东兴证券
DONGXING SECURITIES

收入利润迎双升，疫苗崛起主沉浮

——金河生物（002688）三季度财报点评

2016 年 10 月 27 日

强烈推荐/首次

金河生物 | 财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
杨钊	联系人	
	yangzhao@dxzq.net.cn 010-66555458	

事件：

10 月 26 日，公司发布 16 年三季度报告。本报告期实现营业收入 10.47 亿元，同比增长 23.59%；归属母公司股东净利润为 1.235 亿元，同比增长 79.83%；扣非后净利润为 1.194 亿元，同比增长 84.82%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入（百万元）	284.04	267.31	295.82	403.3	348.14	348.52	350.34
增长率（%）	69.53%	38.34%	61.65%	36.23%	22.57%	30.38%	18.43%
毛利率（%）	25.32%	31.81%	32.31%	27.07%	34.15%	35.14%	37.37%
期间费用率（%）	14.72%	20.11%	24.03%	16.44%	15.92%	18.39%	25.43%
营业利润率（%）	10.12%	11.02%	7.05%	10.38%	17.49%	15.46%	10.34%
净利润（百万元）	26.45	28.65	19.35	41.30	54.85	42.89	31.84
增长率（%）	23.70%	00.92%	45.19%	143.31%	107.37%	49.69%	64.49%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.13	0.08	0.17	0.20	0.07	0.05
资产负债率（%）	41.26%	41.70%	46.01%	44.06%	30.85%	31.45%	32.07%
净资产收益率（%）	2.69%	2.90%	1.92%	3.92%	3.50%	2.71%	1.92%
总资产收益率（%）	1.58%	1.69%	1.04%	2.19%	2.42%	1.86%	1.30%

观点：

➢ **生猪补栏助销量，市场需求促增长**

报告期内营业收入同比增长23.59%，主要是金霉素饲料添加剂因市场回暖销售量增加。现阶段母猪存栏量仍在筑底（跌无可跌），养殖户依旧维持盈利（合理利润），生猪补栏情绪高涨（市场预期）。报告期内净利润同比增加79.83%，主要是玉米价格降低所致。发酵金霉素的过程中，玉米约占总成本的40%。近年来玉米价格持续下降，公司原材料成本下降，饲用金霉素的利润增高。我们认为，一方面能繁母猪处于行业周期底部，未来饲料的销量趋势正在向上；另一方面下游养殖盈利将拉动上游高端料产品的销量。我们预测金霉素到2019年国内需求3.5万吨左右，全球需求11万吨左右。公司金霉素业务收入上涨空间大。

➢ **内外收购扩市场，疫苗技术业领先**

报告期内完成了国内杭州荐量67%股权以及国外普泰克100%股权的收购。杭州荐量拥有10条通过GMP认证的生产线（产能优势）；普泰克拥有强大的技术团队，收购后可获得猪蓝耳、猪圆环领先疫苗技术（技术优势）。8月23日，公司发布收购后第一个产品“佑圆宝”猪圆环疫苗，其中疫苗中完整圆环病毒颗粒浓度≥3μg/ml，完整圆环病毒颗粒纯度≥4%，纯度浓度稳定均一，技术水平在国内领先。截止于9月30日，公司实现疫苗预收款1614.43万元，据我们测算公司收到疫苗96.10万份订单（16.8/头份）。我们认为，目前猪圆环病毒（PCV2）无治疗办法，只能通过免疫来防止疾病发生，且PCV2严重侵害猪免疫系统，存在可免的必要性。另外“佑圆宝”疫苗无论在质量上还是在价格上同类产品中都具有竞争优势，预期市场订单持续增加。

➢ **渠道布局优势显，业务稳定值可期**

我们认为，公司完成对杭州荐量以及普泰克的收购后，渠道优势显现，用国内的金霉素业务打开国外市场渠道，用从国外获得的先进技术来占领国内疫苗市场；公司金霉素业务收入来源稳定可靠，可以持续为公司新开展的业务持续资金支持以提高市场竞争力，公司给予公司高管股权，充分调动员工的积极性；同时公司的三方治污模式也在国内属于领先水平，环保业务外延并购及合作预期强烈。

