

## 金宇集团 (600201.SH)

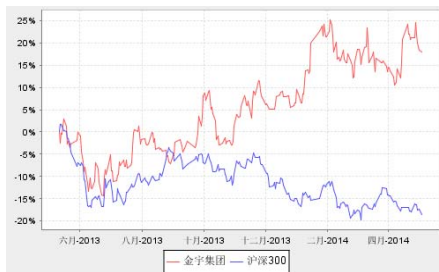
产品力铸就核心竞争力，  
四大因素驱动业绩增长

评级: **买入** 前次: 买入  
 目标价(元): **48.25**  
 分析师: 谢刚 张俊宇  
 S0740510120005 S0740511120002  
 021-20315178 021-20315191  
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn  
 2014年5月27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	21.60	15.13	11.34
PEG	—	0.31	0.43	0.35	0.34
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	5.15	3.84	2.87
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 预期

### 投资要点

- 今日新牧网转载广东省动物疾病预防控制中心公布的2013年广东省2013年禽猪招标苗效价数据。其中，猪口蹄疫O型“高效苗”。抽查的内蒙金宇等三家公司口蹄疫“高效苗”免疫效果差异明显。内蒙金宇免疫效果较好，试验全期平均抗体合格率为97.37%。按照二次免疫后4次平均抗体合格率进行综合评价：第一名内蒙金宇，抗体合格率为**97.37%**；第二名企业抗体合格率为**65%**；第三名企业抗体合格率为**50%**。
- 上述数据表明，过硬的产品品质是金宇集团过去2年口蹄疫市场苗实现高速增长的核心因素。公司2011年推出口蹄疫市场苗，2011年实现2000万收入，2012年1.2亿元，2013年2.6亿元，2014年Q1实现收入1.4亿元，同比增长200%以上，下游养殖企业需求旺盛，金宇集团产品品质过硬，是造就公司产品供不应求的核心原因。
- 尽管未来将有5家企业陆续推出口蹄疫市场苗，但我们认为细分领域的行业竞争态势依然良好，产品力将决定市场竞争力，进而决定市场份额和营收规模将持续提升。是基于：(1)口蹄疫苗生产原理简单，但生产工艺复杂，需要较高的生产管理水平和不同企业的产品会有显著的品质差异，口蹄疫市场苗竞争并非传统的同质化的工业品竞争，产品品质和免疫效果决定了未来的销售价格和市场份额。(2)以猪圆环病毒疫苗推广为例，目前国内猪圆环病毒疫苗总体规模约8亿元，其中勃林格市场份额占据半壁江山，其圆环病毒疫苗市场售价高达30元/头份，国内其他十余家企业价格5-10元不等，价格和市场份额的差距主要取决于产品的品质。因此我们认为疫苗产品最终的竞争优势取决于产品力，口蹄疫市场苗尚不例外，从现有的终端使用效果数据，我们继续看好金宇集团口蹄疫市场苗领先地位带来的高速成长机会。
- 基于我们先前的《行业专题报告——四个维度看兽药，最好的农业子行业》，并结合最新产业调研，我们依旧把金宇集团作为兽药行业首选标的，继续推荐金宇集团的四大逻辑为：

- (1) 猪口蹄疫市场苗未来规模有望达到 24.6 亿元，目前渗透率依然较低，增长潜力巨大。口蹄疫被称为“政府病”，政府重视程度高，猪场基本都要免疫口蹄疫疫苗，潜在需求非常大。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。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。
  - (2) 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。
  - (3) 牛三价苗等后续大品种跟进与销售放量，保证公司未来 3 年业绩成长。除目前处于高速增长期的猪口蹄疫市场苗以外，2014 年公司牛三价疫苗实现爆发式增长，2015 年公司牛羊布病疫苗将推向市场。
  - (4) 渠道更加多元化，有望获得更多大产品储备，以实现中长期稳定增长。(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) 根据国外巨头的增长模式，国内产业并购整合，也是公司未来获取生产技术和产品储备的主要方向。
- 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，当前时点继续积极推荐金宇集团的高速成长机会。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。

## 附录

### 广东省公布 2013 年禽猪招标苗效价数据（新牧网）

2014-05-27 07:52:23 来源：广东省动物卫生监督总所 广东省动物疫病预防控制中心

为了解 2013 年政府招标的禽流感、口蹄疫、猪瘟和高致病性猪蓝耳病疫苗以及市场销售的口蹄疫“高效苗”的免疫效果，广东省动物卫生监督所等单位于 2013 年 5~10 月对 12 个厂家生产的 30 个批次疫苗进行了免疫效果评价试验。一、免疫效果评价试验基本情况试验用疫苗包括：重组禽流感病毒灭活疫苗 6 个批次，以及广州市华南农大生物药品有限公司生产的水禽专用疫苗；猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 3 个批次；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(II)4 个批次；猪口蹄疫 O 型“高效苗”3 个批次；猪瘟活疫苗 9 个批次；高致病性猪蓝耳病活疫苗 4 个批次。疫苗样品由省畜牧兽医局兽医处和我所（中心）派人到省动物物资储备中心随机抽取，口蹄疫“高效苗”从市场经销商处购买，双盲编号后交实验人员进行实验。免疫试验分别在隔离条件优良的猪场、鸡场中进行，实验动物随机分组，以我省《主要动物疫病免疫程序指引（修订版）》规定免疫程序进行免疫，按疫苗接种后各自诱导产生的抗体水平和抗体合格率的高低作出免疫效果评价。

