

13年业绩基本符合预期，14年将继续高增长

核心观点：

1. 事件

公司发布了2013年度业绩预告,预计2013年实现归属于上市公司股东净利润为23478.26万元-27391.31万元,同比增80%-110%,EPS为0.82-0.97元,其中生物疫苗业务贡献净利润为16306.26万元-20219.31万元,同比增长31.9%-63.6%,EPS为0.57元-0.72元,基本符合我们之前预期。其中Q4实现净利润2055万元-5968.3万元,同比增幅为-28.78%-106.84%。

2. 我们的分析与判断

(一) 口蹄疫市场苗放量、政府招标价格提升推动业绩高增长

公司2013年口蹄疫市场苗继续放量,我们预计销售总额达到2.5亿,同比去年增长100%;其次,政府招标苗预计收入3.6亿,增速约为35%左右。13年口蹄疫政府招标苗价格有所回升,据我们调研,2013年秋季口蹄疫招标苗价格较去年提高了8%-10%,部分省市提高了15%。

公司13年业绩大幅增长的主要原因主要有以下几点:

1) 近年来规模养殖化程度不断提高,中大型企业防疫意识觉醒,购买高品质的高端市场苗意愿增强。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,中大型规模养殖户宁愿高价采购质量较好的市场苗。

2) 公司口蹄疫市场苗保护率高,副反应小,树行业第一品牌。我们在一系列的草根调研中发现,养殖户普遍反映据金宇口蹄疫市场苗保护率达到90%以上,远高于国内其他厂家,并且质量稳定。

3) 13年牛A型口蹄疫发病严重,公司牛A型三价口蹄疫疫苗效果获养殖户普遍认可。今年新疆、内蒙古、东北等省份普遍出现A型牛口蹄疫,而金宇牛A型三价口蹄疫疫苗效果在养殖户中反映最好,因此需求量大量增加,出现销售断货的情况。

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24亿微克。公司口蹄疫市场苗产能将由2012年的2000万头份增加到当前的6000万头份,产能增加200%。这有效解决公司有效抗原含量产能供不应求现状。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价格稳中有升,推动公司招标苗业务收入增长。

金宇集团 (600201.SH)
推荐 维持评级

分析师: 吴立

电话: 010-83574546

邮箱: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

分析师: 张婧

电话: 010-66568757

邮箱: zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513070001

市场数据	时间	2014.1.20
A股收盘价(元)		25.16
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		1991.25
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)		70.65

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》

(二) 布病疫苗将成为 14 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》，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 5000 万头份来测算，预计 2014 年公司布病疫苗销售额将达 1 亿元！

(三) 储备品种陆续上市，丰富产品线

未来金宇集团将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 年以来，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。

(四) 限制性股票激励有助于稳定核心人员和保持公司长期发展

公司计划拟向高级管理人员、核心技术业务骨干人员等 93 人授予 560 万股 A 股普通股，占股本 1.99%。首次授予限制性股票价格为 12.78 元，计划有效期为自首次授予日起 48 个月，首次授予的限制性股票自首次授予日起满 12 个月后，激励对象在解锁期内按 34%、33%、33% 的比例分三期解锁。解锁条件为：1) 以 2012 年为基准年，2013 年、2014 年、2015、2016 年营业收入增长率分别不低于 10%、20%、35%、50%。2) 以 2012 年为基准年，2013 年、2014 年、2015、2016 年净利润增长率分别不低于 40%、60%、80%、100%。我们认为本次激励覆盖了大部分的核心成员，有利于提高员工积极性，保证了公司中长期的运营能力。

3. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 13/14/15 年 EPS0.91/1.10/1.60 元，同比增速为 95%、20%、47.0%，扣除 13 年房地产剥离投资收益，预计 13-15 年 EPS 为 0.67/1.10/1.60 元，同比增长 43.4%/66.6%/45.4%，目前股价对 2014 年 PE 为 24x。我们认为公司未来储备品种丰富，技术工艺领先优势明显，维持“推荐”投资评级。

