

金宇集团 (600201.SH)

口蹄疫疫苗市场化销售带动未来 3 年业绩

稳定增长

 评级: **增持**

前次:

目标价 (元):

23.09

分析师

分析师

谢刚

张俊宇

S0740510120005

S0740511120002

021-20315178

021-20315191

xiegang@r.qlzq.com.cn

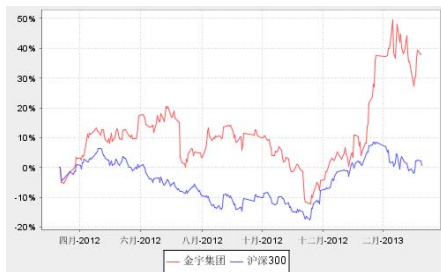
zhangjy@r.qlzq.com.cn

2013 年 3 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)	18.70
市值(百万元)	5251.24
流通市值(百万元)	5251.24

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	670.33	576.14	605.86	641.43	796.11
营业收入增速	-2.21%	-14.05%	5.16%	5.87%	24.11%
净利润增长率	73.28%	29.73%	6.42%	60.00%	5.02%
摊薄每股收益 (元)	0.41	0.53	0.57	0.91	0.95
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)	34.11	22.42	32.22	20.14	19.18
PEG	0.47	0.75	5.02	0.34	3.82
每股净资产 (元)	2.98	3.52	3.93	4.84	5.79
每股现金流量	-0.34	0.66	0.49	1.16	0.85
净资产收益率	13.74%	15.13%	14.40%	18.73%	16.43%
市净率	4.69	3.39	4.64	3.77	3.15
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

- 金宇集团是国内兽药生物制品龙头企业，其主打品种猪二价口蹄疫疫苗和牛三价口蹄疫疫苗在抗原培养和纯化工艺上具备国内领先水平，市场占有率位居行业前列。公司前两大股东经营权之争基本解决，房地产业务剥离，公司将全部重心聚焦兽药生物制品行业，未来主业有望进入新一轮增长期。
- 金宇集团营销体系快速向市场化推广转型。我们认为随着国内养殖规模化进程和政府对于食品安全的重视程度日益提升，位居养殖产业链上游的兽药行业将进入新一轮洗牌期。未来有充足产品线、过硬产品质量和完善的技术服务体系的兽用公司将会脱颖而出，分享行业增长蛋糕，提升市占率水平，而金宇集团依托口蹄疫疫苗的市场化推广将成为公司经营转型的一次重大契机。
- 三重因素推动公司业绩未来 3 年稳定增长：（1）口蹄疫疫苗的抗原悬浮培养技术和纯化生产工艺具备市场领先水平，产品深得用户青睐；（2）口蹄疫市场苗快速放量，公司产能扩张以满足市场之需；（3）营销体系构架逐步调整以满足市场化推广需求。具体来看，公司 2013 年 4 季度口蹄疫产能将扩张至 1 亿头份，我们预计 2013-2015 年分别销售 4500/6000/8000 万头份，销售收入分别为 2.52/3.6/4.8 亿元，年均增长 44%，确保未来 3 年公司业绩稳定增长。
- 长期来看，公司业绩持续增长主要取决于：（1）通过自有研发和外延式收购补充现有产品线，继续优化产品结构；（2）营销体系和技术服务体系构架是否能够建立，且得到有效执行。
- 预计 2012-2015 年 EPS 0.57/0.91/0.95/1.22 元，剔除掉房地产投资收益后，主业 EPS 0.52/0.69/0.95/1.22 元，年均增长 32.8%。给予公司 30X2013 主业 PE，再考虑房地产剥离带来每股现金流 2.39 元，目标价定为 23.09 元，首次覆盖给予“增持”评级，若公司其他产品线扩充超预期，估值短期内仍有提升空间。

内容目录

经营逐步理顺，聚焦兽用生物制品主业.....	- 4 -
大象投资逐步退出，管理层主导经营权，利益机制理顺	- 4 -
房地产业务剥离，聚焦生物制品主业	- 5 -
2013 年以后兽用生物制品收入和利润贡献大幅提升	- 5 -
领先的生产工艺、产品线扩张和市场化营销改革推动公司业绩增长.....	- 6 -
悬浮培养技术具备业内领先水平，产品质量广受好评	- 6 -
口蹄疫疫苗市场苗进入快速放量期，其他潜力品种逐步跟进	- 7 -
市场化营销改革启动，2012 年显现成效	- 8 -
时不我待，口蹄疫疫苗市场化销售是公司转型的一次契机	- 8 -
兽药行业格局变换，市场化销售趋势带来行业新一轮洗牌	- 8 -
口蹄疫疫苗是强免疫苗市场化的重要突破口，中性假设 2015 年潜在规模 22.7 亿元	- 10 -
金宇集团加快推进口蹄疫市场苗销售，预计未来 3 年市场苗年均增长 44%	- 12 -
其他疫苗持保守假定态度，若产品线扩张快于预期，则未来业绩有超预期可能	- 13 -
盈利预测与投资建议	- 13 -
盈利假设前提	- 13 -
盈利预测结果	- 14 -
PE 相对估值及投资建议	- 14 -
风险提示	- 14 -
附录：肉牛、奶牛和羊规模化养殖情况	- 15 -

图表目录

图表 1：管理层持股企业为上市公司最大股东	- 4 -
图表 2：金宇集团房地产业务假设	- 5 -
图表 3：各项业务收入占比（单位：百万元）	- 6 -
图表 4：各项业务毛利占比（单位：百万元）	- 6 -
图表 5：金宇集团细胞悬浮培养技术改造进程	- 6 -
图表 6：传统转瓶培养工艺和悬浮培养技术工艺比较	- 7 -
图表 7：金宇集团兽用生物制品产品线分布	- 7 -
图表 8：公司口蹄疫疫苗市场苗产能进展	- 8 -
图表 9：公司口蹄疫有效抗原产能进展	- 8 -
图表 10：2009 年全球兽药市场规模和区域占比	- 9 -
图表 11：中美两国畜禽存栏量对比	- 9 -
图表 12：2010 年 500 头以上出栏生猪占比 34.5%	- 9 -

