

金宇集团 (600201.SH)

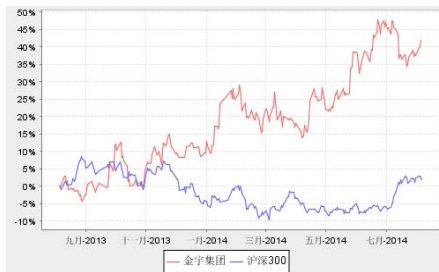
动力十足，高成长依旧

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8月22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)	32.55
市值(百万元)	9304.58
流通市值(百万元)	9140.53

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(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	30.70	28.84	24.09	16.87	12.65
PEG	—	0.31	0.48	0.39	0.38
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	5.75	4.29	3.20
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

- 金宇集团(600201)公布2014年半年报**, 公司上半年实现营业收入5.05亿元, 同比增长67.04%, 实现归属上市公司股东净利润2.14亿元, 同比增长36.49%, 折合EPS0.76元, 扣非后净利润2.12亿元, 同比增长144.56%。
- 疫苗业务收入继续高速增长是公司业绩快速增长的核心驱动力**。公司上半年生物制品业务实现收入4.88亿元, 同比增长70.24%, 毛利率71.83%, 同比增加4.98pct, 以销售口蹄疫疫苗为主的全资子公司金宇保灵实现收入4.84亿元, 净利润2.27亿元。上半年公司市场苗业务实现收入将近2亿元, 同比接近翻倍增长, 政府苗业务大约2.8亿元左右, 同比增长约60%, 公司目前独家生产的牛三价口蹄疫疫苗带动公司政府招标业务收入实现快速增长。此外, 由此市场苗占比提升, 公司疫苗业务综合毛利率水平继续稳步提升4.98pct。
- 在口蹄疫市场苗及牛三价疫苗秋防补招的带动下, 公司全年收入实现10亿元是大概率事件**。根据2013年的收入分布, 下半年约是上半年收入的120%, 由于今年下半年养殖行业景气度回升, 市场苗推广速度应高于上半年, 即使我们保守假设今年下半年收入与上半年持平, 公司全年收入也将超过10亿元, 由此带来公司2014年业绩的确定性增长。
- 我们继续看好金宇集团未来2-3年的成长性**。(1) 在规模养殖集中度提升的大背景下, 高端疫苗需求量持续放量, 公司口蹄疫市场苗继续保持快速增长, 我们预计公司未来口蹄疫市场苗将达到8-10亿元的规模体量。(2) 2015年牛羊布病疫苗以及猪圆环疫苗推出将增加新的业务收入增量。(3) 扬州优邦产能基本达产, 禽苗业务会实现一定的增量贡献。

