

金宇集团 (600201.SH)

口蹄疫市场苗渗透率迅猛提升，继续看

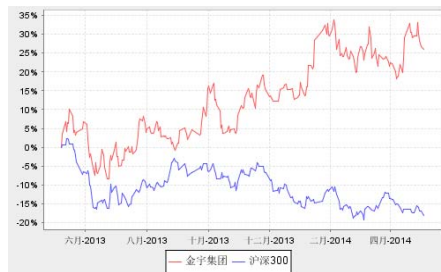
好金宇业绩高速增长机会

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **48.25**
 分析师: 张俊宇
 谢刚
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2014年5月23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)	27.89
市值(百万元)	7972.49
流通市值(百万元)	7831.93

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)	—	—	—	—	—
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

- 5月份以来我们召开了兽药专家专题会议，总体来看，我们继续看好口蹄疫市场苗渗透率的快速提升、金宇集团业绩持续爆发式增长的机会，当前时点依然积极推荐买入。
- 金宇集团猪口蹄疫市场苗 2013 年实现翻倍增长以后，2014 年 Q1 继续呈现加速增长态势，猪口蹄疫市场苗收入增长 200%以上（我们大致拆分，公司 Q1 政府苗 1.7 亿元，其中猪口蹄疫政府苗 1.2 亿元，同比持平，牛三价口蹄疫 5000 万；市场苗 1.6 亿元，猪口蹄疫市场苗 1.4 亿元，同比增长 250%，牛三价市场苗 2000 万元）。针对公司猪口蹄疫市场苗增长潜力，竞争格局的问题，与专家沟通后收获如下：
- 2013 年金宇集团、中农威特、天康生物三家企业猪口蹄疫市场苗实现收入 5.5 亿元，渗透率依然较低，潜在规模 24.6 亿元。猪口蹄疫市场苗规模至少在 20 亿元以上，母猪 5000 万头，一年 2 次免疫，每次 2 头份，潜在需求 2 亿头份，千头以上猪场出栏占比 30%，按年出栏 7 亿头计算，潜在需求 2.1 亿头份，总需求 4.1 亿头份，按每头份 6 元计算，潜在规模 24.6 亿元。
- 口蹄疫被称为“政府病”，政府重视程度极高，几乎所有猪场都要免疫口蹄疫疫苗，需求天花板高远。
- 近几年规模养殖户对高端苗需求旺盛，广东地区很多养殖户使用价格 10 元/头份的走私口蹄疫疫苗而放弃使用政府招标苗，我们认为金宇集团高品质的市场直销苗正是顺应了这种需求业绩才会爆发。
- 尽管当前大多数口蹄疫疫苗生产企业都在进行市场苗转型，但并非所有企业都可以生产出高品质疫苗，生产原理虽然简单但生产工艺复杂，且需要较高的生产管理水平和品控流程及强烈的责任意识，这也是国内疫苗品质长期难以比肩国际巨头的核心原因。产业调研显示，若把口蹄疫疫苗当作简单的工业品、用抗原产能的供需去看待产业竞争格局将失之偏颇，预计相当多的无效产能将会被淘汰。

- 金宇集团的高端市场苗品质过硬，销售快速放量是口碑相传的结果，在口蹄疫市场苗领域公司已经奠定了先发优势。一般而言，养殖户使用了疫苗后，如未出现重大事故，不会轻易改变免疫程序，因此先发优势非常重要，能有效保障业绩增长的持续性，增强用户黏性，并将竞争对手挡在壁垒之外。
- 综上，无论从行业需求的快速增长，还是行业的竞争格局，我们继续看好金宇集团所属猪口蹄疫市场苗的销售激增。短期来看，我们预计 2 季度公司猪口蹄疫疫苗增长仍快，业绩有望继续超出市场预期。
- 中长期来看，我们认为公司产品端储备将进一步丰富，中长期稳定持续增长可期，将有望通过如下方式获得更丰富的大产品：（1）利用国际兽药巨头开拓新兴市场的强烈诉求，与海外巨头合资或合作成立公司，利用国外生产工艺生产更优质疫苗；（2）国外巨头的增长模式显示国内产业并购整合也是未来主流方向。
- 我们看好金宇集团未来 3 年高质量的增长，主要基于：（1）我们上文提到的猪口蹄疫市场苗继续快速增长；（2）牛三价口蹄疫疫苗的增长，2014 年 Q1 单季实现收入 7000 万元，我们预计 Q2 单季仍有 7000 万以上收入，全年 2.6 亿元，未来 3 年收入有望做到 5 亿元以上；（3）牛羊布病疫苗将于 2015 年上半年推向市场，未来会是 10 亿元的大产品。
- 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.34/1.92/2.56 元，公司未来 3 年业绩复合增速将达到 56%，按 PEG=0.65 计算，给予公司 36X2014PE，目标价 48.25 元，维持“买入”评级，建议各位投资者积极买入分享公司口蹄疫市场苗高速增长的历史机遇。未来股价潜在催化剂：（1）2 季度业绩继续超预期增长；（2）行业并购整合带来的估值提升机会；（3）2015 年猪瘟和猪蓝耳疫苗全面取消招标，市场苗规模将快速增长。
- 风险提示：（1）政策风险，口蹄疫市场苗被政府管制；（2）产品质量风险；（3）下游养殖景气度长期低迷。

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)						
	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%	应收款项	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
% 销售成本	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
% 销售成本	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
% 销售成本	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%
% 销售成本	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
% 销售成本	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
% 销售成本	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
% 销售成本	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	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	17	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	0	-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

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	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

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。