生物股份(600201.SH)

规模猪场加速补栏，口蹄疫龙头充分受益！

评级： 买入 前次： 买入

目标价（元）： 43.2

分析师 陈奇 S0740514070005 021-20315189 chenqi@r.qlzq.com.cn

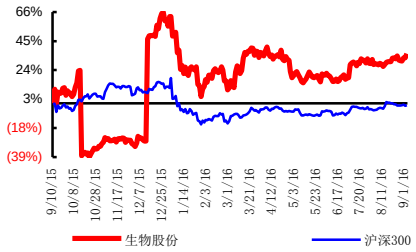
联系人 刁凯峰 diaokf@r.qlzq.com.cn

2016 年 09 月 04 日

基本状况

总股本(百万股)	573
流通股本(百万股)	569
市价(元)	30.91
市值(百万元)	17,706
流通市值(百万元)	17,586

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	1,521.3	1,982.7	2,434.3
营业收入增速	58.32%	17.27%	22.05%	30.33%	22.77%
归属于母公司的净利润	61.16%	18.65%	27.14%	35.40%	25.27%
净利润增长率	1.41	0.84	1.06	1.44	1.80
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	29.09	21.48	17.15
PEG	0.41	2.37	1.07	0.61	0.68
每股净资产（元）	5.94	3.72	4.83	6.27	8.07
每股现金流量	2.05	0.86	-0.80	0.00	1.31
净资产收益率	23.82%	22.51%	22.02%	22.96%	22.34%
市净率	5.91	9.94	6.40	4.93	3.83
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

- **我们一直强烈推荐动保产业，逻辑之一在于各家动保企业新品层出不穷，但同时也提醒大家关注第二逻辑：后周期中规模化猪场补栏的趋势。从中周期角度看，2017 年行业大型养殖场将呈现 20-50%快速补栏的趋势，高端口蹄疫市场苗的真实群体基数快速提升，原有龙头生物股份将有望大幅受益，叠加自身营销服务改善及产品升级，公司市场苗增速有望明显提升。当前疫苗板块行情持续高涨情况下，建议投资者积极配置现存市场苗龙头生物股份。**

- **后周期规模化补栏趋势加速，当前口蹄疫龙头生物股份将大幅受益！**我们在动保行业专题报告之四中提到，从当前看 2017 年，影响高端苗市场整体扩容最大的是超大型养殖场的快速补栏。牧原、温氏、正邦等数据表明，整体口蹄疫存量客户的补栏速度同比在 20-50%。在行业快速扩容良好形势下，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。2017 年口蹄疫行业整体将有望大幅扩容，现存龙头生物股份（占据整体口蹄疫市场苗 60%份额，占据高端市场 80%左右份额）将充分受益，叠加自身的产品升级与营销服务改善，预计市场苗增速有望达 40%以上。

- **下半年招标与市场苗同时进入旺季，公司业绩增速逐渐改善趋势明显，当前已进入拐点。**下半年是传统政府苗及市场苗的旺季，而今年又叠加洪灾疫情、秋招补防等因素，整体口蹄疫市场有望出现增速上行。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 季度市场苗增速已明显上升到 25%，秋防压力及年底采购有望带动公司销售增速不断提升。

- **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后，有望获得业绩及估值的修复机会。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。

