

金宇集团 (600201.SH)

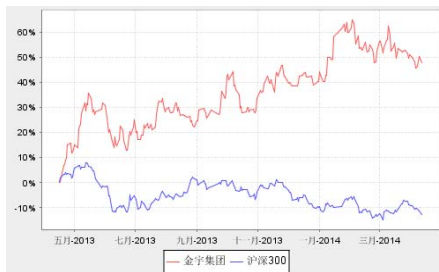
业绩大幅超预期，强烈建议买入

评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 48.25
 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4月29日

基本状况

总股本(百万股)	285.85
流通股本(百万股)	280.81
市价(元)	26.51
市值(百万元)	7578.01
流通市值(百万元)	7444.40

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	556.48	671.38	1,112.66	1,541.57	1,938.42
营业收入增速	-3.41%	20.65%	65.73%	38.55%	25.74%
净利润增长率	-12.72%	92.34%	50.24%	42.77%	33.40%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.89	1.34	1.92	2.56
前次预测每股收益(元)	0.46	0.89	0.99	1.39	1.68
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	30.70	28.84	19.75	13.83	10.37
PEG	—	0.31	0.39	0.32	0.31
每股净资产(元)	3.83	4.56	5.63	7.54	10.10
每股现金流量	0.37	2.31	-2.03	-1.33	0.86
净资产收益率	12.12%	19.57%	23.86%	25.41%	25.31%
市净率	3.72	5.65	4.71	3.51	2.62
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 2014 年一季报, 期内公司实现营业收入 3.36 亿元, 同比增长 112.04%, 实现归属于上市公司股东净利润 1.38 亿元, 同比增长 23.59%, 折合 EPS0.49 元, 扣非后净利润 1.38 亿元, 同比增长 231.75%, 公司业绩大幅超出市场预期, 此前市场预期公司一季报利润约为 0.25 元。
- 一季报公司政府招标苗和市场苗双双发力带来业绩大幅超预期。** 其中政府苗收入约 2 亿元, 市场苗收入 1.3 亿元左右, 均实现翻倍以上增长。政府苗实现高速增长的主要原因是公司牛三价口蹄疫疫苗受到政府采购部门追捧, 每毫升售价高达 2 元, 单季度增加约 1 亿元收入。市场苗继续实现翻倍增长, 其中猪口蹄疫疫苗和牛三价市场苗同步发力, 牛三价市场苗定价高达 12 元/头份。
- 市场低估了牛三价口蹄疫疫苗的销售潜力, 未来将对牛三价疫苗销售做出重新评估, 由此带来公司业绩预期的大幅向上修正。** 我们认为公司一季报大幅超出预期的主要原因在于牛三价疫苗政府苗和市场苗的大幅增长, 为公司带来将近 1.3 亿元以上增量贡献, 这是市场此前未预期到的。国内肉牛基本以散养为主, 奶牛规模养殖程度相对较高, 此前市场对牛三价疫苗的销售进展预期过低, 此次一季报后将对全行业以及公司的牛三价疫苗销售做出重新评估, 未来牛三价疫苗将成为公司另一大重磅产品, 极大提升公司未来业绩增长潜力。
- 从牛三价口蹄疫疫苗的销售情况来看, 我们对公司即将推出的牛羊布病疫苗销售前景将更有信心。** 此前市场普遍认为肉牛规模养殖程度较低, 会导致牛相关疫苗推广前景受阻, 但 2014 年公司牛三价口蹄疫疫苗的爆发式增长表明牛羊疫苗未来的推广前景并未如市场预期般悲观, 我们坚持长期以来的观点, 公司牛羊布病疫苗将有望成为下一个推广规模达到 10 亿元的重磅产品, 由此带来公司未来 3 年业绩的持续高速增长。

