

金宇集团 (600201.SH)

重磅产品持续推出，业绩快速增长

评级: **买入** 前次: **增持**
 目标价(元): **31.5**
 分析师: 谢刚 分析师: 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2013年11月3日

基本状况

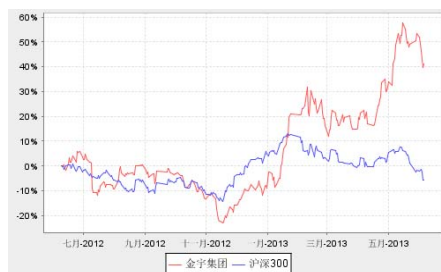
总股本(百万股)	280.81
流通股本(百万股)	280.81
市价(元)	22.95
市值(百万元)	6444.59
流通市值(百万元)	6444.59

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	576.14	556.48	649.33	871.71	1,069.0
营业收入增速	-14.05%	-3.41%	16.69%	34.25%	22.63%
净利润增长率	29.73%	-12.72%	92.37%	0.49%	33.46%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.46	0.89	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	25.68	25.56	19.15
PEG	0.75	—	0.28	52.31	0.57
每股净资产(元)	3.52	3.83	4.56	5.46	6.66
每股现金流量	0.66	0.37	0.43	-0.91	0.63
净资产收益率	15.13%	12.12%	19.57%	16.44%	17.99%
市净率	3.39	3.72	5.03	4.20	3.45
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

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 金宇集团中报和三季度报表现优异，口蹄疫市场苗继续大卖，保持高速增长，但年初以来公司股价上涨幅度达到 100%，股价基本反映了今年公司口蹄疫市场苗高速增长的预期，因此在优异的半年报和三季度出炉后，股价并未有超越市场表现。在此时间点上，市场对金宇集团口蹄疫市场苗以及公司业绩成长空间认知出现分歧，从金宇集团的经营模式、行业周期以及未来业绩潜在增长点来看，我们认为公司业绩未来 2-3 年仍有较高的超预期可能性。
- 差异化的口蹄疫市场苗业务是公司 2012 年和 2013 年高增长的源泉。今年在下游养殖不景气的情况下，聚焦全产品线战略的瑞普生物和大华农业业绩增速普遍低于市场预期，而金宇集团主业业绩则实现 40% 以上的增长，主要原因在于公司具有当前兽用生物制品中规模最大的产品一口蹄疫疫苗，并且适时的通过产品创新，结合大型养殖户的产品需求，利用高品质的口蹄疫市场苗创造出一个更大的细分市场领域，保证口蹄疫市场苗业务快速增长。
- 聚焦重磅产品战略模式依然是保障未来 2-3 年公司业绩持续增长的重要根基。(1) 布氏杆菌病疫苗将成为下一个类口蹄疫市场苗的大品种，两者具备成为大品种的共同特征，其一，疫病防控重视程度高，大型养殖户需求旺盛，其二，市场缺乏高品质产品，其三，潜在市场规模大，目前全国肉牛年出栏约 5900 万头，奶牛存栏 1600 万头，羊存栏 3.5 亿只，我们保守测算布病疫苗的市场规模应在 10 亿元以上。(2) 中期来看，扬州优邦厂的蓝耳灭活苗和猪圆环疫苗，公司正在加紧研发和改进工艺，争取品种的差异化竞争，其极有可能成为公司 2015 年以后业绩超预期的催化点。(3) 目前国内在牛羊疫苗产品上，优质产品稀缺，但同时需求旺盛，是国内未来潜在动物疫苗大产品诞生的温床，公司与法国诗华的合作，不排除后续产品的推出，保证公司聚焦大产品战略的产品储备持续性。

