

证券研究报告—动态报告公司快评

农林牧渔

畜牧业

生物股份 (600201)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2016年03月14日

定增瘦身，新品密集上市，估值仍低估，维持买入评级

证券分析师： 刘鹏

021-60933167

liupeng7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514050003

联系人： 刘健

liujian1@guosen.com.cn

事项：

3月14日晚，公司股东大会顺利通过修改后的定增方案：公司将非公开发行价格由之前的31.46元/股调整为24.43元/股，非公开发行数量由不超过8000万股调整为不超过5100万股，募集资金总额由不超过25亿元调整为12.5亿元。所募资金投向不变，仍用于以下项目：1) 年产89,267万头份口蹄疫生产车间；2) 年产6000万头份布鲁氏菌病活疫苗生产车间；3) 年产4431万头份灭活疫苗生产车间；4) 年产13,500万头份冻干活疫苗生产车间；5) 兽用疫苗国家工程实验室；6) 国家高级别生物安全实验室。此外，这些项目的总投资额仍为25.6亿元，若募集资金不足，则由公司自筹资金解决。

国信观点：我们认为，此次非公开发行调整是根据二级市场变化所做出的合理调整，就调整幅度来看，不仅能兼顾原股东利益，而且不会影响新园区建设进度。一方面，增发价过低，或者以较低价格增发过多股份均会稀释原有股东利益；另一方面，公司新园区建设正紧锣密鼓推进中，顺利推进增发事宜不会影响后续生产经营，同时公司账上现金充足（截止三季度已有8.2亿现金），外加后续收益，已能满足项目投资需求。我们仍维持之前推荐观点：1) 口蹄疫稳增长，预计未来2-3年业绩增速可维持在25%左右；2) 猪圆环、BVD+IBR二联苗、布病等重磅新品今年将密集上市，预计今年可贡献收入8000万左右；3) 公司积极布局海外市场，外延预期强烈。不考虑外延，以及国际市场影响，预计15-17年EPS为0.91/1.17/1.49元（摊薄前），对应PE仅为31/24/19倍。考虑到当前公司股价仅超增发价15%，安全边际高，业绩向上弹性大，外延预期强烈，给予16年30倍估值（动物疫苗行业整体30倍），合理估值为35.1元，维持买入评级。今年市场较差，以确定性，有业绩为主，公司是业绩和增长兼备的优势品种，建议重点买入。

评论：

■ 增发调整是针对二级市场变化所做出的合理选择，不仅兼顾原股东利益，而且不会影响新园区建设进度

我们认为，由于国内二级市场发生较大变化，公司已不适合按照原有价格推进非公开发行，调整后的方案可以兼顾原股东利益的同时，还能顺利推进新园区建设。

- **公司股权分散，低价适量增发不会造成原股东股份被大幅稀释：**目前，第一大股东农牧药业仅持有公司11.7%的股份。按照发行上限计算，增发以后公司总股本增至6.2亿股，农牧药业持股比例降至10.8%，仍为最大持股方。
- **降低价格利于资金募集，同时公司现金充足可弥补非公开发行调整后的不足：**此次非公开发行价格调整为24.43元，对应15-17年PE分别为27/21/16倍，使得公司更加容易从二级市场募集资金，以保障新园区建设顺利推进。同时，公司账上现金充足。截止于2015年9月30日，账上现金高达8.2亿，外加后续收益，基本可弥补非公开发行规模

减半后可能带来的资金不足。

■ 估值低，安全边际高，口蹄疫稳增长，新品又将密集上市，外延预期强烈，建议积极买入

一方面，公司口蹄疫疫苗仍有较大开发空间，产品与技术不断更新升级，随着养殖复苏以及渠道下沉，预计未来 2-3 年业绩增速可维持在 25%左右。另一方面，公司储备产品丰富，猪圆环、BVD+IBR 二联苗等重磅新品今年将密集上市，预计 3 年可贡献 9 亿以上收入，如果按照 40%-45%的净利率，则增加 3.6-4.1 亿净利润。此外，公司还积极布局海外市场，并大力向大生物领域延伸。不考虑外延并购，以及国际市场影响，预计 15-17 年 EPS 为 0.91/1.17/1.49 元（摊薄前），对应 PE 仅为 31/24/19 倍。考虑到当前公司股价仅超增发价 15%，安全边际高，业绩向上弹性大，外延预期强烈，给予 16 年 30 倍估值（动物疫苗行业整体 30 倍），合理估值为 35.1 元，维持买入评级。