- 公司口蹄疫市场苗继续实现翻倍增长，口蹄疫市场苗渗透率继续快速提升，口蹄疫市场苗依然是当前动物疫苗领域成长性最优的品种，这也是长期以来我们将金宇集团作为兽药板块首选的核心逻辑。我们认为在当前生猪养殖规模化进程快速推进的情况下，口蹄疫市场苗的渗透率将保持同步快速提升，受下游养殖景气影响较小，未来种猪和千头以上猪场全覆盖，行业规模将达到 20 亿元。若考虑到牛羊领域市场苗的推广，整体市场规模有望到 30 亿元（这是此前市场预期不充分，公司业绩超预期的所在）。
- 由于销售规模快速放量，公司三项费用率下降明显，带来净利润率大幅提升，由此带来业绩的更大弹性。2014 年一季度公司三项费用率仅有 16.32%，较去年同期下降 15.63pct，公司 2014 年一季度净利润高达 41%，同比提升 17.76pct。
- 基于销售放量超预期，我们大幅上调了公司的盈利预测，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.34/1.92/2.56 元，较此前分别上调 0.35/0.53/0.88 元，显示公司基本面不断向好的增长势头。上调的主要逻辑：（1）大幅上调公司牛三价口蹄疫疫苗销售预测，预计 2014-2015 年分别为 2.2/3.8/4.8 亿元；（2）由于规模快速放量，调低了三项费用率水平。
- 正如我们在 3 月 20 日《金宇集团年报点评：口蹄疫市场苗继续驱动业绩高速增长，将盈利预测上修 10%》所言，“在当前口蹄疫抗原供不应求的局面下，公司口蹄疫市场苗将继续保持高速增长，未来的一季报及半年报将打消投资者对口蹄疫市场苗竞争格局加剧的疑虑，公司依然是兽药板块中增长确定性最高的公司”。
- 公司未来 3 年业绩复合增速将达到 56%，目标股价 48.25 元，对应 0.65 倍和 2014 年 36 倍 PE，三个涨停之内都建议机构投资者积极关注，重申“买入”评级。

