

生物制品 III



王晔

医药行业研究员

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

金宇集团 (600201)

疫苗仍然是核心业务

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-3-25
收盘价(元)	8.32
52周最高/最低(元)	15.69/3.97
总股本(百万股)	280.81
流通股本(百万股)	262.18
总市值(百万元)	2336.38
流通市值(百万元)	2181.32
每股净资产(元)	2.54

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	815	764	789	879	350
同比增长(%)	16.1%	-6.3%	3.3%	11.5%	-23.0%
净利润(百万元)	72	103	129	163	46
同比增长(%)	-22.3%	43.0%	24.7%	26.6%	-17.4%
毛利率(%)	39.9%	42.0%	45.0%	48.0%	42%
净利率(%)	8.9%	13.5%	16.3%	18.5%	13.1%
每股收益(元)	0.26	0.37	0.46	0.58	0.16
每股经营现金流(元)	0.80	0.68	0.55	0.71	0.30

股价走势



投资要点

金宇集团公布 2008 年年报, 公司实现销售 81501 万元, 同比增长 16%; 实现利润 7859 万元, 同比下降 18%; 实现归属母公司所有者的净利润 7220 万元, 每股收益 0.26 元, 同比下降 20%。公司分红方案为 10 派 1 元(含税)。

点评:

- 公司 2008 年业绩低于此前预期, 主要原因在于: 动物疫苗业务收入下降, 毛利率下滑; 管理费用率提高。其中动物疫苗业务收入 37700 万元, 同比下降 9%; 地产业务收入提高 54%; 纺织业务收入提高 52%。
- 公司管理费用率上升 3.6 个百分点, 主要因素是悬浮培养技术的开发费用做费用化处理。公司全年投入悬浮培养的研发经费达到 4257 万元, 占疫苗销售收入的 11.3%。
- 公司毛利率由上年的 47% 下降至 39%。其中动物疫苗毛利率由上年的 64% 下降至 62.87%, 下降的主要原因是猪蓝耳病疫苗和猪瘟疫苗的价格下跌近 30%。地产业务毛利率下降 4 个百分点。纺织业务毛利率下降 4.3 个百分点。
- 公司资产负债表中, 货币资金增长 46%, 应收帐款下降 42%。公司每股经营性现金流 0.8 元, 增长 66%, 也高于每股收益的 0.26 元。
- 预估公司 2009 - 2011 年 EPS 分别为: 0.37、0.46、0.58 元, 维持“推荐”评级。

