

生物股份 (600201. SH)

淡季市场苗高增长，

业绩逐季提升趋势明显！

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**40.04**

分析师 联系人
陈奇 刁凯峰

S0740514070005

021-20315189

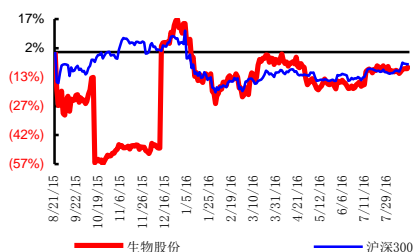
chenqi@r.qlzq.com.cn diaokf@r.qlzq.com.cn

2016年08月21日

基本状况

总股本(百万股)	573
流通股本(百万股)	569
市价(元)	30.55
市值(百万元)	17,500
流通市值(百万元)	17,400

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,062.9	1,246.5	1,591.3	1,982.7	2,434.3
营业收入增速	58.32%	17.27%	27.66%	24.60%	22.77%
归属于母公司的净利润	61.16%	18.65%	32.64%	28.79%	26.77%
净利润增长率	1.41	0.84	1.11	1.43	1.81
摊薄每股收益(元)					
前次预测每股收益(元)					
市 预测每股收益(元)					
市 率(倍)	24.80	44.14	26.28	20.41	16.10
PEG	0.41	2.37	0.81	0.71	0.60
每股净资产(元)	5.94	3.72	4.87	6.30	8.11
每股现金流量	2.05	0.86	-0.73	0.15	1.37
净资产收益率	23.82%	22.51%	22.75%	22.66%	22.32%
市净率	5.91	9.94	5.98	4.62	3.59
总 本(百万股)	285.85	572.83	573.95	573.95	573.95

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：生物股份发布 2016 年半年度报告，公司实现营业收入 6.2 亿元，同比增长 11.18%，归属于母公司股东净利润 2.84 亿元，同比增长 15.42%。**
- **公司市场苗在淡季销售增速提升明显，2 季度进入逐季提升的业绩拐点。**2 季度属于传统市场苗销售淡季，逐步转暖后疫病防控压力下降。但公司在 2 季度营销有所改善，经销商团队逐步稳定，并积极巩固大客户，回收此前流失份额。整体公司单 2 季度市场苗增速在 25% 附近，利润增速在 18% 附近。而 2 季度利润与收入的增速差额收窄主要原因在于，高端产品的质量提升及其他费用确认节奏等。下半年市场苗将进入销售旺季，加上洪灾疫情等因素，秋防压力及年底采购有望带动公司销售增速不断提升。整体看来随着补栏提升、营销改善等因素，公司 2 季度进入市场苗的销售拐点，业绩呈现逐季提升趋势。
- **口蹄疫市场扩容在即，公司将凭借产品升级与营销服务改善重回高增长。**整体上看，随着规模化补栏趋势在 2017 年逐步释放，生物股份所在的高端口蹄疫市场即将迎来大扩容。同时公司当前也在积极改善营销服务，逐步通过深度服务此前大客户的模式保持并扩张份额，并逐步梳理各地渠道。因此在行业即将扩容的背景下，公司有望凭借产品升级与营销服务改善，继续保持高速增长。而此前大家担心的价格战，我们认为在口蹄疫牌照紧缺、定位高位等背景下，不会出现类似招标领域的恶性竞争情况。而中长期，公司也积极通过口蹄疫技术升级及联苗的方式，有望巩固并强化龙头地位，在行业快速增长的同时保持一定份额。
- **其他新产品有望逐步上市并放量，带来新的增长点。**牛二联为国内奶牛及肉牛紧缺苗，公司利用悬浮、浓缩与纯化将疫苗做到世界品质、国内独家，预计产品出厂在 20-25 元，按一年 2 次（防疫高峰 3-4 次），市场有望达到 10 亿规模。布病确定 2017 年进入招采，初期在西部地区各省 1-2 亿头羊、1-2 元价格情

况下，按 50%渗透率收入体量预计能到 1 亿元，未来逐步扩充到 3 亿头羊、5 亿以上规模。圆环试用效果明显，增重优于现有产品 1-2 公斤，16 年有望达到 0.5-0.8 亿元收入。此前投资者更多认为生物股份品种单一，未来优势新品逐步成为增长点，有望获得业绩及估值的修复机会。

- 疫苗板块下半年将迎重要催化剂，重点配置目前市场苗龙头生物股份：(1) 招标政策变动利好市场苗加速推广，行业空间有望大幅扩容；(2) 当前洪灾后疫情多发，同时秋防招标因春防问题而将多补招，因此政府招采因疫情与补招问题而显著优于春防，市场苗因疫情等将加速渗透 (2) 整体估值切换到 17 年后，明年上市公司业绩高成长，空间确立；(4) 公司是疫苗板块内的市场苗龙头，是中高速稳增长的首选标的。
- 我们预计 2016-18 年净利润为 6.36、8.2、10.38 亿元，同比增长 32.6%、28.8%、26.8%，EPS 分别为 1.1、1.43、1.81 元，给予 2017 年 28XPE，目标价为 40.04 元，维持“买入”评级。