图表 1: 金宇集团主营业务销售预测表

项 目	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
生物疫苗								
销售收入	335.54	309.31	393.34	433.63	630.01	1,078.46	1,508.63	1,904.83
增长率 (YOY)	N/A	-7.82%	27.17%	10.24%	45.29%	71.18%	39.89%	26.26%
毛利率	57.27%	64.40%	68.40%	65.03%	71.99%	71.00%	71.00%	71.00%
销售成本	143.36	110.12	124.28	151.62	176.47	312.75	437.50	552.40
增长率 (YOY)	N/A	-23.19%	12.86%	22.00%	16.38%	77.23%	39.89%	26.26%
毛利	192.18	199.19	269.06	282.01	453.54	765.71	1,071.13	1,352.43
增长率 (YOY)	N/A	3.65%	35.08%	4.81%	60.82%	68.83%	39.89%	26.26%
占总销售额比重	49.55%	46.66%	69.11%	79.36%	94.50%	96.93%	97.86%	98.27%
占主营业务利润比重	68.32%	63.62%	69.03%	76.65%	96.29%	98.05%	98.68%	98.94%
房地产								
销售收入	197.36	172.97	130.83	70.40	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	-12.36%	-24.36%	-46.19%	-100.00%	—	—	—
毛利率	36.72%	51.41%	74.17%	88.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本	124.89	84.05	33.79	7.79	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	-32.70%	-59.80%	-76.95%	-100.00%	—	—	—
毛利	72.47	88.92	97.04	62.61	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	22.70%	9.13%	-35.48%	-100.00%	—	—	—
占总销售额比重	29.14%	26.09%	22.99%	12.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	25.76%	28.40%	24.90%	17.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
物业管理								
销售收入	13.64	19.96	27.49	28.25	22.84	20.55	19.52	20.50
增长率 (YOY)	N/A	46.33%	37.73%	2.77%	-19.17%	-10.00%	-5.00%	5.00%
毛利率	64.59%	79.71%	70.53%	70.93%	60.69%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本	4.83	4.05	8.10	8.21	8.98	8.22	7.81	8.20
增长率 (YOY)	N/A	-16.15%	100.00%	1.40%	9.30%	-8.43%	-5.00%	5.00%
毛利	8.81	15.91	19.39	20.04	13.86	12.33	11.71	12.30
增长率 (YOY)	N/A	80.59%	21.87%	3.35%	-30.85%	-11.02%	-5.00%	5.00%
占总销售额比重	2.01%	3.01%	4.83%	5.17%	3.43%	1.85%	1.27%	1.06%
占主营业务利润比重	3.13%	5.08%	4.97%	5.45%	2.94%	1.58%	1.08%	0.90%
能源								
销售收入	4.83	4.05	8.10	7.36	8.32	9.15	9.61	10.09
增长率 (YOY)	N/A	-16.15%	100.00%	-9.15%	13.08%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-17.81%	-18.52%	26.67%	3.91%	5.04%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本	5.69	4.80	5.94	7.07	7.90	8.70	9.13	9.59
增长率 (YOY)	N/A	-15.64%	23.75%	19.04%	11.76%	10.04%	5.00%	5.00%
毛利	-0.86	-0.75	2.16	0.29	0.42	0.46	0.48	0.50
增长率 (YOY)	N/A	-12.79%	-388.00%	-86.68%	45.62%	9.21%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	0.71%	0.61%	1.42%	1.35%	1.25%	0.82%	0.62%	0.52%
占主营业务利润比重	-0.31%	-0.24%	0.55%	0.08%	0.09%	0.06%	0.04%	0.04%
羊绒业务								
销售收入	125.81	156.62	9.41	6.75	5.49	4.50	3.80	3.00
增长率 (YOY)	N/A	24.49%	-93.99%	-28.32%	-18.60%	-18.04%	-15.56%	-21.05%
毛利率	6.92%	6.27%	22.32%	44.27%	58.51%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本	117.11	146.80	7.31	3.76	2.28	2.03	1.71	1.35
增长率 (YOY)	N/A	25.35%	-95.02%	-48.57%	-39.40%	-11.11%	-15.56%	-21.05%
毛利	8.70	9.82	2.10	2.99	3.21	2.48	2.09	1.65
增长率 (YOY)	N/A	12.87%	-78.62%	42.18%	7.58%	-22.95%	-15.56%	-21.05%
占总销售额比重	—	—	—	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—	—	—
销售收入小计	677.18	662.91	569.17	546.39	666.65	1112.66	1541.57	1938.42
销售成本小计	395.88	349.82	179.42	178.45	195.62	331.69	456.15	571.54
毛利	281.30	313.09	389.75	367.93	471.03	780.97	1085.41	1366.88
平均毛利率	41.54%	47.23%	68.48%	67.34%	70.66%	70.19%	70.41%	70.52%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2: 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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	576	556	671	1,113	1,542	1,938	货币资金	420	315	712	668	308	388
