安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 17 日

公司快报

证券研究报告

生物医药

金河生物（002688.SZ）

# 动物疫苗板块拐点显现，持续高增长可期！

■**事件 1**：2017 年 4 月 17 日，公司发布 2016 年年报：报告期内，公司实现营业收入 14.96 亿元，同比增长 19.61%；归属于上市公司股东的净利润 1.64 亿元，同比增长 56.83%，对应 2016 年 EPS 为 0.26 元/股。公司同时发布了利润分配预案：向全体股东每 10 股派现金红利人民币 1.50 元（含税）。

■**事件 2**：2017 年 4 月 17 日，公司公布 2017 年财务预算方案：计划 2017 年实现营业收入 16.76 亿元，同比 12.04%；归属于上市公司股东的净利润 2.16 亿元，同比增长 31.37%。

■**事件 3**:2017 年 4 月 17 日，公司拟实施债转股对全资子公司增资：拟将应收全资子公司金河淀粉公司债权 1.17 亿元及现金 3063.26 万元，共计 1.48 亿元以人民币 1 元/注册资本的价格转做长期股权投资，增加其注册资本至 1.9 亿元。

■**我们的分析和判断：**

**1. 受益于规模化+原材料价格下降，业绩高速增长。**2016 年公司归母净利润同比增长 56.83%，公司通过规模化生产、精细化管理有效的控制了生产成本，同时受益于主要原材料玉米价格的下跌，2016 年公司毛利率 34.18%，较去年上升了 5.25pct。

**分产品看：**

**1）药物饲料添加剂：**根据公司年报，2016 年药物饲料添加剂营业收入 10.78 亿元，同比下降 1.62%；受益于原材料玉米价格的下降及公司规模化生产，生产成本大幅下降，2016 年药物饲料添加剂毛利率 40.85%，较去年上升了 8.91pct。

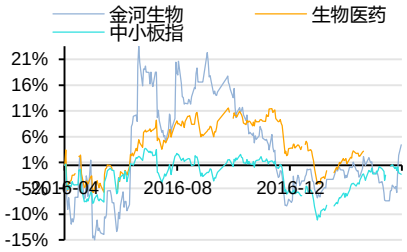
**2）兽用疫苗：**根据公司年报，2016 年兽用疫苗实现营业收入 4139.4 万元，报告期内，公司首款产品猪圆环病毒 2 型灭活疫苗的上市为公司业绩创造增量；通过收购美国普泰克公司及杭州佑本剩余 33%股权，获得猪支原体-猪圆环病毒 2 型疫苗和猪蓝耳嵌合疫苗品种，丰富了公司现有的疫苗产品种类，两家公司在技术研发形成合力，有利于公司产品技术的提高、开发针对中国市场的疫苗品种，丰富公司的产品种类！

| 投资评级 | 买入-A |
|---|---|
| | 维持评级 |
| 6 个月目标价： | 15.00 元 |
| 股价（2017-04-17） | 10.83 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 6,880.19 |
| 流通市值(百万元) | 5,724.94 |
| 总股本（百万股） | 635.29 |
| 流通股本(百万股) | 528.62 |
| 12 个月价格区间 | 8.91/26.71 元 |

**股价表现**




*资料来源：Wind 资讯*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | 6.57 | 0.26 | 13.92 |
| 绝对收益 | 5.35 | 10.17 | 10.27 |


李佳丰 分析师
SAC 执业证书编号：S1450516040001
lijf3@essence.com.cn
021-35082017


**相关报告**

| | |
|---|---|
| 金河生物：业绩增长预期内，动物疫苗布局加速，未来高增长可期 | 2017-02-28 |
| 金河生物：子公司新兽药获批，动物疫苗板块加速布局！ | 2016-12-29 |
| 金河生物：业绩延续高增长，动物疫苗板块蓄势待发！ | 2016-10-25 |
| 金河生物：并购美国普泰克，动物疫苗板块加速布局！ | 2016-09-19 |
| 金河生物：业绩延续高增长，发展进入新阶段！ | 2016-08-15 |


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

**3）兽用化学药品：**根据公司年报，2016 年兽用化学药品营业收入 5357.4 万元，同比上升 85.67%，主要来源于公司积极拓展销售渠道及产品价格有所提升；同时通过减少中间环节，有效的控制了中间成本，2016 年公司兽用化学药品毛利率 36.1%，较去年上升了 5.66pct。

