金宇集团(600201.SH)

口蹄疫苗渗透率逆势提升，牛三苗突破 2 亿

评级：买入 前次：买入

目标价（元）：48

分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn

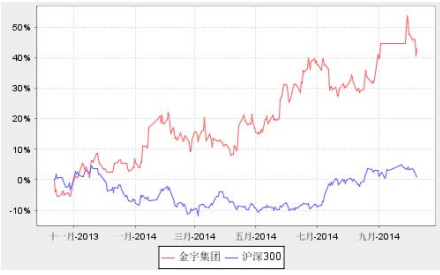
分析师 张俊宇 S0740511120002 021-20315191 zhangjy@r.qlzq.com.cn

2014 年 10 月 26 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)	34.61
市值(百万元)	9893.44
流通市值(百万元)	9719.00

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	1,112.6	1,541.5	1,938.4
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%	42.72%	33.40%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.89	1.20	1.72	2.29
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	29.13	20.41	15.30
PEG	—	0.31	0.58	0.48	0.46
每股净资产（元）	3.83	4.56	5.10	6.85	9.18
每股现金流量	0.37	2.31	-1.85	-1.21	0.78
净资产收益率	12.12%	19.57%	23.97%	25.49%	25.38%
市净率	3.72	5.65	6.87	5.12	3.82
总 本（百万股）	280.81	280.81	313.10	313.10	313.10

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 年三季报，**公司期内实现营业收入 7.34 亿元，同比增长 51.01%，实现归属上市公司股东净利润 3.10 亿元，同比增长 44.54%，按增发完成后股本计算，折合 EPS0.99 元，扣非后净利润 3.08 亿元，同比增长 113.37%，折合 EPS0.98 元。其中，Q3 单季实现收入 2.34 亿元，同比增长 25%，归属母公司净利润 9593 万元，折合 EPS0.31 元，同比增长 67.6%。

- **牛三价口蹄疫疫苗及市场苗高速增长带来公司产品结构提升以及业绩快速增长。**从 Q1-Q3 公司综合毛利率分别为 65.9%、81.2%和 79.2%，较去年各季度分别提升 1.8pct、15.1pct 和 17.5pct，各季度净利润水平均能维持在 40%以上，较去年同期提升 10pct。我们预计今年公司口蹄疫市场苗销售额 4.2 亿元，牛三苗销售额 2 亿元左右，高端产品放量增长以及结构占比提升是公司业绩大幅增长的主要原因。

- **尽管养殖周期并非高度景气，生猪存栏量连续下降，但公司口蹄疫市场苗产品的渗透率依然在快速提升过程中，保证了公司高端产品继续放量增长以及整体产品结构的优化。**今年各大企业口蹄疫市场苗均实现快速放量增长，但总体市场规模仍不到 8 亿元，我们认为未来随着种猪场和高端养殖场的覆盖率提升，未来口蹄疫市场苗空间将达到 25 亿元，为金宇集团业绩持续稳健增长奠定坚实基础。

- **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 年和 2016 年猪圆环疫苗和牛羊布病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。

- **按最新股本摊薄计算，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.20/1.72/2.29 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 40X2014PE，目标价 48.0 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。**
- **基于业绩增长持续性相当强，我们预计金宇集团长期大牛股已露峥嵘。**公司未来股价的潜在催化剂有:（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	834
营业利润率	28.9%	26.5%	44.2%	39.2%	40.5%	43.0%
营业外收支	5	6	3	5	5	5
税前利润	**171**	**154**	**300**	**441**	**629**	**839**
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	713
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%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	147	129	249	375	535	713
少数股东损益	0	0	0	-2	-3	-4
非现金支出	42	38	47	37	40	46
非经营收益	25	20	-67	20	39	34
营运资金变动	-29	-83	420	-1,003	-987	-553
经营活动现金净流	**185**	**103**	**649**	**-573**	**-376**	**236**
资本开支	39	116	115	24	90	85
投资	0	0	107	0	0	0
其他	1	2	14	1	0	0
投资活动现金净流	**-38**	**-114**	**7**	**-23**	**-90**	**-85**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	17	-71	-140	580	234	-37
其他	-22	-23	-113	-30	-131	-39
筹资活动现金净流	**-5**	**-94**	**-253**	**550**	**103**	**-76**
现金净流量	**142**	**-105**	**403**	**-46**	**-362**	**75**

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
应收款项	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	484	447
应付款项	219	339	186	432	311	378
其他流动负债	99	75	112	213	122	143
流动负债	731	738	419	895	917	967
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**	**1,356**	**1,378**	**1,429**
普通股股东权益	988	1,076	1,282	1,572	2,110	2,828
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	1.204	1.718	2.292
每股净资产(元)	3.517	3.831	4.565	5.104	6.851	9.180
每股经营现金净流(元)	0.660	0.367	2.312	-1.852	-1.211	0.780
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%	23.97%	25.49%	25.38%
总资产收益率	8.66%	6.93%	14.66%	12.88%	15.44%	16.90%
投入资本收益率	17.96%	13.67%	31.28%	24.47%	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%	42.72%	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%	2.69%	30.20%	18.43%
EBIT利息保障倍数	8.7	6.8	12.0	37.9	21.9	29.9
资产负债率	42.55%	42.77%	25.11%	46.35%	39.56%	33.63%

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。