表 1: 金宇集团主要储备疫苗产品一览

产品	疫情概况	公司产品介绍	市场规模测算	竞争格局	预计上市时间
牛鼻气管炎+腹泻 (BVD+IBR) 二联苗	高度接触性传染病，导致腹泻、呼吸道问题、繁殖障碍等， 终身带毒 ，疫情严重。 影响最大的群体是奶牛和小牛。	病毒从国外传入国内，公司与中检所独家合作研制，产品正处于中试阶段。走私联苗价格在 6 美元。	仅奶牛市场规模就在 4 亿元左右	国内独家品种	2016H2
猪圆环苗	主要破坏生猪免疫系统，患猪生产性能降低，继发性死亡率高，疫情严重。	已拿到新药证书，由扬州优邦与武汉中博生物联合研发， 猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗 (CP08 株) ，国内只有勃林格与公司用此毒株；此外，公司还采用的是领先的重组杆状病毒-昆虫细胞基因工程表达技术。	35 亿元	勃林格市场份额在 50%-60%，单头份价格最高达到 28 元，现实际价在 15-18 元；国内生产企业较多，但是质量较差	推广初期，免疫效果较好，对勃林格产品有较大替代性。
猪口蹄疫 A-O 型二价苗	主要针对猪 A 型、O 型口蹄疫	目前市场上只有猪 A 型口蹄疫疫苗和猪 O 型口蹄疫疫苗，A-O 型二价苗可同时防疫两种亚型病毒，以较低成本起到全面防疫效果。预计 16 年初申报产品批文。	对 O 型口蹄疫疫苗部分替代	目前仅天康和公司有储备	2016H2
猪瘟	猪的一种急性接触性传染病，具有高传染性、高致死率， 还可使其他疫苗免疫效果降低	正在对原有疫苗进行改良，预计明年在大型养殖厂进行试验和评估，基本全部走直销路线。 与其他疫苗搭配销售，可大幅提升免疫效果。	15 亿元	共 19 家企业生产，竞争激烈，但是 大多产品免疫效果不是特别理想	2016 年
布鲁氏菌病疫苗	人畜共患型，主要经牛羊传染，高传染性，患者表现发热、多汗、睾丸炎等症状。 感染人群约 60 万，仍在扩大之中。	2013 年 6 月，由法国诗华引进，目前产品在国内各项检测试验表现优异，能起到较好免疫效果，且 产品为滴眼液形式，可解决口服、注射免疫不充分问题。	10 亿元左右	国内尚无有效免疫产品	老园区正在生产，2016 年可上市
伪狂犬疫苗	呈爆发性流行趋势，高传染性，仔猪感染死亡率 100%，种猪不育症	正在进行悬浮培养改造，将抗原含量提高到国家标准的 1.5 倍以上。	/	/	2016 年
重组新城疫病毒灭活疫苗 (A-VII 株)	主要危害鸡，高传染性、高致死性，同时也可感染人群，引起结膜炎或淋巴腺炎。	由控股子公司优邦公司与扬州大学合作研制，采用国际领先反向遗传技术，构建致弱的新城疫基因 VII 毒株，具有良好免疫原性，产生抗体时间短、滴度高等特点。新城疫疫苗的推出意味公司已经开始向禽苗领域延伸，目前扬州优邦公司拥有 10 个禽苗产品，悬浮培养改造完成，新建禽苗生产线也投产。	/	禽苗市场化程度高，竞争较激烈。	2016 年
猪蓝耳苗	主要影响猪繁殖，疫情相对稳定	金宇保灵拥有猪蓝耳灭活苗生产批文，同时又与台湾企业合作研发基因工程苗，如若试验符合预期将引入国内，届时将实现行业突破，成为又一重磅产品。	27 亿元	竞争激烈，现有产品争议大，基因工程苗是未来突破口	尚处研发中

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

■ 大生物领域是未来发展方向，已成立多个投资基金，短期提估值，长期可带来较强协同效应

公司已经更换公司名称，调整经营范围，未来已经明确要全力聚焦生物制药领域，不断向动物疫苗，以及人用医药等领域拓展。目前公司已经成立 2 个投资基金，预计后续会有一些生物制药领域的收购项目落地（动物疫苗或者人用医药领域均有可能）。

凭借口蹄疫等大品种研发、生产所积累的领先同行 2-3 年的技术优势、生产优势，以及市场口碑，公司将会继续壮大这一领域，未来主要进行牛、羊、猪、宠物等疫苗的研发和生产。人用医药领域，公司将通过外延并购的形式积极地向细胞治疗等新兴产业布局。具体包括：

- 首先，公司会优先服务内蒙地区，这里有 1.2 亿反刍动物；
- 其次，猪与宠物疫苗，猪用疫苗占全球市场的 50% 以上。宠物里面，马增加的特别快，免疫费用高达 300 元/匹。
- 禽苗：由于禽用疫苗市场竞争激烈，单价低，且养殖规模化程度较低，公司主要做禽流感疫苗这一大品种，其它品种暂时较少。
- 人用医药领域：市场空间广阔，公司将积极布局细胞治疗等新兴产业领域，预计后续会有一些收购项目落地。

