

金宇集团 (600201.SH)

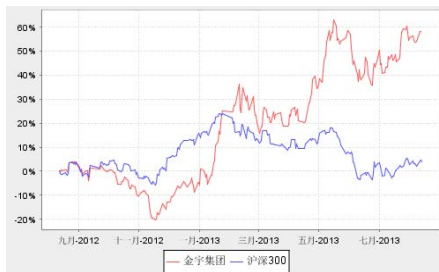
口蹄疫疫苗“双轨制”受益者, 下半年业绩有望超预期

评级: **买入** 前次: **增持**
 目标价(元): **27.00**
 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8月29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)	23.59
市值(百万元)	6624.42
流通市值(百万元)	6624.42

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	27.64	25.62	19.24
PEG	0.75	—	0.35	3.25	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	5.12	4.27	3.49
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(600201)公布2013年半年报**, 公司上半年实现营业收入3.02亿元, 同比增长17.86%, 实现归属上市公司股东净利润1.57亿元, 同比增长143.07%, 折合EPS为0.56元, 扣非后净利润8654.6万元, 同比增长32.57%, EPS为0.31元, 增速符合我们预期。
- **上半年口蹄疫市场苗销售额大幅增长150%, 带动生物制品业务净利润增长140%**。公司上半年生物制品业务实现收入2.86亿元, 同比增长63.03%, 毛利率66.85%, 同比增加3.00ppt, 以销售口蹄疫疫苗为主的全资子公司金宇保灵实现收入2.80亿元, 净利润1.06亿元。2012年上半年金宇集团净利润6442万元, 其中房地产公司贡献净利润2866万元, 生物制品业务贡献业绩约3567万元, 2013年上半年公司扣非后净利润8654万元, 基本来自生物制品业务, 这意味着2013年上半年公司生物制品业务净利润增长了142%。大幅增长的主要原因在于: (1) 公司上半年口蹄疫市场苗业务收入达到1亿元, 同比增长150%; (2) 去年以来全国口蹄疫疫情较为严重, 各地方政府加强春防免疫, 招标数量有所提升, 我们预计金宇集团上半年口蹄疫政府苗业务增长将近30%。
- **公司是口蹄疫疫苗“双轨制”最大受益者**。我们认为未来3-5年国内口蹄疫疫苗将施行“双轨制”, 即政府招标苗与直销市场苗并存的格局, 由于政府招标苗的运行机制决定了未来采购量并不会因为市场苗存在而出现缩水。今年上半年农业部将口蹄疫政府招标疫苗产品标准大幅提升, 我们预计下半年口蹄疫政府苗价格将一次性提升20%-30%, 金宇集团的口蹄疫政府苗业务将受益于此实现收入增长; 此外, 公司继续强化直销市场苗渠道建设, 我们认为随着生猪养殖规模集中度提升, 直销市场苗仍有较大提升空间, 公司先发的产品技术优势保证在口蹄疫疫苗方面市场份额的持续领先性。在“双轨制”下, 我们认为口蹄疫疫苗将成为国内市场规模最大的兽药疫苗单品, 金宇集团是最大的受益者。

- 我们预计 2013 年公司口蹄疫政府苗收入 3.16 亿元，增长 15%，市场苗收入 2.1 亿元，增长 75%，若下半年政府苗招标价格超预期，公司业绩仍有上调可能性。（1）我们预计 2013-2015 年公司政府苗业务收入为 3.16/3.32/3.49 亿元，同比增长 15%/5%/5%；（2）2013-2015 年金宇集团口蹄疫市场苗销售量分别为 3500/5000/6500 万头份，收入分别为 2.1/3/3.9 亿元，同比增长 75%/43%/30%。公司上半年扣非后 EPS0.31 元，我们预计全年扣非后 EPS0.59 元，去年下半年公司 EPS0.23 元，我们盈利预测隐含下半年公司净利润增长 22%的假设前提，若下半年政府苗招标价格超预期，则公司业绩仍有上调可能。
- 与瑞普生物、大华农的全产品线战略不同，金宇集团主要是聚焦重磅产品战略，未来 2-3 年公司业绩增长确定性更高，在投资者对确定性增长的风格偏好下，可以给予金宇集团相对高的估值溢价。如我们前文所述，口蹄疫疫苗将成为国内市场规模最大的兽药疫苗单品，金宇集团作为口蹄疫直销市场苗的先行者，在产品特异性和生产工艺具备领先优势，且公司正在逐步加大下游渠道开拓力度，而非依赖于几个大型养殖企业对公司市场苗的需求，保证市场苗销售的确定性增长。此外，公司通过与法国诗华合资成立子公司进行牛羊疫苗的生产、销售，并积极引入猪圆环疫苗和猪蓝耳弱毒活苗等大市场规模品种。公司的产品战略与人药公司基本类似，依赖于独家品种、重磅品种、大规模品种获得收入和业绩的确定性增长，基于市场对业绩增长确定性公司的风格偏好，我们认为给予金宇集团适度的估值溢价在当前市场下是合理的。
- 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。