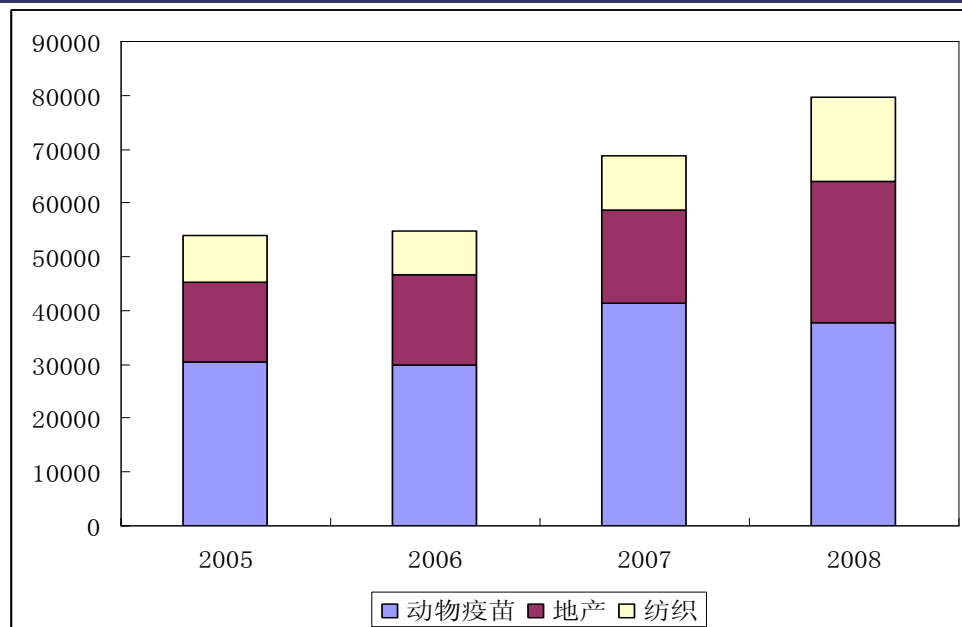
相关报告

《蓝耳病疫情可能推动产品更新》2009-2-10

动物疫苗收入和毛利率出现下降

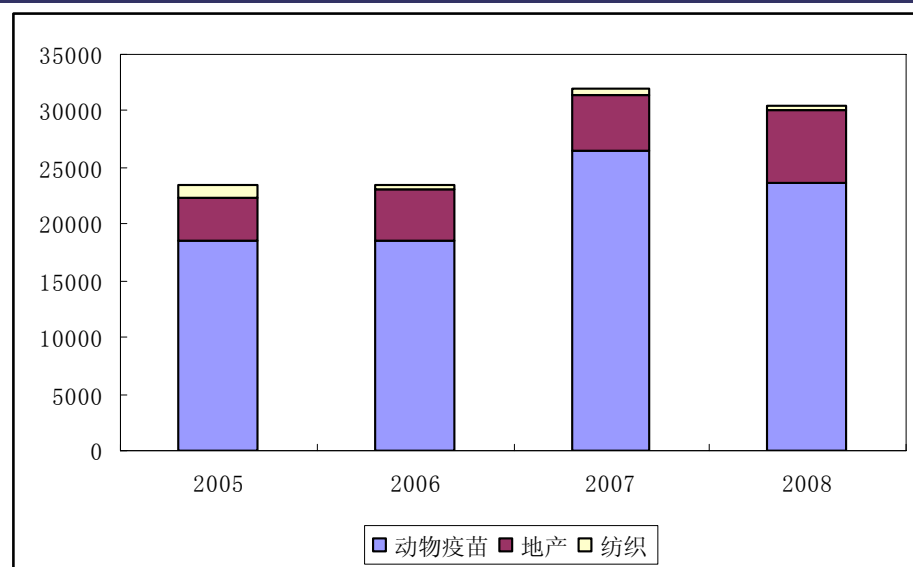
公司主营业务包括动物疫苗、地产和羊绒纺织，其他辅业包括能源、物业等，贡献较小。其中动物疫苗贡献的收入和利润都是最重要的部分。

图 1: 公司主要业务的收入构成 (万元)



资料来源: 公司报告

图 2: 公司主要业务的主营利润构成 (万元)