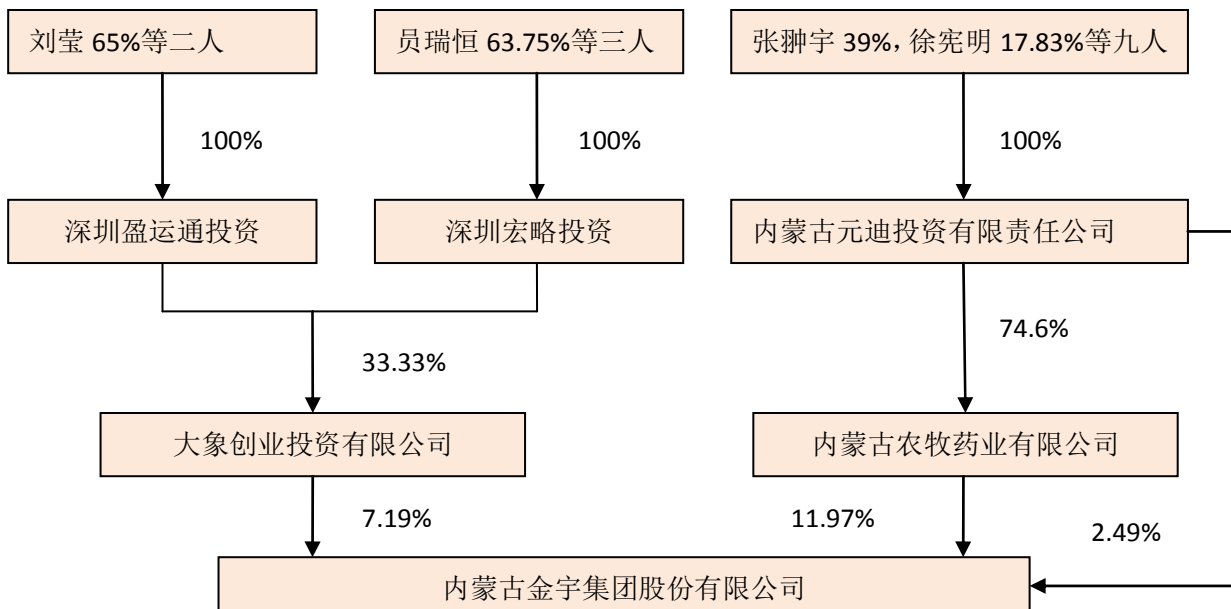
图表 13: 2010 年 5 万只以上肉鸡出栏占比 38.75%.....	- 9 -
图表 14: 全球兽药企业 TOP10 市场份额	- 10 -
图表 15: 国内生物制品和制剂企业市场集中度.....	- 10 -
图表 16: 我国强制免疫疫苗市场竞争格局概况.....	- 10 -
图表 17: 2010 年国内生猪养殖不同规模养殖户出栏占比情况.....	- 11 -
图表 18: 2015 年口蹄疫市场苗潜在市场规模测算	- 12 -
图表 19: 金宇集团口蹄疫政府苗和市场苗销售预测.....	- 13 -
图表 20: 公司其他疫苗和生物疫苗业务销售预测	- 13 -
图表 21: 瑞普生物三项期间费用及相关税费假设	- 13 -
图表 22: 兽药上市公司相对估值表.....	- 14 -
图表 23: 2010 年国内肉牛养殖不同规模养殖户出栏占比情况.....	- 15 -
图表 24: 2010 年国内奶牛养殖不同规模养殖户出栏占比情况.....	- 15 -
图表 25: 2010 年国内羊养殖不同规模养殖户出栏占比情况	- 15 -
图表 26: 金宇集团主营业务销售预测表	- 16 -
图表 27: 金宇集团三张报表	- 17 -

经营逐步理顺，聚焦兽用生物制品主业

大象投资逐步退出，管理层主导经营权，利益机制理顺

- 金宇集团是国内兽药生物制品生产销售的龙头企业。2013 年以前公司核心主业为兽药生物制品和房地产开发业务,2013 年 1 月份剥离金宇置地后,公司主业聚焦兽用生物制品主业。
- 公司兽药生物制品生产销售业务依托两大子公司金宇保灵和扬州优邦而展开。其中,金宇保灵主要产品为口蹄疫疫苗和猪瘟疫疫苗,扬州优邦为猪蓝耳灭活疫苗和部分禽流感疫苗。
- 公司兽药生物制品的收入和利润主要来源是口蹄疫疫苗。公司口蹄疫疫苗的抗原培养和纯化工艺在国内处于领先地位,市场占有率位居前列。
- 前两大股东经营权之争基本得到解决,管理层主导经营权,利益机制理顺。从 2013 年最新股东明细来看,此前第一大股东深圳大象投资持股比例已从 2002 年的 18.68% 下降到 7.16%,退居第二大股东,成为财务投资者。目前以公司董事长、总经理张翀宇先生为主的管理层通过内蒙古元迪投资有限责任公司直接和间接持有公司股份 14.46%,为公司第一大股东。我们认为在公司前两大股东经营权之争已基本得到解决,管理层继续主导经营权,公司的经营和利益机制理顺,有利于公司各项业务的顺利开展,业绩释放和做大市值的动力较以往更加充分。

图表 1: 管理层持股企业为上市公司最大股东



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

房地产业务剥离，聚焦生物制品主业

- 公司 2013 年 1 月份发布公告剥离金宇置地，将其出售给北京广合置业有限公司，公司未来主业将聚焦生物制品主业。
- **本次资产转让预计为公司贡献 6000 万税后投资收益。**根据公告公司本次资产转让收入 1.95 亿元，税前投资收益 8000 万元，按 25% 税率计算，税后投资收益 6000 万元，折合 EPS0.23 元，根据转让进程，我们预计上述投资收益将计入 2013 年损益。
- **本次转让预计为公司带来 6.72 亿元现金流入。**本次资产转让款为 1.95 亿元，此外标的公司对金宇集团有 4.77 亿元尚未偿还应付款。股权转让款将于工商变更登记完成后 5 个工作日内支付，而尚未偿还应付款将在工商变更登记之日起的 3 个月内、6 个月和 9 个月内分别偿还 25%、25% 和 50%。如果一切进展顺利，年内公司将获得 6.72 亿元的资产转让现金净流入。
- **上述资产转让现金流入，将为公司未来生物制品业务的生产工艺改造、新增产能和产品线扩张提供资金保障。**

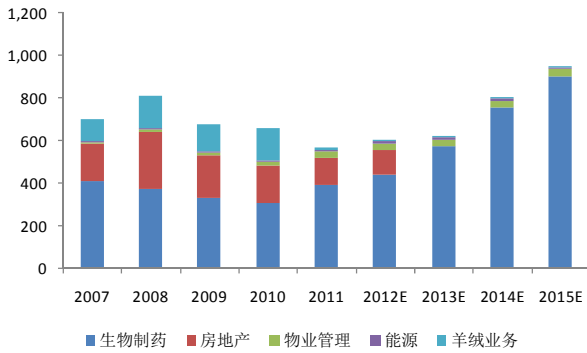
图表 2：金宇集团房地产业务假设

房地产	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
销售收入（百万元）	171.39	263.50	197.36	172.97	130.83	120
YOY		53.7%	-25.1%	-12.4%	-24.4%	-8.3%
销售成本（百万元）	123.55	200.36	124.89	84.05	33.79	36
毛利（百万元）	47.84	63.14	72.47	88.92	97.04	84
毛利率	27.9%	24.0%	36.7%	51.4%	74.2%	70%
净利润（百万元）	27.20	-	28.50	44.67	21.96	12.00
净利润率	15.9%	-	14.4%	25.8%	16.8%	10.0%
总股本（百万股）	280.81	280.81	280.81	280.81	280.81	280.81
房地产业务EPS（元）	0.10	-	0.10	0.16	0.08	0.04
合并报表利润（百万元）	92.93	72.21	66.47	115.19	149.44	159.03
EPS（元）	0.33	0.26	0.24	0.41	0.53	0.57

