

2014年08月22日

# 金宇集团 (600201)

——口蹄疫三价疫苗销量持续增长，产品多元化承接中长期发展

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

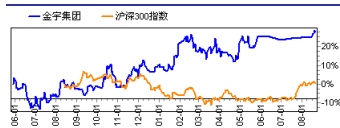
维持

| 市场数据： 2014年08月21日 |            |
|-------------------|------------|
| 收盘价(元)            | 32.33      |
| 一年内最高/最低(元)       | 34.28/21.6 |
| 上证指数/深证成指         | 2231/8011  |
| 市净率               | 6.2        |
| 息率(分红/股价)         | 0.87       |
| 流通A股市值(百万元)       | 9079       |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： 2014年06月30日 |         |
|-------------------|---------|
| 每股净资产(元)          | 5.21    |
| 资产负债率%            | 16.30   |
| 总股本/流通A股(百万)      | 286/281 |
| 流通B股/H股(百万)       | -/-     |

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

- 《晨会推荐 140505》 2014/05/05
- 《个股推荐 20140505》 2014/05/05

### 证券分析师

赵金厚 A0230511040007  
[zhaojh@swsresearch.com](mailto:zhaojh@swsresearch.com)  
 研究支持  
 叶洁 A0230113070001  
[yejie@swsresearch.com](mailto:yejie@swsresearch.com)

### 联系人

龚毓幸  
 (8621)23297818x7405  
[gongyx@swsresearch.com](mailto:gongyx@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
 电话：(8621) 23297818  
 上海申银万国证券研究所有限公司  
<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

|        | 营业收入  | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 毛利率  | 净资产收益率 | 市盈率 | EV/EBITDA |
|--------|-------|-----|-----|-----|------|------|--------|-----|-----------|
| 2013   | 671   | 21  | 251 | 92  | 0.89 | 70.6 | 19.6   | 36  | 24        |
| 2014H1 | 505   | 67  | 214 | 37  | 0.75 | 71.0 | 14.3   |     |           |
| 2014E  | 1,064 | 59  | 361 | 44  | 1.26 | 71.5 | 22.0   | 26  | 21        |
| 2015E  | 1,351 | 27  | 459 | 27  | 1.60 | 72.0 | 21.8   | 20  | 17        |
| 2016E  | 1,640 | 21  | 573 | 25  | 2.01 | 71.9 | 21.4   | 16  | 14        |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