增长率	-14.05%	-3.4%	20.6%	65.7%	38.5%	25.7%	应收账款	63	151	249	149	211	266
营业成本	-181	-182	-197	-332	-456	-572	存货	793	889	157	1,472	2,250	2,819
% 销售收入	31.4%	32.6%	29.4%	29.8%	29.6%	29.5%	其他流动资产	46	51	43	96	117	134
毛利	395	375	474	781	1,085	1,367	流动资产	1,322	1,407	1,162	2,385	2,886	3,606
% 销售收入	68.6%	67.4%	70.6%	70.2%	70.4%	70.5%	% 总资产	76.6%	74.7%	67.9%	81.5%	82.9%	84.9%
营业税金及附加	-32	-25	-7	-11	-15	-19	长期投资	79	61	60	60	60	60
% 销售收入	5.5%	4.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	251	337	410	410	458	505
营业费用	-78	-88	-108	-156	-200	-233	% 总资产	14.6%	17.9%	24.0%	14.0%	13.2%	11.9%
% 销售收入	13.6%	15.8%	16.1%	14.0%	13.0%	12.0%	无形资产	65	62	65	57	64	61
管理费用	-95	-91	-118	-167	-216	-252	非流动资产	404	476	550	542	597	641
% 销售收入	16.5%	16.3%	17.6%	15.0%	14.0%	13.0%	% 总资产	23.4%	25.3%	32.1%	18.5%	17.1%	15.1%
息税前利润 (EBIT)	190	171	241	447	654	863	资产总计	1,725	1,883	1,712	2,927	3,483	4,247
% 销售收入	32.9%	30.7%	35.9%	40.2%	42.4%	44.5%	短期借款	413	325	120	250	476	439
财务费用	-22	-25	-20	-12	-30	-29	应付款项	219	339	186	432	311	378
% 销售收入	3.8%	4.5%	3.0%	1.1%	1.9%	1.5%	其他流动负债	99	75	112	206	122	143
资产减值损失	-2	0	-6	0	0	0	流动负债	731	738	419	888	909	959
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2	20	10	10	10	10
投资收益	0	2	82	1	0	0	其他长期负债	1	47	1	451	451	451
% 税前利润	0.2%	1.2%	27.3%	0.1%	0.0%	0.0%	负债	734	805	430	1,349	1,370	1,420
营业利润	166	148	297	436	624	835	普通股股东权益	988	1,076	1,282	1,580	2,118	2,836
营业利润率	28.9%	26.5%	44.2%	39.2%	40.5%	43.1%	少数股东权益	4	2	0	-2	-5	-10
营业外收支	5	6	3	5	5	5	负债股东权益合计	1,725	1,883	1,712	2,927	3,483	4,247
税前利润	171	154	300	441	629	840	比率分析						
利润率	29.7%	27.6%	44.7%	39.6%	40.8%	43.3%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-24	-25	-51	-66	-94	-126	每股指标						
所得税率	14.0%	16.4%	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.532	0.464	0.893	1.342	1.916	2.557
净利润	147	129	249	375	535	714	每股净资产 (元)	3.517	3.831	4.565	5.627	7.543	10.100
少数股东损益	-2	-2	-2	-2	-3	-4	每股经营现金净流 (元)	0.660	0.367	2.312	-2.032	-1.328	0.855
归属于母公司的净利润	149	130	251	377	538	718	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.280	0.280	0.000	0.000
净利率	25.9%	23.4%	37.4%	33.9%	34.9%	37.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.13%	12.12%	19.57%	23.86%	25.41%	25.31%
净利润	147	129	249	375	535	714	总资产收益率	8.66%	6.93%	14.66%	12.88%	15.45%	16.90%
少数股东损益	0	0	0	-2	-3	-4	投入资本收益率	17.96%	13.67%	31.28%	24.35%	20.72%	22.37%
非现金支出	42	38	47	37	40	46	增长率						
非经营收益	25	20	-67	20	39	34	营业总收入增长率	-14.05%	-3.41%	20.65%	65.73%	38.55%	25.74%
营运资金变动	-29	-83	420	-1,003	-987	-553	EBIT 增长率	35.73%	-9.87%	41.05%	85.34%	46.20%	31.99%
经营活动现金净流	185	103	649	-573	-376	236	净利润增长率	29.73%	-12.72%	92.34%	50.24%	42.77%	33.40%
资本开支	39	116	115	24	90	85	总资产增长率	8.59%	9.13%	-9.09%	70.99%	19.01%	21.93%
投资	0	0	107	0	0	0	资产管理能力						
其他	1	2	14	1	0	0	应收账款周转天数	40.4	58.0	76.0	39.0	40.0	40.0
投资活动现金净流	-38	-114	7	-23	-90	-85	存货周转天数	1,558.8	1,690.9	968.6	1,620.0	1,800.0	1,800.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	139.0	156.8	168.4	135.0	90.0	90.0
债权募资	17	-71	-140	580	226	-37	固定资产周转天数	149.5	157.7	131.8	76.0	49.9	41.1
其他	-22	-23	-113	-30	-123	-39	偿债能力						
筹资活动现金净流	-5	-94	-253	550	103	-76	净负债/股东权益	-0.48%	2.69%	-45.38%	2.68%	29.71%	18.09%
现金净流量	142	-105	403	-46	-362	75	EBIT 利息保障倍数	8.7	6.8	12.0	37.9	22.1	30.2
							资产负债率	42.55%	42.77%	25.11%	46.09%	39.34%	33.44%

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。