结论：

我们预计，公司16-18年营业收入13.2亿元、16.7亿元、19.4亿元；净利润1.6亿元、2.1亿元、2.7亿元；摊薄后EPS为0.24元、0.32元、0.42元，对应的PE为48倍、36倍、28倍。给予“强烈推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	765	802	1120	1812	2444
货币资金	229	225	467	949	1507
应收账款	149	168	204	260	287
其他应收款	23	17	18	23	26
预付款项	54	63	98	117	145
存货	301	310	318	442	456
其他流动资产	0	3	3	3	3
非流动资产合计	754	1083	1144	1175	1233
长期股权投资	0	225	75	100	134
固定资产	479.2	525.7	146.0	-225.2	-572.3
无形资产	214	277	249	222	194
其他非流动资产	0	0	0	0	0
资产总计	1519	1885	2264	2987	3677
流动负债合计	226	812	186	288	319
短期借款	50	489	0	0	0
应付账款	108	113	118	160	166
预收款项	1	5	7	10	14
一年内到期的非流	49	130	11	63	68
非流动负债合计	336	19	520	1020	1520
长期借款	318	0	500	1000	1500
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	563	831	707	1308	1839
少数股东权益	6	19	25	29	36
实收资本(或股本)	218	218	635	635	635
资本公积	498	498	498	498	498
未分配利润	191	268	274	287	309
归属母公司股东权	951	1035	1532	1650	1802
负债和所有者权	1519	1885	2264	2987	3677

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-58	215	131	60	215
净利润	80	116	160	209	273
折旧摊销	255.33	328.61	0.00	-1.13	-25.13
财务费用	1	18	16	9	14
应收账款减少	0	0	-36	-56	-27
预收帐款增加	0	0	2	3	4
投资活动现金流	-347	-371	-110	-34	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	150	-25	-33
投资收益	1	0	1	1	0
筹资活动现金流	279	196	220	456	377
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	500	500	500
普通股增加	109	0	417	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
现金净增加额	-127	40	242	482	557

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	840	1250	1324	1672	1938
营业成本	580	889	845	1067	1199
营业税金及附加	4	6	7	8	10
营业费用	55	69	72	97	108
管理费用	114	146	199	251	291
财务费用	1	18	16	9	14
资产减值损失	4.01	2.46	3.28	3.25	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.15	0.27	0.57	0.66	0.50
营业利润	83	121	182	238	314
营业外收入	11.08	8.12	7.31	8.84	8.09
营业外支出	0.27	0.50	0.70	0.49	0.56
利润总额	94	129	188	246	321
所得税	14	13	28	37	48
净利润	80	116	160	209	273
少数股东损益	3	11	6	4	7
归属母公司净利润	77	105	154	205	266
EBITDA	340	467	245	245	302
EPS（元）	0.35	0.48	0.24	0.32	0.42

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	13.32%	48.90%	5.87%	26.30%	15.91%
营业利润增长	-21.88	44.97%	50.34%	30.86%	31.79%
归属于母公司净利润	47.29%	33.19%	47.29%	33.19%	29.49%
获利能力					
毛利率(%)	30.92%	28.93%	36.16%	36.20%	38.11%
净利率(%)	9.54%	9.26%	12.10%	12.52%	14.08%
总资产净利润（%）	总资产	5.55%	6.81%	6.87%	7.23%
ROE(%)	8.12%	10.11%	10.06%	12.44%	14.75%
偿债能力					
资产负债率(%)	37%	44%	31%	44%	`
流动比率	3.38	0.99	6.01	6.30	7.67
速动比率	2.05	0.61	4.30	4.76	6.24
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.73	0.64	0.64	0.58
应收账款周转率	6	8	7	7	7
应付账款周转率	10.42	11.31	11.49	12.06	11.92
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.48	0.24	0.32	0.42
每股净现金流(最新	-0.58	0.18	0.38	0.76	0.88
每股净资产(最新摊	4.36	4.75	2.41	2.60	2.84
估值比率					
P/E	32.94	24.02	47.52	35.68	27.55
P/B	2.64	2.43	4.78	4.44	4.06
EV/EBITDA	7.94	6.21	30.07	30.31	24.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

杨钊

金融学硕士，中国准精算师，2015 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。