#### 二、免疫效果评价试验结果

(一) **重组禽流感病毒灭活疫苗**。抽查的广东永顺、青岛易邦、大华农和哈药 4 个厂家的 6 种疫苗，及华南农大的水禽专用疫苗。4 种重组禽流感病毒灭活疫苗(H5N1 亚型，Re-6 株)总体免疫效果较好，各厂家疫苗全期平均抗体水平均超过 6.2 log<sub>2</sub>，但各厂家疫苗间存在一定的差异。两种重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗(H5N1 亚型，Re-6 株+Re-4 株)免疫效果均很好，差异较小。按照二次免疫后 4 次平均抗体水平进行综合评价：1.重组禽流感病毒灭活疫苗(H5N1 亚型，Re-6 株)。第一名广东永顺，抗体水平 9.45 log<sub>2</sub>；第二名大华农，抗体水平 8.66 log<sub>2</sub>；第三名青岛易邦，抗体水平 7.14 log<sub>2</sub>；第四名哈药，抗体水平 6.20 log<sub>2</sub>。华南农大水禽专用禽流感疫苗平均抗体水平 10.02 log<sub>2</sub>。

重组禽流感病毒灭活疫苗(H5N1 亚型, Re-6 株)	二次免疫后 4 次平均抗体水平
广东永顺	9.45 log <sub>2</sub>
大华农	8.66 log <sub>2</sub>
青岛易邦	7.14 log <sub>2</sub>
哈药	6.20 log <sub>2</sub>

2. **重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗(H5N1 亚型，Re-6 株+Re-4 株)**。第一名大华农，抗体水平 9.62 log<sub>2</sub>；第二名广东永顺，抗体水平 9.23 log<sub>2</sub>。

重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗(H5N1 亚型, Re-6 株+Re-4 株)	二次免疫后 4 次平均抗体水平
大华农	9.62 log <sub>2</sub>
广东永顺	9.23 log <sub>2</sub>

(二) **猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗**。抽查的上海申联、新疆天康和中牧实业 3 个厂家的疫苗免疫试验猪后，抗体阳性率高、持续时间长，免疫效果都较好。按照二次免疫后 4 次平均抗体合格率进行综合评价：上海申联、中牧股份并列第一名，抗体合格率均为 100%；第三名新疆天康，抗体合格率为 96.37%。

猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗	二次免疫后 4 次平均抗体合格率
---------------	------------------

上海申联	100%
中牧股	100%
新疆天康	96.37%

(三) **猪口蹄疫O型灭活疫苗(II)**。抽查的中农威特、新疆天康、内蒙金宇和中牧实业4个厂家的疫苗,免疫二次效果均不理想,必须进—3—行3次以上免疫。按照二次免疫后(包括三次免疫)4次平均抗体合格率进行综合评价:第一名新疆天康,抗体合格率为67.86%;第二名中牧实业,平均抗体合格率为60%;第三名中农威特,抗体合格率为36.21%;第四名内蒙金宇,抗体合格率为24.07%。

猪口蹄疫O型灭活疫苗(II)	二次免疫后(包括三次免疫)4次平均抗体合格率
新疆天康	67.86%
中牧实业	60%
中农威特	36.21%
内蒙金宇	24.07%

(四) **猪口蹄疫O型“高效苗”**。抽查的内蒙金宇、中农威特和新疆天康公司口蹄疫“高效苗”免疫效果差异明显。内蒙金宇免疫效果较好,试验全期平均抗体合格率为97.37%。按照二次免疫后4次平均抗体合格率进行综合评价:第一名内蒙金宇,抗体合格率为97.37%;第二名新疆天康,抗体合格率为65%;第三名中农威特,抗体合格率为50%。

猪口蹄疫O型“高效苗”	二次免疫后4次平均抗体合格率
内蒙金宇	97.37%
新疆天康	65%
中农威特	50%

（五）**猪瘟疫苗**。抽查的广东永顺、中牧实业、大华农和湖南中岸 4 个厂家的猪瘟活疫苗（细胞源）总体免疫效果较好，抗体持续期长，但湖南中岸、大华农和中牧股份的猪瘟疫苗存在批间差异、质量不够稳定现象。按照该疫苗二次免疫后 4 次平均抗体合格率进行综合评价：第一名广东永顺，抗体合格率为 89.32%；第二名湖南中岸，抗体合格率为 73.45%；第三名中牧实业，抗体合格率为 70.83%；第四名大华农，抗体合格率为 69.70%。广东永顺的猪瘟活疫苗（传代细胞源）免疫效果比 2012 年差，二次免疫后 4 次平均抗体合格率为 73.21%。

