

金宇集团 (600201)
—— 有望成为中国首家百亿市值的动保公司
摘要:

内蒙古金宇集团股份有限公司成立于1993年3月，注册资本28080万元，1999年1月在上海证券交易所上市，股票代码：600201。截止2014年5月在职工已超过1000人，A股农业养殖生物制药板块绩优上市公司。公司全资子公司内蒙古生物药品厂是内蒙古自治区唯一一家生产兽用生物制品和畜禽疫苗制品的企业，行业排名第二，是农业部指定的三个牛羊猪特种疫苗生产基地之一，口蹄疫疫苗市场占有率曾达到全国第一。

口蹄疫疫苗的发展只是疫苗市场的一个开端，在研发与工艺的改进中，更多的品种会在低效竞争的怪圈中突围出来。很多国家运用中国的疫苗作为母本，通过改良与结构重塑能够提高功效和降低毒性，在未来数年内，我国企业也会赶超这种趋势，例如：猪瘟、猪圆环、蓝耳等疫苗的业绩增长会得到一定的支撑。

2014年是养殖业的大周期元年，预计未来3年口蹄疫市场需求会放量增长。增速能够保持在平均35%以上，如果符合我们的估计口蹄疫市场苗在7000万头/份的保有量是可以达到的。今年一季度牛三价的政府苗和市场苗同步增长已经超过了140%，年内的销售额有望突破2亿。加上2015年底其他疫苗改进版的推出，营收会进一步提升。

在这样的市场预期下，我们预计在去年增长的基础上，2014年的营收增长率能够保持55%以上的增速，在保守的估计下，我们在行业增速25%的假设条件下，预计2014-2016年的EPS分别问1.0、1.2、1.51。

估值结果汇总	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	556.5	671.4	839.2	1049.0	1311.3
营收增长率(%)	-3.4	20.6	25.0	25.0	25.0
净利润(百万)	128.6	249.2	283.3	341.3	428.4
净利润增长率(%)	-12.5	93.7	13.7	20.5	25.5
ROE(%)	12.1	19.6	18.7	18.9	19.8
EPS	0.46	0.89	1.00	1.20	1.51
P/E	70.3	36.3	32.4	26.9	21.4
P/B	8.6	7.2	6.1	5.1	4.2
EV/EBITDA	42.2	23.7	24.4	19.6	15.6

公司深度
作者简介

编辑：柳海英
 电话：0311-66006413
 执业证书：S0400511020004
 报告日期：2014-08-25

主要数据

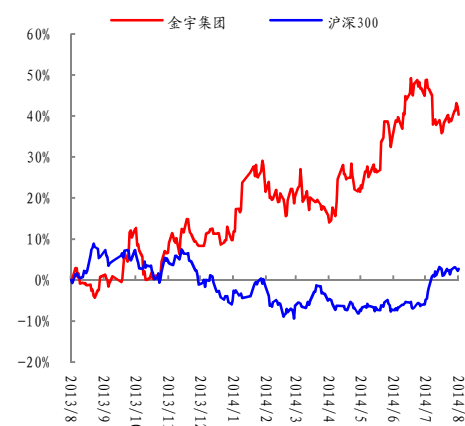
金宇集团 [600201]
 当前价：31.91 目标价：38
 评级：增持

股票价格涨幅/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.85/-7.09	15.47/-9.18	40.28/-2.60
总股本		285.85(百万股)
流通 A 股		89.61(百万股)
3 月日均成交量		2.09(百万股)

主要股东

内蒙古农牧药业有限责任公司	11.75
大象创业投资有限公司	2.61
博时价值增长证券投资基金	1.75

股价表现

公司动态

2014-08-21	金宇集团(600201)中期净利 2.14 亿 同比增加 36%
2014-08-15	金宇集团(600201):增长驱动不断 尽享行业景气



目录

1.公司简介.....	3
2.公司在疫苗工艺领域优势显著，潜力较大.....	4
2.1 工艺出于领先地位.....	4
2.2 未来公司会快速提高口蹄疫的市场渗透率.....	4
2.3 多个潜力品种，有望提高公司的整体估值.....	5
3.估值、投资建议与风险提示.....	5
3.1 行业估值提升刚刚开始.....	5
3.2 公司的战略清晰.....	5
3.3 估值建议.....	6
3.4 风险提示.....	6
4.财务分析.....	7
其他明细条目.....	9

