生物股份(600201.SH)

春防形势良好，业绩有望延续高增长

评级： 买入 前次： 买入

目标价（元）： 43.4

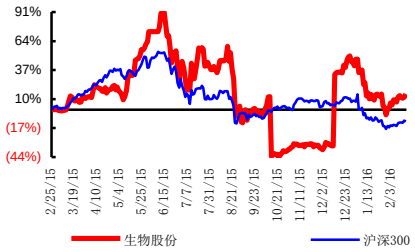
分析师
陈奇
S 740514070005
021-20315189
chenqi@r.qlzq.com.cn
2015 年 2 月 23 日

分析师
谢刚
021 20315178
xiegang@r.qlzq.com.cn
联系人 刁凯峰
diaokf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	573
流通股本(百万股)	565
市价(元)	28.76
市值(百万元)	16500
流通市值(百万元)	16500

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	671.38	1,062.9	1,310.9	1,732.7	2,193.2
营 收 增速	20.65%	58.32%	23.34%	32.17%	26.58%
净利润增长率	92.34%	61.16%	32.66%	32.88%	29.90%
摊薄每股收益（元）	0.89	1.41	0.94	1.24	1.62
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市场）					
市盈率（倍）	28.84	24.80	30.71	23.11	17.79
PEG	0.31	0.41	0.94	0.70	0.60
每股净资产（元）	4.56	5.94	3.65	4.89	6.51
每股现金流量	2.31	2.05	-0.78	-0.16	0.88
净资产收益率	19.57%	23.82%	25.65%	25.42%	24.82%
市净率	5.65	5.91	7.88	5.88	4.42
总 本（百万股）	280.81	285.85	572.83	572.83	572.83

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：我们近期调研了金宇生物股份，认为目前春防态势良好，公司 1 季度业绩有望超预期，未来 3 年依旧看 30%业绩持续增长，当前对应 2017 年估值近 17 倍，强烈建议买入。**
- **冬春疫情有望加重，招标制度逐步规范，生物股份 2016 年 Q1 业绩同比依然维持高增长。**
- **政府苗：招标程序不断规范，产品竞争力逐步显现。**公司 2016 年春防招标形势良好，目前大体确定规模的几个省中，四川省预计采购量在 3000-4000 万（15 年同期仅 1000-1500 万左右）。近期各地招采规范化程度不断提升，公司产品质量与产品线优势明显，有望逐步扩大市场份额。预计整体采购规模落定后，公司招采量同比有望增长 3500 万以上，贡献整体收入增速达到 10-15%。
- **市场苗：寒潮等气候原因有望加重疫情，带动市场苗高增长。**草根调研显示各地散发 A 型口蹄疫疫情仍较多，且 16 年超级寒潮降临，南方大量猪场在没有防护的情况下，极大温差预期将激发潜伏的口蹄疫病毒流行。我们预计公司 2015 年 1 季度口蹄疫市场苗收入有望增长超过 40%(贡献整体收入增速 20-25%)。
- 综上，我们预计 2015 年 1 季度公司有望实现 35%左右收入与业绩增速，疫情程度加重、招采制度规范是公司产品力逐步转化为市场份额的正面催化。
- **我们仍看好公司在口蹄疫、反刍苗等领域“大空间、领头羊、持续重磅新品”构建的较强先发优势。**
- **我们详细拆分具体口蹄疫的渗透率，发现在牛羊与猪方面均有大量市场空间。**调研显示牛羊目前预计仅覆盖 500 万头（牛羊存栏在 3-4 亿头），猪近覆盖 4000-5000 万头（种猪占 50%以上，但 6-7 亿出栏量的商品猪仍具备较大空间）。而尽管竞争对手数量增多，但我们认为当前金宇口蹄疫疫苗供不应求等现象

显示中型养殖户需求较大，新进入者也会考虑相对蓝海的领域切入（节省费用、提高市场扩张效率），高端市场出现激烈竞争概率并不高。

- 反刍动物整体的防疫与药用费用单头仍有 100-200 元的提升空间，未来金宇的布病、BVD-IBR 二联沿袭着 2011 年口蹄疫无竞争对手的良好格局，其他细菌类、驱虫药类反刍苗（产业园动物疫苗重点方向）也存在新品的预期。