- **从下游养殖景气周期和疫病情况来看，利于公司口蹄疫疫苗和布氏杆菌病疫苗产品推广。**牛、羊养殖持续高景气，存栏逐年上升但产品依然供不应求，养殖户对高品质疫苗产品需求旺盛；目前生猪养殖行业仍未出现大规模存栏出清的情况，存栏依然处于高位，未来养殖效率高决定了养殖户的效益或亏损与否，因此我们依然看好口蹄疫市场苗的潜在市场空间。此外，从疫病角度来看，疫病对兽用疫苗需求量影响须区分看待，比如，今年 H7N9 对人的身体健康产生严重影响，但对禽类来讲并不致病或致死，因此 H7N9 流感疫情发生后，禽肉消费需求下降，禽类养殖存栏下降将影响禽用疫苗需求，相反若发生 H5N1 禽流感疫情对禽类养殖致病或致死，养殖户会加强免疫，禽用疫苗需求则会快速提升，近两年口蹄疫疫情高发直接威胁生猪养殖安全，因此口蹄疫疫苗行业的高景气也是在情理之中的。
- **我们继续看好公司口蹄疫疫苗政府苗和市场苗增长前景。我们预计 2013-2015 年政府苗收入分别为 3.16/3.32/3.49 亿元，同比增长 15%/5%/5%，增长主要来源于：**（1）口蹄疫疫情持续高发，政府加强免疫，导致需求量上升；（2）政府提升产品质量标准，各地招标价会逐步提升；（3）公司有牛三价苗独家品种，产品单价达到 2 元/头份，产品结构优化驱动政府苗业务“量价利”齐升。**市场苗继续快速增长，2013 年年初公司扩大市场苗产能至 4000 万头份，产能翻倍，但今年产品依然供不应求，年底公司产能将进一步扩张，抗原产能达到 25 亿 ug，我们预计 2013-2015 年市场苗销量分别为 4100 万/5600 万/7500 万头份，同比增长 100%/36%/34%，增长的驱动力来自：**（1）自上而下，大型养殖户对产品的需求；（2）自下而上，公司正在不断加强直销队伍人员建设，尤其正在大力度扩张技术服务人员，建立完善的客户服务体系，公司正逐步实现从卖优质产品向卖服务的转型，保证公司直销大客户渠道收入的稳健增长。
- **布氏杆菌疫苗推进速度优于我们预期，2014 年超预期可能性大。**公司与诗华的关系由合资成立公司改为授权生产产品后，推出产品的时间节点可能早于我们预期，我们预计 2014 年上半年公司将完成产品注册并获得批文，下半年产品即可推向市场。从定价策略上看，公司产品将参照国际水平，羊的产品价格可能高于 2 元/头份，牛的产品应该在 10 元/头份以上，从销售渠道来看，大客户直销和地方政府强免渠道并重，保证产品的快速放量。目前内蒙古地区羊存栏 7900 万只，牛存栏 1200 万头，全部免疫后市场规模应在 2.8-3 亿元之间。我们保守假设 2014 年和 2015 年布氏杆菌病疫苗的收入分别为 1 亿元和 2 亿元，若产品推出后在内蒙古、新疆、黑龙江等地销售推广量超预期，则未来仍有较大的上调空间，并由此带来公司业绩的超预期表现。
- **预计公司 2013-2015 年 EPS0.89/0.90/1.20 元，剔除掉房地产投资收益后，主业 EPS0.64/0.90/1.20 元，年均复合增长 37%，将评级由“增持”上调至“买入”，按 35X2014EPS，目标价 31.5 元。**
- **公司未来的股价催化剂：**（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）布氏杆菌疫苗推出时点不达预期；（2）口蹄疫市场苗推广的政策风险。

图表 1: 金宇集团各项业务收入销售预测表

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	608.50	830.63	1,027.61
增长率 (YOY)	N/A	-11.00%	-7.82%	27.17%	10.24%	40.33%	36.50%	23.71%
毛利率	62.87%	57.27%	64.40%	68.40%	65.03%	67.00%	67.20%	68.30%
销售成本	139.97	143.36	110.12	124.28	151.62	200.81	272.45	325.75
增长率 (YOY)	N/A	2.42%	-23.19%	12.86%	22.00%	32.44%	35.68%	19.57%
毛利	237.04	192.18	199.19	269.06	282.01	407.70	558.18	701.86
增长率 (YOY)	N/A	-18.93%	3.65%	35.08%	4.81%	44.57%	36.91%	25.74%
占总销售额比重	46.32%	49.55%	46.66%	69.11%	79.36%	93.71%	95.29%	96.13%
占主营业务利润比重	75.81%	68.32%	63.62%	69.03%	76.65%	94.80%	96.11%	96.85%
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%	4.48%	3.44%	2.89%
占主营业务利润比重	2.65%	3.13%	5.08%	4.97%	5.45%	4.74%	3.61%	2.98%
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%	1.19%	0.93%	0.80%
占主营业务利润比重	-0.10%	-0.31%	-0.24%	0.55%	0.08%	0.09%	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	649.33	871.71	1069.00
销售成本小计	501.22	395.88	349.82	179.42	178.45	219.28	290.94	344.31
毛利	312.69	281.30	313.09	389.75	367.93	430.05	580.77	724.69
平均毛利率	38.42%	41.54%	47.23%	68.48%	67.34%	66.23%	66.62%	67.79%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图2: 金宇集团三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	670	576	556	649	872	1,069
增长率	-2.21%	-14.1%	-3.4%	16.7%	34.2%	22.6%
营业成本	-352	-181	-182	-219	-291	-344
% 销售收入	52.5%	31.4%	32.6%	33.8%	33.4%	32.2%
毛利	319	395	375	430	581	725
% 销售收入	47.5%	68.6%	67.4%	66.2%	66.6%	67.8%
营业税金及附加	-15	-32	-25	-26	-35	-43
% 销售收入	2.3%	5.5%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%
营业费用	-72	-78	-88	-90	-116	-128
% 销售收入	10.7%	13.6%	15.8%	13.8%	13.3%	12.0%
管理费用	-92	-95	-91	-88	-101	-115
% 销售收入	13.7%	16.5%	16.3%	13.5%	11.6%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	140	190	171	227	329	438
% 销售收入	20.9%	32.9%	30.7%	34.9%	37.7%	41.0%
财务费用	-13	-22	-25	-22	-21	-17
% 销售收入	2.0%	3.8%	4.5%	3.3%	2.4%	1.6%
资产减值损失	-2	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	2	93	0	0
% 税前利润	0.5%	0.2%	1.2%	30.6%	0.1%	0.1%
营业利润	125	166	148	298	308	422
营业利润率	18.7%	28.9%	26.5%	45.9%	35.4%	39.4%
营业外收支	7	5	6	6	6	6
税前利润	132	171	154	304	314	428
利润率	19.7%	29.7%	27.6%	46.8%	36.1%	40.0%
所得税	-17	-24	-25	-56	-47	-64
所得税率	13.0%	14.0%	16.4%	18.5%	15.0%	15.0%
净利润	115	147	129	248	267	364
少数股东损益	0	-2	-2	-3	15	27
归属于母公司的净利润	115	149	130	251	252	337
净利率	17.2%	25.9%	23.4%	38.6%	28.9%	31.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	115	147	129	248	267	364
少数股东损益	0	0	0	-3	15	27
非现金支出	34	42	38	37	40	46
非经营收益	13	25	20	-70	24	22
营运资金变动	-257	-29	-83	-94	-586	-255
经营活动现金流	-96	185	103	118	-241	203
资本开支	37	39	116	23	89	84
投资	-7	0	0	0	0	0
其他	5	1	2	93	0	0
投资活动现金流	-39	-38	-114	70	-89	-84
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	134	17	-71	-85	553	1
其他	-42	-22	-23	-31	-75	-28
筹资活动现金流	92	-5	-94	-116	478	-27
现金净流量	-42	142	-105	72	148	92