1. 公司简介

内蒙古金宇集团股份有限公司成立于 1993 年 3 月，注册资本 28080 万元，1999 年 1 月在上海证券交易所上市，股票代码：600201。截止 2014 年 5 月在职员工已超过 1000 人，A 股农业养殖生物制药板块绩优上市公司。公司全资子公司内蒙古生物药品厂是内蒙古自治区唯一一家生产兽用生物制品和畜禽疫苗制品的企业，行业排名第二，是农业部指定的三个牛羊猪特种疫苗生产基地之一，口蹄疫疫苗市场占有率曾达到全国第一。

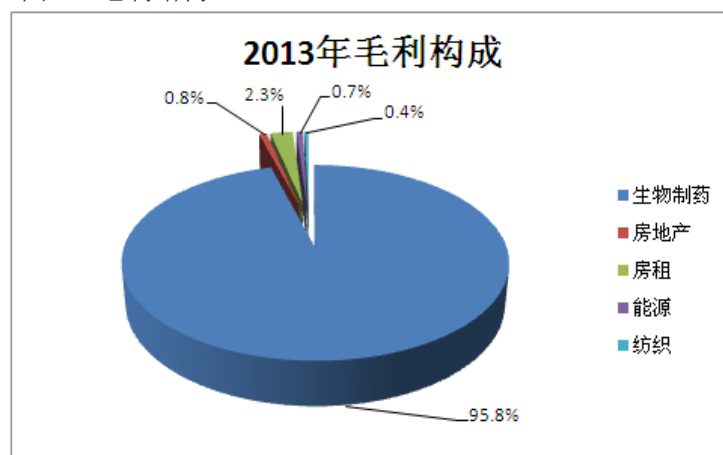
虽然在 20 世纪末，公司采用多元化经营，集团整体包括毛纺、生物制药、亚麻油等多行业子公司，但是整体的经营效果并不是很好，公司经过反思与调整，致力于在疫苗行业扩大发展空间。2011 年公司剥离了连年亏损的羊绒公司，2013 年又抓住了机遇，推进公司产业结构调整，向生物制药领域挺进。从公司主动剥离利润颇丰的房地产业务可以看出公司战略调整的决心，占资产总额 40% 房地产业务的剥离为公司 2013 年增收 7000 万元，这为未来农业养殖疫苗的开发投入提供了资金支持。

图 1：收入结构



资料来源：聚源数据

图 2：毛利结构



资料来源：聚源数据

图 3：金宇集团主要子公司

子公司	持股比例	主营业务	净利润
金宇保灵生物药品有限公司	100%	口蹄疫灭活疫苗、细胞毒活疫苗、组织毒活疫苗等的生产销售	20,994
扬州优邦生物制药有限公司	100%	细胞毒灭活疫苗的研制生产	205
内蒙古金宇惠泽农牧业发展有限公司	100%	种植业，花卉、苗木、农副产品、农机产品、农资产品销售等	-140
内蒙古金堃物业服务服务有限公司	100%	物业服务、机动车停车场管理等	43
黄山市黄山区天安伟业置业有限公司	100%	房地产开发及销售，自有物业管理	-493
黄山市金禹伟业大酒店有限公司	40%	酒店服务业	-164

资料来源：公司公告

2. 公司在疫苗工艺领域优势显著，潜力较大

2.1 工艺出于领先地位

相对于传统转瓶技术而言，悬浮培养技术大大提高了生产效率和产品的稳定性。而金宇集团自 2007 年开始启动悬浮技术生产，2009 年率先填补了国内的空白，并在核心技术抗原纯化方面领先于国内其他公司。

