

金宇集团 (600201.SH)

产品结构优化，业绩持续高速增长

评级： 买入 前次： 买入
目标价（元）： 51.6
 分析师 张俊宇
 谢刚 S0740510120005
 021-20315178 S0740511120002
 xiegang@r.qlzq.com.cn 021-20315191
 zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2015年1月30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)	44.90
市值(百万元)	12834.89
流通市值(百万元)	12608.59

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	-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	26.13	18.30	13.72
PEG	—	0.31	0.52	0.43	0.41
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	6.23	4.65	3.47
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

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 事件：金宇集团发布 2014 年年度业绩预增公告，预计 2014 年实现归属于上市公司股东净利润同比增长 50%-70%，区间为 3.76 亿元-4.26 亿元，折合 EPS1.33-1.51 元，基本符合我们此前预期，但大幅超出市场一直预期，收入预增主要由于全资子公司金宇保灵销售收入大幅增加。**
- 根据公司业绩预增增速计算，公司 2014 年净利润较 2013 年扣非后净利润增长 99.2%-125.8%，其中 2014Q4 单季利润达到 0.66 亿元-1.16 亿元，同比增长 14.5%-101.2%。进入 4 季度后全国各地口蹄疫疫情散发趋势增强，养殖户对口蹄疫防控重视程度较高，但因猪价低迷，去产能化持续，公司在市场需求短期缩减情况下仍能保持稳定的业绩实属不易，侧面印证了产品的质量和口碑优势。**
- 此前市场对金宇集团利润增长的持续性表示出担忧，我们此前 1.34 元的盈利预测普遍较市场预期高出 10%-15%左右，但此次公司业绩预告下限水平也基本达到了我们的盈利预测，表明公司口蹄疫市场苗销售仍保持了高速增长状态。在我们 1 月 8 日《口蹄疫疫情对公司业绩形成正面影响》中已经指出公司 2014 年业绩有望超预期，我们认为此次的业绩公告将继续催化金宇集团的估值修复行情。**
- 我们认为 2015 年口蹄疫市场苗将继续驱动业绩快速增长。尽管 2014 年公司口蹄疫市场苗销售额接近 5 亿元，继续实现将近翻倍增长。但是我们仍持续看好口蹄疫业务的增长。（1）在养殖规模化趋势下，市场苗规模有望达到 25 亿元以上，目前市场渗透率依然偏低，未来市场仍有增长空间；（2）2014 年底以来口蹄疫疫情频发，尤其是 A 型口蹄疫疫情较为严重，带来口蹄疫疫苗需求量增长，而且未来极有可能放开 A 型猪口蹄疫疫苗，带来口蹄疫疫苗行业规模的进一步快速增长。（3）公司依赖于其过硬的品质和技术服务优势，将继续在市场份额上保持领先优势。**

- 未来公司在产能扩张、品类增加、相关产业扩张、走出国门等一系列业务运营方面都将呈现加速趋势，我们对公司中长期增长前景保持乐观态势，这些都将成为公司股价的主要催化剂。
- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.34/1.92/2.56 元，按增发完成后股本摊薄计算，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%，给予公司 40X2015PE，上调目标价至 68.8 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。
- 风险因素：(1) 下游养殖景气度长期低迷的风险；(2) 产品质量风险；(3) 口蹄疫市场苗严格管制的风险。

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	资产总计	1,725	1,883	1,712	2,927	3,483	4,247
%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%							
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						
							净资产收益率	15.13%	12.12%	19.57%	23.86%	25.41%	25.31%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.66%	6.93%	14.66%	12.88%	15.45%	16.90%
净利润	147	129	249	375	535	714	投入资本收益率	17.96%	13.67%	31.28%	24.35%	20.72%	22.37%
少数股东损益	0	0	0	-2	-3	-4	增长率						
非现金支出	42	38	47	37	40	46	营业总收入增长率	-14.05%	-3.41%	20.65%	65.73%	38.55%	25.74%
非经营收益	25	20	-67	20	39	34	EBIT增长率	35.73%	-9.87%	41.05%	85.34%	46.20%	31.99%
营运资金变动	-29	-83	420	-1,003	-987	-553	净利润增长率	29.73%	-12.72%	92.34%	50.24%	42.77%	33.40%
经营活动现金净流	185	103	649	-573	-376	236	总资产增长率	8.59%	9.13%	-9.09%	70.99%	19.01%	21.93%
资本开支	39	116	115	24	90	85	资产管理能力						
投资	0	0	107	0	0	0	应收账款周转天数	40.4	58.0	76.0	39.0	40.0	40.0
其他	1	2	14	1	0	0	存货周转天数	1,558.8	1,690.9	968.6	1,620.0	1,800.0	1,800.0
投资活动现金净流	-38	-114	7	-23	-90	-85	应付账款周转天数	139.0	156.8	168.4	135.0	90.0	90.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	149.5	157.7	131.8	76.0	49.9	41.1
债权募资	17	-71	-140	580	226	-37	偿债能力						
其他	-22	-23	-113	-30	-123	-39	净负债/股东权益	-0.48%	2.69%	-45.38%	2.68%	29.71%	18.09%
筹资活动现金净流	-5	-94	-253	550	103	-76	EBIT利息保障倍数	8.7	6.8	12.0	37.9	22.1	30.2
现金净流量	142	-105	403	-46	-362	75	资产负债率	42.55%	42.77%	25.11%	46.09%	39.34%	33.44%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 金宇集团主营业务收入预测表

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: 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。