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	278	420	315	390	523	588
应收款项	99	63	151	87	119	146
存货	750	793	889	973	1,435	1,698
其他流动资产	46	46	51	61	73	79
流动资产	1,173	1,322	1,407	1,511	2,150	2,512
% 总资产	73.8%	76.6%	74.7%	76.4%	80.4%	81.6%
长期投资	82	79	61	61	61	61
固定资产	255	251	337	337	385	431
% 总资产	16.0%	14.6%	17.9%	17.0%	14.4%	14.0%
无形资产	68	65	62	54	62	59
非流动资产	416	404	476	468	523	567
% 总资产	26.2%	23.4%	25.3%	23.6%	19.6%	18.4%
资产总计	1,589	1,725	1,883	1,979	2,673	3,078
短期借款	394	413	325	239	792	793
应付款项	281	219	339	265	187	219
其他流动负债	65	99	75	128	79	89
流动负债	740	731	738	632	1,059	1,100
长期贷款	4	2	20	20	20	20
其他长期负债	1	1	47	47	47	47
负债	745	734	805	699	1,125	1,167
普通股股东权益	838	988	1,076	1,282	1,534	1,870
少数股东权益	6	4	2	-1	14	41
少数股东权益合计	1,589	1,725	1,883	1,979	2,673	3,078

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.410	0.532	0.464	0.894	0.898	1.198
每股净资产 (元)	2.984	3.517	3.831	4.565	5.463	6.661
每股经营现金净流 (元)	-0.341	0.660	0.367	0.430	-0.911	0.627
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.160	0.160	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.74%	15.13%	12.12%	19.57%	16.44%	17.99%
总资产收益率	7.25%	8.66%	6.93%	12.68%	9.43%	10.93%
投入资本收益率	13.77%	17.96%	13.67%	16.97%	15.74%	17.95%
增长率						
营业总收入增长率	-2.21%	-14.05%	-3.41%	16.69%	34.25%	22.63%
EBIT增长率	18.49%	35.73%	-9.87%	32.60%	44.98%	33.26%
净利润增长率	73.28%	29.73%	-12.72%	92.37%	0.49%	33.46%
总资产增长率	13.55%	8.59%	9.13%	5.11%	35.06%	15.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.0	40.4	58.0	39.0	40.0	40.0
存货周转天数	638.0	1,558.7	1,690.9	1,620.0	1,800.0	1,800.0
应付账款周转天数	87.2	139.0	156.8	135.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	122.3	149.5	157.7	131.0	88.7	74.7
偿债能力						
净负债/股东权益	14.22%	-0.48%	2.69%	-10.21%	18.65%	11.73%
EBIT利息保障倍数	10.6	8.7	6.8	10.5	15.8	26.0
资产负债率	46.87%	42.55%	42.77%	35.30%	42.10%	37.91%

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%

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。