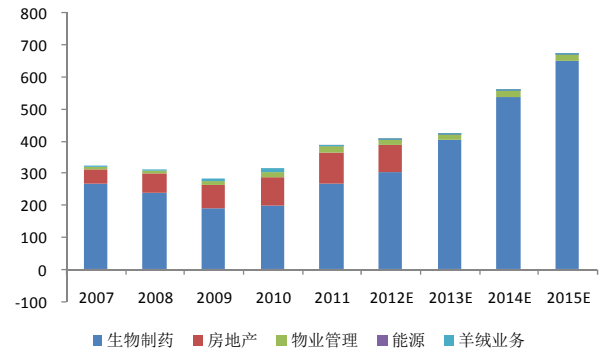
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

2013 年以后兽用生物制品收入和利润贡献大幅提升

- 公司主营业务逐步向兽用生物制品业务聚焦。2010 年公司羊绒业务停业，公司退出羊绒制品业务，2013 年转让房地产子公司金宇置地，公司主营业务逐步由“羊绒-房地产-兽用生物制品”到“房地产-兽用生物制品”，最终聚焦兽用生物制品业务。
- 我们认为公司在兽用生物制品尤其是口蹄疫疫苗领域具有领先优势，目前公司的抗原悬浮培养技术和疫苗纯化工艺在业内处于领先地位。随着口蹄疫疫苗市场化推广，2013-2015 年公司兽用生物制品业务将成为最主要的业绩贡献来源。
- 我们预计 2013-2015 年公司兽药生物制品业务收入分别为 5.98/7.53/9.19 亿元，收入占比将由 2011 年的 69% 提升至 93%-95%；毛利额分别为 4.19/5.34/6.62 亿元，占比由 69% 提升至 94%-96%。公司兽用生物制品收入和利润贡献大幅提升。

图表 3: 各项业务收入占比 (单位: 百万元)


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 4: 各项业务毛利占比 (单位: 百万元)


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

领先的生产工艺、产品线扩张和市场化营销改革推动公司业绩增长

悬浮培养技术具备业内领先水平, 产品质量广受好评

- 2007 年公司在国内兽药疫苗企业中率先启动悬浮培养技术改造, 2010 年成功完成悬浮培养、纯化浓缩、146S 病毒含量检测等一整套工艺技术改造, 提升产品的档次与制造水平, 成为国内首家悬浮培养技术产业化的兽药疫苗企业。
- 2010 年悬浮培养生产工艺的猪口蹄疫 O 型灭活疫苗通过农业部评审, 同时完成牛口蹄疫悬浮培养技术改造, 荣膺 P3 国家高级别生物安全实验室建设。
- 目前公司悬浮培养技术已经进入成熟运营期, 口蹄疫疫苗由政府苗和市场苗抗原均采用悬浮培养技术, 抗原稳定性优于行业水平。
- 公司口蹄疫疫苗产品已基本覆盖了国内最主要的大型养殖企业, 得益于先进的抗原培养和疫苗纯化工艺, 产品深得客户青睐, 为 2012 年市场化销售奠定坚实基础。

图表 5: 金宇集团细胞悬浮培养技术改造进程

2007年	启动细胞选培养技术工艺改造
2008年	攻克悬浮培养技术难关, 荣膺“兽用疫苗国家工程实验室”, 悬浮培养大生产工艺改造方案进入实施阶段
2009年	攻克悬浮培养技术难点, 完成部分生产线改造, 并通过国家专家组验收, 通过农业部兽药评审委员会评审, 获得正式批准文号, 率先建成了国内第一条采用悬浮培养技术生产的牛口蹄疫疫苗生产线, 发明国内首家定量检测口蹄疫抗原146S含量检测技术
2010年	完成牛口蹄疫、猪口蹄疫悬浮培养技术改造, 通过农业部评审, 荣膺 P3 国家高级别生物安全实验室建设

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 6: 传统转瓶培养工艺和悬浮培养技术工艺比较
传统工艺疫苗与悬浮培养工艺疫苗性能比较

项 目	悬浮培养疫苗	传统灭活疫苗
设备与自动化程度	全封闭、管道化、连续流、远程自动控制	半开放、多断点、人工操作，作坊式生产
安 全 性	几乎无注射反应	偶尔有注射反应
均 一 性	培养容器体积大，批间间差小，产品均一性好	转瓶培养，后续混合，存在批间差，均一性不好
产 品 效 力	稳定可控	不稳定
抗 原 纯 化	终端产品中146S有效抗原蛋白含量高，非抗原蛋白含量1-1.8mg/ml	终端产品中含有大量的杂蛋白，非抗原蛋白含量9-15mg/ml
抗原含量测定	用146S有效抗原含量确定疫苗的配苗比例	用传统的TCID50、LD50测定病毒含量
内毒素含量	控制在10EU以下	不可控
培 养 方 式	悬浮培养	转瓶培养

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

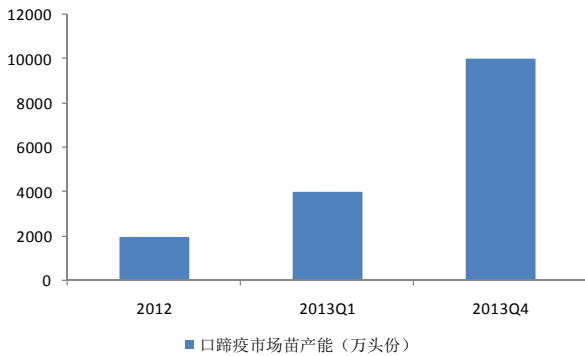
口蹄疫疫苗市场苗进入快速放量期，其他潜力品种逐步跟进

- 依托于公司口蹄疫疫苗先进的生产工艺和优异的产品质量，市场化销售进入快速增长期。目前公司拥有悬浮培养生产工艺生产的猪二价口蹄疫疫苗和牛、羊三价口蹄疫疫苗，均为市场领先品种。2012年底公司口蹄疫市场化疫苗产能2000万头份，处于供不应求状态，2013年1季度市场化苗将达到4000万头份，预计到3季度产能可达1亿头份，基本可以满足2013-2015年市场化推广需要。
- 此外，公司通过自有研发和外延式收购，将逐步增加潜力品种。其中，金宇保灵的潜在品种包括布氏杆菌疫苗；扬州优邦包括猪蓝耳弱毒活疫苗、鸡新城疫疫苗、猪圆环病毒疫苗、禽流感疫苗等。
- 公司2012年中自筹资金1亿元对扬州优邦进程产能升级和改造，新增4条GMP生产线，未来将成为公司禽类疫苗的生产 and 销售基地，随着产品线的丰富，预计将在2014年为逐步贡献可观收益。

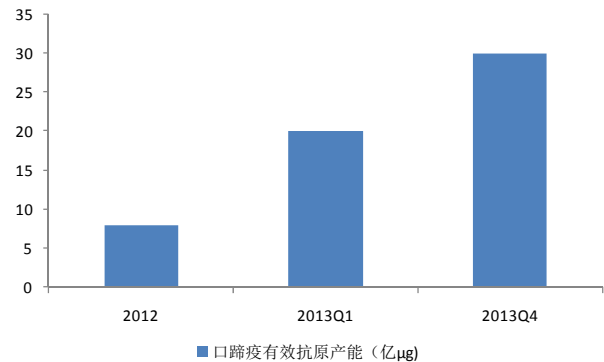
图表 7: 金宇集团兽用生物制品产品线分布

金宇保灵	
快速增长期产品	猪0型、亚洲I型二价口蹄疫灭活疫苗 牛、羊三价口蹄疫灭活疫苗
成熟期产品	猪0型口蹄疫灭活疫苗 猪瘟活疫苗
潜在品种	布氏杆菌疫苗
扬州优邦	
成熟期产品	猪蓝耳灭活疫苗
潜在品种	猪蓝耳弱毒活疫苗、鸡新城疫、猪圆环、禽流感