### 投资要点：

- **中报业绩符合预期。**14年上半年公司实现营业收入5.05亿元，同比增长67.04%，实现净利润2.14亿元，同比增长36.49%，扣非后净利润（13H1净利润含投资收益）同比增长144.56%，实现EPS0.76元。其中，二季度实现营业收入1.69亿元，同比增长17.40%，实现净利润7587.3万元，同比增长68.5%。中报业绩符合预期。
- **口蹄疫三价疫苗销量增长推动收入增长与毛利率提高，费用率下降。**14H1公司业绩增长主要因为三方面因素：（1）**口蹄疫三价疫苗招标与直销销量均显著增长。**14年上半年公司实现营业收入5.05亿元，同比增长67.0%，其中，招标疫苗、直销疫苗收入各约2.7/2.2亿元，分别同比增长约69%/72%，其中招标、直销疫苗收入中口蹄疫三价疫苗占比各约65%/50%，而13年同期公司仅少部分三价直销疫苗销售，三价招标、直销疫苗价格各高于二价疫苗约100%、60%，因而三价疫苗销量增长推动收入显著增长。（2）**口蹄疫三价疫苗毛利率较高。**14H1公司毛利率为71.0%，其中14Q2毛利率由14Q1约65.0%提高至80.1%，主要因为口蹄疫三价疫苗毛利率相对较高，而14Q2三价疫苗销售收入占比较14Q1提高（估计三价疫苗收入占比14Q1/14Q2分别约50%/70%），推动14Q2综合毛利率提升。（3）**规模效益体现，费用率下降。**伴随公司销售规模扩大，单位费用额缩减、费用率降低的规模效益体现。14H1公司收入同比增长67.04%，而销售费用、管理费用仅分别同比增长25.8%/44.5%，14H1期间费用率约21.3%，同比下降9.1个百分点。综上，14H1公司收入同比增长67.0%，扣非后净利率42.3%，同比增长14个百分点，推动扣非后净利润同比增长144.56%。
- **口蹄疫三价疫苗持续增长，产品多元化逐步兑现，推动业绩持续增长。**（1）14年“秋防”大部分省份招标入围企业已于上半年确立资格，预计下半年口蹄疫三价疫苗招标中公司仍具优势；直销疫苗，公司凭借纯化工工艺领先、产品质量客户认可，预计全年销量逾6000万头份（14H1约3000万头份），推动口蹄疫疫苗收入持续高速增长。（2）预计14H2扬州优邦系列禽苗上市；15年猪口蹄疫O型-A型二价疫苗或将上市，在口蹄疫三价疫苗竞争趋剧的行业格局下，再塑领先优势，此外，预计潜力产品猪圆环疫苗、猪细小病毒疫苗、猪伪狂犬疫苗等于15年上市，牛BVD+IBR二联疫苗于16年上市，产品多元化进入兑现期，承接公司中长期发展。
- **维持“增持”评级。**假设14-16年口蹄疫直销疫苗销量6500/8000/10000万头份，口蹄疫招标疫苗销量4.60/4.75/4.90亿头份，则实现营业收入10.64/13.51/16.40亿元，同比增长58.5%/26.9%/21.4%，实现净利润3.61/4.59/5.73亿元，同比增长44.0%/26.9%/25.0%，扣非后净利润同比增长91.3%/26.9%/25.0%，实现EPS1.26/1.60/2.01元。看好公司继续推进国际化战略与产品多元化进程、业绩有望持续增长的前景，持续推荐金宇集团。

**表 1：金宇集团盈利预测**
**单位：百万元、元**

| 利润表           | 2011 | 2012 | 2013 | 2014  | 2015  | 2016  |
|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
|               | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 一、营业收入        | 576  | 556  | 671  | 1,064 | 1,351 | 1,640 |
| 二、营业总成本       | 410  | 411  | 456  | 649   | 822   | 977   |
| 其中：营业成本       | 181  | 182  | 197  | 303   | 379   | 460   |
| 营业税金及附加       | 32   | 25   | 7    | 11    | 14    | 16    |
| 销售费用          | 78   | 88   | 108  | 152   | 188   | 223   |
| 管理费用          | 95   | 91   | 118  | 173   | 216   | 258   |
| 财务费用          | 22   | 25   | 20   | 8     | 9     | 2     |
| 资产减值损失        | 2    | 0    | 6    | 2     | 17    | 17    |
| 加：公允价值变动收益    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 0    | 2    | 82   | 4     | 4     | 4     |
| 三、营业利润        | 166  | 148  | 297  | 419   | 533   | 667   |
| 加：营业外收入       | 5    | 8    | 4    | 4     | 5     | 5     |
| 减：营业外支出       | 0    | 2    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 四、利润总额        | 171  | 154  | 300  | 422   | 537   | 671   |
| 减：所得税         | 24   | 25   | 51   | 63    | 80    | 100   |
| 五、净利润         | 147  | 129  | 249  | 359   | 457   | 571   |
| 少数股东损益        | (2)  | (2)  | (2)  | (2)   | (2)   | (2)   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 149  | 130  | 251  | 361   | 459   | 573   |
| 六、基本每股收益      | 0.53 | 0.46 | 0.89 | 1.26  | 1.60  | 2.01  |
| 全面摊薄每股收益      | 0.52 | 0.46 | 0.88 | 1.26  | 1.60  | 2.01  |

**资料来源：申万研究**

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。