安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 07 月 10 日

生物股份（600201.SH）

公司快报

证券研究报告

动物疫苗

获拍益康生物丰富禽用疫苗储备，动保龙头持续高增长可期！

■**事件：**7 月 10 日，公司公告，成功竞得辽宁益康生物股份有限公司 1400 万股股权转让（辽宁省投资集团有限公司 1300 万股及辽宁省国有资产经营有限公司 100 万股）及 4000 万股增资扩股项目，成交金额 4.03 亿元，待完成协议签署及工商变更登记，公司将持有益康生物 5400 万股股本，占比 46.96%。

■**我们的分析和判断：**

1. **成功竞拍益康生物，丰富公司禽用疫苗产品储备。**益康生物是农业部批准的禽流感灭活疫苗定点生产企业，公司产品包括禽用、猪用、犬及其他动物用等疫苗品种，根据益康生物官网信息，益康生物拥有 GMP 生产车间三座、经农业部 GMP 认证的兽用生物制品生产线 9 条。根据中国兽药信息网数据，益康生物主要产品储备为禽用疫苗，拥有重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗（Re-6 株+Re-8 株）、重组禽流感病毒 H5 亚型三价灭活疫苗（Re-6 株+ Re-7 株+Re-8 株）、重组禽流感病毒灭活疫苗（H5N1 亚型，Re-5 株）等产品生产资格。据行业协会统计，2015 年禽流感市场规模约 25 亿，且生产厂商严格管控，目前国内仅有约 10 家生产企业，公司此次成功竞拍益康生物，可以极大的丰富公司禽用疫苗产品储备，预计禽用疫苗收入将推动公司业绩高增长。

（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,246.5	1,517.0	2,117.9	2,728.7	3,321.6
净利润	479.7	644.5	831.3	1,056.0	1,360.5
每股收益(元)	0.78	1.05	1.29	1.64	2.12
每股净资产(元)	3.37	6.11	6.61	66.39	67.50

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	44.1	32.8	26.7	21.0	16.2
市净率(倍)	10.2	5.6	5.2	0.5	0.5
净利润率	38.5%	42.5%	39.3%	38.7%	41.0%
净资产收益率	23.2%	17.2%	19.6%	2.5%	3.1%
股息收益率	1.1%	1.5%	1.8%	2.3%	2.9%
ROIC	78.2%	66.0%	64.3%	66.3%	82.2%

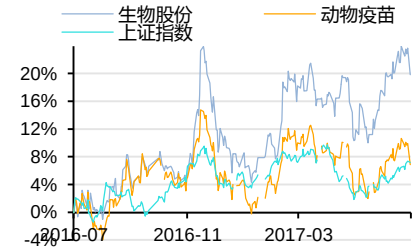
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	45.00 元
股价（2017-07-10）	34.40 元

交易数据

总市值（百万元）	21,092.44
流通市值(百万元)	19,705.35
总股本（百万股）	613.15
流通股本(百万股)	572.83
12 个月价格区间	28.83/36.09 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.27	5.93	13.75
绝对收益	1.99	3.68	21.27

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

相关报告

生物股份：拟竞拍益康生物丰富禽用疫苗储备，动保龙头持续高增长可期！/李佳丰	2017-06-26
生物股份：股权激励计划绑定核心成员利益，动保龙头持续高增长可期！/李佳丰	2017-06-13
生物股份：业绩超市场预期，“口蹄疫+新品放量”将驱动业绩加速增长！/李佳丰	2017-04-25
生物股份：业绩拐点显现，持续高增长可期！/李佳丰	2017-02-22
生物股份：业绩拐点显现，口蹄疫市场苗龙头持续高增长可期！/李佳丰	2017-02-21

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。

2. 口蹄疫市场苗空间巨大，市场苗渗透加速+规模补栏加速有望推动公司业绩持续高增长。公司是口蹄疫市场苗的龙头企业：1）从销量看，根据我们草根调研，公司口蹄疫市场苗占据约 60%的市场份额；2）从生产技术看，根据公司公告，公司是国内首家采用悬浮培养和纯化浓缩技术生产口蹄疫疫苗的厂家，并制定了口蹄疫疫苗悬浮培养疫苗的行业标准，推动了行业技术升级；3）从产品储备看，16 年年报披露公司口蹄疫 O-A 双价苗已进入新兽药注册复核阶段。17 年起，口蹄疫疫苗实行强制免疫财政直补试点，预计规模化养殖企业将加速使用市场苗，打开市场苗行业空间，根据我们估算，生猪出栏量 5000 头以上的规模养殖户口蹄疫市场苗的空间可达 42 亿元，若覆盖全部出栏生猪，则口蹄疫市场规模可达百亿，市场空间巨大。随着直补政策落地，预计将加速市场苗的渗透，叠加规模化补栏提速，公司作为市场苗的龙头企业，预计市场苗销量将大幅增长！