猪瘟疫苗	二次免疫后 4 次平均抗体合格率
广东永顺	89.32%
湖南中岸	73.45%
中牧实业	70.83%
大华农	69.70%

（六）**高致病性猪蓝耳病（JXA1-R 株）活疫苗**。抽查的扬州威克、大华农、广东永顺、中牧股份 4 个厂家的疫苗总体免疫效果较好。按照一次免疫后 5 次平均抗体合格率进行综合评价：第一名扬州威克，抗体合格率为 100%；第二名大华农，抗体合格率为 99.17%；第三名广东永顺，抗体合格率为 98.28%；第四名中牧实业，抗体合格率为 97.90%。

高致病性猪蓝耳病（JXA1-R 株）活疫苗	一次免疫后 5 次平均抗体合格率
扬州威克	100%
大华农	99.17%
广东永顺	98.28%
中牧实业	97.90%

三、试验结论与建议疫苗免疫效果评价试验结果显示，政府招标疫苗免疫效果总体比较理想，安全性较好，按规定程序免疫能达到很好的免疫效果，构筑有效的免疫屏障。在使用时应注意以下几方面：一是重组禽流感病毒灭活疫苗二次免疫对鸡可产生足够高的抗体，可起到良好的保护作用。二是猪口蹄疫 $\circ$ 型合成肽疫苗一次免疫抗体合格率在 70%以上，二次免疫在 95%以上，抗体维持时间较长，安全性好。肉猪 4-8 周龄免疫一次，种猪每年免疫二次，免疫剂量 1 头份均能达到很好效果。三是猪口蹄疫 $\circ$ 型灭活疫苗（II）种猪按免疫程序每年免疫三次以上，肉猪免疫二次以上能获得较好免疫保护。四是猪瘟细胞源和传代细胞源疫苗按免疫程序进行二次免



疫，免疫剂量 1-2 头份均能达到很好的免疫效果。五是高致病性猪蓝耳病（JXA1-R 株）活疫苗免疫后抗体维持时间很长，非流行猪场肉猪 4-5 周龄免疫、流行猪场可结合实际进行二次免疫，免疫剂量 1 头份均能达到很好效果。

**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
<b>营业总收入</b>	<b>576</b>	<b>556</b>	<b>671</b>	<b>1,113</b>	<b>1,542</b>	<b>1,938</b>	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%	固定投资	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	<b>资产总计</b>	<b>1,725</b>	<b>1,883</b>	<b>1,712</b>	<b>2,927</b>	<b>3,483</b>	<b>4,247</b>
% 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	长期借款	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%	<b>负债</b>	<b>734</b>	<b>805</b>	<b>430</b>	<b>1,349</b>	<b>1,370</b>	<b>1,420</b>
营业利润	166	148	297	436	624	835	<b>普通股股东权益</b>	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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,725</b>	<b>1,883</b>	<b>1,712</b>	<b>2,927</b>	<b>3,483</b>	<b>4,247</b>
税前利润	171	154	300	441	629	840	<b>比率分析</b>						
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	<b>每股指标</b>						
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>149</b>	<b>130</b>	<b>251</b>	<b>377</b>	<b>538</b>	<b>718</b>	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%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							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	<b>增长率</b>						
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%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>185</b>	<b>103</b>	<b>649</b>	<b>-573</b>	<b>-376</b>	<b>236</b>	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	<b>资产管理能力</b>						
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-38</b>	<b>-114</b>	<b>7</b>	<b>-23</b>	<b>-90</b>	<b>-85</b>	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	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-5</b>	<b>-94</b>	<b>-253</b>	<b>550</b>	<b>103</b>	<b>-76</b>	净负债/股东权益	-0.48%	2.69%	-45.38%	2.68%	29.71%	18.09%
<b>现金净流量</b>	<b>142</b>	<b>-105</b>	<b>403</b>	<b>-46</b>	<b>-362</b>	<b>75</b>	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
<b>生物疫苗</b>								
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%
<b>房地产</b>								
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%
<b>物业管理</b>								
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%
<b>能源</b>								
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%
<b>羊绒业务</b>								
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	—	—	—	—	—	—	—	—
<b>销售收入小计</b>	<b>677.18</b>	<b>662.91</b>	<b>569.17</b>	<b>546.39</b>	<b>666.65</b>	<b>1112.66</b>	<b>1541.57</b>	<b>1938.42</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>395.88</b>	<b>349.82</b>	<b>179.42</b>	<b>178.45</b>	<b>195.62</b>	<b>331.69</b>	<b>456.15</b>	<b>571.54</b>
<b>毛利</b>	<b>281.30</b>	<b>313.09</b>	<b>389.75</b>	<b>367.93</b>	<b>471.03</b>	<b>780.97</b>	<b>1085.41</b>	<b>1366.88</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>41.54%</b>	<b>47.23%</b>	<b>68.48%</b>	<b>67.34%</b>	<b>70.66%</b>	<b>70.19%</b>	<b>70.41%</b>	<b>70.52%</b>

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。