

生物股份 (600201. SH)

定增过会，动保龙头持续推荐！

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**42.9**
 分析师：陈奇 谢刚
 S0740514070005 xiegang@r.qlzq.com.cn
 021-20315189 联系人
 chenqi@r.qlzq.com.cn 刁凯峰
 2016年04月14日 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)	30.52
市值(百万元)	17,483
流通市值(百万元)	17,246

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	1,304.9	1,992.7	2,533.2
营收增速	20.65%	58.32%	22.77%	52.70%	27.12%
净利润增长率	92.34%	61.16%	32.06%	53.33%	30.46%
摊薄每股收益(元)	0.89	1.41	0.93	1.43	1.86
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	32.74	21.35	16.37
PEG	0.31	0.41	1.02	0.40	0.54
每股净资产(元)	4.56	5.94	3.65	5.08	6.94
每股现金流量	2.31	2.05	-0.77	-0.48	0.97
净资产收益率	19.57%	23.82%	25.56%	28.16%	26.87%
市净率	5.65	5.91	8.37	6.01	4.40
总股本(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：生物股份 2015 年非公开发行方案通过了证监会发审委的审核，预期定增工作不久将顺利完成。**
- **定增产业园项目将拓展公司的长期产业格局。**公司定增的产业园项目规划涉及到口蹄疫、反刍苗、人药等多个领域，在国际化的道路上有望做到业内领先。一方面，公司将在传统的动保领域不断引进国际先进的研发资源，带动国内技术升级速度加快，一系列优质的亚单位疫苗、标记性疫苗、反刍疫苗、宠物疫苗及多联多价苗有望在此诞生，公司产品线将持续领先。另一方面，公司将依托产业园开展人的医药领域布局，预期将在精准医疗等多个新方向上，向国际动保巨头的人与动物大医药业务体系迈进。从成长路径看，产业园的建立同时也标志公司外延式发展的提速，未来国际并购与研发合作预期强烈。
- **口蹄疫市场评价依然领先，2016 年养殖高景气环境下有望放量。**
 - 我们认为 2016 年在养殖盈利高企、疫病多发的情况下，口蹄疫市场苗整体规模有望迅速扩容。而调研显示当前口蹄疫市场苗中生物股份在各方面评价（抗原含量、保护期、副反应）上依然领先，因此作为当前各类养殖户的首选，公司全年口蹄疫市场苗有望放量增长 60-80%。
 - 而针对业绩释放节奏问题，我们认为从养殖户的本身防疫特点来看，疫情刺激疫苗用量并不是立竿见影。一般疫情发生后，根据养殖户的进出栏的时间及疫苗防疫规则（有特定合适打苗时间），要滞后 2-3 个月才能加强防疫力度。因此我们认为全年公司业绩应当是呈现加速增长态势，类似与 2014 年业绩增速逐季提升节奏。
- **看好动保龙头未来发展，规模化提速背景下业绩持续高增长可期。**本轮周期加速规模化的效果不言而喻，公司是当前动保企业内市场化产品、规模户营销布局领先的企业，未来口蹄疫、反刍苗、圆环等多个品

种有望继续攻占中等规模养殖户（未来规模化主力军，动保行业增长的集中领域）广阔的市场苗市场，业绩增速持续领先行业。

- 能繁母猪存栏增速由负转正后，后周期景气度有望持续回升。作为动保龙头，周期叠加成长的生物股份仍然是当下养殖链投资的一线重点标的。
- 我们预计在市场预期业绩整体增长不足 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单个品类 35% 以上的持续年复合收入增长；（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。
- 我们预计 2015-2017 年净利润为 5.34、8.19、10.68 亿元，同比增长 32.06%、53.33%、30.46%，EPS 分别为 0.93/1.43/1.86 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 30XPE，目标价为 42.9 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	1,269.63	1,956.00	2,495.00
增长率 (YOY)	N/A	27.17%	10.24%	45.29%	62.41%	24.09%	54.06%	27.56%
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	292.02	449.88	573.85
增长率 (YOY)	N/A	12.86%	22.00%	16.38%	31.14%	26.19%	54.06%	27.56%
毛利	199.19	269.06	282.01	453.54	791.76	977.62	1,506.12	1,921.15
增长率 (YOY)	N/A	35.08%	4.81%	60.82%	74.57%	23.47%	54.06%	27.56%
占总销售额比重	46.66%	69.11%	79.36%	94.50%	96.56%	97.29%	98.16%	98.49%
占主营业务利润比重	63.62%	69.03%	76.65%	96.29%	97.87%	98.36%	98.89%	99.09%
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%	1.82%	1.25%	1.03%
占主营业务利润比重	5.08%	4.97%	5.45%	2.94%	1.92%	1.48%	1.01%	0.84%
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%	0.48%	0.40%
占主营业务利润比重	-0.24%	0.55%	0.08%	0.09%	0.05%	0.05%	0.03%	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	1304.99	1992.75	2533.25
销售成本小计	349.82	179.42	178.45	195.62	250.65	311.10	469.71	594.48
毛利	313.09	389.75	367.93	471.03	808.97	993.89	1523.04	1938.76
平均毛利率	47.23%	68.48%	67.34%	70.66%	76.34%	76.16%	76.43%	76.53%

