

金宇集团 (600201.SH)

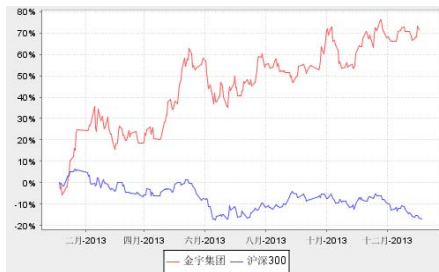
2014 年口蹄疫市场苗和布病疫苗双轮驱动 业绩增长

评级: **买入** 前次: **买入**
 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
 2014 年 1 月 20 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)	25.64
市值(百万元)	7200.09
流通市值(百万元)	7200.09

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	649.33	871.71	1,069.00
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	28.16	28.02	21.00
PEG	0.75	—	0.30	57.35	0.63
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	5.51	4.61	3.78
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

- 事件:** 金宇集团公布 2013 年业绩预告, 公司预计 2013 年实现归属上市公司股东净利润 23478 万元-27391 万元, 同比增长 80%-110%, 折合 EPS 为 0.83 元-0.97 元。
- 公司 2013 年口蹄疫市场苗销售收入继续实现翻倍的高增长, 带动主业业绩增长 40%。** 剔除掉 2013 年房地产业务投资收益 7000 万元, 按照公告公司主业净利润 16478 万元-20391 万元, 折合 EPS0.58 元-0.72 元, 同比增长 26.0%-56.5%。我们预计公司 2013 年 EPS 为 0.89 元, 剔除房地产投资收益后 EPS0.64 元, 同比增长 39.1%。公司 2013 年口蹄疫市场苗继续呈现供不应求的局面, 全年市场苗产能处于满产, 预计市场苗销售 4100 万头份, 销售收入 2.46 亿元, 同比实现翻倍增长, 带动主业业绩实现高增长。
- 自 2013 年 2 季度以来公司口蹄疫市场苗销售连续超出市场预期, 但公司股价总体表现差强人意, 我们认为投资者主要担忧以下两方面因素将影响公司业绩增长的持续性和稳定性:** (1) 随着天康生物、必威安泰、中牧股份等兽药企业纷纷推出市场苗产品, 口蹄疫市场苗的竞争格局加剧, 从而影响公司市场苗未来推广增速; (2) 近来猪价下行, 节后生猪存栏可能下降, 从而导致公司市场苗推广增速的周期性波动。我们对上述问题的解读如下:
 - 未来口蹄疫市场苗生产企业最多只有 5 家, 竞争并非市场预期般激烈。** 目前国内能够生产口蹄疫疫苗的定点企业为 6 家, 生产抗原培养口蹄疫疫苗的生产企业为 5 家, 包括金宇集团、中牧股份、天康生物、必威安泰和中农威特等。2013 年已经掌握悬浮技术能够实现口蹄疫疫苗量产的为金宇集团和必威安泰, 实现市场苗销售的为金宇集团、天康生物和中农威特。预计 2014 年中必威安泰和天康生物推出悬浮培养的口蹄疫市场苗, 中牧股份推出时间为 2014 年底至 2015 年年初。

- 未来口蹄疫市场苗规模将达到 20 亿元，目前渗透率仅有 20%，尽管各企业都有推出市场苗规划，但并不妨碍各自未来的增长空间。2013 年口蹄疫市场苗总体销售规模约为 4 亿元左右，其中金宇集团占比 60%。未来随着千头猪场以及规模牛羊养殖企业使用市场苗，市场规模将达到 20 亿元。未来能够分享市场蛋糕的仅有 5 家企业，因此我们认为行业的竞争格局并未如市场预期般激烈。我们保守预计金宇集团未来口蹄疫市场苗销售额达到 6 亿元，市场份额做到 30% 应该没有很大问题。
- 养殖企业对市场苗的特异化需求以及兽药企业提供的技术服务造就了口蹄疫市场苗产品的异质化属性，我们对价格走势持乐观态度。市场苗之所以具有领先于政府苗的品质，除了更高生产标准外，还有产品的特异化需求，以及兽药企业所提供的技术服务支持。因此我们认为未来由于各口蹄疫市场苗在产品上针对不同养殖企业会有不同的异质化属性，而且技术服务领先的企业将享受更高的产品溢价，因此我们对于行业的竞争格局以及未来口蹄疫市场苗的价格走势持乐观态度。
- 口蹄疫市场苗潜在的客户是中大型养殖企业，在规模化进程下，存栏波动对口蹄疫市场苗销售影响不大。根据我们草根调研的结果，2014 年温氏集团生猪出栏量由 1000 万头增长至 1300 万头，牧原股份由 125 万头增长至 180 万头，尽管短期内猪价下跌，总体存栏存下行风险，但规模养殖企业出栏量稳步提升，口蹄疫市场苗目标客户群存栏呈上升趋势，因此短期存栏波动对市场苗需求基本没有影响。
- 2014 年 1 季度公司口蹄疫抗原产能增长 60%，市场苗产能有望达到 1 亿 ml，成为业内首家掌握 5000L 培养罐生产抗原的兽药企业，产能可以满足未来 2 年推广销售需求，且公司正在致力于技术服务团队建设，尽管 2014 年有必威安泰和中牧股份进入口蹄疫市场苗领域，但行业广阔的成长空间，以及公司在生产技术及服务体系方面的优势将保证公司市场苗的持续稳定增长。我们预计 2014 和 2015 年市场苗销售量分别为 5600 万头份和 7000 万头份，继续保持稳健成长态势。
- 此外，公司产品线的扩张正在稳步推进，我们预计公司 2014 年下半年布病疫苗将推向市场，其有望成为 10 亿元左右的潜力大品种，我们预计公司 2014 年和 2015 年布病疫苗销售额分别为 1 亿元和 2 亿元。2015 年公司猪圆环疫苗和新型猪蓝耳病疫苗将陆续推出，奠定后续市场苗增长潜力。
- 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 EPS 为 0.64/0.90/1.20 元，年均复合增长 37%，维持“买入”评级，按 35X2014EPS，目标价 31.5 元。
- 2014 年 1 季度口蹄疫新抗原产能达产，口蹄疫市场苗销售仍有超预期可能性，以及布病疫苗获得生产批文将成为公司股价催化剂。尤其是 2014 年市场苗继续高速增长将打消投资者对于口蹄疫市场苗竞争格局的疑虑，公司股价有望迎来盈利和估值提升的戴维斯双击，作为 2014 年兽药板块中增长确定性最高的公司，当前我们对公司继续维持积极推荐“买入”的评级。