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 8: 公司口蹄疫疫苗市场苗产能进展


来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 公司口蹄疫有效抗原产能进展


来源: 齐鲁证券研究所

市场化营销改革启动, 2012 年显现成效

- 2011 年公司启动市场化销售改革, 2012 年口蹄疫疫苗市场化销售已取得突破性进展, 预计全年销售额约为 1.2 亿元, 对应 2000 万头份销售量。
- 目前公司共有 70-80 名销售和技术服务人员, 已基本覆盖了国内主要生猪养殖区域和大型生猪养殖场, 国内半数左右的种猪定点生产企业采购金宇集团的口蹄疫疫苗。
- 我们认为未来公司将会进一步优化营销体系构架, 根据内部利润考核指标对生产和销售部门分别进行考核, 进一步提升管理效率和销售人员能动性。在产品分类上, 畜用生物制品主要以金宇保灵为主体, 禽类生物制品以扬州优邦为主体。
- 2013 年和 2014 年除了关注公司口蹄疫市场苗的销售进展, 我们仍需持续关注公司产品线扩张和营销体系构建的情况, 后两者将决定公司中长期的增长潜力和趋势。

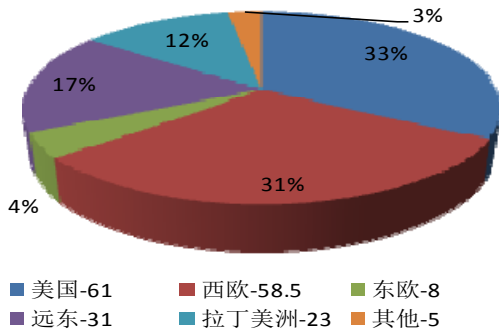
时不我待, 口蹄疫疫苗市场化销售是公司转型的一次契机

兽药行业格局变换, 市场化销售趋势带来行业新一轮洗牌

- 根据国家统计局数据, 2012 年底国内兽药行业产值已达 802 亿元, 过去 10 年以年均 25% 快速增长, 其中 2012 年增长 14%, 即使按未来 3 年 10% 的增速保守预测, 全行业产值 2015 年即可达到 1000 亿元。
- 国际动保协会 IFAH 对中国兽药行业规模预测较国家统计局略显保守, 2009 年 IFAH 预测美国兽药行业规模 61 亿美元, 包括中国在内的远东地区规模 31 亿美元。根据中美两国主要畜禽养殖品种的存栏数据, 我们认为即使按美国 2009 年静态数据测算, 中国兽药行业潜在规模也应该是美国的 3 倍, 达到 180 亿美元, 折合人民币 1000 亿元以上。
- 我们认为国内养殖规模化进程推进, 养殖户对兽药制品产品质量和技术服务要求提升, 中高端产品渗透率提升 (如口蹄疫疫苗市场苗占比提升) 和产品提价 (隐含了技术服务成本) 是未来兽药行业市场规模能够不断

增加的主要原因。

图表 10: 2009 年全球兽药市场规模和区域占比



来源: IFAH、齐鲁证券研究所

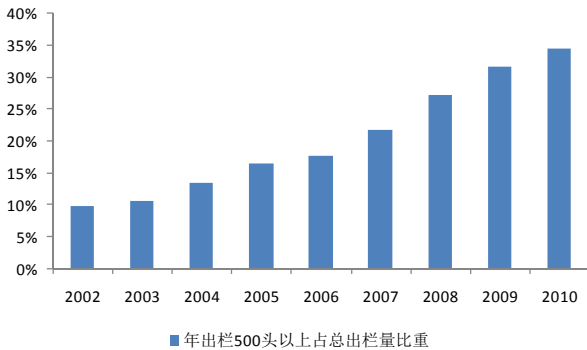
图表 11: 中美两国畜禽存栏量对比

	中国	美国
肉鸡存栏量 (亿只)	47	21
牛存栏量 (亿头)	0.84	0.95
生猪存栏量 (亿头)	4.51	0.67
羊存栏量 (亿头)	1.29	0.06

来源: USDA、齐鲁证券研究所

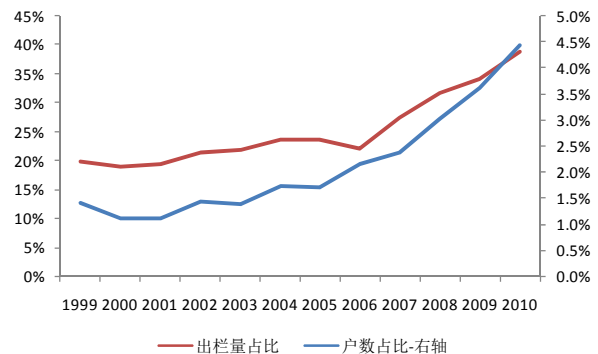
- 但我们倾向于认为本轮兽药行业规模的提升, 同时会伴随兽药行业格局的一次全新洗牌。主要原因在于规模养殖户对用药需求的变化, 兽药行业的游戏规则将发生根本性改变。
- 兽药行业客观上存在的导致行业格局变换的外在动力, 主要来自于两方面: (1) 规模养殖比重提升, 规模养殖户对“预防-免疫-治疗”要求更高, 对兽药企业的产品质量和技术服务需求甚于以往。(2) “瘦肉精”、“速生鸡”事件后, 基于食品安全角度的考量, 政府将对养殖上游环节的兽药企业监管日益加强。

图表 12: 2010 年 500 头以上出栏生猪占比 34.5%



来源: 中国畜牧业年鉴、齐鲁证券研究所

图表 13: 2010 年 5 万只以上肉鸡出栏占比 38.75%



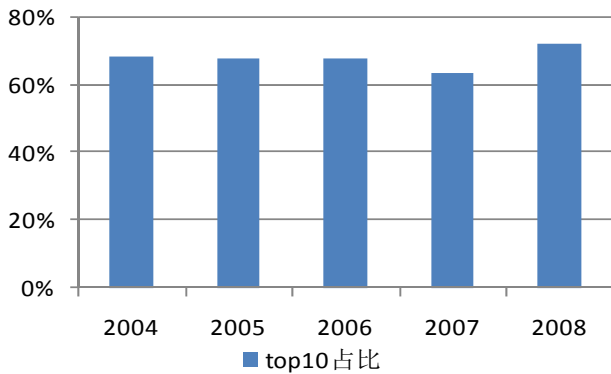
来源: 中国畜牧业年鉴、齐鲁证券研究所

- 截至 2010 年国内 1000 头以上出栏生猪养殖户数量为 75291 户, 占比 0.12%, 出栏量占全国生猪出栏量的 24.32%; 禽类养殖 5 万只以上出栏养殖户为 22618 户, 占比 7.11%, 出栏量占全国的 38.75%。这意味着随着养殖集中度提升, 兽药公司只需服务更少的养殖客户, 就可覆盖更高的存栏量, 兽药公司通过提供技术服务提升市场占有率的规模效应逐步显现。因此只要兽药企业拥有过硬的产品质量和完善的技术服务体系, 就可以分享养殖规模化进程的红利。
- 口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳和禽流感纳入政府强制免疫后, 兽用生物制品行业因政策因素经历了第一次行业格局的调整。但是我们认为随着养殖规