来源：中泰证券研究所

图表2：金宇集团财务三张表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	556	671	1,063	1,305	1,993	2,533	货币资金	315	712	948	954	399	843
增长率	-3.41%	20.6%	58.3%	22.8%	52.7%	27.1%	应收账款	151	249	183	175	273	347
营业成本	-182	-197	-253	-311	-470	-594	存货	889	157	217	1,381	2,316	2,932
% 销售收入	32.6%	29.4%	23.8%	23.8%	23.6%	23.5%	其他流动资产	51	43	20	98	128	147
毛利	375	474	810	994	1,523	1,939	流动资产	1,407	1,162	1,368	2,608	3,116	4,269
% 销售收入	67.4%	70.6%	76.2%	76.2%	76.4%	76.5%	% 总资产	74.7%	67.9%	65.2%	78.8%	80.9%	84.9%
营业税金及附加	-25	-7	-8	-13	-20	-25	长期投资	61	60	59	59	59	59
% 销售收入	4.5%	1.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	固定投资	337	410	578	557	585	611
营业费用	-88	-108	-167	-183	-269	-329	% 总资产	17.9%	24.0%	27.5%	16.8%	15.2%	12.2%
% 销售收入	15.8%	16.1%	15.7%	14.0%	13.5%	13.0%	无形资产	62	65	68	60	67	64
管理费用	-91	-118	-152	-175	-255	-299	非流动资产	476	550	730	701	736	759
% 销售收入	16.3%	17.6%	14.3%	13.4%	12.8%	11.8%	% 总资产	25.3%	32.1%	34.8%	21.2%	19.1%	15.1%
息税前利润 (EBIT)	171	241	483	623	979	1,285	资产总计	1,883	1,712	2,098	3,309	3,852	5,028
% 销售收入	30.7%	35.9%	45.5%	47.8%	49.1%	50.7%	短期借款	325	120	1	1	5	1
财务费用	-25	-20	7	13	-2	-4	应付账款	339	186	255	465	358	438
% 销售收入	4.5%	3.0%	-0.7%	-1.0%	0.1%	0.2%	其他流动负债	75	79	178	335	161	186
资产减值损失	0	-6	-14	-5	-5	-15	流动负债	738	385	433	801	525	624
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	20	10	0	0	0	0
投资收益	2	82	4	1	0	0	其他长期负债	47	35	1	451	451	451
% 税前利润	1.2%	27.3%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	负债	805	430	434	1,252	976	1,075
营业利润	148	297	480	632	972	1,267	普通股股东权益	1,076	1,282	1,697	2,089	2,907	3,975
营业利润率	26.5%	44.2%	45.2%	48.4%	48.8%	50.0%	少数股东权益	2	0	-2	-5	-10	-17
营业外收支	6	3	3	5	5	5	负债股东权益合计	1,883	1,712	2,129	3,335	3,873	5,034
税前利润	154	300	483	637	977	1,272	比率分析						
利润率	27.6%	44.7%	45.4%	48.8%	49.0%	50.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-25	-51	-81	-106	-163	-210	每股指标						
所得税率	16.4%	16.9%	16.7%	16.7%	16.7%	16.5%	每股收益(元)	0.464	0.893	1.414	0.932	1.429	1.865
净利润	129	249	402	531	814	1,062	每股净资产(元)	3.831	4.565	5.937	3.646	5.075	6.940
少数股东损益	-2	-2	-2	-3	-5	-6	每股经营现金净流(元)	0.367	2.312	2.047	-0.774	-0.482	0.971
归属于母公司的净利润	130	251	404	534	819	1,068	每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
净利率	23.4%	37.4%	38.0%	40.9%	41.1%	42.2%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	12.12%	19.57%	23.82%	25.56%	28.16%	26.87%
净利润	129	249	402	531	814	1,062	总资产收益率	6.93%	14.66%	18.99%	16.01%	21.14%	21.22%
少数股东损益	0	0	0	-3	-5	-6	投入资本收益率	13.67%	31.28%	58.35%	34.11%	28.16%	30.58%
非现金支出	38	47	62	63	65	82	增长率						
非经营收益	20	-67	-14	0	17	17	营业总收入增长率	-3.41%	20.65%	58.32%	22.77%	52.70%	27.12%
营运资金变动	-83	420	135	-1,037	-1,172	-605	EBIT增长率	-9.87%	41.05%	100.25%	29.00%	57.08%	31.27%
经营活动现金净流	103	649	585	-447	-281	550	净利润增长率	-12.72%	92.34%	61.16%	32.06%	53.33%	30.46%
资本开支	116	115	207	24	90	85	总资产增长率	9.13%	-9.09%	24.40%	57.71%	16.41%	30.53%
投资	0	107	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	2	14	9	1	0	0	应收账款周转天数	58.0	76.0	56.0	39.0	40.0	40.0
投资活动现金净流	-114	7	-197	-24	-90	-85	存货周转天数	1,690.9	968.6	270.2	1,620.0	1,800.0	1,800.0
股权募资	0	0	0	30	0	0	应付账款周转天数	156.8	168.4	198.6	135.0	90.0	90.0
债权募资	-71	-140	-130	450	5	-5	固定资产周转天数	157.7	131.8	108.1	102.8	59.7	45.1
其他	-23	-113	-21	-7	-194	-23	偿债能力						
筹资活动现金净流	-94	-253	-151	473	-190	-27	净负债/股东权益	2.69%	-45.38%	-55.93%	-24.17%	1.96%	-9.91%
现金净流量	-105	403	237	2	-560	438	EBIT利息保障倍数	6.8	12.0	-66.1	-46.5	416.0	324.0
							资产负债率	42.77%	25.11%	20.40%	37.53%	25.20%	21.36%

来源：中泰证券研究所

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“中泰证券有限公司”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。