CMS 招商证券

金河生物 002688.SZ

受益下游高景气，动保环保前景广

强烈推荐-A（维持）

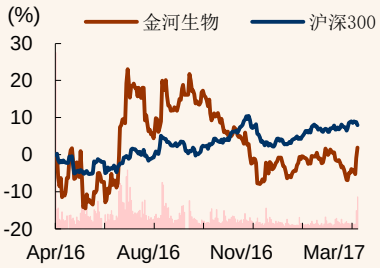
目标估值：16.10-17.48 元
当前股价：10.83 元
2017 年 04 月 17 日

基础数据

上证综指	3246
总股本（万股）	63529
已上市流通股（万股）	52862
总市值（亿元）	67
流通市值（亿元）	56
每股净资产（MRQ）	2.5
ROE（TTM）	10.2
资产负债率	32.1%
主要股东	内蒙古金河建筑安装
主要股东持股比例	38.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-12	11
相对表现	-0	-17	4



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《金河生物（002688.sz）-金霉素有望提价，动物疫苗待爆发》2017-03-06

2、《金河生物（002688.sz）-二联疫苗获美许可，玉米深加工沐浴曙光》2017-01-02

3、《金河生物（002688.sz）- 市场回暖销量增加，玉米降价毛利提升》2016-10-29

周莎
0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理
雷轶
075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

4 月 17 日公司发布 2016 年年报，全年实现营收 14.95 亿元，同增 19.61%；归母净利润 1.64 亿元，同增 56.83%。

- **原材料成本下降，主业大幅增长**

2016 年国内生猪均价维持在 18.4 元/公斤高位，养殖行业景气传导至饲料板块，带动公司金霉素产品销量稳步增长，2016 年公司兽用药物添加剂实现收入 10.7 亿，同比增加 5%。同时，主要原材料玉米价格大幅下跌，2016 年国内玉米均价 2.02 元/公斤，同比下降 14.8%。产品销量增加叠加玉米成本下降，公司盈利大幅增长，2016 年实现归母净利润 1.64 亿，同比增长 56.83%。

- **环保产能释放，发展前景广阔**

金河环保拥有自主知识产权的“JAOO”+“耦合沉淀”工艺，是我国环境污染第三方治理的先行者。随着“二期提标工程”建设完成，不仅解决母公司的污水问题，还承接了周边企业的污水处理任务。2016 年公司环保板块实现收入 2954 万，同比增长 131%，获得毛利 1884 万，同比增长 233%，已成为新的利润增长点。由于污水处理技术可广泛应用于多个行业，具有很强的推广潜力，未来成长空间巨大。而公司以自有资金与管理层、关键技术人员共同向金河环保增资，更是彰显对环保板块发展的充足信心。

- **疫苗蓄势待发，业绩弹性巨大**

2016 年杭州佑本尚未形成盈利能力，现金收购产生大额利息费用，导致子公司金河生物制品 5873 万元的亏损。我们认为，公司的动物疫苗板块将在未来两年快速发展，业绩弹性巨大。①2016 年 11 月公司推出第一款疫苗产品佑圆宝，市场反应良好，现已开始量产，今年将实现收入和利润的大幅增长。②孙公司普泰克的“猪支原体-猪圆环病毒 II 型二联疫苗”已于 2017 年 1 月获得美国农业部的批准，新产品已于 4 月 1 日在美国上市，国内也已经启动申报工作，将显著增厚疫苗板块业绩。③动物疫苗新产品储备丰富，预计杭州佑本 7#车间生产线改造项目将于 2018 年底投产，届时产能瓶颈解除，业绩将充分释放。

盈利预测与估值：预计公司 2017/18/19 年营收分别为 19.87/24.45/28.67 亿元，净利润分别为 2.95/3.77/4.94 亿元，给予 17 年 35-38 倍 PE，得出目标价区间为 16.10-17.48 元，较现价具有 48%-61%上涨空间，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：玉米价格快速上涨、汇率异常波动、海外收购的协同效应不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1250	1496	**1987**	2445	2867
同比增长	49%	20%	**33%**	23%	17%
营业利润(百万元)	121	209	**354**	448	582
同比增长	45%	73%	**69%**	27%	30%
净利润(百万元)	105	164	**295**	377	494
同比增长	36%	57%	**80%**	28%	31%
每股收益(元)	**0.48**	**0.26**	**0.46**	**0.59**	**0.78**
PE	22.5	41.9	**23.3**	18.2	13.9
PB	2.3	4.6	**4.1**	3.5	2.9

