

普莱柯 (603566)

证券研究报告

2018年04月11日

携手中牧股份，强强联手有望加速行业资源整合

事件：4月9日公司发布公告称，公司与中牧股份、中信农业共同出资成立中普生物制药有限公司，注册资本3.5亿元。

公司研发实力获得同行认可，强强联手有望加速行业资源整合。我们上一篇公司深度报告题目为：“顺势而为”的动保研发领头羊！我们认为公司以国家兽用药品工程技术研究中心为研发平台，是国内基因工程疫苗研发的领头羊，从国外动物疫苗市场研发趋势来看，基因工程疫苗有其全病毒疫苗不具备的产品优势。我们认为，公司与国内唯一动保央企中牧股份的强强联合，一方面反应了公司强大的研发实力已经得到了优秀同行的认可，另一方面也是一次研发技术工艺与药证资源背景的完美结合。我们预计，中普生物有望以口蹄疫基因工程疫苗为突破，通过不断研发创新、申报文号、生产销售以基因工程为技术支撑的畜、禽、乃至宠物等疫苗产品，研发、生产、销售集成了两家公司优势，有望形成较大的协同效应，未来有望成为拥有多产品线的综合性动保企业。

公司猪圆环基因工程亚单位疫苗的成功上市，强化未来口蹄疫基因工程疫苗的成功信心，后续产品梯队丰富并有望进入收获期。根据2017年公司举行的全国及各省的圆柯欣上市发布会，圆柯欣（猪圆环基因工程亚单位疫苗）上市销售，目前反馈比较好，根据批签发显示，我们预计2018年Q1销售额2500万左右，全年收入有望突破1亿元，更重要的是产品已经进入了国内部分大型养殖集团，产品被逐步认可后有望放量。从病毒的结构特点来看，口蹄疫和圆环的病毒结构相似度较高，在纯化等技术工艺上具备一些相通性，圆环基因工程亚单位疫苗的成功，强化了口蹄疫基因工程疫苗成功的预期，我们预计口蹄疫市场未来有40亿以上的市场空间，同时创新型产品不排除改变市场竞争格局的可能。此外，伪狂犬、圆环支原体、圆环-副猪等产品梯队丰富，预计18/19年陆续上市。

猪苗、禽苗、化药齐发力，预计2018年Q1业绩有望实现同比增长40%以上。除了猪苗外，公司禽苗和化药恢复性增长较快，我们预计2018年Q1普莱柯业绩同比增速40-50%，增速较快的原因主要是去年新产品猪圆环基因工程亚单位疫苗销售有望超预期，以及化药和禽苗市场回暖后公司经营情况也有望提前完成一季度任务。

投资建议：我们认为，研发和创新力是决定估值水平的核心指标之一。国内动保企业多以生产型企业去估值，而国外动保企业多以研发型企业去估值，这是导致国外动保企业估值中枢40倍以上，而国内仅25倍左右原因之一。由于公司知识产权转入收入下降，我们将公司17/18/19年业绩预期由1.71/2.96/4.20亿下调为1.3/2.5/3.5亿元，因研发核心竞争力突出给予40倍估值，6个月目标市值100亿，目标价由32元调整为30元，给予“买入”评级。**风险提示：疫苗销量不达预期；新兽药和批文进度不达预期；合作设立公司进展不达预期**

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	478.14	583.10	524.41	782.33	1,080.21
增长率(%)	0.51	21.95	(10.06)	49.18	38.08
EBITDA(百万元)	181.31	212.28	173.05	313.44	448.36
净利润(百万元)	141.74	188.00	127.52	246.85	345.80
增长率(%)	1.06	32.64	(32.17)	93.58	40.09
EPS(元/股)	0.44	0.58	0.39	0.76	1.07
市盈率(P/E)	48.17	36.32	53.54	27.66	19.74
市净率(P/B)	5.11	4.61	4.27	3.85	3.38
市销率(P/S)	14.28	11.71	13.02	8.73	6.32
EV/EBITDA	48.37	34.64	35.42	18.93	12.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.09元
目标价格	30元

基本数据

A股总股本(百万股)	323.74
流通A股股本(百万股)	163.61
A股总市值(百万元)	6,827.68
流通A股市值(百万元)	3,450.62
每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	13.79
一年内最高/最低(元)	27.30/18.00

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

杨钊 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070003
yangzhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《普莱柯-公司点评:圆环基因工程亚单位疫苗获批新兽药，起航扬帆！》 2017-10-26
- 2 《普莱柯-季报点评:17年轻装上阵，18年加速成长》 2017-10-17
- 3 《普莱柯-公司深度研究：“顺势而为”的动保研发领头羊！》 2017-09-08



