

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 18.93
合理价格区间(元): 22.00~26.40

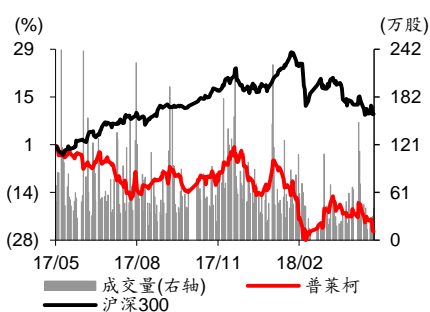
许奇峰 执业证书编号: S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004
研究员 021-28972251
fenghe@htsc.com

相关研究

- 1 《普莱柯(603566,买入): 切入口蹄疫苗生产, 尽显王者风范》2018.04
- 2 《普莱柯(603566,买入): 利空释放, 换挡进入高成长通道》2017.10
- 3 《普莱柯(603566,买入): 政策影响渐消弭, 品种催化塑成长》2017.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	323.74
流通 A 股 (百万股)	163.61
52 周内股价区间 (元)	18.28-25.62
总市值 (百万元)	6,128
总资产 (百万元)	1,837
每股净资产 (元)	4.97

资料来源: 公司公告

猪苗新品上量, 18 年高成长可期

普莱柯(603566)

度过政策调整振荡期, 维持“买入”评级

公司公布 17 年年报、18 年一季报, 1) 2017 年, 公司实现营收 5.30 亿元, 同比下滑 9.12%, 实现归属母公司净利润 1.14 亿元, 同比下滑 39.26%, 业绩低于我们预期。单季度看, 第四季度, 公司实现营收 1.49 亿元, 同比下滑 4.82%, 实现归属母公司净利润 0.22 亿元, 同比下滑 31.55%; 2) 18Q1, 公司实现营收 1.44 亿元, 同比增长 8.77%, 实现归属母公司净利润 0.39 亿元, 同比增长 15.52%, 业绩低于我们预期, 维持“买入”评级。

两因素叠加, 17 年净利润同比下滑 39.26%

2017 年公司整体经营业绩下滑, 我们认为主要是两方面原因, 1) 经营方面, 17 年公司猪用疫苗实现营收 1.60 亿元, 同比下滑 28.23%, 其中, 猪苗招标收入 0.29 亿元, 同比下滑 75%左右。此外, 公司调整重点产品对外技术合作政策, 致知识产权贸易收入下降, 17 年技术转让收入 0.21 亿元, 同比下滑 47.53%; 2) 费用方面, 17 年股权激励费用 1400 余万元 (16 年仅 270 万元), 导致管理费用增加。

圆环新品上量, 18Q1 稳定增长

18Q1, 招标调整影响仍在, 一季度招标收入 663.73 万元, 同比下滑 58.16%, 但幅度较去年同期收窄 (17Q1 下滑 62.34%)。圆环新品方面, 18Q1 销售加速, 销量 300 万头份左右 (17 年 11-12 月 55 万头份), 带动公司猪用市场苗销售额同比增加 55.20%, 达到 0.45 亿元。此外, 18Q1 公司未确认技术转让收入, 剔除此影响, 18Q1 公司净利润同比增速 59.36%。18Q1 其他业务均稳定增长, 禽苗及抗体实现营收 0.46 亿元, 同比增长 15.68%, 化药业务实现营收 0.45 亿元, 同比增长 27.28%。

强强联合, 切入口苗更上层楼

4 月 9 日, 公司公告称, 拟与中牧股份、中信农业共同出资成立中普生物, 其中, 普莱柯 (主要负责技术支持) 以现金方式出资, 股本占比 46.5%, 中牧股份以实物 (保山厂全部资产) 加现金方式出资, 股本占比 48.5%; 中信农业以现金方式出资, 股本占比 5%。目前, 国内仅 7 家企业拥有口蹄疫苗生产资质, 普莱柯虽拥有前沿技术, 短期内并不容易取得该产品生产资质。此次与老牌国企中牧股份合作, 1) 短期内快速进入口蹄疫苗生产领域, 分享 30 亿元 (协会 16 年数据) 或更大的行业蛋糕; 2) 长远看, 依托领先的基因技术, 持续为中普生物 (中牧保山厂) 输送竞品, 为公司长远发展积蓄力量。

研发壁垒高筑+前瞻性诊断布局, 维持“买入”评级

17 年受招标政策调整影响, 公司招标收入大幅下滑, 我们认为 18 年开始, 政策调整的边际影响减小, 并且随着公司猪圆环和伪狂犬等市场化竞品渐次上市放量。受猪价大跌并底部震荡影响, 我们下调公司 2018-19 年 EPS 至 0.88 元、1.09 元 (前值 1.03 元、1.38 元), 同时预计 2020 年公司 EPS 为 1.26 元。综合考虑行业 18 年 26 倍 PE 水平以及普莱柯研发壁垒高筑+前瞻性布局, 给予公司 18 年 25-30 倍估值水平, 对应目标价 22.00-26.40 元 (前值 25.75-30.90 元), 维持“买入”评级。