**4）污水处理：**子公司金河环保二期项目完成后，公司污水处理能力进一步扩大，除处理母公司产生的污水外，为周边多家企业提供了污水处理服务，2016 年污水处理业绩快速增长，根据公司年报，2016 年实现营业收入 2954.8 万元，同比上升 131.18%；毛利率 63.78%，较去年上升了 19.51pct。

**5）淀粉及联产品：**根据公司年报，受益于金河淀粉产能的扩大，公司玉米淀粉外销量及联产品的销售量增加，2016 年农产品加工营业收入 2.77 亿元，同比上升 156.01%；而主要原材料玉米的价格较去年同期明显下降，产品生产成本降低，叠加主要联产品玉米蛋白粉价格有较大幅度提升，2016 年淀粉及联产品毛利率为 5.52%，较去年上升了 6.75pct，实现了扭亏为盈。

**分地区看，**公司营业收入的增长主要来自于国内销售收入的增加，根据公司年报，2016 年国内销售收入 7.03 亿元，同比增加 90.82%，占总营业收入的 47%，较去年上升了 17.54pct；国外销售收入 7.93 亿元，同比下降 10.13%。

**2. 动物疫苗布局加速，有望贡献公司业绩新增量。**根据公司年报，报告期内公司收购美国普泰克 100%股权，普泰克猪支原体-猪圆环病毒Ⅱ型二联疫苗已经获得美国农业部批准，预计于 2017 年上市，届时将为公司业绩带来新增量。报告期内，公司收购杭州佑本剩余 33%股权，将杭州佑本变成公司全资子公司，通过对杭州佑本基础设施、生产设备及工艺的改造，为新产品的量产创造了必要条件。

根据公司年报，公司未来规划普泰克公司与杭州佑本进行技术研发合作，加强基因工程亚单位疫苗抗原构建技术能力，疫苗佐剂等高端疫苗配套技术、细胞悬浮培养技术以及动物免疫技术的研发能力，开发中国市场特有的、急需的疫苗品种。美国普泰克拥有猪支原体-猪圆环病毒 2 型疫苗和猪蓝耳嵌合疫苗品种，丰富了公司疫苗品种储备，而杭州佑本通过生产设备及工艺的改造具备量产的条件，两公司合力，有望提升产品技术、对现有产品进行升级改造、丰富产品种类储备，为公司的业绩贡献新增量！

**3. 公司凭技术优势战略进入工业污水处理产业，潜力巨大！**

公司核心竞争优势：工业污水技术领先+轻资产运营新模式。

1）“改进 A/O”工艺及国内独家首创的“耦合沉淀”工艺的发明专利，技术水平全国领先。

2）轻资产运营新模式，向客户输入治污经验及技术服务能力。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3）本省园区的项目运作经验已具备向全国复制的能力，有望成为新增长点。

■**投资建议**：预计2017-2019年归属于母公司净利润为2.48/3.23/4.03亿，对应EPS分别为0.39/0.51/0.63元/股。给予“买入-A”评级，6个月目标价15元。

■**风险提示：**玉米价格上涨；销量不达预期；动物疫苗板块进展不达预期。

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 主营收入 | 1,250.5 | 1,495.7 | 1,778.4 | 2,175.0 | 2,620.9 |
| 净利润 | 104.7 | 164.1 | 248.6 | 323.7 | 402.5 |
| 每股收益(元) | 0.17 | 0.26 | 0.39 | 0.51 | 0.63 |
| 每股净资产(元) | 1.63 | 2.36 | 2.62 | 55.00 | 55.44 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 市盈率(倍) | 63.7 | 41.7 | 27.8 | 21.2 | 17.2 |
| 市净率(倍) | 6.6 | 4.6 | 4.1 | 0.2 | 0.2 |
| 净利润率 | 8.4% | 11.0% | 14.0% | 14.9% | 15.4% |
| 净资产收益率 | 10.1% | 11.0% | 14.9% | 0.9% | 1.1% |
| 股息收益率 | 0.7% | 0.0% | 1.1% | 1.4% | 1.8% |
| ROIC | 10.9% | 11.6% | 14.1% | 0.5% | 0.2% |

