金宇集团(600201.SH)

口蹄疫单品高增速不改，重磅产品储备打开中期市值空间

评级： 买入 前次： 买入

目标价（元）： 106.4

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

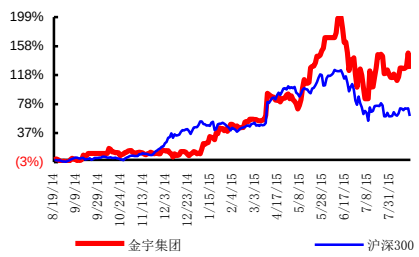
分析师 张俊宇 S0740511120002 021-20315191 zhangjy@r.qlzq.com.cn

2015 年 08 月 19 日

基本状况

总股本(百万股)	286
流通股本(百万股)	286
市价(元)	76.94
市值(百万元)	22,037
流通市值(百万元)	22,037

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	671.38	1,062.9	1,430.8	1,887.0	2,517.1
营业收 增速	20.65%	58.32%	34.62%	31.88%	33.39%
净利润增长率	92.34%	61.16%	41.29%	32.99%	37.76%
摊薄每股收益（元）	0.89	1.41	2.00	2.66	3.70
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）	28.84	24.80	43.45	32.67	23.49
PEG	0.31	0.41	1.05	0.99	0.62
每股净资产（元）	4.56	5.94	7.64	10.29	13.95
每股现金流量	2.31	2.05	-1.77	-0.41	1.52
净资产收益率	19.57%	23.82%	26.17%	25.82%	26.24%
市净率	5.65	5.91	11.37	8.44	6.22
总 本（百万股）	280.81	285.85	285.85	285.85	285.85

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：金宇集团发布 2015 年半年报，公司实现营业收入 5.68 亿元，同比增长 12.54%，归属于上市公司股东净利润 2.57 亿元，同比增长 20.1%，eps0.91，同比增长 19.74%。同时公司拟以 2014 年 6 月 30 日公司总股本 2.86 股为基数，向全体股东每 10 股转增 10 股。**

- **2015 年上半年公司口蹄疫市场苗依旧保持较快增长，盈利能力持续提升。**公司 2015 年上半年生物制品业务实现营业收入 5.56 亿元，同比增长 13.97%，毛利率 74.49%，同比增长 2.66 个百分点。以生产口蹄疫为主的金宇保灵子公司实现营业收入 5.54 亿元，同比增长 14.35%，净利润 2.77 亿元，同比增长 21.73%。我们大致拆分下，2015 年上半年公司市场苗销售 2.7 亿元，同比实现 40%以上的增长。市场苗占比的显著提升，也提升公司疫苗的整体毛利率水平。而扬州优邦受猪繁殖与呼吸综合征病毒灭活疫苗市场需求持续低迷的影响，净利润同比下滑 406 万元。

- **牛羊三价苗继续开拓市场，公司 2015 年全年实现 13 个亿以上收入可期。**受益于独家品种优势，我们认为公司牛羊三价苗将继续在政府苗与市场苗领域继续拓展体量，整体全年保证 40%以上增长，实现 4 个亿以上销售收入。而公司原有的猪用口蹄疫疫苗也将继续在市场苗领域保证较快增长。总的来看，我们认为公司 2015 年全年将在牛羊三价苗与市场直销领域的高速增长带动下，实现 13 个亿以上的销售收入。

- **我们认为金宇集团未来 2-3 年将保持超越行业的高增长，公司拥有的先进生产工艺、多个重磅产品储备、市场口碑等优势仍将构建强大的综合竞争力，为业绩与市值都提供了充分的成长空间：**

  - **（1）公司的口蹄疫产品质量、客户反响达到国内一流，未来待补齐猪口蹄疫 AO 双价苗后，将实现口蹄疫领域的主流全品类覆盖。口蹄疫行业中期待开拓的市场空间仍有 20 亿以上，公司口蹄疫单品未来 3**