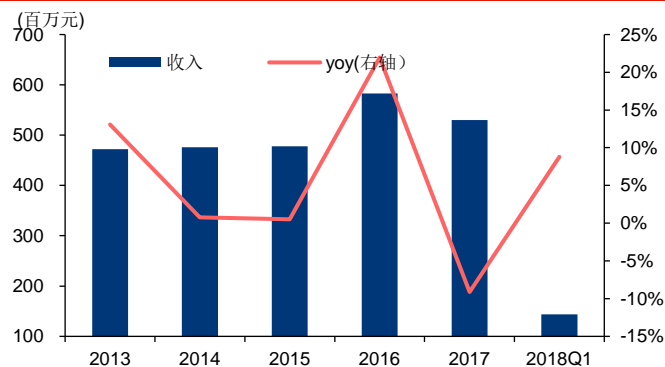
风险提示: 猪价快速下跌、新产品释放进度不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	583.10	529.90	615.34	732.43	847.73
+/-%	21.95	(9.12)	16.12	19.03	15.74
归属母公司净利润 (百万元)	188.00	114.19	285.60	352.12	406.62
+/-%	32.64	(39.26)	150.12	23.29	15.48
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.35	0.88	1.09	1.26
PE (倍)	32.60	53.67	21.46	17.40	15.07

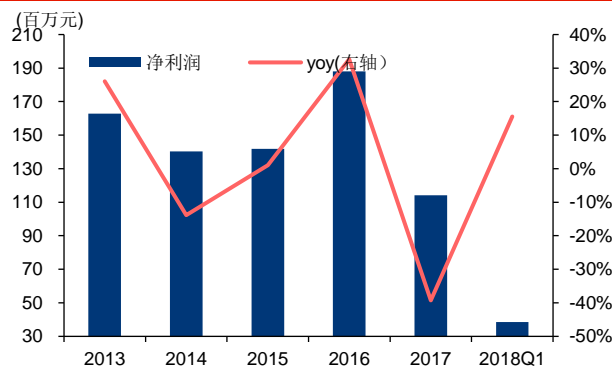
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2013-18Q1, 普莱柯营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2013-18Q1, 普莱柯净利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

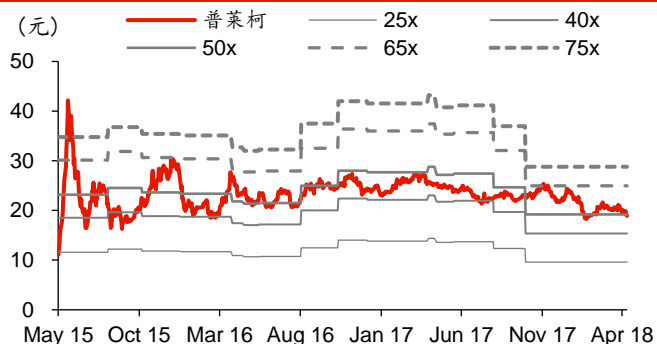
图表3: 中牧可比公司盈利预测 (采用 Wind 一致预期, 截至 2018 年 4 月 27 日)

股票代码	可比公司	EPS (元)			PE (倍)		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
603566.SH	中牧股份	0.78	0.93	1.08	27.31	21.19	18.77
002100.SZ	天康生物	0.41	0.42	0.40	22.01	19.21	16.45
603718.SH	海利生物	0.13	0.18	0.27	134.17	62.51	43.26
平均							26.16