模化进程，和强免疫苗逐步向市场化放开，未来拥有充足产品线、过硬产品质量和完善的营销技术服务体系的兽药公司将受益于规模化和市场化进程的红利。我们认为现有兽用疫苗的行业格局将会被打破，形成新的竞争格局，而兽药行业的集中度则将得到大幅度提升。

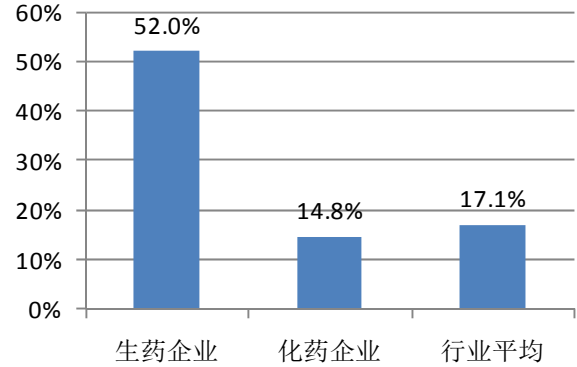
- 因此，金宇集团作为国内口蹄疫疫苗的龙头企业，推动市场化销售是公司顺应市场潮流，进行公司经营转型的一次重大契机。

图表 14: 全球兽药企业 TOP10 市场份额



来源: IFAH, 齐鲁证券研究所

图表 15: 国内生物制品和制剂企业市场集中度



来源: 兽药协会, 齐鲁证券研究所 (top10 企业份额)

图表 16: 我国强制免疫疫苗市场竞争格局概况

产品	主要生产厂商	竞争状况	金宇集团的竞争优势
高致病性禽流感疫苗灭活疫苗	中牧股份、青岛易邦、益康生物、大华农等8家企业	市场集中度相对较高，市场份额相对稳定	无
猪瘟活疫苗	脾淋源和细胞源：中牧股份、金宇集团、瑞普生物、益康生物等40家企业；传代细胞源：20家企业左右	脾淋源和细胞源生产企业40家，竞争激烈；传代细胞源目前处于推广试验期	传统脾淋源和细胞源技术，年销售额不足2000万
口蹄疫疫苗	金宇集团、中牧股份、天康生物、上海申联等7家企业	市场集中度相对较高，市场份额相对稳定	抗原悬浮培养技术成熟、纯化工艺领先，产品市场竞争力极强
猪蓝耳疫苗	中牧股份、金宇集团、大华农、瑞普生物等20家公司	其中灭活苗定点生产企业19家，市场占有率逐步降低，竞争激烈；弱毒活苗生产企业8家，市场占有率提升，竞争相对稳定	仅有猪蓝耳灭活疫苗，销售额下滑；弱毒活苗正在争取定点生产资格

来源: 益康生物招股说明书、金宇集团公司公告、齐鲁证券研究所

口蹄疫疫苗是强免疫苗市场化的重要突破口，中性假设 2015 年潜在规模 22.7 亿元

- 目前 4 个强免疫苗中，猪瘟和猪蓝耳允许政府苗和市场苗同步销售，禽流感疫苗禁止市场化推广，2011 年开始政府逐步放开口蹄疫疫苗的点对点大客户直销。
- 由于口蹄疫市场苗的免疫效果较政府苗具有显著优势，目前金宇集团的

口蹄疫市场苗价格可达 6 元/头份，较政府苗溢价 5 倍以上。

- 由于政府仅允许口蹄疫市场苗点对点大客户直销，因此我们认为未来国内主要口蹄疫疫苗生产企业主要针对的目标将是国内大型种猪场和商品猪养殖场，年出栏 1000-3000 以上的养殖场将是市场苗的潜在客户。
- 我们通过三种不同的情景假设，预测 2015 年口蹄疫市场苗的潜在市场规模。
 - **中性情景：**2015 年全覆盖种猪场，覆盖 1000 头以上商品猪场，出栏占比 24.32%，覆盖 500 头肉牛场、200 头奶牛场和 500 只羊场，潜在市场规模为 22.7 亿元。假设 2013-2015 年的行业渗透率分别为 30%、50%和 80%，则对应当年市场规模分别为 6.8/11.3/18.1 亿元，假设金宇集团的市场占有率分别为 37%/32%/26%，口蹄疫市场苗销售收入分别为 2.52/3.6/4.8 亿元，对应主业 ESP 分别为 0.69/0.95/1.22 元。此假设亦为本报告中盈利预测模型采用的假设情景。
 - **悲观情景：**2015 年全覆盖种猪场，覆盖 3000 头以上商品猪场，出栏占比 15.40%，覆盖 1000 头肉牛场、500 头奶牛场和 1000 只羊场，潜在市场规模为 15.9 亿元。假设 2013-2015 年的行业渗透率分别为 30%、50%和 80%，则对应当年市场规模分别为 4.8/8.0/12.7 亿元，假设金宇集团的市场占有率分别为 40%/35%/30%，口蹄疫市场苗销售收入分别为 1.91/2.78/3.92 亿元，对应主业 ESP 分别为 0.62/0.85/1.10 元。
 - **乐观情景：**2015 年全覆盖种猪场，覆盖 500 头以上商品猪场，出栏占比 35.54%，覆盖 100 头肉牛场、50 头奶牛场和 100 只羊场，潜在市场规模为 32.8 亿元。假设 2013-2015 年的行业渗透率分别为 30%、50%和 80%，则对应当年市场规模分别为 9.8/16.4/26.2 亿元，假设金宇集团的市场占有率分别为 30%/30%/24%，口蹄疫市场苗销售收入分别为 2.95/4.92/6.30 亿元，对应主业 ESP 分别为 0.74/1.11/1.42 元。

图表 17：2010 年国内生猪养殖不同规模养殖户出栏占比情况

规模化指标	养殖场场(户)数	出栏数(万头)	养殖户数占比	出栏占比 (%)
1-49头	59,086,923	33,150	95.7099%	35.49%
50-99头	1,685,279	11,901	2.7298%	12.74%
100-499头	742,772	16,087	1.2032%	17.22%
500-999头	145,175	9,544	0.2352%	10.22%
1000-2999头	53,976	8,331	0.0874%	8.92%
3000-4999头	11,721	4,329	0.0190%	4.64%
5000-9999头	5,915	3,861	0.0096%	4.13%
10000-49999头	3,558	5,270	0.0058%	5.64%
50000头以上	121	927	0.0002%	0.99%
总计	61,735,440	93,400		
500头以上	220,466	32,262	0.36%	34.54%
1000头以上	75,291	22,719	0.12%	24.32%
3000头以上	21,315	14,387	0.03%	15.40%