- **我们预计在市场预期业绩增长不足 25%的情况下，公司未来口蹄疫、反刍苗、圆环等领域的超预期点将为公司带来新一轮的投资机会：（1）口蹄疫在公司营销改善（牛羊与猪销售队伍专业化分离，政府苗与市场苗销售团队资源公用）的情况下，客户规模下移将支撑口蹄疫 20%以上的收入增长；（2）反刍苗在蓝海中持续创造出多个 5-10 亿元规模的品种；（3）圆环真正凭借产品质量及多年积累的客户，做到勃林格的体量；（4）猪瘟、伪狂犬等老产品经过技术改造，抗原含量提升 5-10 倍后带来的新品收入增量。**

- 公司长期依托国际产业园、一带一路政策等条件下，在出口亚洲周边国家、非洲市场拓展、并购整合等方面仍具较大的产业格局。

- **我们预计 2015-2017 年净利润为 5.36、7.13、9.26 亿元，同比增长 32.66%、32.88%、29.90%，EPS 分别为 0.94/1.24/1.62 元,基于公司未来几年保持超越行业增速的高成长性，给予 2016 年 35XPE，目标价为 43.4 元，维持“买入”评级。**

图表 1：金宇集团收入预测

项　目	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
生物疫苗								
销售收入	309.31	393.34	433.63	630.01	1,023.18	1,275.63	1,696.00	2,155.00
增长率（YOY）	*N/A*	*27.17%*	*10.24%*	*45.29%*	*62.41%*	*24.67%*	*32.95%*	*27.06%*
毛利率	64.40%	68.40%	65.03%	71.99%	77.38%	77.00%	77.00%	77.00%
销售成本	110.12	124.28	151.62	176.47	231.41	293.40	390.08	495.65
增长率（YOY）	*N/A*	*12.86%*	*22.00%*	*16.38%*	*31.14%*	*26.78%*	*32.95%*	*27.06%*
毛利	199.19	269.06	282.01	453.54	791.76	982.24	1,305.92	1,659.35
增长率（YOY）	*N/A*	*35.08%*	*4.81%*	*60.82%*	*74.57%*	*24.06%*	*32.95%*	*27.06%*
占总销售额比重	46.66%	69.11%	79.36%	94.50%	96.56%	97.30%	97.88%	98.26%
占主营业务利润比重	63.62%	69.03%	76.65%	96.29%	97.87%	98.37%	98.72%	98.95%
房地产								
销售收入	172.97	130.83	70.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	*N/A*	*-24.36%*	*-46.19%*	*-100.00%*	—	—	—	—
毛利率	51.41%	74.17%	88.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本	84.05	33.79	7.79	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	*N/A*	*-59.80%*	*-76.95%*	*-100.00%*	—	—	—	—
毛利	88.92	97.04	62.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	*N/A*	*9.13%*	*-35.48%*	*-100.00%*	—	—	—	—
占总销售额比重	26.09%	22.99%	12.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	28.40%	24.90%	17.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
物业管理								
销售收入	19.96	27.49	28.25	22.84	24.94	23.69	24.88	26.12
增长率（YOY）	*N/A*	*37.73%*	*2.77%*	*-19.17%*	*9.21%*	*-5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利率	79.71%	70.53%	70.93%	60.69%	62.29%	62.00%	62.00%	62.00%