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

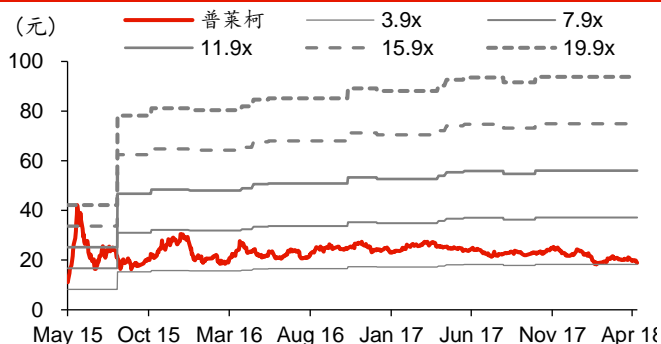
PE/PB - Bands

图表4: 普莱柯历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 普莱柯历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,125	1,152	1,493	1,833	2,210
现金	428.63	263.48	733.09	996.00	1,305
应收账款	102.97	108.48	125.07	142.62	170.34
其他应收账款	7.29	2.61	4.74	6.22	6.00
预付账款	1.71	1.86	2.64	2.68	3.18
存货	61.66	71.09	84.41	94.27	111.29
其他流动资产	522.96	704.33	542.97	591.44	614.47
非流动资产	611.61	653.26	619.11	591.86	558.61
长期投资	17.18	18.56	14.14	16.63	16.44
固定投资	263.61	343.08	322.70	294.82	263.20
无形资产	214.76	207.52	231.47	226.61	228.07
其他非流动资产	116.07	84.10	50.80	53.80	50.89
资产总计	1,737	1,805	2,112	2,425	2,769
流动负债	224.19	206.55	202.03	226.54	231.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	28.17	28.70	33.87	39.51	45.39
其他流动负债	196.03	177.86	168.16	187.04	185.93
非流动负债	31.71	29.72	28.58	30.00	29.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	31.71	29.72	28.58	30.00	29.43
负债合计	255.91	236.27	230.60	256.55	260.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	323.74	323.74	323.74	323.74	323.74
资本公积	458.68	478.42	478.42	478.42	478.42
留存公积	744.24	793.67	1,079	1,366	1,706
归属母公司股	1,481	1,569	1,881	2,169	2,508
负债和股东权益	1,737	1,805	2,112	2,425	2,769

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	253.03	140.86	415.45	289.24	323.09
净利润	188.00	114.19	285.60	352.12	406.62
折旧摊销	33.53	37.36	40.39	41.71	42.12
财务费用	(4.31)	(3.71)	(20.63)	(35.79)	(47.63)
投资损失	(15.85)	(18.19)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	32.00	(12.53)	118.11	(52.85)	(62.37)
其他经营现金	19.65	23.76	6.98	(0.95)	(0.66)
投资活动现金	(207.99)	(240.52)	6.83	2.86	5.24
资本支出	73.79	59.29	0.00	0.00	0.00
长期投资	151.40	204.02	(22.69)	9.72	1.08
其他投资现金	17.20	22.79	(15.86)	12.58	6.32
筹资活动现金	(4.18)	(64.57)	47.33	(29.18)	(19.45)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	163.74	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(114.30)	19.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(53.62)	(84.30)	47.33	(29.18)	(19.45)
现金净增加额	40.86	(164.22)	469.61	262.91	308.87

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	583.10	529.90	615.34	732.43	847.73
营业成本	167.31	167.84	201.85	233.71	268.16
营业税金及附加	6.25	8.57	3.08	3.66	4.24
营业费用	131.04	143.26	61.53	73.24	84.77
管理费用	114.48	130.42	92.30	109.86	127.16
财务费用	(4.31)	(3.71)	(20.63)	(35.79)	(47.63)
资产减值损失	1.12	1.75	0.71	1.19	1.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.85	18.19	15.00	15.00	15.00
营业利润	183.07	107.89	291.50	361.54	424.81
营业外收入	38.92	27.18	26.93	31.01	28.37
营业外支出	1.08	1.74	1.09	1.30	1.38
利润总额	220.90	133.33	317.33	391.25	451.81
所得税	32.90	19.15	31.73	39.12	45.18
净利润	188.00	114.19	285.60	352.12	406.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	188.00	114.19	285.60	352.12	406.62
EBITDA	212.29	141.54	311.26	367.46	419.30
EPS (元, 基本)	0.58	0.35	0.88	1.09	1.26

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	21.95	(9.12)	16.12	19.03	15.74
营业利润	18.64	(41.06)	170.17	24.03	17.50
归属母公司净利润	32.64	(39.26)	150.12	23.29	15.48
获利能力 (%)					
毛利率	71.31	68.33	67.20	68.09	68.37
净利率	32.24	21.55	46.41	48.08	47.97
ROE	12.69	7.28	15.18	16.24	16.21
ROIC	14.91	7.09	21.66	25.74	29.04
偿债能力					
资产负债率 (%)	14.73	13.09	10.92	10.58	9.42
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	5.02	5.58	7.39	8.09	9.55
速动比率	4.74	5.23	6.97	7.67	9.07
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.30	0.31	0.32	0.33
应收账款周转率	5.14	4.84	5.14	5.25	5.25
应付账款周转率	6.75	5.90	6.45	6.37	6.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.35	0.88	1.09	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.44	1.28	0.89	1.00
每股净资产(最新摊薄)	4.57	4.85	5.81	6.70	7.75
估值比率					
PE (倍)	32.60	53.67	21.46	17.40	15.07
PB (倍)	4.14	3.91	3.26	2.83	2.44
EV_EBITDA (倍)	27.28	40.91	18.60	15.76	13.81

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com