来源：中国畜牧业年鉴、齐鲁证券研究所

图表 18: 2015 年口蹄疫市场苗潜在市场规模测算

悲观情景				
假设条件:	总出栏量 (万头)	价格 (元/头份)	年使用头份数量	市场规模 (亿元)
2015年覆盖3000头以上猪场	14,387	6	1	8.6
种猪全覆盖	5,000	6	2	6.0
覆盖1000头以上肉牛	153	12	2	0.4
覆盖1000头以上奶牛	172	12	2	0.4
覆盖1000只以上羊场	985	5	1	0.5
2015年潜在市场规模				15.9
	2013	2014	2015	
预计渗透率	30%	50%	80%	
当年市场规模 (亿元)	4.8	8.0	12.7	
金宇市场占有率	40%	35%	30%	
金宇口蹄疫市场苗收入 (百万元)	1.91	2.78	3.82	
主业EPS (元)	0.62	0.85	1.10	
中性情景: 本报告盈利预测模型采用中性情景假设				
假设条件:	总出栏量 (万头)	价格 (元/头份)	年使用头份数量	市场规模 (亿元)
2015年覆盖1000头以上猪场	22,719	6	1	13.6
种猪全覆盖	5,000	6	2	6.0
覆盖500头以上肉牛	369	12	2	0.9
覆盖200头以上奶牛	436	12	2	1.0
覆盖500只以上羊场	2,193	5	1	1.1
2015年潜在市场规模				22.7
	2013	2014	2015	
预计渗透率	30%	50%	80%	
当年市场规模 (亿元)	6.8	11.3	18.1	
金宇市场占有率	37%	32%	26%	
金宇口蹄疫市场苗收入 (百万元)	2.52	3.60	4.80	
主业EPS (元)	0.69	0.95	1.22	
乐观情景				
假设条件:	总出栏量 (万头)	价格 (元/头份)	年使用头份数量	市场规模 (亿元)
2015年覆盖500头以上猪场	32,262	6	1	19.4
种猪全覆盖	5,000	6	2	6.0
覆盖100头以上肉牛	844	12	2	2.0
覆盖50头以上奶牛	606	12	2	1.5
覆盖100只以上羊场	7,923	5	1	4.0
2015年潜在市场规模				32.8
	2013	2014	2015	
预计渗透率	30%	50%	80%	
当年市场规模 (亿元)	9.8	16.4	26.2	
金宇市场占有率	30%	30%	24%	
金宇口蹄疫市场苗收入 (百万元)	2.95	4.92	6.30	
主业EPS (元)	0.74	1.11	1.42	

来源: 齐鲁证券研究所

金宇集团加快推进口蹄疫市场苗销售, 预计未来 3 年市场苗年均增长 44%

- 我们在上节自上而下的分析了未来 3 年口蹄疫市场苗潜在的市场空间以及金宇集团可能的市场占有率和销售收入。
- 自下而上看, 公司 2012 年口蹄疫产能为 2000 万头份, 2013 年 1 季度末增加至 4000 万头份, 预计公司 4 季度产能达到 1 亿头份。
- 按生猪头份折算, 我们预计 2013-2015 年分别销售 4500/6000/8000 万头份, 销售收入分别为 2.52/3.6/4.8 亿元, 年均增长 44%。
- 政府苗收入基本保持稳定, 我们假设未来 3 年保持 2.85 亿元收入不变。

- 由于市场苗有效抗原含量提升，纯化工艺升级导致乳化剂、佐剂以及固定资产折旧提升，毛利率与政府苗基本相同，约为 70%。

图表 19: 金宇集团口蹄疫政府苗和市场苗销售预测

生物制药	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
金宇保灵					
口蹄疫					
政府苗产能 (亿ml)	6	6	6	6	6
销量 (亿ml)	6.60	5.70	5.70	5.70	5.70
单价 (元/ml)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
政府苗收入 (百万元)	330.00	285.00	285.00	285.00	285.00
市场苗产能 (万头份)		2,000	10,000	10,000	10,000
销售 (万头份)		2,000	4,200	6,000	8,000
单价 (元/头份)		6	6	6	6
市场苗收入 (百万元)		120.00	252.00	360.00	480.00

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

其他疫苗持保守假定态度，若产品线扩张快于预期，则未来业绩有超预期可能

图表 20: 公司其他疫苗和生物疫苗业务销售预测

生物疫苗	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
销售收入 (百万元)	393.34	442.00	598.25	752.56	918.94
YOY	27.2%	12.4%	35.4%	25.8%	22.1%
销售成本 (百万元)	124.28	137.02	179.48	218.24	257.30
毛利 (百万元)	269.06	304.98	418.78	534.32	661.64
毛利率	68.4%	69%	70.0%	71.0%	72.0%
金宇保灵					
猪瘟	15.00	15.00	15.75	16.54	17.36
布氏杆菌等菌类活疫苗	0.00	5.00	15.00	45.00	75.00
扬州优邦					
猪蓝耳	45.00	10.00	10.50	11.03	11.58
新城疫、猪圆环等	5.0	7.0	20.0	35.0	50.0

来源: 齐鲁证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利假设前提

- 生物疫苗预测情况详见上文，其他业务假设参照后文的“销售收入预测表”，三项期间费用率及相关税费假设见如下图表：

图表 21: 金宇集团三项期间费用及相关税费假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
单位: 人民币百万元								
销售费用	62.73	59.30	71.63	78.38	78.76	89.80	103.49	120.36
占营业收入比重	8.93%	8.65%	10.69%	13.60%	13.00%	14.00%	13.00%	12.50%
管理费用	66.65	85.70	91.85	95.35	93.91	91.72	111.46	129.99
占营业收入比重	9.49%	12.50%	13.70%	16.55%	15.50%	14.30%	14.00%	13.50%
财务费用	13.39	7.37	13.23	21.89	28.49	9.40	1.28	-1.34
占营业收入比重	1.91%	1.07%	1.97%	3.80%	4.70%	1.46%	0.16%	-0.14%
减: 所得税费用	37.56	25.42	17.12	23.97	27.90	44.64	46.88	60.28
占利润总额比重	28.02%	26.34%	12.98%	14.02%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

- (1) 口蹄疫疫苗市场化推广带来销售费用同比增长; (2) 因剥离房地产业务, 2013 年管理费用下降; (3) 因剥离房地产业务, 2013-2015 年财务费用持续下降; (4) 所得税率保持 15% 不变。

盈利预测结果

- 预计 2012-2015 年金宇集团实现营业收入 6.06/6.41/7.96/9.63 亿元, 同比增长 5.16%/5.87%/24.11%/20.95%; 实现归属于母公司净利润 1.59/2.54/2.67/3.44 亿元, 同比增长 6.4%/60.0%/5.0%/28.6%, 对应 2012-2015 年 EPS 分别为 0.57/0.91/0.95/1.22 元, 剔除掉房地产投资收益后, 对应主业 EPS 分别为 0.52/0.69/0.95/1.22 元, 2012-2015 年年均复合增长 32.8%。

PE 相对估值及投资建议

- 金宇集团目前股价对应 2012-2014 年 PE 为 32.0X、20.5X 和 19.2X, 略高于行业平均水平。
- 公司目前正处于营销体系转型期, 口蹄疫疫苗市场化推广保证公司 2013-2015 年主业维持稳定增长, 预计年均复合增长率为 32.8%, 后续新产品的研发和外延式收购有望成为 2015 年以后新的利润增长点。给予公司 30X2013 主业 PE, 再考虑房地产剥离带来每股现金流 2.39 元, 目标价定为 23.09 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 22: 兽药上市公司相对估值表