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	391.18	428.63	669.26	866.11	973.95
应收账款	111.71	110.26	116.64	222.46	226.47
预付账款	2.34	1.71	4.28	3.18	6.03
存货	60.35	61.66	61.91	105.43	111.74
其他	400.56	522.96	306.74	410.98	414.59
流动资产合计	966.13	1,125.21	1,158.83	1,608.17	1,732.78
长期股权投资	6.68	17.18	17.18	17.18	17.18
固定资产	254.17	263.61	238.37	213.13	187.89
在建工程	36.56	69.91	69.91	69.91	69.91
无形资产	231.11	214.76	208.66	202.57	196.47
其他	9.05	46.16	28.72	27.98	34.28
非流动资产合计	537.57	611.61	562.83	530.76	505.73
资产总计	1,503.70	1,736.83	1,721.67	2,138.93	2,238.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	108.86	170.89	67.34	266.00	151.06
其他	33.33	53.30	26.98	70.12	37.60
流动负债合计	142.19	224.19	94.32	336.12	188.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.30	31.71	28.19	28.07	29.33
非流动负债合计	24.30	31.71	28.19	28.07	29.33
负债合计	166.49	255.91	122.51	364.19	217.98
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	160.00	323.74	323.74	323.74	323.74
资本公积	572.98	458.68	441.92	444.71	448.44
留存收益	1,177.21	1,202.92	1,275.41	1,451.00	1,696.79
其他	(572.98)	(504.42)	(441.92)	(444.71)	(448.44)
股东权益合计	1,337.21	1,480.92	1,599.15	1,774.74	2,020.53
负债和股东权益总	1,503.70	1,736.83	1,721.67	2,138.93	2,238.51

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	141.74	188.00	127.52	246.85	345.80
折旧摊销	31.90	33.53	31.33	31.33	31.33
财务费用	0.00	0.00	16.70	19.70	38.20
投资损失	(2.71)	(15.85)	(20.00)	(22.00)	(25.00)
营运资金变动	(361.33)	(78.86)	74.30	(7.28)	(165.55)
其它	377.48	126.21	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	187.09	253.03	229.85	268.60	224.79
资本支出	149.37	63.04	3.52	0.13	(1.26)
长期投资	0.47	10.49	0.00	0.00	0.00
其他	(675.43)	(281.53)	33.25	19.08	22.53
投资活动现金流	(525.59)	(207.99)	36.77	19.21	21.27
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	564.79	8.01	12.27	(16.91)	(34.47)
其他	(46.71)	(12.19)	(38.25)	(74.05)	(103.74)
筹资活动现金流	518.07	(4.18)	(25.98)	(90.96)	(138.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	179.57	40.86	240.64	196.84	107.84

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	478.14	583.10	524.41	782.33	1,080.21
营业成本	130.40	167.31	149.48	207.29	275.70
营业税金及附加	2.70	6.25	10.49	7.82	10.80
营业费用	107.41	131.04	131.10	164.29	216.04
管理费用	91.67	114.48	110.13	140.82	183.64
财务费用	(4.90)	(4.31)	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	(0.74)	1.12	1.50	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.71	15.85	20.00	22.00	25.00
其他	(5.42)	(31.70)	(40.00)	(44.00)	(50.00)
营业利润	154.30	183.05	125.02	262.41	378.83
营业外收入	14.69	38.95	27.00	30.00	30.00
营业外支出	0.45	1.10	2.00	2.00	2.00
利润总额	168.54	220.90	150.02	290.41	406.83
所得税	26.80	32.90	22.50	43.56	61.02
净利润	141.74	188.00	127.52	246.85	345.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	141.74	188.00	127.52	246.85	345.80
每股收益(元)	0.44	0.58	0.39	0.76	1.07

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.51%	21.95%	-10.06%	49.18%	38.08%
营业利润	-2.10%	18.63%	-31.70%	109.89%	44.37%
归属于母公司净利润	1.06%	32.64%	-32.17%	93.58%	40.09%
获利能力					
毛利率	72.73%	71.31%	71.50%	73.50%	74.48%
净利率	29.64%	32.24%	24.32%	31.55%	32.01%
ROE	10.60%	12.69%	7.97%	13.91%	17.11%
ROIC	28.61%	16.24%	11.97%	26.61%	40.25%
偿债能力					
资产负债率	11.07%	14.73%	7.12%	17.03%	9.74%
净负债率	-4.44%	-15.17%	-10.80%	-30.81%	-24.84%
流动比率	6.79	5.02	12.29	4.78	9.18
速动比率	6.37	4.74	11.63	4.47	8.59
营运能力					
应收账款周转率	4.11	5.25	4.62	4.61	4.81
存货周转率	8.47	9.56	8.49	9.35	9.95
总资产周转率	0.41	0.36	0.30	0.41	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.44	0.58	0.39	0.76	1.07
每股经营现金流	0.58	0.78	0.71	0.83	0.69
每股净资产	4.13	4.57	4.94	5.48	6.24
估值比率					
市盈率	48.17	36.32	53.54	27.66	19.74
市净率	5.11	4.61	4.27	3.85	3.38
EV/EBITDA	48.37	34.64	35.42	18.93	12.98
EV/EBIT	58.70	41.14	43.25	21.03	13.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com