表 1：限制性股票解锁安排

解锁期	解锁时间	可解锁比例
首次授予限制性股票的第一个 解锁期	自首次授予日起满 12 个月后的首个交易日至授予日起 24 个月内的最 后一个交易日止	34%

首次授予限制性股票的第二个解锁期	自首次授予日起满 24 个月后的首个交易日至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	33%
首次授予限制性股票的第三个解锁期	自首次授予日起满 36 个月后的首个交易日至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	33%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2：限制性股票激励人员

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
张翀宇	董事长&总裁	81	14.46%	0.29%
徐师军	董事&副总裁	47.5	8.48%	0.17%
王秀华	董事&副总裁	11	1.96%	0.04%
李树剑	董事会秘书	11	1.96%	0.04%
张红梅	财务总监"	11	1.96%	0.04%
中层管理人员、核心技术（业务）人员（共计 88 人）		342.5	61.16%	1.22%
预留		56	10%	0.20%
合计		560	100%	1.99%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3：解锁业绩要求

解锁期	业务业绩指标
首次授予限制性股票的第一个解锁期	以 2012 年为基准年，2013 年营业收入增长率不低于 10%，2014 年营业收入增长率不低于 20%以 2012 年为基准年，2013 年净利润增长率不低于 40%，2014 年净利润增长率不低于 60%
首次授予限制性股票的第二个解锁期/预留限制性股票的第一个解锁期	以 2012 年为基准年，2015 年营业收入增长率不低于 35%以 2012 年为基准年，2015 年净利润增长率不低于 80%
首次授予限制性股票的第三个解锁期/预留限制性股票的第二个解锁期	以 2012 年为基准年，2016 年营业收入增长率不低于 50%以 2012 年为基准年，2016 年净利润增长率不低于 100%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 4: 公司资产负债表预测

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	649	989	932	927	营业收入	550	645	1026	1447
应收票据	0	0	0	0	营业成本	198	209	328	463
应收账款	49	58	92	130	营业税金及附加	31	36	57	80
预付款项	46	46	46	46	销售费用	69	74	106	149
其他应收款	11	12	20	28	管理费用	69	77	133	181
存货	510	539	846	1193	财务费用	30	15	40	48
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	363	527
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	363	527
长期待摊费用	11	15	19	22	减: 所得税	22	42	51	74
资产总计	1650	2021	2302	2679	净利润	132	260	312	453
短期借款	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	131	257	308	448
应付票据	5	6	9	12	少数股东损益	2	3	4	5
应付账款	45	55	87	131	基本每股收益	0.47	0.92	1.10	1.60
预收款项	45	-28	-143	-306	稀释每股收益	0.47	0.92	1.10	1.60
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%	17.2%	59.3%	41.0%
其他流动负债	26	26	26	26	EBIT 增长率	-3.0%	34.7%	62.2%	42.8%
长期借款	302	502	602	702	净利润增长率	-12.4%	96.7%	19.8%	45.2%
负债合计	810	948	968	954	盈利性				
股东权益合计	843	1077	1338	1729	销售毛利率	64.0%	67.5%	68.0%	68.0%
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	23.8%	39.9%	30.0%	30.9%
净利润	132	260	312	453	ROE	15.5%	23.9%	23.1%	25.9%
折旧与摊销	35	36	38	40	ROIC	13.64%	13.37%	17.68%	20.18%
经营活动现金流	667	139	-39	32	估值倍数				
投资活动现金流	-28	42	-27	-27	PE	53.3	27.1	22.6	15.6
融资活动现金流	-410	159	9	-10	P/S	12.7	10.8	6.8	4.8
现金净变动	229	340	-58	-5	P/B	8.28	6.48	5.22	4.04
期初现金余额	420	649	989	932	股息收益率	2.9%	0.4%	0.7%	0.9%
期末现金余额	649	989	932	927	EV/EBITDA	30.4	22.9	15.2	11.1
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	649	989	932	927	营业收入	550	645	1026	1447
应收票据	0	0	0	0	营业成本	198	209	328	463
应收账款	49	58	92	130	营业税金及附加	31	36	57	80

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。本报告清晰准确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）、金字集团（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