附录：团队介绍

刘鹏：食品工程硕博连读，化学工程学士。2014 年 5 月加入国信证券，食品饮料兼农业首席分析师。2015 年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015 年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名，2015 年金牛最佳分析师食品饮料行业第五名，2014 年新财富最佳分析师食品饮料行业入围。

擅长非酒食品深入研究。重点覆盖调味品，健康食品，饮料等品类，以及农业信息化，食品检测等食品新品类。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2012-2014 年，在华泰研究所和中信研究部分别担任分析师和高级分析师。从 2012 年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润等股票。

2006-2011 年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文 20 多篇（12 篇被 SCI 或 EI 收录），国家发明专利 3 项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。

刘健：现为国信食品农业行业助理分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014 年 5 月进入国信证券，医药组实习近一年后进入食品组，主要研究领域包括大健康、保健食品、肉制品、动物疫苗、种子等。

周东景：现为食品饮料行业助理分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国 Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015 年 12 月进入国信证券经济研究所。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	948	1448	2019	2783
应收款项	183	221	286	374
存货净额	217	256	328	452
其他流动资产	20	24	32	41
流动资产合计	1368	1950	2664	3650
固定资产	578	611	554	497
无形资产及其他	62	60	57	55
投资性房地产	88	88	88	88
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	2098	2710	3365	4291
短期借款及交易性金融负债	0	110	80	80
应付款项	180	224	288	396
其他流动负债	253	299	393	536
流动负债合计	433	634	761	1012
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34
长期负债合计	34	34	34	34
负债合计	468	668	795	1046
少数股东权益	(2)	(4)	(7)	(11)
股东权益	1633	2047	2578	3256
负债和股东权益总计	2098	2710	3365	4291

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.41	0.91	1.17	1.49
每股红利	0.29	0.19	0.24	0.31
每股净资产	5.71	3.57	4.50	5.68
ROIC	27%	33%	46%	62%
ROE	25%	25%	26%	26%
毛利率	76%	76%	77%	76%
EBIT Margin	45%	47%	47%	45%
EBITDA Margin	50%	51%	50%	48%
收入增长	58%	21%	29%	31%
净利润增长率	61%	29%	28%	28%
资产负债率	22%	24%	23%	24%
息率	1%	1%	2%	2%
P/E	20.0	31.0	24.2	18.9
P/B	4.9	7.9	6.3	5.0
EV/EBITDA	16.1	25.7	20.4	16.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1063	1286	1659	2169
营业成本	253	309	388	515
营业税金及附加	8	10	16	21
销售费用	167	174	241	325
管理费用	152	189	243	328
财务费用	(7)	(27)	(39)	(56)
投资收益	4	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(14)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	480	632	811	1036
营业外净收支	3	0	0	0
利润总额	483	632	811	1036
所得税费用	81	114	146	187
少数股东损益	(2)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	404	521	669	855

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	404	521	669	855
资产减值准备	8	7	(1)	(2)
折旧摊销	47	51	60	61
公允价值变动损失	14	0	0	0
财务费用	(7)	(27)	(39)	(56)
营运资本变动	186	16	13	28
其它	(10)	(9)	(2)	(2)
经营活动现金流	650	586	738	940
资本开支	(206)	(88)	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(195)	(88)	0	0
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(10)	0	0	0
支付股利、利息	(83)	(107)	(138)	(176)
其它融资现金流	(32)	110	(30)	0
融资活动现金流	(218)	2	(168)	(176)
现金净变动	237	500	571	764
货币资金的期初余额	712	948	1448	2019
货币资金的期末余额	948	1448	2019	2783
企业自由现金流	429	475	705	893
权益自由现金流	387	607	707	939

相关研究报告:

- 《生物股份-600201-重大事件快评: 增发暂止降低负担, 新品有望超出预期, 最佳布局时机已到》——2016-01-25
- 《金宇集团-600201-重大事件快评: 经营范围调整有效提升估值中枢, 新品上市强化业绩弹性, 较增发价溢价 4%, 维持买入评级》——2015-11-27
- 《金宇集团-600201-重大事件快评: 较增发价折价 30%, 具有较大边际, 重磅新品即将落地, 看好长期空间》——2015-09-07
- 《金宇集团-600201-穿越牛熊, 逆风飞翔—买入动保巨头正当时》——2015-07-21
- 《金宇集团-600201-2014 年年报点评: 口蹄疫疫苗再创佳绩, 期待新品上市》——2015-03-20

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。