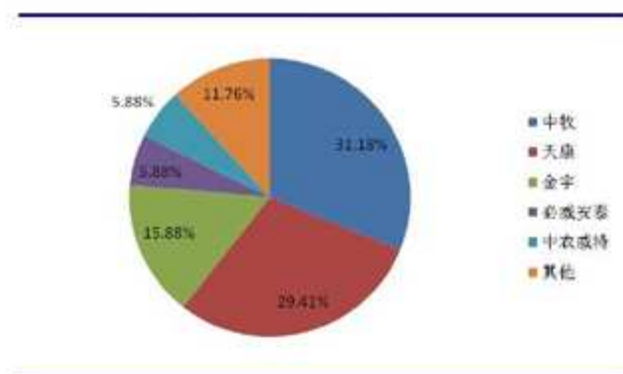
虽然掌握技术的公司，国内目前还有 4 家。但是还达不到生产的要求，根据广东省卫生监督部门的评测，O 型高效苗的生产厂家中，金宇集团的抗免效果，以及抗体择优率最高。

2.2 未来公司会快速提高口蹄疫的市场渗透率

在其他的疫苗公司报告中我们已经提到，口蹄疫疫苗是我国最大的政府强免品种之一。在每年生猪养殖费用中占比也是最大的。母猪每年需要打 2-3 次，仔猪 25 公斤以下一般是 1 头份。

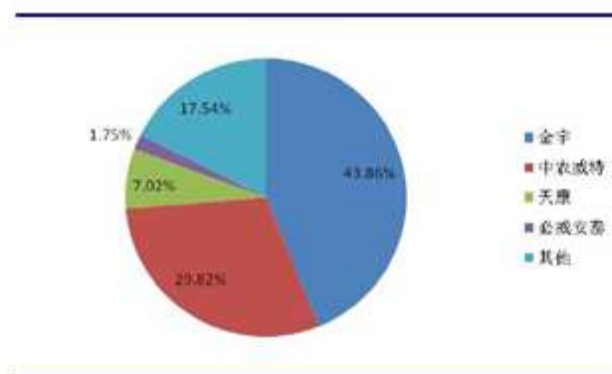
口蹄疫主要分为灭活和合成肽两大类。目前国内有牌照的公司有七家，但规模化生产的只有金宇集团，天康生物和中牧股份的量产预计到今年年底才能实现。在前期的相关公司报告中我们也做过测算，按 2013 年的存栏量计算，能繁母猪每年每头免疫 2.5 次，生猪 1.5 次，加上牛羊的粗略计算大概的市场空间能够达到将近 40 亿，而目前的市场空间渗透率还不到 30%。

图 4：政府苗格局



资料来源：公司公告

图 5：市场苗格局



资料来源：公司公告

市场苗 8-10 元的价格区间，远远超过招标苗的 0.8-1.0 的区间。目前市场苗的市场广阔，前面已有了计算，目前市场苗的销售总额不过 4 亿，而公司就占据了将近 60%。在工艺与市场领先的条件下未来公司的业绩有望翻翻。



2.3 多个潜力品种，有望提高公司的整体估值

开拓禽流感市场。

从 2012 年开始的禽流感，给了养殖业沉重的一击，目前国内主要的禽流感病毒主要是 h5\h7\h9,其中政府主要关注的是 h5。公司目前在扬州优邦上有 4 条规模化的生产线，预计头汗后能够增产 2 亿左右。目前，猪圆环，猪蓝耳的竞争较为激烈，公司的疫苗投放时间迟迟未定，正在规划中，主要的生产场地也在扬州优邦。我们简单保守的估算该厂的营收增速会在 20%以上。

A 型口蹄疫频发，牛三价井喷。

在过去的 2013 年间，牛羊口蹄疫频发，传统的二价疫苗对出现的 A 型病毒没有有效的防疫作用。而公司的牛三价对 A 型毒株有明显的防疫作用，弥补了这一市场缺口。2014 年牛三价疫苗的招标价格 2 元，市场价 10 元。目前 13 年的牛存栏量还没有具体的统计数字，简单的用 11 年的数据套用，潜在的市场空间能够超过 5 亿。公司目前是国内仅有的具有批量生产能力的厂商，而天康生物和中牧股份在 14 年底预计能够实现规模化的测试。

布氏杆菌疫苗有望次年爆发。

布氏病毒是和人畜共患的病毒，虽然总体 2012-2013 年对于公司业绩的贡献不是很大，超不过 1000 万，而且行业竞争也相对激烈。国内的 14 家批文厂家中，只有金宇准备摆脱低价苗的竞争，与诗华合作开发 REV1 和 S19 疫苗。目前的弱毒苗售价高于成本，很多厂家生产线都处于停产状态。潜在的市场容量超过 3 亿头，如果定价合理，对于公司的业绩贡献应该能突破 2 亿。

