

金宇集团 (600201. SH)

新技术产品储备再添一员,

行业新趋势的领头羊

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价 (元): **46.55**

分析师

分析师

谢刚

张俊宇

S0740510120005

zhangjy@r.qlzq.com.cn

021-20315178

陈奇

xiegang@r.qlzq.com.cn

chenqi@qlzq.com.cn

2015年08月19日

联系人 刁凯峰

基本状况

总股本(百万股)	573
流通股本(百万股)	565
市价(元)	34.82
市值(百万元)	19700
流通市值(百万元)	19700

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	671.38	1,062.9	1,373.5	1,891.3	2,509.0
营业收入 增速	20.65%	58.32%	29.22%	37.70%	32.66%
净利润增长率	92.34%	61.16%	35.75%	38.66%	36.80%
摊薄每股收益 (元)	0.89	1.41	0.96	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	90.63	65.36	47.78
PEG	0.31	0.41	2.53	1.69	1.30
每股净资产 (元)	4.56	5.94	3.67	5.00	6.82
每股现金流量	2.31	2.05	-0.84	-0.29	0.78
净资产收益率	19.57%	23.82%	26.09%	26.57%	26.66%
市净率	5.65	5.91	23.65	17.36	12.74
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

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- **事件:** 金宇全资子公司金宇保灵于 2015 年 12 月 1 日与北京中海生物科技有限公司、浙江海隆生物科技有限公司签订了《猪瘟 E2 蛋白亚单位灭活疫苗联合研制协议书》, 协议三方在前期研究的基础上, 开展猪瘟 E2 蛋白亚单位灭活疫苗的研究, 联合申报并最终获得《新兽药证书》。北京中海享有研发成果和权益的 46%, 浙江海隆享有 44%, 金宇保灵享有 10%。
- **公司在新技术产品储备、新蓝海开拓速度上持续领先, 而传统口蹄疫领域也具备持续高增长的壁垒。**
- **新技术:** 基因工程苗 (亚单位疫苗、标记性疫苗) 与联苗领域研发齐头并进, 新技术布局持续领跑行业。公司当前储备了国际上较早推广的猪瘟 E2 蛋白亚单位灭活疫苗, 该疫苗不仅是能够做出高效力产品的蛋白疫苗, 同时也是能区分野毒感染 (产生针对 E0 蛋白的抗体) 与主动免疫 (产生针对 E2 蛋白的抗体) 的标记性疫苗, 兼具高质量与净化功能, 是规模场防控直至净化猪瘟疫病的首选。预计在三方合作下该产品研发周期较短, 上市后将改变国内低质产品泛滥的局面, 打开 20-30 亿的市场空间。而目前公司圆环亚单位疫苗已拿到批文, 2016 年正式上市后预计将贡献 0.5-1 亿元体量, 国际成熟产品将引导国内圆环疫苗 15 亿规模市场从全病毒向亚单位更新换代的风潮。在联苗市场, 公司未来有望在口蹄疫基础上进行联苗尝试, 若成功则将凭借第一大病的集聚效应, 在广阔的猪用联苗市场中占据领先地位, 而反刍联苗战略也将持续推进。
- **新蓝海:** 以呼吸道与消化道疫病、细菌性疫病为切入点, 占据未来国内反刍领域的霸主地位。国内反刍疫苗市场目前仅有 15 亿, 未来有 10 倍以上拓展空间。公司 2015 年即将上市布病与牛 BVD-IBR 二联, 同时反刍疫苗也是产业园发展动物疫苗的首选方向。布病短期可走绿色通道而迅速贡献 0.5-1 亿元收入, 而中期也有望做成高质量市场苗。牛 BVD-IBR 二联是美国反刍疫苗销量位居前列的产品, 难防、经济效

益高（肉牛增重与奶牛产奶量显著提升）的特征使得其定价在 20-30 元。牛二联疫苗上市后可针对 1400 万头存栏的奶牛场快速拓展市场，中期也有望在近 1 亿头存栏的肉牛场不断拓展空间，10 亿元级别大品种毋庸置疑。

