

招标苗和直销苗量价提升推动业绩超预期增长

核心观点:

1. 事件

公司发布了三季度业绩报告。2013年1-3季度实现营业收入4.89亿元,同比增17.19%,归属于上市公司股东净利润为2.14亿元,同比增111.62%,EPS为0.76元,其中Q3实现营业收入1.87亿元,同比增16.13%,净利润约5765万元,同比增56.58%。去年1-9月份净利润中房地产业务约2000万元,扣除后公司1-3季度主业疫苗业务净利润约增长60%左右。

2. 我们的分析与判断

(一) 公司疫苗业务持续放量增长

我们预计公司前三季度疫苗销售收入达到4.4亿元,其中政府招标苗收入约2.7亿元,市场苗约1.7亿元(已远超过去年全年的销量)。公司口蹄疫疫苗销售大幅增长的主要原因主要有以下几点: 1) 近几年来规模养殖化程度不断提高,大型企业购买质量好的高端苗意愿增加。由于前几年企业之间价格战愈演愈烈,政府招标苗质量不断下降,并且随着规模养殖化程度不断提高,养殖户对疫苗重视程度不断提高,较大规模养殖户宁愿高价采购质量较好的市场苗。2) 公司口蹄疫疫苗保护率高,质量取胜。我们通过一系列的草根调研得知公司的口蹄疫疫苗保护率达到90%以上,远高于国内其他品牌疫苗,并且质量稳定。3) 今年A型口蹄疫发病严重,公司是国内为数不多可提供优质A型口蹄疫疫苗企业。今年广东广西等省份较大规模爆发猪A型口蹄疫,而金宇牛A型口蹄疫有紧急免疫作用,因此采购量急剧增加。4) 公司产能不断扩张。公司上半年保灵公司加快技术改造,完成10*1000L反应器的改造工程,有效地扩大了疫苗生产能力,预计当前金宇集团产能已达到20亿微克。公司口蹄疫市场苗产能将由2012年的2000万头份增加到4000万头份,产能增长100%。这有效解决公司有效抗原产能供不应求现状。另外,优邦公司新建四条生产线的设备安装调试工作已经完成,在等待农业部GMP验收。5) 今年秋防政府招标苗中标价格稳中有升,均价较去年同比增15%左右,推动公司政府招标苗收入增长。

(二) 应收账款大幅增加,保证全年高增长

公司三季度应收账款为3.44亿元,同比增13.74%,其中有2.2亿元为公司疫苗的销售款,预计四季度确认收入。公司首次在三季度出现正的现金流,其中销售商品、提供劳务收到的现金同比增68.89%,表明公司市场苗部分销售回款管理较好。

(三) 布病疫苗将成为明年新增长点

公司已经与诗华公司签订了布病疫苗《技术及商标许可协议》,

金宇集团 (600201.SH)

推荐 维持评级

分析师: 吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

分析师: 张婧

☎: 010-66568757

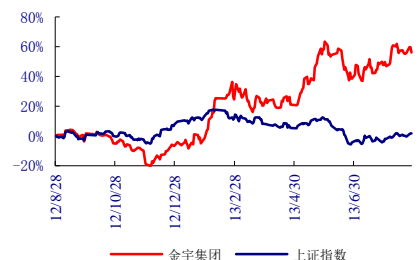
✉: zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513070001

市场数据 时间 2013.10.20

A股收盘价(元)	25.30
A股一年内最高价(元)	26.10
A股一年内最低价(元)	10.99
上证指数	2193.78
市净率	6.16
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)	0.00
流通A股市值(亿元)	71.87

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》

取消了原来成立合资公司的意向,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。公司由原来准备成立合资公司改为购买生产技术和商标许可权后,所得的疫苗利润除去所交许可费和服务费,其他利润全部归子公司所有,并且审批流程更为简单,原本将要近1年多时间的审批流程简化为半年内能够完成,我们预计明年1季度布病疫苗将会在市场推出。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,签订协议后,公司产品线改造进程将加速推进,预计于明年年初开始供货。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,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!

(四) 应用研发优势和国际合作,未来将不断丰富产品线

未来金宇集团将在其他产品线上复制悬浮培养、纯化和检测技术优势,不断丰富高端疫苗产品线。**1) 开拓禽流感市场。**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,主要生产高端禽流感疫苗,项目建成后将新增产出2亿元,未来5年内公司计划完成总投资达10亿元。负责研发是扬州大学刘秀梵教授,中国工程院院士,是国内禽流感疫苗研发核心专家。**2) 猪瘟疫苗生产线改造。**猪瘟疫苗近几年由于招标苗价格战激烈,企业利润越来越低,公司准备研发猪瘟高端苗,提高疫苗品质,避免与其他企业进行价格战。**3) 加强对外合作。**2012年,公司先后与来自法国、瑞士等国家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

我们维持公司13/14/15年生物疫苗实现收入6.41亿元/9.95亿元/14.94亿元,净利润1.99亿元/3.26亿元/4.89亿元,增速分别为50.5%、62.8%、50%,生物疫苗产业公司EPS为0.71元、1.16元、1.74元。2013年公司出售房地产所获投资净收益7172万元,公司13年/14年/15年EPS分别为1.00元、1.16元、1.74元。鉴于公司在动物疫苗行业拥有领先的核心技术优势,且公司未来业绩高速增长的可能性较高。我们维持“推荐”评级。

表 2: 公司财务报表预测 2

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	1000	963	营业收入	550	641	995	1494
应收票据	0	0	0	0	营业成本	198	205	318	478
应收账款	49	58	90	134	营业税金及附加	31	36	55	83
预付款项	46	46	46	46	销售费用	69	58	90	134
其他应收款	11	12	19	29	管理费用	69	71	129	194
存货	510	528	820	1231	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	384	575
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	384	575
长期待摊费用	11	15	19	22	减: 所得税	22	46	54	81
资产总计	1650	2046	2341	2759	净利润	132	286	330	495
					归属于母公司的净利				
短期借款	0	0	0	0	润	131	282	326	489
应付票据	5	5	8	13	少数股东损益	2	3	4	6
应付账款	45	54	84	136	基本每股收益	0.47	1.01	1.16	1.74
预收款项	45	-27	-139	-307	稀释每股收益	0.47	1.01	1.16	1.74
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%	55.3%	50.1%
其他流动负债	26	26	26	26	EBIT 增长率	-3.0%	47.9%	48.0%	50.1%
长期借款	302	502	602	702	净利润增长率	-12.4%	115.7%	15.5%	50.0%
负债合计	810	947	969	957	盈利性				
股东权益合计	843	1102	1376	1805	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%	32.8%	32.7%
净利润	132	286	330	495	ROE	15.5%	25.6%	23.7%	27.1%
折旧与摊销	35	36	38	40	ROIC	13.64%	14.45%	17.38%	20.60%
经营活动现金流	667	170	-22	-15	估值倍数				
投资活动现金流	-28	42	-27	-27	PE	49.5	23.0	19.9	13.3
融资活动现金流	-410	164	24	5	P/S	11.8	10.1	6.5	4.3
现金净变动	229	376	-25	-37	P/B	7.69	5.88	4.71	3.59
期初现金余额	420	649	1025	1000	股息收益率	3.1%	0.4%	0.9%	1.0%
期末现金余额	649	1025	1000	963	EV/EBITDA	28.2	19.4	13.9	9.7

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、张婧，行业证券分析师。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。

覆盖股票范围：

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）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）、金宇集

团（600201.SH）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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn