



多重竞争优势 业绩高增长可期

增持 维持

投资要点:

- 2013年公司实现营业收入6.71亿元,同比增长20.6%;实现归属上市公司股东净利润2.51亿元,同比增长92.3%。
- 2014年1季度,公司实现营业收入3.36亿元,同比增长112.0%;实现归属上市公司股东净利润1.38亿元,同比增长23.6%。

报告摘要:

- 业绩持续增长,主营业务突出。**2013年,公司剥离房地产业务后彻底转型为专业兽用生物制药生产商。2013年公司生物制药业主营收入占比达93.84%,而2010年仅为46.14%。2013年公司生物制药收入同比增长45%,达到6.3亿元,毛利率提升6.96个百分点达71.99%。
- 直销模式显威力,市场苗销售高速增长。**公司通过销售模式创新,建立规模化养殖场专职营销团队,强化服务质量,大力发展养殖场点对点直销模式,突破了原有的政府招标采购疫苗单一销售模式,直销苗销售额大幅增长。市场直销苗毛利较高且销售占比提升,政府苗采购价格提高是公司毛利率上升的主要原因。
- 长期看点:多重竞争优势,业绩增长可期。**1、技术领先、质量领先:公司是国内首家采用悬浮培养和纯化浓缩技术生产猪、牛口蹄疫疫苗并制定悬浮培养疫苗行业标准的企业,产品质量国内领先。2、产能提升:公司二次扩展口蹄疫生产线,突破了产能瓶颈,产量翻番,2014年将继续扩建改建车间来扩大产能。3、产品多样化:公司积极通过引入和研发新产品并尽快形成新增利润点,2014年力争完成对布鲁氏杆菌、猪瘟、猪圆环、伪狂犬、蓝耳病疫苗的升级和BVD+IBR二联疫苗的临床批文。4、销售模式创新。公司大力发展养殖场点对点式直销模式,终端市场需求大产品毛利高,直销苗销售有望快速增长。
- 盈利预测。**我们认为公司在依托高质量产品,积极发展新销售模式,扩产改建提升产能、提升产品多样化程度,业绩具备高增长潜力。我们预计公司2014-2016年营业收入分别为8.73、10.91和13.64亿元;实现归属母公司净利润分别为2.57、3.32和4.17亿元;EPS分别为0.90、1.16和1.46元。维持“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	556.48	671.38	873	1091	1364
增长率(%)	-3.41	20.65	30	25	25
归母净利润(百万)	130.43	250.88	257	332	417
增长率(%)	-12.72	92.34	2.49	29	26
每股收益	0.46	0.89	0.90	1.16	1.46
市盈率	30.85	16.04	30.35	23.51	18.70

中小市值研究组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

新财富2013年最佳中小市值分析师

电话:010-88013568

Email:wangfenghua@hysec.com

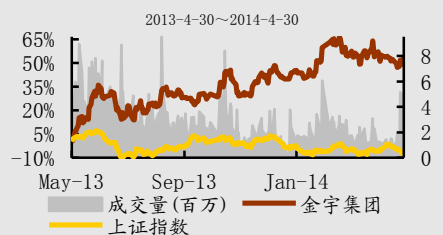
分析师:

俞海洋(S1180612060019)