销售成本	4.05	8.10	8.21	8.98	9.40	9.00	9.45	9.93
增长率（YOY）	*N/A*	*100.00%*	*1.40%*	*9.30%*	*4.75%*	*-4.26%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利	15.91	19.39	20.04	13.86	15.54	14.69	15.42	16.19
增长率（YOY）	*N/A*	*21.87%*	*3.35%*	*-30.85%*	*12.10%*	*-5.45%*	*5.00%*	*5.00%*
占总销售额比重	3.01%	4.83%	5.17%	3.43%	2.35%	1.81%	1.44%	1.19%
占主营业务利润比重	5.08%	4.97%	5.45%	2.94%	1.92%	1.47%	1.17%	0.97%
能源								
销售收入	4.05	8.10	7.36	8.32	8.72	9.16	9.62	10.10
增长率（YOY）	*N/A*	*100.00%*	*-9.15%*	*13.08%*	*4.81%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利率	-18.52%	26.67%	3.91%	5.04%	4.94%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本	4.80	5.94	7.07	7.90	8.29	8.70	9.13	9.59
增长率（YOY）	*N/A*	*23.75%*	*19.04%*	*11.76%*	*4.91%*	*4.94%*	*5.00%*	*5.00%*
毛利	-0.75	2.16	0.29	0.42	0.43	0.46	0.48	0.50
增长率（YOY）	*N/A*	*-388.00%*	*-86.68%*	*45.62%*	*2.85%*	*6.23%*	*5.00%*	*5.00%*
占总销售额比重	0.61%	1.42%	1.35%	1.25%	0.82%	0.70%	0.55%	0.46%
占主营业务利润比重	-0.24%	0.55%	0.08%	0.09%	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%
羊绒业务								
销售收入	156.62	9.41	6.75	5.49	2.78	2.51	2.26	2.03
增长率（YOY）	*N/A*	*-93.99%*	*-28.32%*	*-18.60%*	*-49.28%*	*-10.00%*	*-10.00%*	*-10.00%*
毛利率	6.27%	22.32%	44.27%	58.51%	44.45%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本	146.80	7.31	3.76	2.28	1.55	1.38	1.24	1.12
增长率（YOY）	*N/A*	*-95.02%*	*-48.57%*	*-39.40%*	*-32.10%*	*-10.89%*	*-10.00%*	*-10.00%*
毛利	9.82	2.10	2.99	3.21	1.24	1.13	1.01	0.91
增长率（YOY）	*N/A*	*-78.62%*	*42.18%*	*7.58%*	*-61.47%*	*-8.88%*	*-10.00%*	*-10.00%*
占总销售额比重	—	—	—	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—	—	—
销售收入小计	**662.91**	**569.17**	**546.39**	**666.65**	**1059.62**	**1310.99**	**1732.75**	**2193.25**
销售成本小计	**349.82**	**179.42**	**178.45**	**195.62**	**250.65**	**312.48**	**409.91**	**516.28**
毛利	**313.09**	**389.75**	**367.93**	**471.03**	**808.97**	**998.51**	**1322.84**	**1676.96**
平均毛利率	**47.23%**	**68.48%**	**67.34%**	**70.66%**	**76.34%**	**76.16%**	**76.34%**	**76.46%**