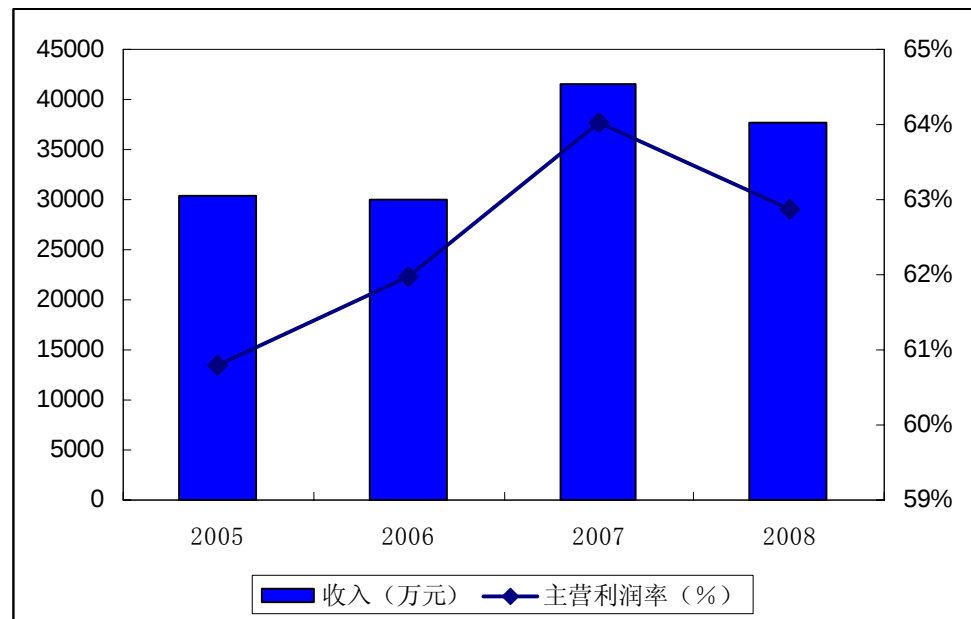


资料来源: 公司报告

公司核心业务为动物疫苗，目前主要产品包括口蹄疫疫苗、猪蓝耳病疫苗、猪瘟疫苗。年报显示，动物疫苗业务收入 37700 万元，同比下降 9%，而主营利润率也下滑约 1 个百分点。原因在于：竞争对手的猪 O 型口蹄疫合成肽疫苗的出现，改变口蹄疫疫苗的竞争格局，导致公司市场份额下降。猪蓝耳病灭活疫苗、猪瘟

疫苗市场竞争激烈，产品价格下跌近 30%。

图 3：动物疫苗收入和主营利润率变化



资料来源：公司报告

猪 O 型合成肽疫苗属于基因工程类疫苗，竞争对手中牧股份和上海中联推出这一产品，在 2008 年获得一定市场。公司也有一个猪 O 型口蹄疫基因工程疫苗，但目前还未上市。如果该产品上市，可能提高公司在口蹄疫的市场份额。

2009 年出现 A 型口蹄疫疫情，将促进政府采购 A 型或者 A-亚洲 I 型等疫苗。目前只有兰州兽研所有毒株，我们预计可能在今年下半年或者明年起招标采购。公司作为国内口蹄疫第二大生产企业，有机会获得份额。

猪蓝耳病灭活疫苗在 2007 年国家统一采购时，价格为 0.8 元/毫升。2008 年开始进入地方招标采购，由于生产企业过多（20 家左右），很多小企业以降价争取市场份额，直接导致产品价格下跌。我们估计公司 2008 年蓝耳病疫苗销售约 1 亿，较上年减少 4000 万元左右。猪瘟疫苗生产企业也多达 20 多家，目前的采购价格在 0.3-0.35 元/毫升。

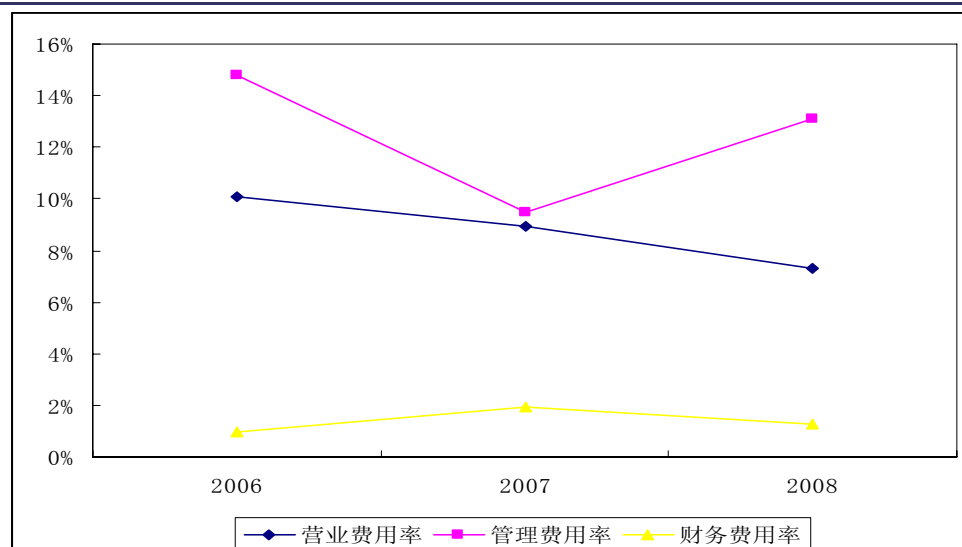
猪蓝耳病弱毒疫苗今年起进入招标采购。与灭活疫苗不同，弱毒疫苗存在一定毒性，具有潜在的散毒风险，因此生产要求更严格。灭活疫苗的生产企业多达 20 家，而首批获得批准的弱毒苗企业估计只有四家。我们估计弱毒疫苗的价格远高于目前的灭活疫苗。不过公司可能不会直接生产弱毒疫苗，而是通过收购有关企业的方式进入这一领域。