*数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

# 财务报表预测和估值数据汇总

## 利润表

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1,250.5 | 1,495.7 | 1,778.4 | 2,175.0 | 2,620.9 |
| 减:营业成本 | 888.8 | 984.5 | 1,125.7 | 1,357.2 | 1,631.2 |
| 营业税费 | 5.6 | 14.5 | 12.4 | 15.2 | 18.3 |
| 销售费用 | 69.0 | 96.9 | 112.8 | 130.1 | 151.2 |
| 管理费用 | 146.0 | 188.8 | 221.4 | 268.0 | 319.7 |
| 财务费用 | 17.9 | -2.3 | - | - | - |
| 资产减值损失 | 2.5 | 0.6 | 2.4 | 1.8 | 1.6 |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - |
| 投资和汇兑收益 | 0.3 | -3.6 | -0.7 | -1.3 | -1.9 |
| **营业利润** | 120.9 | 209.2 | 303.0 | 401.4 | 497.0 |
| 加:营业外净收支 | 7.6 | 6.1 | 9.2 | 9.2 | 9.2 |
| **利润总额** | 128.5 | 215.3 | 312.2 | 410.6 | 506.2 |
| 减:所得税 | 12.8 | 41.1 | 46.8 | 61.6 | 75.9 |
| **净利润** | 104.7 | 164.1 | 248.6 | 323.7 | 402.5 |

## 资产负债表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 225.4 | 239.4 | 142.3 | 174.0 | 209.7 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收帐款 | 185.2 | 203.9 | 326.3 | 285.8 | 447.8 |
| 应收票据 | 14.4 | 19.8 | 13.0 | 30.4 | 23.2 |
| 预付帐款 | 63.2 | 63.7 | 102.8 | 82.2 | 142.5 |
| 存货 | 310.4 | 300.3 | 465.9 | 433.7 | 634.1 |
| 其他流动资产 | 3.3 | 38.1 | - | - | - |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 225.2 | 0.8 | 6,801.0 | 31,801.0 | 31,801.0 |
| 投资性房地产 | - | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| 固定资产 | 525.7 | 671.0 | 45,831.5 | 97,413.3 | 139,894.2 |
| 在建工程 | 39.4 | 11.5 | 18,003.5 | 23,401.1 | 22,020.3 |
| 无形资产 | 281.4 | 697.1 | 690.0 | 682.9 | 675.8 |
| 其他非流动资产 | 11.6 | 414.0 | 2,799.6 | 15,702.6 | 15,707.1 |
| **资产总额** | 1,885.2 | 2,662.3 | 75,178.6 | 170,009.7 | 211,558.4 |
| 短期债务 | 488.7 | 296.3 | 36,561.1 | 3,605.1 | 3,744.9 |
| 应付帐款 | 127.7 | 169.8 | 158.6 | 233.7 | 246.3 |
| 应付票据 | 45.0 | - | 36.1 | 22.0 | 43.6 |
| 其他流动负债 | 150.6 | 63.0 | 90.8 | 104.6 | 87.6 |
| 长期借款 | - | 205.9 | 36,435.9 | 130,813.0 | 171,847.1 |
| 其他非流动负债 | 18.7 | 343.3 | 126.8 | 162.9 | 211.0 |
| **负债总额** | 830.7 | 1,078.2 | 73,409.3 | 134,941.3 | 176,180.5 |
| 少数股东权益 | 19.4 | 87.7 | 104.5 | 129.8 | 157.6 |
| 股本 | 217.8 | 635.3 | 635.3 | 635.3 | 635.3 |
| 留存收益 | 815.9 | 855.5 | 1,029.5 | 34,303.3 | 34,585.0 |
| **股东权益** | 1,054.5 | 1,584.1 | 1,769.3 | 35,068.4 | 35,377.9 |