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：金宇集团财务三张表

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**556**	**671**	**1,063**	**1,311**	**1,733**	**2,193**
增长率	*-3.41%*	*20.6%*	*58.3%*	*23.3%*	*32.2%*	*26.6%*
营业成本	-182	-197	-253	-312	-410	-516
% 销售收入	*32.6%*	*29.4%*	*23.8%*	*23.8%*	*23.7%*	*23.5%*
毛利	375	474	810	999	1,323	1,677
% 销售收入	*67.4%*	*70.6%*	*76.2%*	*76.2%*	*76.3%*	*76.5%*
营业税金及附加	-25	-7	-8	-13	-17	-22
% 销售收入	*4.5%*	*1.0%*	*0.7%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
营业费用	-88	-108	-167	-184	-234	-285
% 销售收入	*15.8%*	*16.1%*	*15.7%*	*14.0%*	*13.5%*	*13.0%*
管理费用	-91	-118	-152	-176	-222	-259
% 销售收入	*16.3%*	*17.6%*	*14.3%*	*13.4%*	*12.8%*	*11.8%*
息税前利润（EBIT）	171	241	483	626	850	1,111
% 销售收入	*30.7%*	*35.9%*	*45.5%*	*47.8%*	*49.0%*	*50.7%*
财务费用	-25	-20	7	13	0	1
% 销售收入	*4.5%*	*3.0%*	*-0.7%*	*-1.0%*	*0.0%*	*0.0%*
资产减值损失	0	-6	-14	-5	-5	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	82	4	1	0	0
% 税前利润	*1.2%*	*27.3%*	*0.9%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	148	297	480	635	846	1,097
营业利润率	*26.5%*	*44.2%*	*45.2%*	*48.4%*	*48.8%*	*50.0%*
营业外收支	6	3	3	5	5	5
税前利润	**154**	**300**	**483**	**640**	**851**	**1,102**
利润率	*27.6%*	*44.7%*	*45.4%*	*48.8%*	*49.1%*	*50.3%*
所得税	-25	-51	-81	-107	-142	-182
所得税率	*16.4%*	*16.9%*	*16.7%*	*16.7%*	*16.7%*	*16.5%*
净利润	129	249	402	533	709	920
少数股东损益	-2	-2	-2	-3	-4	-6
归属于母公司的净利润	**130**	**251**	**404**	**536**	**713**	**926**
净利率	*23.4%*	*37.4%*	*38.0%*	*40.9%*	*41.1%*	*42.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	249	402	533	709	920
少数股东损益	0	0	0	-3	-4	-6
非现金支出	38	47	62	63	65	82
非经营收益	20	-67	-14	0	17	17
营运资金变动	-83	420	135	-1,042	-880	-515
经营活动现金净流	**103**	**649**	**585**	**-449**	**-93**	**498**
资本开支	116	115	207	24	90	85
投资	0	107	0	0	0	0
其他	2	14	9	1	0	0
投资活动现金净流	**-114**	**7**	**-197**	**-24**	**-90**	**-85**
股权募资	0	0	0	30	0	0
债权募资	-71	-140	-130	450	0	0
其他	-23	-113	-21	-7	-194	-23
筹资活动现金净流	**-94**	**-253**	**-151**	**473**	**-194**	**-23**
现金净流量	**-105**	**403**	**237**	**0**	**-377**	**391**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	315	712	948	952	578	975
应收款项	151	249	183	176	237	300
存货	889	157	217	1,387	2,021	2,546
其他流动资产	51	43	20	98	113	129
流动资产	1,407	1,162	1,368	2,613	2,950	3,951
% 总资产	*74.7%*	*67.9%*	*65.2%*	*78.8%*	*80.0%*	*83.9%*
长期投资	61	60	59	59	59	59
固定资产	337	410	578	557	585	611
% 总资产	*17.9%*	*24.0%*	*27.5%*	*16.8%*	*15.9%*	*13.0%*
无形资产	62	65	68	60	67	64
非流动资产	476	550	730	701	736	759
% 总资产	*25.3%*	*32.1%*	*34.8%*	*21.2%*	*20.0%*	*16.1%*
资产总计	**1,883**	**1,712**	**2,098**	**3,314**	**3,686**	**4,710**
短期借款	325	120	1	1	1	1
应付款项	339	186	255	467	312	380
其他流动负债	75	79	178	335	150	170
流动负债	738	385	433	803	462	551
长期贷款	20	10	0	0	0	0
其他长期负债	47	35	1	451	451	451
负债	**805**	**430**	**434**	**1,254**	**913**	**1,002**
普通股股东权益	1,076	1,282	1,697	2,091	2,804	3,730
少数股东权益	2	0	-2	-5	-10	-15
负债股东权益合计	**1,883**	**1,712**	**2,129**	**3,340**	**3,707**	**4,716**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.464	0.893	1.414	0.936	1.244	1.616
每股净资产(元)	3.831	4.565	5.937	3.650	4.895	6.511
每股经营现金净流(元)	0.367	2.312	2.047	-0.778	-0.156	0.880
每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.12%	19.57%	23.82%	25.65%	25.42%	24.82%
总资产收益率	6.93%	14.66%	18.99%	16.06%	19.22%	19.63%
投入资本收益率	13.67%	31.28%	58.35%	34.16%	27.14%	29.62%
增长率						
营业总收入增长率	-3.41%	20.65%	58.32%	23.34%	32.17%	26.58%
EBIT增长率	-9.87%	41.05%	100.25%	29.61%	35.71%	30.75%
净利润增长率	-12.72%	92.34%	61.16%	32.66%	32.88%	29.90%
总资产增长率	9.13%	-9.09%	24.40%	57.94%	11.24%	27.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.0	76.0	56.0	39.0	40.0	40.0
存货周转天数	1,690.9	968.6	270.2	1,620.0	1,800.0	1,800.0
应付账款周转天数	156.8	168.4	198.6	135.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	157.7	131.8	108.1	102.3	68.7	52.1
偿债能力						
净负债/股东权益	2.69%	-45.38%	-55.93%	-24.03%	-4.58%	-14.12%
EBIT利息保障倍数	6.8	12.0	-66.1	-46.8	-1,880.1	-1,382.0
资产负债率	42.77%	25.11%	20.40%	37.55%	24.63%	21.24%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。