	-0.341	0.660	0.367	0.529	-0.775	0.580
每股股利(元)	0.000	0.000	0.160	0.160	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.74%	15.13%	12.12%	18.53%	16.66%	18.16%
总资产收益率	7.25%	8.66%	6.93%	11.98%	10.25%	11.53%
投入资本收益率	13.77%	17.96%	13.67%	16.43%	16.37%	18.50%
增长率						
营业总收入增长率	-2.21%	-14.05%	-3.41%	10.22%	36.26%	24.32%
EBIT增长率	18.49%	35.73%	-9.87%	23.29%	54.39%	33.55%
净利润增长率	73.28%	29.73%	-12.72%	79.77%	7.89%	33.15%
总资产增长率	13.55%	8.59%	9.13%	3.99%	26.09%	18.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.0	40.4	58.0	39.0	40.0	40.0
存货周转天数	638.0	1,558.7	1,690.9	1,620.0	1,800.0	1,800.0
应付账款周转天数	87.2	139.0	156.8	135.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	122.3	149.5	157.7	138.7	92.6	76.9
偿债能力						
净负债/股东权益	14.22%	-0.48%	2.69%	-12.49%	14.25%	8.53%
EBIT利息保障倍数	10.6	8.7	6.8	8.2	19.6	33.3
资产负债率	46.87%	42.55%	42.77%	35.43%	37.93%	35.08%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 2：金宇集团主营业务销售预测表

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

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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%
减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

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。