图表 1: 金宇集团三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	670	576	556	613	836	1,039	货币资金	278	420	315	429	418	519
增长率	-2.21%	-14.1%	-3.4%	10.2%	36.3%	24.3%	应收账款	99	63	151	82	114	142
营业成本	352	181	182	207	273	328	存货	750	793	869	920	1,345	1,617
% 销售成本	52.5%	31.4%	32.6%	33.8%	32.6%	31.6%	其他流动资产	46	46	51	58	68	75
毛利	319	395	375	406	563	711	流动资产	1,173	1,322	1,407	1,490	1,946	2,354
% 销售成本	47.5%	68.6%	67.4%	66.2%	67.4%	68.4%	% 总资产	73.8%	76.6%	74.7%	76.1%	78.8%	80.6%
营业税金及附加	-15	-32	-25	-28	-38	-47	长期投资	82	79	61	61	61	61
% 销售成本	2.3%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	固定资产	255	251	337	337	385	431
营业费用	-72	-78	-88	-85	-102	-117	% 总资产	16.0%	14.6%	17.9%	17.2%	15.6%	14.8%
% 销售成本	10.7%	13.6%	15.8%	13.8%	12.2%	11.3%	无形资产	68	65	62	54	62	59
管理费用	-92	-95	-91	-83	-98	-112	非流动资产	416	404	476	468	523	567
% 销售成本	13.7%	16.5%	16.3%	13.5%	11.7%	10.8%	% 总资产	26.2%	23.4%	25.3%	23.9%	21.2%	19.4%
息税前利润 (EBIT)	140	190	171	211	326	435	资产总计	1,589	1,725	1,883	1,958	2,469	2,921
% 销售成本	20.9%	32.9%	30.7%	34.4%	39.0%	41.8%	短期借款	394	413	325	252	617	662
财务费用	-13	-22	-25	-26	-17	-13	应付账款	281	219	339	250	177	209
% 销售成本	2.0%	3.8%	4.5%	4.2%	2.0%	1.3%	其他流动负债	65	99	75	125	76	86
资产减值损失	-2	-2	0	0	0	0	流动负债	740	731	738	627	870	958
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	4	2	20	20	20	20
投资收益	1	0	2	93	0	0	其他长期负债	1	1	47	47	47	47
% 税前利润	0.5%	0.2%	1.2%	32.7%	0.1%	0.1%	负债	745	734	805	694	936	1,024
营业利润	125	166	148	278	309	422	普通股股东权益	838	988	1,076	1,265	1,518	1,855
营业利润率	18.7%	28.9%	26.5%	45.4%	37.0%	40.6%	少数股东权益	6	4	2	-1	14	41
营业外收支	7	5	6	6	6	6	负债股东权益合计	1,589	1,725	1,883	1,958	2,469	2,921
税前利润	132	171	154	284	315	428	比率分析						
利润率	19.7%	29.7%	27.6%	46.3%	37.7%	41.2%	每股指标	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-17	-24	-25	-53	-47	-64	每股收益 (元)	0.410	0.532	0.464	0.835	0.901	1.200
所得税率	13.0%	14.0%	16.4%	18.5%	15.0%	15.0%	每股净资产 (元)	2.984	3.517	3.831	4.506	5.407	6.606
净利润	115	147	129	232	268	364	每股经营现金流 (元)	-0.341	0.660	0.367	0.529	-0.775	0.580
少数股东损益	0	-2	-2	-3	15	27	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.160	0.160	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	115	149	130	234	253	337	回报率	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润率	17.2%	25.9%	23.4%	38.2%	30.3%	32.4%	净资产收益率	13.74%	15.13%	12.12%	18.53%	16.66%	18.16%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.25%	8.66%	6.93%	11.98%	10.25%	11.53%
净利润	115	147	129	232	268	364	投入资本收益率	13.77%	17.96%	13.67%	16.43%	16.37%	18.50%
少数股东损益	0	0	0	-3	15	27	增长率	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
非现金支出	34	42	38	37	40	46	营业收入增长率	-2.21%	-14.05%	-3.41%	10.22%	36.26%	24.32%
非经营收益	13	25	20	-70	19	16	EBIT 增长率	18.49%	35.73%	-9.87%	23.29%	54.39%	33.55%
营运资金变动	-257	-29	-83	-51	-544	-263	净利润增长率	73.28%	29.73%	-12.72%	79.77%	7.89%	33.15%
经营活动现金流	-96	185	103	146	-203	190	总资产增长率	13.55%	8.59%	9.13%	3.99%	26.09%	18.30%
资本开支	37	39	116	23	89	84	资产管理能力	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
投资	-7	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	46.0	40.4	58.0	39.0	40.0	40.0
其他	-5	1	2	93	0	0	存货周转天数	638.0	1,558.7	1,690.9	1,620.0	1,800.0	1,800.0
投资活动现金流	-39	-38	-114	70	-89	-84	应付账款周转天数	87.2	139.0	156.8	135.0	90.0	90.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	122.3	149.5	157.7	138.7	92.6	76.9
债权募资	134	17	-71	-73	365	45	偿债能力	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
其他	-42	-22	-23	-32	-70	-22	净负债/股东权益	14.22%	-0.48%	2.69%	-12.49%	14.25%	8.53%
筹资活动现金流	92	-5	-94	-104	295	23	EBIT 利息保障倍数	10.6	8.7	6.8	8.2	19.6	33.3
现金净流量	-42	142	-105	112	4	129	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

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



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。