## 财务指标

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 48.9% | 19.6% | 18.9% | 22.3% | 20.5% |
| 营业利润增长率 | 45.0% | 73.0% | 44.8% | 32.5% | 23.8% |
| 净利润增长率 | 35.6% | 56.7% | 51.5% | 30.2% | 24.3% |
| EBITDA 增长率 | 52.8% | 36.3% | 1646.8% | 116.2% | 50.1% |
| EBIT 增长率 | 64.6% | 48.9% | 46.5% | 32.5% | 23.8% |
| NOPLAT 增长率 | 74.2% | 33.8% | 53.9% | 32.5% | 23.8% |
| 投资资本增长率 | 26.4% | 26.4% | 3990.1% | 126.8% | 24.5% |
| 净资产增长率 | 10.3% | 50.2% | 11.7% | 1882.0% | 0.9% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 28.9% | 34.2% | 36.7% | 37.6% | 37.8% |
| 营业利润率 | 9.7% | 14.0% | 17.0% | 18.5% | 19.0% |
| 净利润率 | 8.4% | 11.0% | 14.0% | 14.9% | 15.4% |
| EBITDA/营业收入 | 15.4% | 17.6% | 258.4% | 456.8% | 568.9% |
| EBIT/营业收入 | 11.1% | 13.8% | 17.0% | 18.5% | 19.0% |
| **运营效率** | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 145 | 144 | 4,500 | 12,000 | 18,000 |
| 流动营业资本周转天数 | 114 | 96 | 112 | 102 | 101 |
| 流动资产周转天数 | 225 | 201 | 194 | 170 | 169 |
| 应收帐款周转天数 | 52 | 47 | 54 | 51 | 50 |
| 存货周转天数 | 88 | 73 | 78 | 74 | 73 |
| 总资产周转天数 | 493 | 545 | 7,200 | 18,000 | 36,000 |
| 投资资本周转天数 | 371 | 396 | 7,200 | 18,000 | 36,000 |
| **投资回报率** | | | | | |
| ROE | 10.1% | 11.0% | 14.9% | 0.9% | 1.1% |
| ROA | 6.1% | 6.5% | 0.4% | 0.2% | 0.2% |
| ROIC | 10.9% | 11.6% | 14.1% | 0.5% | 0.2% |
| **费用率** | | | | | |
| 销售费用率 | 5.5% | 6.5% | 6.3% | 6.0% | 5.8% |
| 管理费用率 | 11.7% | 12.6% | 12.4% | 12.3% | 12.2% |
| 财务费用率 | 1.4% | -0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 三费/营业收入 | 18.6% | 18.9% | 18.8% | 18.3% | 18.0% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 44.1% | 40.5% | 97.6% | 79.4% | 83.3% |
| 负债权益比 | 78.8% | 68.1% | 4149.1% | 384.8% | 498.0% |
| 流动比率 | 0.99 | 1.64 | 0.03 | 0.25 | 0.35 |
| 速动比率 | 0.61 | 1.07 | 0.02 | 0.14 | 0.20 |
| 利息保障倍数 | 7.76 | -89.91 | | | |
| **分红指标** | | | | | |
| DPS(元) | 0.08 | - | 0.12 | 0.15 | 0.19 |
| 分红比率 | 48.5% | 0.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 股息收益率 | 0.7% | 0.0% | 1.1% | 1.4% | 1.8% |

## 现金流量表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 115.8 | 174.2 | 248.6 | 323.7 | 402.5 |
| 加:折旧和摊销 | 54.1 | 57.0 | 4,292.9 | 9,533.8 | 14,412.6 |
| 资产减值准备 | 3.5 | 0.6 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 19.5 | 26.5 | - | - | - |
| 投资损失 | -0.3 | 3.6 | 0.7 | 1.3 | 1.9 |
| 少数股东损益 | 11.1 | 10.1 | 16.8 | 25.3 | 27.8 |
| 营运资金的变动 | 23.6 | 193.5 | -466.7 | 177.8 | -335.7 |
| **经营活动产生现金流量** | 215.0 | 292.4 | 4,092.3 | 10,061.9 | 14,509.1 |
| **投资活动产生现金流量** | -371.0 | -456.2 | -76,649.3 | -104,407.3 | -55,507.5 |
| **融资活动产生现金流量** | 196.1 | 207.1 | 72,459.9 | 94,377.1 | 41,034.1 |

## 业绩和估值指标

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(元) | 0.17 | 0.26 | 0.39 | 0.51 | 0.63 |
| BVPS(元) | 1.63 | 2.36 | 2.62 | 55.00 | 55.44 |
| PE(X) | 63.7 | 41.7 | 27.8 | 21.2 | 17.2 |
| PB(X) | 6.6 | 4.6 | 4.1 | 0.2 | 0.2 |
| P/FCF | 1,083.0 | -22.1 | -120.3 | -0.2 | 51.6 |
| P/S | 5.5 | 4.6 | 3.9 | 3.2 | 2.6 |
| EV/EBITDA | 28.4 | 25.6 | 17.4 | 14.2 | 12.2 |
| CAGR(%) | 44.4% | 35.2% | 49.1% | 44.4% | 35.2% |
| PEG | 1.4 | 1.2 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| ROIC/WACC | 12.2 | 12.9 | 15.7 | 0.5 | 0.3 |
| REP | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 1.6 | 3.1 |

**资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## ■ 公司评级体系

**收益评级：**

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

**风险评级：**

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人


| | | | |
|---|---|---|---|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

**安信证券研究中心**

**深圳市**

**地　址：** 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

**邮　编：** 518026

**上海市**

**地　址：** 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

**邮　编：** 200080

**北京市**

**地　址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

**邮　编：** 100034


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。