3. 预计多个大品种梯次贡献业绩，持续高增长可期。据公司公告，2016 年公司已推出：1）圆环疫苗：猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗 2016 年已实现销售，预计将成为有力竞争品种。2）BVD-IBR 二联苗（预计市场空间 10 亿）：公司公告称该联苗为业内第一个产品，预计公司将占有较大市场份额。预计陆续推出：1）布鲁氏杆菌疫苗：预计市场空间超过 10 亿，国内优质产品稀缺。2）口蹄疫 O-A 双价苗，目前处于新兽药注册阶段。此外，16 年报告期内，公司取得多项新兽药注册证书，优邦公司、保灵公司分别取得鸭坦布苏病毒病灭活疫苗（HB 株）、猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（C 株）等多项新兽药证书。随着公司新产品推出，将为公司贡献新利润增长点，公司业绩持续高增长可期。

4. 战略升级，内生外延拓宽公司成长空间。公司进行战略升级：**1）进军人药领域：**根据公司公告，2016 年公司与泰州迈博太科药业有限公司签订了托珠单抗生物类似药临床批件的《产权技术转让合同》，进军人药领域，托珠单抗技术转让项目有望为公司带来新的增长点；**2）工业 4.0 新园区一期逐步落地**：根据 16 年年报，公司定增建设新园区，引入工业 4.0 标准和要求规划和设计，截止 2016 年底，一期工程口蹄疫疫苗车间、国家工程实验室及信息中心全面开工，布鲁氏杆菌疫苗车间、弱毒苗车间、灭活苗车间预计在 2017 年年底前进入 GMP 静态验收；**3）强强联合，合作研发：**公司与普莱柯签订《重组口蹄疫亚单位基因工程疫苗（大肠杆菌源）系列产品研发技术开发（合作）合同》，基于大肠杆菌表达系统的病毒样颗粒疫苗（系新一代口蹄疫亚单位基因工程疫苗）具有稳定性强、副反应小、免疫持续期长等方面的优点，是未来口蹄疫疫苗发展趋势。公司是国内口蹄疫疫苗龙头企业，普莱柯是国内动物疫苗基因工程苗领先企业，此次强强联合，有望加速推进口蹄疫基因工程苗发展，发展潜力巨大！**4）设立产业基金：**公司已公告成立产业基金，打造生物技术孵化平台，为上市公司孵化、储备并购资源，有利公司外延扩张，拓宽公司成长空间！

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的净利润分别为 8.31 亿元、10.56 亿元、13.61 亿元，对应 EPS 分别为 1.29/1.64/2.12 元/股，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 45 元。

■**风险提示：**市场苗推广不及预期，规模化补栏不及预期。

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	1,246.5	1,517.0	2,117.9	2,728.7	3,321.6
减:营业成本	286.3	337.0	470.2	682.2	890.2
营业税费	7.5	11.6	16.1	27.3	33.2
销售费用	178.4	234.9	328.3	436.6	531.5
管理费用	183.9	178.8	315.6	485.7	574.6
财务费用	-12.6	-14.6	-23.3	-196.6	-369.8
资产减值损失	20.1	15.0	16.5	17.2	16.2
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	7.6	17.8	9.9	4.0	4.0
营业利润	590.5	772.3	1,004.4	1,280.3	1,649.7
加:营业外净收支	3.0	7.2	4.3	1.6	2.0
利润总额	593.5	779.5	1,008.7	1,281.9	1,651.7
减:所得税	115.8	136.8	180.9	229.8	296.1
净利润	479.7	644.5	831.3	1,056.0	1,360.5

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,030.0	2,400.7	2,832.4	41,344.7	41,748.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	255.8	279.1	476.3	486.3	680.0
应收票据	6.3	10.8	5.2	19.2	11.6
预付帐款	11.5	9.8	42.1	13.7	62.1
存货	221.8	229.0	453.1	529.6	725.2
其他流动资产	17.2	290.9	106.3	138.1	178.4
可供出售金融资产	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	99.9	152.5	177.5	177.5	177.5
投资性房地产	44.2	42.8	42.8	42.8	42.8
固定资产	404.7	380.9	478.2	491.4	506.8
在建工程	313.6	225.2	67.6	35.3	40.6
无形资产	97.6	269.5	267.3	265.1	262.9
其他非流动资产	36.6	45.5	34.0	36.0	36.7
资产总额	2,550.2	4,347.7	4,993.8	43,590.7	44,483.9
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	208.6	232.3	403.5	531.3	664.7
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	226.5	270.3	284.5	295.2	339.2
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	46.6	92.5	57.7	65.6	72.0
负债总额	481.6	595.0	745.7	892.1	1,075.9
少数股东权益	-0.2	3.3	-0.2	-4.1	-9.0
股本	572.8	613.2	643.2	643.2	643.2
留存收益	1,558.1	3,168.8	3,605.2	42,059.6	42,773.9
股东权益	2,068.6	3,752.7	4,248.2	42,698.7	43,408.1