名称	代码	总股本 (亿)	总市值 (亿元)	最新 股价(元)	EPS(元)				PE			
					2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
瑞普生物	300119.SZ	1.94	43.70	22.53	0.56	0.74	1.04	1.45	40.23	30.45	21.66	15.54
大华农	300186.SZ	2.67	45.63	17.09	0.62	0.68	0.89	1.11	27.56	25.13	19.20	15.40
中牧股份	600195.SH	3.90	51.64	13.24	1.16	0.97	1.02	1.04	11.41	13.65	12.98	12.73
金宇集团	600201.SH	2.81	51.25	18.25	0.53	0.57	0.91	0.95	34.43	32.02	20.05	19.21
天康生物	002100.SZ	2.95	29.51	10.01	0.26	0.37	0.54	0.76	38.50	27.05	18.54	13.17
平均									30.43	25.66	18.49	15.21

来源: wind、齐鲁证券研究所(瑞普生物、大华农和金宇集团为齐鲁预测, 其余来自于 wind 一致预期)

风险提示

- 目前农业部允许口蹄疫疫苗点对点直销的市场化推广, 如若市场参与企业增多, 随着竞争程度加剧, 市场渠道向经销商渠道拓展, 口蹄疫疫苗市场化推广有被政府相关部门叫停的风险, 从而导致公司口蹄疫疫苗市推广不达盈利模型假设预期。
- 2012 年底公司口蹄疫市场苗产能为 2000 万头份, 我们预计 2013 年底产能将增加至 1 亿头份, 基本可以满足未来 2 年推广需求, 如若产能达产不及预期, 可能导致未来销售量受到影响。

附录：肉牛、奶牛和羊规模化养殖情况

图表 23：2010 年国内肉牛养殖不同规模养殖户出栏占比情况

肉牛规模化指标	养殖场场(户)数	出栏数(万头)	养殖户数占比	出栏占比(%)
1-9头	13,007,393	3,491	96.03%	58.36%
10-49头	436,634	1,104	3.22%	18.45%
50-99头	76,310	544	0.56%	9.09%
100-499头	20,917	475	0.15%	7.94%
500-999头	3,162	216	0.02%	3.61%
1000头以上	884	153	0.01%	2.55%
总计	13,545,300	5,982		
100头以上	24,963	844	0.18%	14.10%
500头以上	4,046	369	0.03%	6.16%
1000头以上	884	153	0.01%	2.55%

来源：齐鲁证券研究所

图表 24：2010 年国内奶牛养殖不同规模养殖户出栏占比情况

奶牛规模化指标	养殖场场(户)数	存栏数(头)	养殖户数占比	出栏占比(%)
1-4头	1,750,895	4,339,471	75.79%	26.42%
5-9头	345,667	2,429,729	14.96%	14.79%
10-19头	138,246	2,021,393	5.98%	12.30%
20-49头	49,450	1,577,586	2.14%	9.60%
50-99头	14,758	1,028,468	0.64%	6.26%
100-199头	4,604	674,988	0.20%	4.11%
200-499头	3,579	1,164,795	0.15%	7.09%
500-999头	2,061	1,475,398	0.09%	8.98%
1000头以上	898	1,716,073	0.04%	10.45%
总计	2,310,158	16,427,901		
50头以上	25,900	6,059,722	1.12%	36.89%
200头以上	6,538	4,356,266	0.28%	26.52%
1000头以上	898	1,716,073	0.04%	10.45%

来源：齐鲁证券研究所

图表 25：2010 年国内羊养殖不同规模养殖户出栏占比情况

羊规模化指标	养殖场场(户)数	存栏数(万只)	养殖户数占比	存栏占比(%)
1-29只	19,795,206	17,713	91.37%	51.19%
30-99只	1,602,030	8,965	7.39%	25.91%
100-499只	246,336	5,731	1.14%	16.56%
500-999只	17,358	1,208	0.08%	3.49%
1000只以上	3,655	985	0.02%	2.85%
总计	21,664,585	34,602		
100只以上	267,349	7,923	1.23%	22.90%
500只以上	21,013	2,193	0.10%	6.34%
1000至以上	3,655	985	0.02%	2.85%