年保持30%以上增速较为确定。

- （2）公司未来将持续推出布病疫苗、圆环疫苗等多个国内一流的高质量产品，市场口碑的积累将使新品得以快速抢占市场，中期实现单品3亿以上的规模相对容易，并都具有同期成为5亿以上大品种的潜力。
- （3）公司的在埃塞尔比亚的布局将打开国际化成长空间，避开欧美动保巨头的竞争，在第三世界国家找到广阔的蓝海市场。
- （4）公司未来强大的重磅产品组合将使得客户粘性较高，能够通过综合服务使得产品之间的客源共享，实现规模增长的协同效应。

■ 暂不考虑可能发生的股本转增，我们预计 2015-2017 年净利润为5.71、7.6、10.47亿元，同比增长41.29%、32.99%、37.76%，EPS分别为 2/2.66/3.7 元,基于公司未来几年保持超越行业增速的高成长性，给予2016年40XPE，目标价为106.4元，维持“买入”评级。

图表 1：金宇集团收入预测

项　目	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
生物疫苗								
销售收入	309.31	393.34	433.63	630.01	1,023.18	1,395.53	1,850.33	2,478.89
增长率（YOY）	*N/A*	*27.17%*	*10.24%*	*45.29%*	*62.41%*	*36.39%*	*32.59%*	*33.97%*
毛利率	64.40%	68.40%	65.03%	71.99%	77.38%	77.00%	77.00%	77.00%
销售成本	110.12	124.28	151.62	176.47	231.41	320.97	425.58	570.15
增长率（YOY）	*N/A*	*12.86%*	*22.00%*	*16.38%*	*31.14%*	*38.70%*	*32.59%*	*33.97%*
毛利	199.19	269.06	282.01	453.54	791.76	1,074.56	1,424.75	1,908.75
增长率（YOY）	*N/A*	*35.08%*	*4.81%*	*60.82%*	*74.57%*	*35.72%*	*32.59%*	*33.97%*
占总销售额比重	46.66%	69.11%	79.36%	94.50%	96.56%	97.53%	98.05%	98.48%
占主营业务利润比重	63.62%	69.03%	76.65%	96.29%	97.87%	98.51%	98.83%	99.09%
房地产								
销售收入	172.97	130.83	70.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	*N/A*	*-24.36%*	*-46.19%*	*-100.00%*	—	—	—	—
毛利率	51.41%	74.17%	88.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本	84.05	33.79	7.79	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	*N/A*	*-59.80%*	*-76.95%*	*-100.00%*	—	—	—	—
毛利	88.92	97.04	62.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	*N/A*	*9.13%*	*-35.48%*	*-100.00%*	—	—	—	—
占总销售额比重	26.09%	22.99%	12.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	28.40%	24.90%	17.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
物业管理								
销售收入	19.96	27.49	28.25	22.84	24.94	23.69	24.88	26.12
增长率（YOY）	*N/A*	*37.73%*	*2.77%*	*-19.17%*	*9.21%*	*-5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利率	79.71%	70.53%	70.93%	60.69%	62.29%	62.00%	62.00%	62.00%
销售成本	4.05	8.10	8.21	8.98	9.40	9.00	9.45	9.93
增长率（YOY）	*N/A*	*100.00%*	*1.40%*	*9.30%*	*4.75%*	*-4.26%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利	15.91	19.39	20.04	13.86	15.54	14.69	15.42	16.19
增长率（YOY）	*N/A*	*21.87%*	*3.35%*	*-30.85%*	*12.10%*	*-5.45%*	*5.00%*	*5.00%*
占总销售额比重	3.01%	4.83%	5.17%	3.43%	2.35%	1.66%	1.32%	1.04%
占主营业务利润比重	5.08%	4.97%	5.45%	2.94%	1.92%	1.35%	1.07%	0.84%
能源								
销售收入	4.05	8.10	7.36	8.32	8.72	9.16	9.62	10.10
增长率（YOY）	*N/A*	*100.00%*	*-9.15%*	*13.08%*	*4.81%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利率	-18.52%	26.67%	3.91%	5.04%	4.94%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本	4.80	5.94	7.07	7.90	8.29	8.70	9.13	9.59
增长率（YOY）	*N/A*	*23.75%*	*19.04%*	*11.76%*	*4.91%*	*4.94%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利	-0.75	2.16	0.29	0.42	0.43	0.46	0.48	0.50
增长率（YOY）	*N/A*	*-388.00%*	*-86.68%*	*45.62%*	*2.85%*	*6.23%*	*5.00%*	*5.00%*
占总销售额比重	0.61%	1.42%	1.35%	1.25%	0.82%	0.64%	0.51%	0.40%
占主营业务利润比重	-0.24%	0.55%	0.08%	0.09%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%
羊绒业务								
销售收入	156.62	9.41	6.75	5.49	2.78	2.51	2.26	2.03
增长率（YOY）	*N/A*	*-93.99%*	*-28.32%*	*-18.60%*	*-49.28%*	*-10.00%*	*-10.00%*	*-10.00%*
毛利率	6.27%	22.32%	44.27%	58.51%	44.45%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本	146.80	7.31	3.76	2.28	1.55	1.38	1.24	1.12
增长率（YOY）	*N/A*	*-95.02%*	*-48.57%*	*-39.40%*	*-32.10%*	*-10.89%*	*-10.00%*	*-10.00%*
毛利	9.82	2.10	2.99	3.21	1.24	1.13	1.01	0.91
增长率（YOY）	*N/A*	*-78.62%*	*42.18%*	*7.58%*	*-61.47%*	*-8.88%*	*-10.00%*	*-10.00%*
占总销售额比重	—	—	—	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—	—	—
销售收入小计	**662.91**	**569.17**	**546.39**	**666.65**	**1059.62**	**1430.89**	**1887.07**	**2517.14**
销售成本小计	**349.82**	**179.42**	**178.45**	**195.62**	**250.65**	**340.05**	**445.40**	**590.78**
毛利	**313.09**	**389.75**	**367.93**	**471.03**	**808.97**	**1090.83**	**1441.67**	**1926.36**
平均毛利率	**47.23%**	**68.48%**	**67.34%**	**70.66%**	**76.34%**	**76.23%**	**76.40%**	**76.53%**