- 自去年以来我们已通过多篇报告来推荐金宇集团的长期增长逻辑，欢迎参阅我们的报告：《布氏杆菌疫苗将成为公司增长第二极》；《口蹄疫疫苗“双轨制”受益者，下半年业绩有望超预期》；《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》；《产品力铸就核心竞争力，四大因素驱动业绩增长》；《行业大机遇，公司大机会》。核心逻辑是：规模养殖提升带来的防控支出成本提升，高端疫苗需求爆发，公司通过不断的高品质产品推出，以适应需求的增长，从而实现业绩增长。
- 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）布病疫苗及猪圆环疫苗推出；（2）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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	576	556	671	1,113	1,542	1,938
增长率	-14.05%	-3.4%	20.6%	65.7%	38.5%	25.7%
营业成本	-181	-182	-197	-332	-456	-572
%销售收入	31.4%	32.6%	29.4%	29.8%	29.6%	29.5%
毛利	395	375	474	781	1,085	1,367
%销售收入	68.6%	67.4%	70.6%	70.2%	70.4%	70.5%
营业税金及附加	-32	-25	-7	-11	-15	-19
%销售收入	5.5%	4.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-78	-88	-108	-156	-200	-233
%销售收入	13.6%	15.8%	16.1%	14.0%	13.0%	12.0%
管理费用	-95	-91	-118	-167	-216	-252
%销售收入	16.5%	16.3%	17.6%	15.0%	14.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	190	171	241	447	654	863
%销售收入	32.9%	30.7%	35.9%	40.2%	42.4%	44.5%
财务费用	-22	-25	-20	-12	-30	-29
%销售收入	3.8%	4.5%	3.0%	1.1%	1.9%	1.5%
资产减值损失	-2	0	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	82	1	0	0
%税前利润	0.2%	1.2%	27.3%	0.1%	0.0%	0.0%
营业利润	166	148	297	436	624	835
营业利润率	28.9%	26.5%	44.2%	39.2%	40.5%	43.1%
营业外收支	5	6	3	5	5	5
税前利润	171	154	300	441	629	840
利润率	29.7%	27.6%	44.7%	39.6%	40.8%	43.3%
所得税	-24	-25	-51	-66	-94	-126
所得税率	14.0%	16.4%	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	147	129	249	375	535	714
少数股东损益	-2	-2	-2	-2	-3	-4
归属于母公司的净利润	149	130	251	377	538	718
净利率	25.9%	23.4%	37.4%	33.9%	34.9%	37.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	420	315	712	668	308	388
应收账款	63	151	249	149	211	266
存货	793	889	157	1,472	2,250	2,819
其他流动资产	46	51	43	96	117	134
流动资产	1,322	1,407	1,162	2,385	2,886	3,606
%总资产	76.6%	74.7%	67.9%	81.5%	82.9%	84.9%
长期投资	79	61	60	60	60	60
固定资产	251	337	410	410	458	505
%总资产	14.6%	17.9%	24.0%	14.0%	13.2%	11.9%
无形资产	65	62	65	57	64	61
非流动资产	404	476	550	542	597	641
%总资产	23.4%	25.3%	32.1%	18.5%	17.1%	15.1%
资产总计	1,725	1,883	1,712	2,927	3,483	4,247
短期借款	413	325	120	250	476	439
应付账款	219	339	186	432	311	378
其他流动负债	99	75	112	206	122	143
流动负债	731	738	419	888	909	959
长期贷款	2	20	10	10	10	10
其他长期负债	1	47	1	451	451	451
负债	734	805	430	1,349	1,370	1,420
普通股股东权益	988	1,076	1,282	1,580	2,118	2,836
少数股东权益	4	2	0	-2	-5	-10
负债股东权益合计	1,725	1,883	1,712	2,927	3,483	4,247

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.532	0.464	0.893	1.342	1.916	2.557
每股净资产 (元)	3.517	3.831	4.565	5.627	7.543	10.100
每股经营现金净流 (元)	0.660	0.367	2.312	-2.032	-1.328	0.855
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.280	0.280	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.13%	12.12%	19.57%	23.86%	25.41%	25.31%
总资产收益率	8.66%	6.93%	14.66%	12.88%	15.45%	16.90%
投入资本收益率	17.96%	13.67%	31.28%	24.35%	20.72%	22.37%
增长率						
营业总收入增长率	-14.05%	-3.41%	20.65%	65.73%	38.55%	25.74%
EBIT增长率	35.73%	-9.87%	41.05%	85.34%	46.20%	31.99%
净利润增长率	29.73%	-12.72%	92.34%	50.24%	42.77%	33.40%
总资产增长率	8.59%	9.13%	-9.09%	70.99%	19.01%	21.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.4	58.0	76.0	39.0	40.0	40.0
存货周转天数	1,558.8	1,690.9	968.6	1,620.0	1,800.0	1,800.0
应付账款周转天数	139.0	156.8	168.4	135.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	149.5	157.7	131.8	76.0	49.9	41.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.48%	2.69%	-45.38%	2.68%	29.71%	18.09%
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。