

金宇集团 (600201.SH)

口蹄疫单品重回高增长，

大品种、国际化、整合战略开启巨头之路

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**53.2**

分析师

分析师

谢刚

张俊宇

S0740510120005

S0740511120002

021-20315178

021-20315191

xiegang@r.qlzq.com.cn

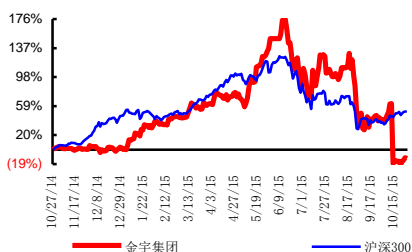
zhangjy@r.qlzq.com.cn

2015年10月28日

基本状况

总股本(百万股)	573
流通股本(百万股)	573
市价(元)	30.6
市值(百万元)	17,529
流通市值(百万元)	17,529

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
营业收入增速	20.65%	58.32%	34.62%	31.88%	33.39%
净利润增长率	92.34%	61.16%	41.35%	32.87%	37.63%
摊薄每股收益(元)	0.89	1.41	1.00	1.33	1.82
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	87.04	65.51	47.60
PEG	0.31	0.41	2.10	1.99	1.26
每股净资产(元)	4.56	5.94	3.71	5.04	6.86
每股现金流量	2.31	2.05	-0.88	-0.21	0.76
净资产收益率	19.57%	23.82%	26.88%	26.32%	26.59%
市净率	5.65	5.91	23.40	17.24	12.66
总股本(百万股)	280.81	285.85	572.83	572.83	572.83

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 年三季报，公司实现营业收入 8.86 亿元，同比增长 19.93%，归属于上市公司股东净利润 4.04 亿元，同比增长 30.46%，eps1.43，同比增长 31.19%。其中三季度单季实现净利润 1.47 亿元。公司近日与北京金陵华新投资管理有限公司、北京中技所知识产权服务有限公司共同出资设立北京中技华科创业投资合伙企业，主要从事创业投资、投资管理、资产管理、投资咨询等业务，其中生物和大健康产业所投比例原则上不低于 60%。
- 秋防市场开拓良好，口蹄疫单品持续高增长无忧。**8 月份以来，口蹄疫在东北局部区域接连爆发，各地防控力度随之加强。我们预计公司三季度借助疫情形势，口蹄疫加速向中大型养猪户渗透，实现三季度单季收入增长 40%、业绩增长 64%。这实际上证明了，在目前口蹄疫渗透率不足 15%的情况下，行业龙头凭借高质量产品与优质产品结构，单品贡献 30%以上业绩持续高增速较为确定，市场不必过分担忧。随着本轮散户退出，中大型规模养殖场的占比提升，未来公司在市场开拓上的压力也同时降低，而未来 AO 双价苗也将进一步完善公司产品线，预计 2016 年口蹄疫产品业绩增速有望同比提升。
- 圆环基因工程苗已获批文，未来布病等多项新品值得期待。**公司目前获得圆环基因工程亚单位疫苗的批文，作为二代疫苗产业化较为成熟的领域，不仅预期将凭借价格优势替代目前进口高端产品，同时也将凭借质量优势替代目前第一代传统疫苗产品，四季度预计能实现利润流入，按 15 亿市场、15%市占率则能达到 2.25 亿元体量。近 5 年来动物领域布病及人间布病发病率不断上升，公司产品有望进入人畜两个市场，预计推广 1-2 年能达到亿元体量。猪瘟基因工程苗、高致病性禽流感苗、牛病毒性腹泻和牛传染性鼻气管炎等新品进展顺利，未来上市后也将贡献一定业绩增量。
- 设立投资公司主攻大健康领域，公司未来有望进入人药市场。**合伙企业出资额为 51,000 万元人民币，

公司作为有限合伙人出资 20,000 万元，金陵华新为唯一普通合伙人并作为执行事务合伙人负责合伙事务及管理企业。公司此次投资，有助于公司借助专业的管理团队，开展产业并购整合业务，为公司孵化、储备并购资源，获取产业发展的新机会和新技术。事实上大健康的发展战略，契合了国外动保巨头人兽医药产业一体化的经营模式，我们预期公司未来有望进入人药市场，获得新的增长点。

- **我们认为公司中长期具备持续高增长能力，是名副其实的白马成长股：**（1）公司具备国际化的较强布局，一方面在非洲与亚洲地区积极开拓市场，另一方面通过产业园吸引优质企业进驻；（2）公司未来坚定执行大品种与高端产品路线，畜禽及反刍疫苗的新品陆续上市，将为业绩增长提供动力；（3）公司通过并购基金、投资公司布局大医药领域的并购整合，未来外延式发展也将成为重要看点。
- **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 1/1.33/1.82 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 53.2 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	13	-2	-3
% 销售收入	4.5%	3.0%	-0.7%	-0.9%	0.1%	0.1%
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	901	1,239
营业利润率	26.5%	44.2%	45.2%	47.3%	47.8%	49.2%
营业外收支	6	3	3	5	5	5
税前利润	154	300	483	682	906	1,244
利润率	27.6%	44.7%	45.4%	47.7%	48.0%	49.4%
所得税	-25	-51	-81	-114	-151	-205
所得税率	16.4%	16.9%	16.7%	16.7%	16.7%	16.5%
净利润	129	249	402	568	755	1,039
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	572	759	1,045
净利率	23.4%	37.4%	38.0%	39.9%	40.2%	41.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	315	712	948	893	491	818
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	2,700	3,068	4,223
% 总资产	74.7%	67.9%	65.2%	79.4%	80.7%	84.8%
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%	16.4%	15.4%	12.3%
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%	20.6%	19.3%	15.2%
资产总计	1,883	1,712	2,098	3,401	3,803	4,982
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	344	157	185
流动负债	738	385	433	856	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	1,340	982	1,106
普通股股东权益	1,076	1,282	1,697	2,126	2,886	3,931
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	3,460	3,858	5,021

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	0.998	1.326	1.825
每股净资产 (元)	3.831	4.565	5.937	3.712	5.037	6.862
每股经营现金净流 (元)	0.367	2.312	2.047	-0.881	-0.206	0.758
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%	26.88%	26.32%	26.59%
总资产收益率	6.93%	14.66%	18.70%	16.52%	19.68%	20.82%
投入资本收益率	13.67%	31.28%	58.35%	34.37%	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%	41.35%	32.87%	37.63%
总资产增长率	9.13%	-9.09%	26.33%	62.10%	11.83%	30.98%
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%	-20.85%	-1.39%	-9.38%
EBIT 利息保障倍数	6.8	12.0	-66.1	-52.3	518.6	437.2
资产负债率	42.77%	25.11%	21.62%	38.71%	25.46%	22.04%

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	1,039
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	-123	428
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	30	0	0
债权募资	-71	-140	-130	450	0	0
其他	-23	-113	-21	-7	-194	-23
筹资活动现金净流	-94	-253	-151	473	-194	-23
现金净流量	-105	403	237	-59	-407	321

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。