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	649	872	1,069	货币资金	278	420	315	390	523	588
增长率	-2.21%	-14.1%	-3.4%	16.7%	34.2%	22.6%	应收账款	99	63	151	87	119	146
营业成本	-352	-181	-182	-219	-291	-344	存货	750	793	889	973	1,435	1,698
%销售收入	52.5%	31.4%	32.6%	33.8%	33.4%	32.2%	其他流动资产	46	46	51	61	73	79
毛利	319	395	375	430	581	725	流动资产	1,173	1,322	1,407	1,511	2,150	2,512
%销售收入	47.5%	68.6%	67.4%	66.2%	66.6%	67.8%	%总资产	73.8%	76.6%	74.7%	76.4%	80.4%	81.6%
营业税金及附加	-15	-32	-25	-26	-35	-43	长期投资	82	79	61	61	61	61
%销售收入	2.3%	5.5%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	固定资产	255	251	337	337	385	431
营业费用	-72	-78	-88	-90	-116	-128	%总资产	16.0%	14.6%	17.9%	17.0%	14.4%	14.0%
%销售收入	10.7%	13.6%	15.8%	13.8%	13.3%	12.0%	无形资产	68	65	62	54	62	59
管理费用	-92	-95	-91	-88	-101	-115	非流动资产	416	404	476	468	523	567
%销售收入	13.7%	16.5%	16.3%	13.5%	11.6%	10.8%	%总资产	26.2%	23.4%	25.3%	23.6%	19.6%	18.4%
息税前利润 (EBIT)	140	190	171	227	329	438	资产总计	1,589	1,725	1,883	1,979	2,673	3,078
%销售收入	20.9%	32.9%	30.7%	34.9%	37.7%	41.0%	短期借款	394	413	325	239	792	793
财务费用	-13	-22	-25	-22	-21	-17	应付款项	281	219	339	265	187	219
%销售收入	2.0%	3.8%	4.5%	3.3%	2.4%	1.6%	其他流动负债	65	99	75	128	79	89
资产减值损失	-2	-2	0	0	0	0	流动负债	740	731	738	632	1,059	1,100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	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%	30.6%	0.1%	0.1%	负债	745	734	805	699	1,125	1,167
营业利润	125	166	148	298	308	422	普通股股东权益	838	988	1,076	1,282	1,534	1,870
营业利润率	18.7%	28.9%	26.5%	45.9%	35.4%	39.4%	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	1,979	2,673	3,078
税前利润	132	171	154	304	314	428	比率分析						
利润率	19.7%	29.7%	27.6%	46.8%	36.1%	40.0%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-17	-24	-25	-56	-47	-64	每股指标						
所得税率	13.0%	14.0%	16.4%	18.5%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.410	0.532	0.464	0.894	0.898	1.198
净利润	115	147	129	248	267	364	每股净资产 (元)	2.984	3.517	3.831	4.565	5.463	6.661
少数股东损益	0	-2	-2	-3	15	27	每股经营现金净流 (元)	-0.341	0.660	0.367	0.430	-0.911	0.627
归属于母公司的净利润	115	149	130	251	252	337	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.160	0.160	0.000	0.000
净利率	17.2%	25.9%	23.4%	38.6%	28.9%	31.5%	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

图表 2: 金宇集团主营业务销售预测表

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

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。