研发投入加大，管理费用率提高

公司 2008 年营业费用率和财务费用率小幅下降，但管理费用率大幅提高到 13%，

主要原因是 2008 年研发投入增加。其中悬浮培养技术开支 4257 万元，占动物疫苗收入的 11.3%。悬浮培养技术今年有望完成产业化，公司争取做好产品上市的准备工作。悬浮培养技术将大幅提高公司疫苗产品的毛利率。

图 4: 公司三项费用率变化



资料来源：公司报告

公司今年仍重视研发，下属的金宇宝灵承接了“兽用疫苗国家工程实验室”的建设，未来需要投资 3400 万元，其中国家投资 1000 万元，建设周期 2 年。

投资收益大幅增长，但绝对额低

公司 2008 年投资收益为 71 万，而去年同期为 -972 万元。增长原因是公司投资的大象创业投资（也是公司的原大股东）发放红利 290 万元。按权益法核算的长期股权投资项目，权益减少合计 219 万元。公司投资的内蒙古北能铁路和呼和浩特城市建设公司的期末权益额已经调整为 0，而北京迪威华宇的期末余额为 124 万元。因此未来公司投资性收益主要还是大象投资的分红回报。考虑到大象投资是公司的股东，目前所持 1700 万股获得流通权，我们认为大象投资将不断减持公司股份，给公司也带来较好的回报。

公司资产负债状况良好

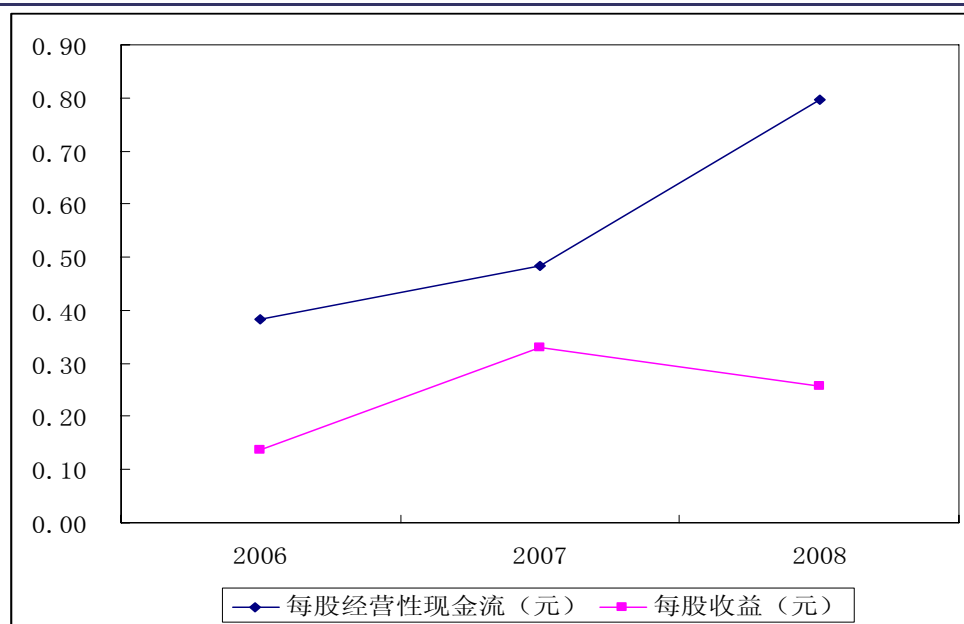
2008 年年报显示，公司货币资金增长 46%，应收帐款下降 41%。由于房地产公司结转存货成本，公司的预付款下降 42%，其他应收款也下降 38%，公司的资产运营效率提高。