3.估值、投资建议与风险提示

3.1 行业估值提升刚刚开始

高品质疫苗对于整体规模的增速有推进的作用，在这次猪周期的整体调整下，行业出现了历史性的一个价格底部；行业整体的需求在逐步恢复，中国的规模化养殖企业对于疫苗的品质要求，以及量的要求都会呈现出爆发式的增长。

口蹄疫疫苗的发展只是疫苗市场的一个开端，在研发与工艺的改进中，更多的品种会在低效竞争的怪圈中突围出来。很多国家运用中国的疫苗作为母本，通过改良与结构重塑能够提高功效和降低毒性，在未来数年内，我国企业也会赶超这种趋势，例如：猪瘟、猪圆环、蓝耳等疫苗的业绩增长会得到一定的支撑。

3.2 公司的战略清晰

- (1) 多元化发展到聚焦主业；
- (2) 技术开发与巩固渠道；
- (3) 技术引进与工艺改造。

原瑞辉动保的中国区经理，今年 5 月担任金宇保灵总经理以来。公司的工艺技术团队有了飞跃式的发展。目前公司较弱的猪瘟、猪圆环疫苗的改造工程已经启动，推入市场的周期缩短到了 2 年；开展牛羊布病的产品开发，与诗华合作是一个良好的开端；与中非基金合作积极拓展非洲的疫苗市场，目前这个领域在非洲还处于空白，需求量不可估量。



3.3 估值建议

2014 上半年公司实现营业收入5.05 亿元，同比增长67.04%；实现归属于上市公司股东净利润2.14 亿元，同比增长36.49%，每股收益0.75 元。剔除公司去年同期剥离房地产贡献的净利润7172 万，公司14 年上半年净利同比增长151.86%。

2014 年是养殖业的大周期元年，预计未来 3 年口蹄疫市场需求会放量增长。增速能够保持在平均 35%以上，如果符合我们的估计口蹄疫市场苗在 7000 万头/份的保有量是可以达到的。今年一季度牛三价的政府苗和市场苗同步增长已经超过了 140%，年内的销售额有望突破 2 亿。加上 2015 年底其他疫苗改进版的推出，营收会进一步提升。

在这样的市场预期下，我们预计在去年增长的基础上 2014 年的营收增长率能够保持 65%以上的增速，在保守的估计下，我们在行业均速 25%的假设条件下，预计 2014-2016 年的 EPS 分别向 1.0、1.2、1.51。