资料来源：公司数据、招商证券 注：2015-2017 的股本为 2.18、6.35、6.35 亿股。

盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计公司 2017/18/19 年营收分别为 19.87/24.45/28.67 亿元，净利润分别为 2.95/3.77/4.94 亿元，给予 17 年 35-38 倍 PE，得出目标价区间为 16.10-17.48 元，较现价具有 48%-61%上涨空间，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 1：各季度业绩回顾

（百万元）		15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入		296	403	348	349	350	449
营业毛利		21	42	61	54	40	58
营业费用		20	16	16	25	20	36
管理费用		48	48	31	43	65	50
财务费用		3	2	9	-4	4	-11
投资收益		0	0	0	0	-4	0
营业利润		21	42	61	54	36	58
归属母公司净利润		18	36	51	44	29	41
EPS（元）		0.03	0.06	0.08	0.07	0.05	0.06
主要比率		**15Q3**	**15Q4**	**16Q1**	**16Q2**	**16Q3**	**16Q4**
毛利率		32.3%	27.1%	34.1%	35.1%	37.4%	31.0%
营业费用率		6.9%	4.1%	4.6%	7.0%	5.8%	8.0%
管理费用率		16.1%	11.8%	8.8%	12.4%	18.6%	11.1%
营业利润率		7.1%	10.4%	17.5%	15.5%	10.3%	13.0%
有效税率		7.9%	7.6%	11.3%	20.9%	19.9%	24.9%
净利率		6.0%	8.9%	14.5%	12.5%	8.3%	9.1%
YoY		**15Q3**	**15Q4**	**16Q1**	**16Q2**	**16Q3**	**16Q4**
收入		61.6%	36.2%	22.6%	30.4%	18.4%	11.3%
归属母公司净利润		37.7%	138.3%	114.2%	59.8%	64.9%	13.0%
收入结构		**14H1**	**14H2**	**15H1**	**15H2**	**16H1**	**16H2**
国内	收入	108	222	148	220	291	412
	成本	74	163	92	162	214	263
	毛利	34	58	56	57	76	149
	毛利率	31.7%	26.2%	37.8%	26.1%	26.3%	36.1%
国外	收入	253	257	403	479	405	387
	成本	155	188	302	332	241	266
	毛利	98	69	101	147	165	121
	毛利率	38.8%	26.7%	25.0%	30.7%	40.6%	31.3%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计	**1496**	**1987**	**2445**	**2867**
兽用药物添加剂	1078	1218	1315	1410
淀粉及联产品	277	300	360	405
污水处理	30	120	150	180
兽药制剂	95	150	300	400
兽用疫苗	41	180	300	450
其他业务	17	19	20	22
收入增长率	**19.6%**	**32.8%**	**23.1%**	**17.3%**
兽用药物添加剂	4.9%	13.0%	7.9%	7.2%
淀粉及联产品	156.0%	8.4%	20.0%	12.5%
污水处理	131.2%	306.1%	25.0%	20.0%
兽药制剂	-2.3%	58.0%	100.0%	33.3%
兽用疫苗	/	334.9%	66.7%	50.0%
其他业务	211.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	**35.1%**	**37.5%**	**39.0%**	**40.1%**
兽用药物添加剂	40.9%	38.0%	38.0%	38.0%
淀粉及联产品	5.5%	4.5%	2.5%	1.5%
污水处理	63.8%	70.0%	72.0%	74.0%
兽药制剂	34.3%	53.4%	55.6%	55.6%
兽用疫苗	32.1%	55.0%	55.0%	55.0%
其他业务	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1250**	**1496**	**1987**	**2445**	**2867**
营业成本	889	984	1222	1491	1717
营业税金及附加	6	14	19	24	14
营业费用	69	97	121	149	174
管理费用	146	189	241	309	362
财务费用	18	(2)	26	20	14
资产减值损失	2	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	**121**	**209**	**354**	**448**	**582**
营业外收入	8	12	12	12	12
营业外支出	0	6	6	6	6
利润总额	**129**	**215**	**360**	**454**	**588**
所得税	13	41	46	54	64
净利润	116	174	314	400	524
少数股东损益	11	10	18	23	30
归属于母公司净利润	**105**	**164**	**295**	**377**	**494**
EPS（元）	**0.48**	**0.26**	**0.46**	**0.59**	**0.78**