电话:010-88013556

Email:yuhaiyang@hysec.com

市场表现



相关研究

《天通股份:蓝宝石和磁性材料是未来增长双引擎》

2014-4-29

《双塔食品:豌豆蛋白业务板块爆发》

2014-4-28

《新天科技:稳步成长,未来可期》

2014-4-28

《海虹控股:转型阵痛,期待PBM业务发展》

2014-4-28

《中小市值周报20140427:长江经济带的崛起发展之路》

2014-4-27

《紫光股份:业绩快速增长 转型目标明确》

2014-4-27

图 1: 财务预测表

报表预测						财务分析和估值指标汇总					
利润表						收益率					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	556.48	671.38	872.80	1091.00	1363.75	毛利率	67.37%	70.64%	71.50%	72.00%	72.00%
减: 营业成本	181.60	197.14	248.75	305.48	381.85	三费/销售收入	36.63%	36.72%	36.05%	35.26%	34.94%
营业税金及附加	25.21	6.54	8.50	10.62	13.27	EBIT/销售收入	32.12%	47.63%	37.44%	37.80%	37.69%
营业费用	87.75	108.42	140.95	176.19	220.24	EBITDA/销售收入	38.96%	53.78%	47.15%	45.57%	43.68%
管理费用	90.86	118.01	153.41	191.77	239.71	销售净利率	23.11%	37.11%	29.26%	30.22%	30.39%
财务费用	25.22	20.08	20.26	16.69	16.52	资产获利率					
资产减值损失	0.03	5.95	0.00	0.00	0.00	ROE	12.12%	19.57%	17.19%	18.73%	19.69%
加: 投资收益	1.92	81.74	0.00	0.00	0.00	ROA	9.77%	19.59%	10.72%	18.49%	12.86%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.25%	18.63%	20.54%	13.38%	22.73%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率					
营业利润	147.72	296.98	300.93	390.25	492.16	销售收入增长率	-3.41%	20.65%	30.00%	25.00%	25.00%
加: 其他非经营损益	6.13	2.89	6.00	6.00	6.00	EBIT 增长率	-7.13%	78.90%	2.18%	26.21%	24.64%
利润总额	153.85	299.87	306.93	396.25	498.16	EBITDA 增长率	-6.83%	66.54%	13.97%	20.81%	19.83%
减: 所得税	25.25	50.71	51.56	66.57	83.69	净利润增长率	-12.51%	93.75%	2.49%	29.10%	25.72%
净利润	128.60	249.16	255.36	329.68	414.47	总资产增长率	10.73%	-10.75%	86.82%	-26.85%	79.27%
减: 少数股东损益	-1.84	-1.72	-1.77	-2.28	-2.87	股东权益增长率	8.94%	19.14%	16.70%	18.48%	19.61%
归属母公司股东净利润	130.43	250.88	257.13	331.96	417.34	经营营运资本增长率	5.11%	-34.14%	171.73%	-28.07%	100.79%
资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资本结构					
货币资金	273.48	649.54	698.24	872.80	1091.00	资产负债率	41.07%	21.45%	50.99%	20.71%	47.15%
应收和预付款项	202.48	289.88	252.00	422.63	420.66	投资资本/总资产	76.87%	79.62%	82.88%	83.37%	82.11%
存货	889.17	157.14	1647.88	568.81	2202.05	带息债务/总负债	43.68%	37.13%	66.42%	19.66%	62.05%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.99	3.22	1.68	4.13	1.98
长期股权投资	12.83	13.18	13.18	13.18	13.18	速动比率	0.69	2.76	0.62	2.87	0.81
投资性房地产	48.65	47.18	40.99	34.81	28.62	股利支付率	32.29%	17.91%	16.73%	16.73%	16.73%
固定资产和在建工程	337.37	410.04	343.41	276.79	210.17	收益留存率	67.71%	82.09%	83.27%	83.27%	83.27%
无形资产和开发支出	56.34	58.97	50.02	41.07	32.13	资产管理效率					
其他非流动资产	8.17	6.01	3.01	0.00	0.00	总资产周转率	0.30	0.41	0.29	0.49	0.34
资产总计	1828.49	1631.94	3048.72	2230.08	3997.79	固定资产周转率	2.29	2.78	2.54	3.94	6.49
短期借款	308.50	120.00	1022.56	80.81	1159.48	应收账款周转率	4.45	4.34	8.28	4.97	7.30
应付和预收款项	338.71	186.48	488.37	337.35	681.75	存货周转率	0.20	1.25	0.15	0.54	0.17
长期借款	19.50	10.00	10.00	10.00	10.00	业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他负债	84.17	33.62	33.62	33.62	33.62	EBIT	178.73	319.76	326.74	412.38	513.98
负债合计	750.88	350.10	1554.55	461.78	1884.86	EBITDA	216.80	361.05	411.50	497.14	595.73
股本	280.81	280.81	280.81	280.81	280.81	NOPLAT	142.67	261.90	266.86	338.11	422.64
资本公积	212.20	212.20	212.20	212.20	212.20	净利润	130.43	250.88	257.13	331.96	417.34
留存收益	582.82	788.77	1002.88	1279.29	1626.79	EPS	0.456	0.878	0.900	1.161	1.460
归属母公司股东权益	1075.84	1281.79	1495.89	1772.31	2119.80	BPS	3.764	4.484	5.233	6.200	7.416
少数股东权益	1.77	0.04	-1.72	-4.00	-6.87	PE	59.83	31.11	30.35	23.51	18.70
股东权益合计	1077.61	1281.84	1494.17	1768.30	2112.93	PS	14.02	11.62	8.94	7.15	5.72
负债和股东权益合计	1828.49	1631.94	3048.72	2230.08	3997.79	PCF	75.56	12.01	-9.80	6.60	-10.01
经营性现金净流量	103.27	649.53	-796.01	1183.00	-779.81	EV/EBIT	44.74	24.03	26.62	18.80	17.18
投资性现金净流量	-113.76	6.77	4.99	4.99	4.99	股息率	0.005	0.006	0.006	0.007	0.009
筹资性现金净流量	-94.02	-252.92	839.72	-1013.43	993.02						
现金流量净额	-104.50	403.38	48.70	174.56	218.20						

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 天成控股、世纪鼎利、首航节能、天玑科技、天通股份、天马精化、天音控股、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子、开尔新材等。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。