- ▶ **传统领域:口蹄疫毒株类型与产品质量持续领先，并构建中期高成长壁垒，同时直补政策预期赋予优质期权。**目前 A 型口蹄疫是猪场主要的防治疫病，金宇的牛三价以及未来的 AO 双价苗均是较为主流的毒株，其他企业很难在短期内针对主流毒株做出高质量产品。我们预计中期行业 30-40 亿的市场空间下，公司依旧能在市场苗行业高速成长的过程中，持续扩张市占率。而口蹄疫直补政策的预期，也给予公司主业体量二次爆发性增长的一个“优质期权”。
- **以国际化的人与动物大医药产业园为载体，开展合作研发、外延并购的“引进来”战略。**以工业 4.0 为标准，公司建设的国际化产业园是国际医药研发资源产业化的载体。一方面，公司将在传统的动保领域不断引进国际先进的研发资源，带动国内技术升级速度加快，一系列优质的亚单位疫苗、标记性疫苗、反刍疫苗、宠物疫苗及多联多价苗有望在此诞生，公司产品线将持续领先。另一方面，公司将依托产业园开展人的医药领域布局，预期将在精准医疗等多个新方向上，向国际动保巨头的人与动物大医药业务体系迈进。从成长路径看，产业园的建立同时也标志公司外延式发展的提速，未来国际并购与研发合作预期强烈。
- **国内动保产业“走出去”战略的先行者，亚非广阔市场打破长期成长天花板。**公司计划在非洲建厂，埃塞目前有 6000 万头牛、6000 万头羊，周边国家也有 1-2 亿头牛羊，体量足以满足公司成长。目前非洲的动保体系还未建立，公司先发优势明显，具备较高成长空间。而目前中亚等国的口蹄疫等疫病主流毒株与中国相同，金宇多个产品有望借助一带一路继续拓宽市场。从长期来看，即便国内动保市场存在一定成长阻力，但金宇走出去的战略依旧能使得其在多个发展中国家找到持续增长的蓝海市场。
- **回顾金宇过去的成长，公司战略的前瞻性令人佩服。**从口蹄疫市场苗带动的大品种成长路径，到目前多个新技术产品的蓄势待发、新蓝海市场的坚定开拓，再到未来的国际化战略、外延扩张及人药领域的涉足，公司每一步都在引领者国内动保行业新的发展趋势。作为国内动保行业的龙头，领先行业发展、战略执行坚定下业绩持续高增长确定，公司白马成长的属性值得坚定投资。
- **暂不考虑可能发生的股本转增，我们预计 2015-2017 年净利润为 5.49、7.61、10.41 亿元，同比增长 35.75%、38.66%、36.80%，EPS 分别为 0.96/1.33/1.82 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 35XPE，目标价为 46.55 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	1,338.16	1,854.59	2,470.77
增长率 (YOY)	N/A	27.17%	10.24%	45.29%	62.41%	30.78%	38.59%	33.22%
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	307.78	426.55	568.28
增长率 (YOY)	N/A	12.86%	22.00%	16.38%	31.14%	33.00%	38.59%	33.22%
毛利	199.19	269.06	282.01	453.54	791.76	1,030.38	1,428.03	1,902.49
增长率 (YOY)	N/A	35.08%	4.81%	60.82%	74.57%	30.14%	38.59%	33.22%
占总销售额比重	46.66%	69.11%	79.36%	94.50%	96.56%	97.43%	98.06%	98.48%
占主营业务利润比重	63.62%	69.03%	76.65%	96.29%	97.87%	98.45%	98.83%	99.08%
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%	1.72%	1.32%	1.04%
占主营业务利润比重	5.08%	4.97%	5.45%	2.94%	1.92%	1.40%	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%	0.67%	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	1373.52	1891.33	2509.01
销售成本小计	349.82	179.42	178.45	195.62	250.65	326.86	446.38	588.91
毛利	313.09	389.75	367.93	471.03	808.97	1046.66	1444.95	1920.10
平均毛利率	47.23%	68.48%	67.34%	70.66%	76.34%	76.20%	76.40%	76.53%

来源: 齐鲁证券研究所

图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	1,374	1,891	2,509
增长率	-3.41%	20.6%	58.3%	29.2%	37.7%	32.7%
营业成本	-182	-197	-253	-327	-446	-589
% 销售收入	32.6%	29.4%	23.8%	23.8%	23.6%	23.5%
毛利	375	474	810	1,047	1,445	1,920
% 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	-206	-274	-346
% 销售收入	15.8%	16.1%	15.7%	15.0%	14.5%	13.8%
管理费用	-91	-118	-152	-185	-242	-296
% 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	641	910	1,253
% 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	650	903	1,235
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	655	908	1,240
利润率	27.6%	44.7%	45.4%	47.7%	48.0%	49.4%
所得税	-25	-51	-81	-109	-152	-205
所得税率	16.4%	16.9%	16.7%	16.7%	16.7%	16.5%
净利润	129	249	402	546	757	1,035
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	549	761	1,041
净利率	23.4%	37.4%	38.0%	40.0%	40.2%	41.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	249	402	546	757	1,035
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	-1,090	-1,006	-690
经营活动现金净流	103	649	585	-485	-171	438
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	-36	-455	331

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	315	712	948	916	465	802
应收款项	151	249	183	184	259	344
存货	889	157	217	1,451	2,201	2,904
其他流动资产	51	43	20	102	122	146
流动资产	1,407	1,162	1,368	2,653	3,048	4,196
% 总资产	74.7%	67.9%	65.2%	79.1%	80.6%	84.7%
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%	16.6%	15.5%	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%	20.9%	19.4%	15.3%
资产总计	1,883	1,712	2,098	3,354	3,783	4,955
短期借款	325	120	1	1	1	1
应付款项	339	186	255	491	342	435
其他流动负债	75	79	178	340	157	185
流动负债	738	385	433	831	499	621
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	1,315	983	1,105
普通股股东权益	1,076	1,282	1,697	2,104	2,865	3,906
少数股东权益	2	0	-2	-5	-10	-16
负债股东权益合计	1,883	1,712	2,162	3,414	3,838	4,994

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	0.958	1.329	1.818
每股净资产 (元)	3.831	4.565	5.937	3.672	5.001	6.819
每股经营现金净流 (元)	0.367	2.312	2.047	-0.841	-0.291	0.775
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%	26.09%	26.57%	26.66%
总资产收益率	6.93%	14.66%	18.70%	16.08%	19.83%	20.85%
投入资本收益率	13.67%	31.28%	58.35%	33.92%	27.23%	30.05%
增长率						
营业总收入增长率	-3.41%	20.65%	58.32%	29.22%	37.70%	32.66%
EBIT增长率	-9.87%	41.05%	100.25%	32.77%	41.82%	37.70%
净利润增长率	-12.72%	92.34%	61.16%	35.75%	38.66%	36.80%
总资产增长率	9.13%	-9.09%	26.33%	59.87%	12.80%	30.97%
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	97.7	62.9	45.5
偿债能力						
净负债/股东权益	2.69%	-45.38%	-55.93%	-22.18%	-0.51%	-9.04%
EBIT利息保障倍数	6.8	12.0	-66.1	-49.3	509.5	358.6
资产负债率	42.77%	25.11%	21.62%	38.53%	25.62%	22.12%

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。