图表 1：生物股份财务三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	671	1,063	1,247	1,601	1,983	2,384	货币资金	712	948	1,030	1,055	1,036	1,742
增长率	20.65%	58.3%	17.3%	28.5%	23.8%	20.3%	应收账款	249	183	262	215	272	327
营业成本	-197	-253	-286	-364	-429	-491	存货	157	217	222	1,616	2,116	2,419
% 销售收入	29.4%	23.8%	23.0%	22.7%	21.6%	20.6%	其他流动资产	43	20	29	119	124	130
毛利	474	810	960	1,237	1,554	1,894	流动资产	1,162	1,368	1,543	3,005	3,548	4,618
% 销售收入	70.6%	76.2%	77.0%	77.3%	78.4%	79.4%	% 总资产	67.9%	65.2%	60.5%	75.5%	77.9%	81.8%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-16	-20	-24	长期投资	60	59	155	155	155	155
% 销售收入	1.0%	0.7%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	410	578	718	696	721	744
营业费用	-108	-167	-178	-232	-278	-334	% 总资产	24.0%	27.5%	28.2%	17.5%	15.8%	13.2%
% 销售收入	16.1%	15.7%	14.3%	14.5%	14.0%	14.0%	无形资产	65	68	103	94	100	96
管理费用	-118	-152	-184	-240	-288	-334	非流动资产	550	730	1,008	975	1,006	1,026
% 销售收入	17.6%	14.3%	14.8%	15.0%	14.5%	14.0%	% 总资产	32.1%	34.8%	39.5%	24.5%	22.1%	18.2%
息税前利润 (EBIT)	241	483	590	749	969	1,202	资产总计	1,712	2,098	2,550	3,980	4,555	5,644
% 销售收入	35.9%	45.5%	47.4%	46.8%	48.9%	50.4%	短期借款	120	1	1	1	1	1
财务费用	-20	7	13	15	9	19	应付账款	186	255	242	565	345	394
% 销售收入	3.0%	-0.7%	-1.0%	-1.0%	-0.4%	-0.8%	其他流动负债	79	178	193	179	153	167
资产减值损失	-6	-14	-20	-5	-5	-15	流动负债	385	433	435	744	499	561
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	0	0	0	0	0
投资收益	82	4	8	0	0	0	其他长期负债	45	34	47	497	497	497
% 税前利润	27.3%	0.9%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	440	468	482	1,246	1,005	1,083
营业利润	297	480	591	759	973	1,207	普通股股东权益	1,282	1,633	2,069	2,739	3,558	4,576
营业利润率	44.2%	45.2%	47.4%	47.4%	49.1%	50.6%	少数股东权益	0	-2	0	-4	-9	-15
营业外收支	3	3	3	5	5	5	负债股东权益合计	1,712	2,098	2,550	3,980	4,555	5,644
税前利润	300	483	594	764	978	1,212	比率分析						
利润率	44.7%	45.4%	47.6%	47.7%	49.3%	50.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-51	-81	-116	-128	-163	-200	每股指标						
所得税率	16.9%	16.7%	19.5%	16.7%	16.7%	16.5%	每股收益 (元)	0.893	1.414	0.837	1.116	1.428	1.774
净利润	249	402	478	636	815	1,012	每股净资产 (元)	4.565	5.711	3.612	4.771	6.199	7.973
少数股东损益	-2	-2	-2	-4	-5	-6	每股经营现金净流 (元)	2.312	2.047	0.863	-0.736	0.163	1.417
归属于母公司的净利润	251	404	480	640	819	1,018	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.400	0.000	0.000	0.000
净利率	37.4%	38.0%	38.5%	40.0%	41.3%	42.7%	回报率						
							净资产收益率	19.57%	24.76%	23.19%	23.38%	23.03%	22.25%
							总资产收益率	14.57%	19.27%	18.81%	16.11%	18.03%	18.12%
							投入资本收益率	31.28%	64.37%	53.69%	31.56%	28.72%	32.23%
							增长率						
							营业总收入增长率	20.65%	58.32%	17.27%	28.47%	23.82%	20.25%
							EBIT 增长率	41.05%	100.25%	22.19%	26.83%	29.38%	24.11%
							净利润增长率	92.34%	61.16%	18.65%	33.46%	28.00%	24.21%
							总资产增长率	-11.64%	21.86%	21.56%	56.08%	14.43%	23.91%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	76.0	56.0	61.6	39.0	40.0	40.0
							存货周转天数	968.6	270.2	279.8	1,620.0	1,800.0	1,800.0
							应付账款周转天数	168.4	198.6	232.4	135.0	90.0	90.0
							固定资产周转天数	131.8	108.1	116.0	87.4	62.5	49.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-45.38%	-58.14%	-49.77%	-22.10%	-16.50%	-28.32%
							EBIT 利息保障倍数	12.0	-66.1	-46.7	-49.2	-109.3	-62.7
							资产负债率	25.55%	22.28%	18.89%	31.21%	21.90%	18.83%

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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。