每股经营性现金流好于每股收益

公司 2008 年每股经营性现金流为 0.8 元，同比增长 66%，也高于每股收益的 0.26

元。现金流大幅增长，意味着公司未来业绩增长具有良好的基础。

图 5：每股经营性现金流与每股收益比较



资料来源：公司报告

业绩预期

我们预计公司 2009 年动物疫苗收入恢复增长，预估 2009 - 2011 年 EPS 分别为：0.37、0.46 和 0.58 元。考虑到动物疫苗行业的前景看好，维持“推荐”评级。

风险因素

新增疫苗采购的数量和金额目前尚未确定。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	868	889	1010	1239
货币资金	340	411	538	737
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	43	48	50	55
其他应收款	16	18	19	21
存货	362	323	316	333
非流动资产	375	359	330	312
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	11	11	11	11
投资性房地产	57	50	50	50
固定资产	228	210	190	171
在建工程	1	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	64	64	64	64
资产总计	1243	1248	1340	1551
流动负债	508	402	382	417
短期借款	120	0	0	0
应付票据	15	13	13	14
应付账款	49	44	43	46
其他	324	344	326	357
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	10	10	10	10
其他	1	1	1	1
负债合计	519	413	393	428
股本	281	281	281	281
资本公积	213	213	213	213
未分配利润	174	278	378	541
少数股东权益	10	18	29	43
股东权益合计	723	835	947	1124
负债及权益合计	1243	1248	1340	1551

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	72	103	129	163
折旧和摊销	35	21	21	21
资产减值准备	15	-22	-2	4
无形资产摊销	6	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	10	3	0	-0
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	6	9	11	14
营运资金的变动	-84	-86	14	1
经营活动产生现金流量	220	190	155	200
投资活动产生现金流量	19	7	0	0
融资活动产生现金流量	-95	-126	-28	0
现金净变动	143	71	127	200
现金的期初余额	232	340	411	538
现金的期末余额	376	411	538	737

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	815	764	789	879
营业成本	490	443	434	457
营业税金及附加	24	22	23	26
销售费用	59	56	58	64
管理费用	107	73	75	84
财务费用	10	3	0	-0
资产减值损失	22	21	18	19
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	104	146	182	230
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	103	145	181	230
所得税	24	33	42	53
净利润	79	112	140	177
少数股东损益	6	9	11	14
归属母公司净利润	72	103	129	163
EPS (元)	0.26	0.37	0.46	0.58

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	16.1%	-6.3%	3.3%	11.5%
营业利润增长率	-18.7%	40.5%	24.6%	26.5%
净利润增长率	-22.3%	43.0%	24.7%	26.6%
盈利能力(%)				
毛利率	39.9%	42.0%	45.0%	48.0%
净利率	8.9%	13.5%	16.3%	18.5%
ROE	10.1%	12.6%	14.0%	15.1%

偿债能力(%)

资产负债率	41.8%	33.1%	29.3%	27.6%
流动比率	1.71	2.21	2.64	2.97
速动比率	0.92	1.33	1.73	2.10

营运能力(次)

资产周转率	0.64	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	9.72	10.94	11.29	11.71

每股资料 (元)

每股收益	0.26	0.37	0.46	0.58
每股经营现金	0.80	0.68	0.55	0.71
每股净资产	2.54	2.91	3.27	3.85

估值比率 (倍)

PE	32.36	22.63	18.15	14.34
PB	3.27	2.86	2.55	2.16

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。