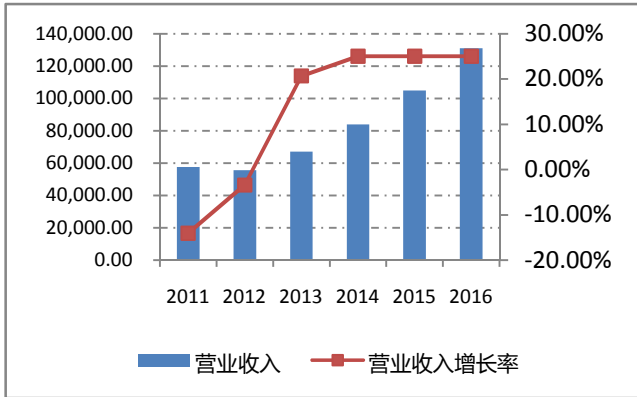
3.4 风险提示

- (1) 市场管制
- (2) 质量风险
- (3) 下游市场周期反转速度低于预期



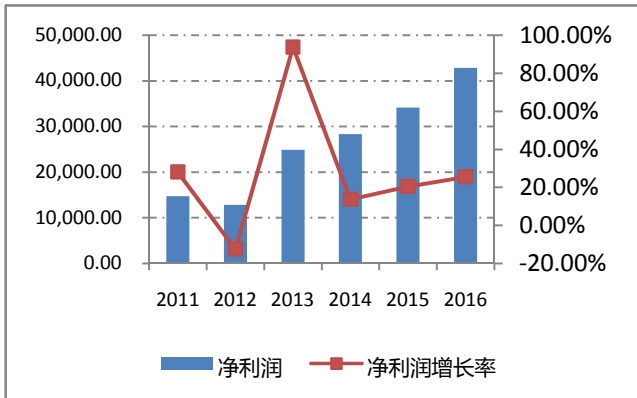
4. 财务分析

图



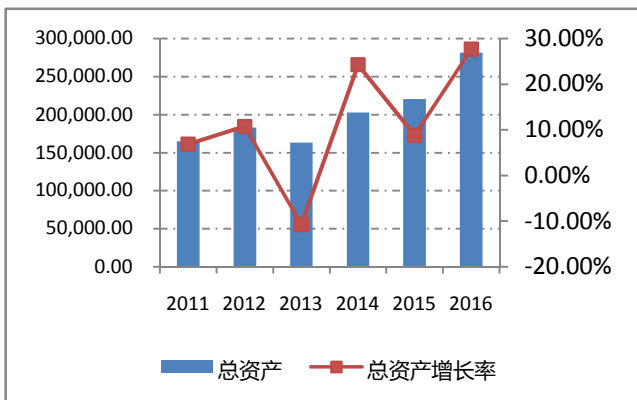
资料来源：个人整理

图



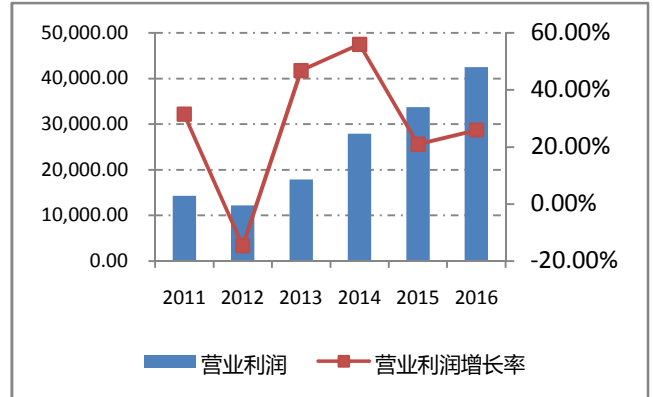
资料来源

图



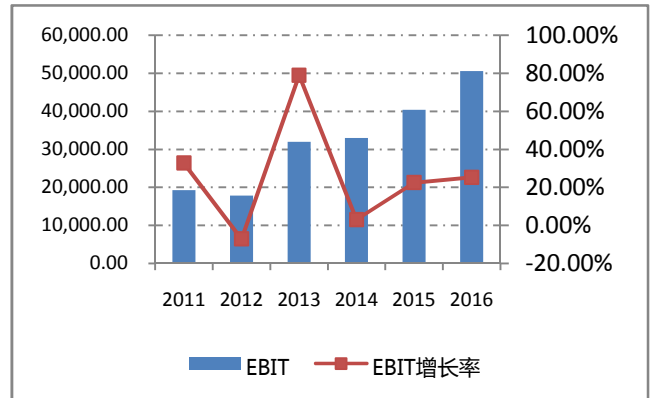
资料来源

图



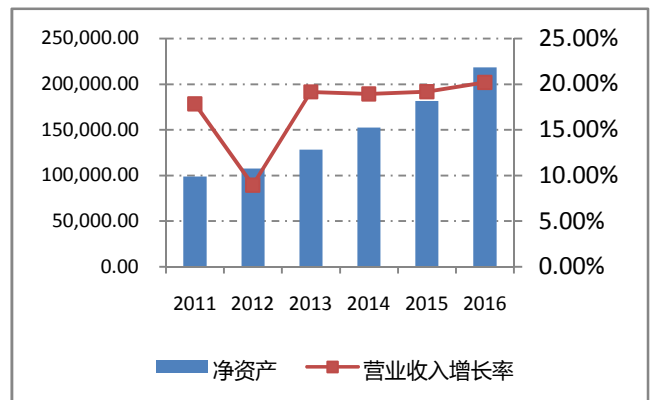
资料来源

图



资料来源

图



资料来源



指标分析与报表预测

资产负债表	(百万元)				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	273.5	649.5	183.1	235.8	339.3
应收帐款	125.0	154.6	121.0	261.9	218.7
存货	889.2	157.1	1004.3	714.7	1222.6
预付款项	51.1	40.4	37.3	85.3	58.6
其他应收款	26.3	94.8	12.5	115.7	66.9
非核心资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	243.1	241.7	383.3	513.9	638.7
无形资产	56.3	59.0	50.0	41.1	32.2
长期待摊费用	6.1	6.0	4.0	2.0	0.0
其他非流动资产	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	1828.5	1631.9	2027.7	2205.9	2816.1
短期借款	308.5	120.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	90.6	95.3	64.2	171.0	117.1
预收款项	196.8	65.1	371.5	153.1	453.5
其他应付款	51.3	26.1	26.1	26.1	26.1
其他流动负债	38.0	33.6	33.6	33.6	33.6
长期借款	19.5	10.0	10.0	10.0	10.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期经营性负债	46.2	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	750.9	350.1	505.4	393.8	640.3
少数股东权益	1.8	0.0	-1.9	-4.3	-7.2
股东权益	1075.8	1281.8	1524.3	1816.4	2183.0
净营运资本	71.9	-486.9	454.5	116.1	145.4
投入资本 IC	1137.7	769.0	1357.6	1596.8	1859.6

现金流量表	(百万元)				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	128.6	249.2	283.3	341.3	428.4
折旧摊销	38.1	41.3	35.0	49.2	57.5