- **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 6.1、8.26、10.35 亿元，同比增长 27.14%、35.4%、25.27%，EPS 分别为 1.06、1.44、1.8 元，给予 2017 年 30XPE，目标价为 43.2 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）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**671**	**1,063**	**1,247**	**1,521**	**1,983**	**2,434**
增长率	*20.65%*	*58.3%*	*17.3%*	*22.0%*	*30.3%*	*22.8%*
营业成本	-197	-253	-286	-361	-449	-525
% 销售收入	*29.4%*	*23.8%*	*23.0%*	*23.8%*	*22.6%*	*21.5%*
毛利	474	810	960	1,160	1,534	1,910
% 销售收入	*70.6%*	*76.2%*	*77.0%*	*76.2%*	*77.4%*	*78.5%*
营业税金及附加	-7	-8	-7	-8	-10	-12
% 销售收入	*1.0%*	*0.7%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
营业费用	-108	-167	-178	-219	-278	-341
% 销售收入	*16.1%*	*15.7%*	*14.3%*	*14.4%*	*14.0%*	*14.0%*
管理费用	-118	-152	-184	-225	-278	-341
% 销售收入	*17.6%*	*14.3%*	*14.8%*	*14.8%*	*14.0%*	*14.0%*
息税前利润（EBIT）	241	483	590	708	969	1,216
% 销售收入	*35.9%*	*45.5%*	*47.4%*	*46.5%*	*48.9%*	*50.0%*
财务费用	-20	7	13	15	8	18
% 销售收入	*3.0%*	*-0.7%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-0.4%*	*-0.7%*
资产减值损失	-6	-14	-20	-5	-5	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	82	4	8	5	8	8
% 税前利润	*27.3%*	*0.9%*	*1.3%*	*0.7%*	*0.8%*	*0.6%*
营业利润	297	480	591	723	980	1,227
营业利润率	*44.2%*	*45.2%*	*47.4%*	*47.5%*	*49.4%*	*50.4%*
营业外收支	3	3	3	5	5	5
税前利润	**300**	**483**	**594**	**728**	**985**	**1,232**
利润率	*44.7%*	*45.4%*	*47.6%*	*47.8%*	*49.7%*	*50.6%*
所得税	-51	-81	-116	-122	-165	-203
所得税率	*16.9%*	*16.7%*	*19.5%*	*16.7%*	*16.7%*	*16.5%*
净利润	249	402	478	606	821	1,028
少数股东损益	-2	-2	-2	-4	-5	-6
归属于母公司的净利润	**251**	**404**	**480**	**610**	**826**	**1,035**
净利率	*37.4%*	*38.0%*	*38.5%*	*40.1%*	*41.7%*	*42.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	249	402	478	606	821	1,028
少数股东损益	0	0	0	-4	-5	-6
非现金支出	47	62	92	67	69	85
非经营收益	-67	-14	-12	-4	10	10
营运资金变动	420	135	-63	-1,128	-899	-369
经营活动现金净流	**649**	**585**	**494**	**-463**	**-4**	**748**
资本开支	115	207	262	24	90	85
投资	107	0	-100	0	0	0
其他	14	9	20	5	8	8
投资活动现金净流	**7**	**-197**	**-342**	**-19**	**-82**	**-77**
股权募资	0	0	0	30	0	0
债权募资	-140	-130	0	450	0	0
其他	-113	-21	-71	-8	-23	-23
筹资活动现金净流	**-253**	**-151**	**-71**	**472**	**-23**	**-23**
现金净流量	**403**	**237**	**82**	**-10**	**-109**	**648**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	712	948	1,030	1,023	919	1,574
应收款项	249	183	262	204	272	333
存货	157	217	222	1,604	2,212	2,587
其他流动资产	43	20	29	118	129	138
流动资产	1,162	1,368	1,543	2,950	3,533	4,632
% 总资产	*67.9%*	*64.3%*	*60.1%*	*74.8%*	*77.5%*	*81.6%*
长期投资	60	59	155	155	155	155
固定资产	410	578	718	696	721	744
% 总资产	*24.0%*	*27.1%*	*28.0%*	*17.6%*	*15.8%*	*13.1%*
无形资产	65	68	103	94	100	96
非流动资产	550	730	1,008	975	1,006	1,026
% 总资产	*32.1%*	*34.3%*	*39.3%*	*24.7%*	*22.1%*	*18.1%*
资产总计	**1,712**	**2,129**	**2,567**	**3,942**	**4,556**	**5,674**
短期借款	120	1	1	1	1	1
应付款项	186	255	242	543	351	410
其他流动负债	79	178	193	175	156	172
流动负债	385	433	435	719	507	582
长期贷款	10	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	451	451	451
负债	**396**	**434**	**436**	**1,176**	**968**	**1,058**
普通股股东权益	1,282	1,697	2,131	2,770	3,596	4,631
少数股东权益	0	-2	0	-4	-9	-15
负债股东权益合计	**1,712**	**2,129**	**2,567**	**3,942**	**4,556**	**5,674**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.893	1.414	0.837	1.063	1.439	1.802
每股净资产(元)	4.565	5.937	3.720	4.827	6.266	8.068
每股经营现金净流(元)	2.312	2.047	0.863	-0.800	0.001	1.314
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.57%	23.82%	22.51%	22.02%	22.96%	22.34%
总资产收益率	14.95%	18.99%	18.69%	15.49%	18.17%	18.31%
投入资本收益率	31.28%	58.35%	50.17%	28.92%	27.23%	30.42%
增长率						
营业总收入增长率	20.65%	58.32%	17.27%	22.05%	30.33%	22.77%
EBIT增长率	41.05%	100.25%	22.19%	19.94%	36.86%	25.48%
净利润增长率	92.34%	61.16%	18.65%	27.14%	35.40%	25.27%
总资产增长率	-10.88%	26.90%	20.55%	53.92%	15.63%	24.65%
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	92.0	62.5	48.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.38%	-55.93%	-48.32%	-20.71%	-13.07%	-24.34%
EBIT利息保障倍数	12.0	-66.1	-46.7	-48.0	-115.5	-69.2
资产负债率	23.61%	20.40%	16.99%	29.73%	21.08%	18.29%

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。