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	17.3%	21.7%	39.6%	28.8%	21.7%
营业利润增长率	22.9%	30.8%	30.1%	27.5%	28.9%
净利润增长率	18.6%	34.4%	29.0%	27.0%	28.8%
EBITDA 增长率	24.8%	23.4%	30.3%	10.7%	17.9%
EBIT 增长率	22.2%	31.1%	29.5%	10.5%	18.1%
NOPLAT 增长率	18.1%	34.3%	28.9%	10.5%	18.1%
投资资本增长率	59.2%	32.3%	7.0%	-4.8%	23.9%
净资产增长率	26.9%	81.4%	13.2%	905.1%	1.7%
利润率					
毛利率	77.0%	77.8%	77.8%	75.0%	73.2%
营业利润率	47.4%	50.9%	47.4%	46.9%	49.7%
净利润率	38.5%	42.5%	39.3%	38.7%	41.0%
EBITDA/营业收入	52.1%	52.8%	49.3%	42.3%	41.0%
EBIT/营业收入	46.4%	49.9%	46.3%	39.7%	38.5%
运营效率					
固定资产周转天数	114	93	73	64	54
流动营业资本周转天数	9	47	61	50	55
流动资产周转天数	419	563	610	3,000	4,500
应收帐款周转天数	63	63	64	63	63
存货周转天数	63	53	58	65	68
总资产周转天数	667	818	800	3,273	4,500
投资资本周转天数	222	261	221	173	155
投资回报率					
ROE	23.2%	17.2%	19.6%	2.5%	3.1%
ROA	18.7%	14.8%	16.6%	2.4%	3.0%
ROIC	78.2%	66.0%	64.3%	66.3%	82.2%
费用率					
销售费用率	14.3%	15.5%	15.5%	16.0%	16.0%
管理费用率	14.8%	11.8%	14.9%	17.8%	17.3%
财务费用率	-1.0%	-1.0%	-1.1%	-7.2%	-11.1%
三费/营业收入	28.1%	26.3%	29.3%	26.6%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	18.9%	13.7%	14.9%	2.0%	2.4%
负债权益比	23.3%	15.9%	17.6%	2.1%	2.5%
流动比率	3.55	6.41	5.69	51.46	43.24
速动比率	3.04	5.95	5.03	50.82	42.51
利息保障倍数	-45.87	-51.88	-42.11	-5.51	-3.46
分红指标					
DPS(元)	0.37	0.50	0.61	0.78	1.00
分红比率	47.8%	47.6%	47.5%	47.5%	47.5%
股息收益率	1.1%	1.5%	1.8%	2.3%	2.9%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	477.8	642.8	831.3	1,056.0	1,360.5
加:折旧和摊销	71.6	58.9	62.5	71.3	81.5
资产减值准备	20.1	15.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.2	-	-23.3	-196.6	-369.8
投资损失	-7.6	-17.8	-9.9	-4.0	-4.0
少数股东损益	-2.0	-1.8	-3.5	-3.9	-4.9
营运资金的变动	-74.2	-181.8	-87.3	40.1	-287.4
经营活动产生现金流量	494.3	756.1	769.8	962.9	775.9
投资活动产生现金流量	-342.1	-383.0	-28.0	-46.0	-96.0
融资活动产生现金流量	-70.7	997.6	-310.1	37,595.4	-276.3

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.78	1.05	1.29	1.64	2.12
BVPS(元)	3.37	6.11	6.61	66.39	67.50
PE(X)	44.1	32.8	26.7	21.0	16.2
PB(X)	10.2	5.6	5.2	0.5	0.5
P/FCF	164.0	62.6	29.7	19.8	21.0
P/S	17.0	13.9	10.5	8.1	6.7
EV/EBITDA	30.9	21.1	18.4	-16.7	-14.5
CAGR(%)	30.1%	28.2%	27.2%	30.1%	28.2%
PEG	1.5	1.2	1.0	0.7	0.6
ROIC/WACC	7.5	6.3	6.1	6.3	7.8
REP	2.8	2.1	2.3	-2.4	-1.6

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	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。