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

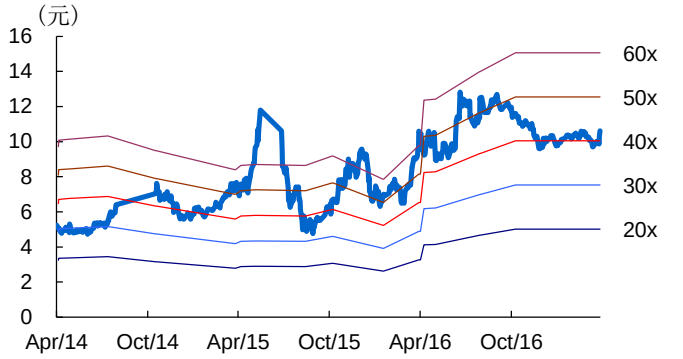
表 4：估值对比表

公司	股价	EPS			盈利增长率			PE			PB	ROE	市值
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E	(MRQ)	(TTM)	（亿元）
金河生物	10.83	0.48	0.26	0.46	36%	57%	80%	23	42	23	4.29	10.97%	69
中牧股份	21.10	0.64	0.78	0.92	-1%	28%	18%	33	27	23	2.72	9.96%	91
天康生物	8.88	0.27	0.36	0.46	6%	45%	30%	33	25	19	3.38	13.82%	86
天邦股份	10.80	0.51	0.53	0.69	296%	271%	30%	21	20	16	5.62	29.10%	83
生物股份	33.80	0.85	0.99	1.27	19%	27%	28%	40	34	27	5.40	15.64%	207
平均					80%	93%	27%	32	27	21	4.28	17.13%	

资料来源：公司数据、招商证券 注：中牧股份、生物股份 EPS 为 wind 一致预测。

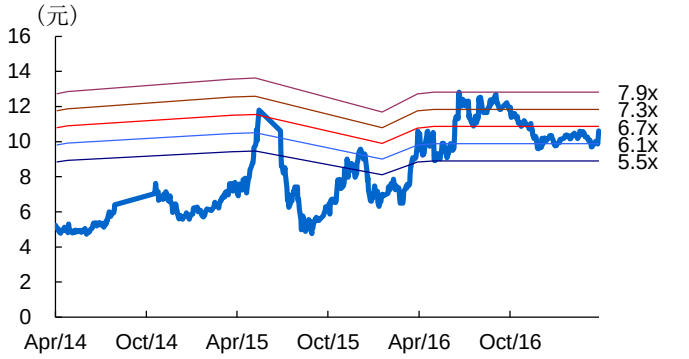
3、PE-PB Band

图 1：金河生物历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：金河生物历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

玉米价格快速上涨、汇率异常波动、海外收购的协同效应不达预期。

参考报告：

1、《金河生物（002688.sz）-金霉素有望提价，动物疫苗待爆发》2017-03-06，作为全球饲用金霉素绝对龙头，公司充分受益于国内养殖龙头规模快速扩张下的市场扩容，以及疫苗新产品放量下的巨大业绩弹性。http://t.cn/RiuX9J5

2、《金河生物（002688.sz）-二联疫苗获美许可，玉米深加工沐浴曙光》2017-01-01，12 月 29 日，公司公告普泰克公司向美国农业部申报的猪支原体-猪圆环病毒 II 型二联疫苗获得美国农业部颁发的兽用生物制品许可证。

3、《金河生物-市场回暖销量增加，玉米降价毛利提升》2016-10-28，10 月 25 日，公司发布三季报，前三季度实现营收 10.5 亿元，同增 23.59%；归母净利润 1.23 亿元，同增 79.83%；单三季度实现归母净利润 0.3 亿元，同增 64.88%。公司预计 2016 年归母净利润为 1.47-1.88 亿元，同增 40%-80%。http://t.cn/RVnxJr9

4、《金河生物-收购美国普泰克，渠道＋研发完美协同》2016-09-19，9 月 18 日，公司

发布收购公告。本次收购将海外业务版图拓展到动物疫苗领域，凭借普泰克雄厚的研发实力及丰富的产品储备将渠道的价值发挥到极致。我们上调公司 16/17/18 年净利润至 2.14/3.15/4.24 亿元，维持“强烈推荐-A”投资评级。http://t.cn/RcNR19Q

5、《金河生物-靓丽中报，成长无忧》2016-8-16，8 月 16 日公司发布中报，实现营收 6.97 亿，同增 26.36%；归母净利 0.94 亿，同增 85.04%。单二季度实现收入 6.97 亿，同增 161%；净利 0.94 亿，同增 248%。http://t.cn/RtQzheQ