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：金宇集团财务三张表

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**556**	**671**	**1,063**	**1,431**	**1,887**	**2,517**
增长率	*-3.41%*	*20.6%*	*58.3%*	*34.6%*	*31.9%*	*33.4%*
营业成本	-182	-197	-253	-340	-445	-591
% 销售收入	*32.6%*	*29.4%*	*23.8%*	*23.8%*	*23.6%*	*23.5%*
毛利	375	474	810	1,091	1,442	1,926
% 销售收入	*67.4%*	*70.6%*	*76.2%*	*76.2%*	*76.4%*	*76.5%*
营业税金及附加	-25	-7	-8	-14	-19	-25
% 销售收入	*4.5%*	*1.0%*	*0.7%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
营业费用	-88	-108	-167	-215	-274	-347
% 销售收入	*15.8%*	*16.1%*	*15.7%*	*15.0%*	*14.5%*	*13.8%*
管理费用	-91	-118	-152	-193	-242	-297
% 销售收入	*16.3%*	*17.6%*	*14.3%*	*13.5%*	*12.8%*	*11.8%*
息税前利润（EBIT）	171	241	483	669	908	1,257
% 销售收入	*30.7%*	*35.9%*	*45.5%*	*46.7%*	*48.1%*	*49.9%*
财务费用	-25	-20	7	12	-1	-1
% 销售收入	*4.5%*	*3.0%*	*-0.7%*	*-0.9%*	*0.1%*	*0.0%*
资产减值损失	0	-6	-14	-5	-5	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	82	4	1	0	0
% 税前利润	*1.2%*	*27.3%*	*0.9%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	148	297	480	677	902	1,241
营业利润率	*26.5%*	*44.2%*	*45.2%*	*47.3%*	*47.8%*	*49.3%*
营业外收支	6	3	3	5	5	5
税前利润	**154**	**300**	**483**	**682**	**907**	**1,246**
利润率	*27.6%*	*44.7%*	*45.4%*	*47.6%*	*48.0%*	*49.5%*
所得税	-25	-51	-81	-114	-151	-206
所得税率	*16.4%*	*16.9%*	*16.7%*	*16.7%*	*16.7%*	*16.5%*
净利润	129	249	402	568	755	1,040
少数股东损益	-2	-2	-2	-3	-5	-6
归属于母公司的净利润	**130**	**251**	**404**	**571**	**760**	**1,047**
净利率	*23.4%*	*37.4%*	*38.0%*	*39.9%*	*40.3%*	*41.6%*