净营运资金增加	-83.8	419.6	-452.8	-114.0	-142.8
经营现金流	101.0	567.6	-141.8	271.4	337.5
投资现金流	-113.8	6.8	-167.3	-171.2	-175.0
融资现金流	-94.0	-252.9	-157.3	-47.5	-58.9
现金净增(减)	-106.7	321.4	-466.4	52.7	103.5
现金期末余额	273.5	649.5	183.1	235.8	339.3

利润表	(百万元)				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	556.5	671.4	839.2	1049.0	1311.3
主营业务成本	181.6	197.1	226.6	283.2	354.0
主营业务利润	374.9	474.2	612.6	765.8	957.2
营业费用	87.7	108.4	126.8	163.3	203.4
管理费用	90.9	118.0	138.6	176.6	221.0
财务费用	25.2	20.1	-5.2	-3.6	-5.3
折旧摊销	38.1	41.3	35.0	49.2	57.5
资产减值损失	0.0	5.9	2.6	2.9	3.8
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	1.9	81.7	0.0	0.0	0.0
营业利润	147.7	297.0	329.8	402.8	506.9
营业外净收入	6.1	2.9	5.2	4.7	4.3
利润总额	153.8	299.9	335.0	407.6	511.2
所得税费用	25.2	50.7	51.7	66.2	82.8
净利润	128.6	249.2	283.3	341.3	428.4

主要财务指标					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入增长率(%)	-3.4	20.6	25.0	25.0	25.0
净利润增长率(%)	-12.5	93.7	13.7	20.5	25.5
EBITDA 增长率(%)	-6.8	66.5	1.0	24.2	24.3
EBIT 增长率(%)	-7.1	78.9	3.0	22.5	25.3
主营利润率(%)	23.1	37.1	33.8	32.5	32.7
EBITDAMargin	39.0	53.8	43.4	43.2	42.9
ROE	12.1	19.6	18.7	18.9	19.8
ROIC	14.5	23.0	35.7	24.6	26.3
ROIC-WACC	4.8	13.3	26.0	14.9	16.6
基本 EPS	0.46	0.89	1.00	1.20	1.51
稀释 EPS	0.46	0.89	1.02	1.22	1.54
每股红利	1.2	1.4	1.7	2.0	2.4
每股现金流	0.4	2.0	-0.5	0.9	1.2
每股净资产	3.8	4.5	5.3	6.4	7.6
净负债/权益(%)	30.5	10.1	0.7	0.6	0.5
总负债/总资产(%)	41.1	21.5	24.9	17.9	22.7
流动比率	2.0	3.2	2.7	3.7	3.0
速动比率	0.7	2.8	0.7	1.8	1.1

其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层

电话：0311-66006330

传真：0311-66006364

邮编：050000