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**802**	**865**	**925**	**1133**	**1403**
现金	225	239	136	166	281
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14	20	26	32	38
应收款项	168	193	252	311	364
其它应收款	17	11	15	18	21
存货	310	300	366	447	514
其他	67	102	130	159	184
非流动资产	**1083**	**1797**	**1869**	**1935**	**1997**
长期股权投资	225	1	1	1	1
固定资产	526	671	810	937	1054
无形资产	277	671	604	544	489
其他	55	454	454	453	453
资产总计	**1885**	**2662**	**2793**	**3068**	**3400**
流动负债	**812**	**529**	**442**	**405**	**325**
短期借款	489	296	194	115	0
应付账款	113	142	176	215	247
预收账款	5	11	13	16	19
其他	206	80	59	59	59
长期负债	**19**	**549**	**549**	**549**	**549**
长期借款	0	206	206	206	206
其他	19	343	343	343	343
负债合计	**831**	**1078**	**991**	**954**	**874**
股本	218	635	635	635	635
资本公积金	499	430	430	430	430
留存收益	318	431	631	920	1301
少数股东权益	19	88	106	129	160
归属于母公司所有者权益	1035	1496	1696	1985	2366
负债及权益合计	**1885**	**2662**	**2793**	**3068**	**3400**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	**215**	**292**	**342**	**419**	**557**
净利润	105	164	295	377	494
折旧摊销	54	57	125	130	135
财务费用	19	26	26	20	14
投资收益	(0)	4	4	4	4
营运资金变动	20	(74)	(128)	(138)	(122)
其它	17	115	20	26	32
投资活动现金流	**(371)**	**(456)**	**(200)**	**(200)**	**(200)**
资本支出	(142)	(129)	(197)	(197)	(197)
其他投资	(229)	(328)	(4)	(4)	(4)
筹资活动现金流	**196**	**207**	**(246)**	**(188)**	**(242)**
借款变动	234	(316)	(124)	(79)	(115)
普通股增加	0	417	0	0	0
资本公积增加	2	(69)	0	0	0
股利分配	(22)	(44)	(95)	(89)	(113)
其他	(18)	218	(26)	(20)	(14)
现金净增加额	**40**	**43**	**(104)**	**30**	**115**

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1250**	**1496**	**1987**	**2445**	**2867**
营业成本	889	984	1222	1491	1717
营业税金及附加	6	14	19	24	14
营业费用	69	97	121	149	174
管理费用	146	189	241	309	362
财务费用	18	(2)	26	20	14
资产减值损失	2	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	**121**	**209**	**354**	**448**	**582**
营业外收入	8	12	12	12	12
营业外支出	0	6	6	6	6
利润总额	**129**	**215**	**360**	**454**	**588**
所得税	13	41	46	54	64
净利润	116	174	314	400	524
少数股东损益	11	10	18	23	30
母公司所有者净利润	**105**	**164**	**295**	**377**	**494**
EPS（元）	**0.48**	**0.26**	**0.46**	**0.59**	**0.78**

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	49%	20%	33%	23%	17%
营业利润	45%	73%	69%	27%	30%
净利润	36%	57%	80%	28%	31%
获利能力					
毛利率	28.9%	34.2%	38.5%	39.0%	40.1%
净利率	8.4%	11.0%	14.9%	15.4%	17.2%
ROE	10.1%	11.0%	17.4%	19.0%	20.9%
ROIC	7.5%	8.0%	15.1%	17.0%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	44.1%	40.5%	35.5%	31.1%	25.7%
净负债比率	32.8%	19.7%	14.3%	10.4%	6.1%
流动比率	1.0	1.6	2.1	2.8	4.3
速动比率	0.6	1.1	1.3	1.7	2.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	2.9	3.2	3.7	3.7	3.6
应收帐款周转率	7.9	8.3	8.9	8.7	8.5
应付帐款周转率	8.0	7.7	7.7	7.6	7.4
每股资料(元)					
每股收益	0.48	0.26	0.46	0.59	0.78
每股经营现金	0.99	0.46	0.54	0.66	0.88
每股净资产	4.75	2.36	2.67	3.12	3.72
每股股利	0.20	0.15	0.14	0.18	0.23
估值比率					
PE	22.5	41.9	23.3	18.2	13.9
PB	2.3	4.6	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	45.3	33.4	17.1	14.4	11.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016 年 1 月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：　　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：　　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。