来源：齐鲁证券研究所

图表 26: 金宇集团主营业务销售预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
生物疫苗									
销售收入	414.45	377.01	335.54	309.31	393.34	442.00	598.25	752.56	918.94
增长率 (YOY)	N/A	-9.03%	-11.00%	-7.82%	27.17%	12.37%	35.35%	25.79%	22.11%
毛利率	64.01%	62.87%	57.27%	64.40%	68.40%	69.00%	70.00%	71.00%	72.00%
销售成本	149.14	139.97	143.36	110.12	124.28	137.02	179.48	218.24	257.30
增长率 (YOY)	N/A	-6.15%	2.42%	-23.19%	12.86%	10.25%	30.98%	21.60%	17.90%
毛利	265.31	237.04	192.18	199.19	269.06	304.98	418.78	534.32	661.64
增长率 (YOY)	N/A	-10.66%	-18.93%	3.65%	35.08%	13.35%	37.31%	27.59%	23.83%
占总销售额比重	59.02%	46.32%	49.55%	46.66%	69.11%	72.95%	93.27%	94.53%	95.43%
占主营业务利润比重	82.73%	75.81%	68.32%	63.62%	69.03%	74.19%	95.09%	96.04%	96.71%
房地产									
销售收入	171.39	263.50	197.36	172.97	130.83	120.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	53.74%	-25.10%	-12.36%	-24.36%	-8.28%	-100.00%	—	—
毛利率	27.91%	23.96%	36.72%	51.41%	74.17%	70.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本	123.55	200.36	124.89	84.05	33.79	36.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	62.17%	-37.67%	-32.70%	-59.80%	6.54%	-100.00%	—	—
毛利	47.84	63.14	72.47	88.92	97.04	84.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	31.98%	14.78%	22.70%	9.13%	-13.44%	-100.00%	—	—
占总销售额比重	24.41%	32.37%	29.14%	26.09%	22.99%	19.81%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	14.92%	20.19%	25.76%	28.40%	24.90%	20.43%	0.00%	0.00%	0.00%
物业管理									
销售收入	8.54	13.33	13.64	19.96	27.49	28.86	29.73	30.62	31.54
增长率 (YOY)	N/A	56.09%	2.33%	46.33%	37.73%	5.00%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	58.67%	62.27%	64.59%	79.71%	70.53%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
销售成本	3.53	5.03	4.83	4.05	8.10	8.66	8.92	9.19	9.46
增长率 (YOY)	N/A	42.49%	-3.98%	-16.15%	100.00%	6.91%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利	5.01	8.30	8.81	15.91	19.39	20.21	20.81	21.44	22.08
增长率 (YOY)	N/A	65.67%	6.14%	80.59%	21.87%	4.20%	3.00%	3.00%	3.00%
占总销售额比重	1.22%	1.64%	2.01%	3.01%	4.83%	4.76%	4.64%	3.85%	3.28%
占主营业务利润比重	1.56%	2.65%	3.13%	5.08%	4.97%	4.91%	4.73%	3.85%	3.23%
能源									
销售收入	5.05	4.23	4.83	4.05	8.10	9.00	9.45	9.92	10.42
增长率 (YOY)	N/A	-16.24%	14.18%	-16.15%	100.00%	11.11%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-98.22%	-7.33%	-17.81%	-18.52%	26.67%	8.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本	10.01	4.54	5.69	4.80	5.94	8.28	9.45	9.92	10.42
增长率 (YOY)	N/A	-54.65%	25.33%	-15.64%	23.75%	39.39%	14.13%	5.00%	5.00%
毛利	-4.96	-0.31	-0.86	-0.75	2.16	0.72	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	-93.75%	177.42%	-12.79%	-388.00%	-66.67%	-100.00%	—	—
占总销售额比重	0.72%	0.52%	0.71%	0.61%	1.42%	1.49%	1.47%	1.25%	1.08%
占主营业务利润比重	-1.55%	-0.10%	-0.31%	-0.24%	0.55%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%
羊绒业务									
销售收入	102.75	155.84	125.81	156.62	9.41	6.00	4.00	3.00	2.00
增长率 (YOY)	N/A	51.67%	-19.27%	24.49%	-93.99%	-36.24%	-33.33%	-25.00%	-33.33%
毛利率	7.29%	2.90%	6.92%	6.27%	22.32%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本	95.26	151.32	117.11	146.80	7.31	4.80	3.20	2.40	1.60
增长率 (YOY)	N/A	58.85%	-22.61%	25.35%	-95.02%	-34.34%	-33.33%	-25.00%	-33.33%
毛利	7.49	4.52	8.70	9.82	2.10	1.20	0.80	0.60	0.40
增长率 (YOY)	N/A	-39.65%	92.48%	12.87%	-78.62%	-42.86%	-33.33%	-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	702.18	813.91	677.18	662.91	569.17	605.86	641.43	796.11	962.90
销售成本小计	381.49	501.22	395.88	349.82	179.42	194.76	201.04	239.75	278.78
毛利	320.69	312.69	281.30	313.09	389.75	411.11	440.39	556.36	684.12
平均毛利率	45.67%	38.42%	41.54%	47.23%	68.48%	67.85%	68.66%	69.88%	71.05%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 27: 金宇集团三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	685	670	576	606	641	796
增长率	-15.89%	-2.2%	-14.1%	5.2%	5.9%	24.1%
营业成本	-399	-352	-181	-195	-201	-240
% 销售收入	58.2%	52.5%	31.4%	32.1%	31.3%	30.1%
毛利	287	319	395	411	440	556
% 销售收入	41.8%	47.5%	68.6%	67.9%	68.7%	69.9%
营业税金及附加	-24	-15	-32	-24	-22	-28
% 销售收入	3.4%	2.3%	5.5%	4.0%	3.5%	3.5%
营业费用	-59	-72	-78	-79	-90	-103
% 销售收入	8.7%	10.7%	13.6%	13.0%	14.0%	13.0%
管理费用	-86	-92	-95	-94	-92	-111
% 销售收入	12.5%	13.7%	16.5%	15.5%	14.3%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	118	140	190	214	236	314
% 销售收入	17.2%	20.9%	32.9%	35.4%	36.9%	39.4%
财务费用	-7	-13	-22	-28	-9	-1
% 销售收入	1.1%	2.0%	3.8%	4.7%	1.5%	0.2%
资产减值损失	-14	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	1	0	0	71	0
% 税前利润	—	0.5%	0.2%	0.2%	23.7%	0.1%
营业利润	95	125	166	186	298	313
营业利润率	13.9%	18.7%	28.9%	30.7%	46.4%	39.3%
营业外收支	1	7	5	0	0	0
税前利润	97	132	171	186	298	313
利润率	14.1%	19.7%	29.7%	30.7%	46.4%	39.3%
所得税	-25	-17	-24	-28	-45	-47
所得税率	26.3%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	71	115	147	158	253	266
少数股东损益	5	0	-2	-1	-1	-2
归属于母公司的净利润	66	115	149	159	254	267
净利率	9.7%	17.2%	25.9%	26.2%	39.7%	33.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	71	115	147	158	253	266
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-2
非现金支出	44	34	42	37	39	46
非经营收益	13	13	25	30	-59	3
营运资金变动	-153	-257	-29	-89	94	-77
经营活动现金净流	-24	-96	185	136	325	236
资本开支	46	37	39	29	95	90
投资	-16	-7	0	0	0	0
其他	8	5	1	0	71	0
投资活动现金净流	-54	-39	-38	-28	-24	-90
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	98	134	17	-69	-273	9
其他	-28	-42	-22	-33	-54	-4
筹资活动现金净流	70	92	-5	-102	-327	6
现金净流量	-9	-42	142	5	-26	152

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	320	278	420	425	401	554
应收款项	170	99	63	81	580	654
存货	479	750	793	864	154	184
其他流动资产	29	46	46	55	50	55
流动资产	998	1,173	1,322	1,426	1,185	1,448
% 总资产	71.4%	73.8%	76.6%	78.3%	72.4%	74.5%
长期投资	85	82	79	79	79	79
固定资产	238	255	251	252	301	348
% 总资产	17.0%	16.0%	14.6%	13.8%	18.4%	17.9%
无形资产	64	68	65	56	63	61
非流动资产	401	416	404	396	452	496
% 总资产	28.6%	26.2%	23.4%	21.7%	27.6%	25.5%
资产总计	1,399	1,589	1,725	1,821	1,637	1,944
短期借款	232	394	413	344	70	80
应付款项	345	281	219	243	135	159
其他流动负债	64	65	99	124	68	76
长期负债	641	740	731	711	274	315
长期贷款	6	4	2	2	2	2
其他长期负债	1	1	1	1	1	1
负债	648	745	734	714	277	318
普通股股东权益	751	838	988	1,104	1,359	1,626
少数股东权益	0	6	4	3	1	0
负债股东权益合计	1,399	1,589	1,725	1,821	1,637	1,944

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	0.237	0.410	0.532	0.566	0.906	0.952
每股净资产 (元)	2.674	2.984	3.517	3.933	4.839	5.791
每股经营现金净流 (元)	-0.087	-0.341	0.660	0.486	1.163	0.845
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.85%	13.74%	15.13%	14.40%	18.73%	16.43%
总资产收益率	4.75%	7.25%	8.66%	8.73%	15.55%	13.75%
投入资本收益率	14.86%	13.77%	17.96%	19.18%	21.07%	24.78%
增长率						
营业总收入增长率	-15.89%	-2.21%	-14.05%	5.16%	5.87%	24.11%
EBIT增长率	-12.97%	18.49%	35.73%	12.87%	10.37%	32.63%
净利润增长率	-7.94%	73.28%	29.73%	6.42%	60.00%	5.02%
总资产增长率	12.60%	13.55%	8.59%	5.57%	-10.14%	18.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.3	46.0	40.4	39.0	40.0	40.0
存货周转天数	385.0	638.0	1,558.7	1,620.0	280.0	280.0
应付账款周转天数	68.3	87.2	139.0	135.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	118.0	122.3	149.5	137.4	118.2	98.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.95%	14.22%	-0.48%	-7.20%	-24.14%	-29.05%
EBIT利息保障倍数	16.0	10.6	8.7	7.5	25.2	245.7
资产负债率	46.33%	46.87%	42.55%	39.22%	16.90%	16.35%

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%

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。