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	249	402	568	755	1,040
少数股东损益	0	0	0	-3	-5	-6
非现金支出	38	47	62	63	65	82
非经营收益	20	-67	-14	0	17	17
营运资金变动	-83	420	135	-1,136	-955	-703
经营活动现金净流	**103**	**649**	**585**	**-508**	**-122**	**430**
资本开支	116	115	207	24	90	85
投资	0	107	0	0	0	0
其他	2	14	9	1	0	0
投资活动现金净流	**-114**	**7**	**-197**	**-24**	**-90**	**-85**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-71	-140	-130	450	0	0
其他	-23	-113	-21	-7	-108	-23
筹资活动现金净流	**-94**	**-253**	**-151**	**443**	**-108**	**-23**
现金净流量	**-105**	**403**	**237**	**-89**	**-320**	**322**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	315	712	948	863	547	876
应收款项	151	249	183	192	259	345
存货	889	157	217	1,509	2,197	2,913
其他流动资产	51	43	20	106	122	147
流动资产	1,407	1,162	1,368	2,670	3,124	4,281
% 总资产	*74.7%*	*67.9%*	*65.2%*	*79.2%*	*80.9%*	*84.9%*
长期投资	61	60	59	59	59	59
固定资产	337	410	578	557	585	611
% 总资产	*17.9%*	*24.0%*	*27.5%*	*16.5%*	*15.2%*	*12.1%*
无形资产	62	65	68	60	67	64
非流动资产	476	550	730	701	736	759
% 总资产	*25.3%*	*32.1%*	*34.8%*	*20.8%*	*19.1%*	*15.1%*
资产总计	**1,883**	**1,712**	**2,098**	**3,371**	**3,860**	**5,040**
短期借款	325	120	1	1	1	1
应付款项	339	186	255	511	341	437
其他流动负债	75	79	178	258	157	185
流动负债	738	385	433	769	498	622
长期贷款	20	10	0	0	0	0
其他长期负债	47	35	34	484	484	484
负债	**805**	**430**	**468**	**1,254**	**982**	**1,106**
普通股股东权益	1,076	1,282	1,697	2,183	2,942	3,989
少数股东权益	2	0	-2	-6	-10	-16
负债股东权益合计	**1,883**	**1,712**	**2,162**	**3,431**	**3,914**	**5,079**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.464	0.893	1.414	1.998	2.658	3.696
每股净资产(元)	3.831	4.565	5.937	7.635	10.293	13.954
每股经营现金净流(元)	0.367	2.312	2.047	-1.767	-0.412	1.525
每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.12%	19.57%	23.82%	26.17%	25.82%	26.24%
总资产收益率	6.93%	14.66%	18.70%	16.65%	19.41%	20.61%
投入资本收益率	13.67%	31.28%	58.35%	32.64%	27.22%	30.07%
增长率						
营业总收入增长率	-3.41%	20.65%	58.32%	34.62%	31.88%	33.39%
EBIT增长率	-9.87%	41.05%	100.25%	38.41%	35.73%	38.47%
净利润增长率	-12.72%	92.34%	61.16%	41.29%	32.99%	37.76%
总资产增长率	9.13%	-9.09%	26.33%	60.68%	14.50%	30.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.0	76.0	56.0	39.0	40.0	40.0
存货周转天数	1,690.9	968.6	270.2	1,620.0	1,800.0	1,800.0
应付账款周转天数	156.8	168.4	198.6	135.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	157.7	131.8	108.1	93.7	63.1	45.4
偿债能力						
净负债/股东权益	2.69%	-45.38%	-55.93%	-18.95%	-3.30%	-10.71%
EBIT利息保障倍数	6.8	12.0	-66.1	-53.5	674.3	1,090.2
资产负债率	42.77%	25.11%	21.62%	36.54%	25.09%	21.79%

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。