

生物股份 (600201)

证券研究报告

2017年04月25日

靴子落地，成绩靓丽，市场化政策红利下首选标的

事件

4月24日，公司公告：1，限制性股票股权激励计划（草案）；2，公司年报；3，公司一季报。公司将于4月25日复牌。

股权激励靴子落地，管理团队利益绑定，业绩实际承诺(扣费用前)近30%。本次限制性股票总计3000万股，占本计划签署时公司股本总额的4.89%（符合市场预期），其中首次授予2,910万股，预留权益90万股。首次授予价格：每股16.81元。公司业绩考核目标是三年业绩复合增速20%以上，17-19年每年费用摊销分别为6300万、1亿、7200万，以2016年6.4亿净利润计算，公司未来三年真实业绩将达到8.4亿、11亿、13.6亿，复合增速近30%。

年报靓丽，口蹄疫市场苗扩容背景下的首选标的。2016年公司营业收入15.2亿元，同比增长21.7%，归母净利润6.4亿元，同比增长34.4%，其中，4季度营业收入4.8亿元，同比增长34.3%，归母净利润1.6亿元，同比增长110%。从分季度营业收入来看，16年下半年至17年1季度，口蹄疫市场苗销量复合增速30%以上。我们认为，16年7月动保市场化政策是口蹄疫市场苗销量爆发主要原因。16年中之前，公司的成长性更多体现大型规模化养殖企业的防疫需求带动口蹄疫市场苗销量的暴增，16年之后，公司的成长性更多体现在对中等规模化养殖企业渗透率的提升拉动口蹄疫市场苗空间翻倍！据草根调研，不少猪场采用牛羊口蹄疫三联苗进行防疫，随着公司取得猪OA二联苗的生产文号（我们预计生物股份今年下半年拿到猪OA二联苗生产文号），便于企业未来更大胆向市场推广，现在公司已经开始扩大营销队伍，主动下沉销售渠道，提高市场渗透率。

1季报增长近40%超预期，17年产品梯队完善全年业绩高成长性可期。2016年公司获得：鸭坦布苏病毒灭活疫苗、猪圆环病毒2型灭活疫苗、猪伪狂犬弱毒疫苗等4个疫苗先后获得新兽药证书。17年预计推出：羊布鲁氏菌弱毒活疫苗、猪口蹄疫OA二价苗、猪圆环+支原体二联苗、猪胃肠炎+腹泻二联苗等新产品。随着公司新产品推出，将为公司贡献新利润增长点，公司业绩持续高增长可期。

战略升级平台型企业，内生外延并进。公司战略大升级，一方面公司公告，拟定增建设新园区，引入工业4.0标准和要求规划和设计，实现产业转型升级，打造园区生产平台。目前公司已与普莱柯等签订技术研发合同，借助外放技术开发产品。另一方面，公司已公告成立产业基金，打造生物技术孵化平台。为上市公司孵化、储备并购资源，有利公司外延扩张，拓宽公司成长空间！

投资建议：我们预计17-19年生物股份净利润为8/10.5/13.3亿元（股权激励费用摊薄后），EPS为1.2/1.6/2.1元，6个月目标价43元。

风险提示：口蹄疫市场苗销量不达预期

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	33.92元
目标价格	43元
上次目标价	43元

基本数据

A股总股本(百万股)	613.15
流通A股股本(百万股)	568.94
A股总市值(百万元)	20,798.13
流通A股市值(百万元)	19,298.56
每股净资产(元)	6.11
资产负债率(%)	13.69
一年内最高/最低(元)	36.63/25.57

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,246.51	1,517.02	1,890.02	2,438.86	3,174.92
增长率(%)	17.27	21.70	24.59	29.04	30.18
EBITDA(百万元)	649.35	801.23	993.93	1,294.23	1,639.96
净利润(百万元)	479.73	644.54	796.91	1,050.65	1,330.14
增长率(%)	18.65	34.36	23.64	31.84	26.60
EPS(元/股)	0.78	1.05	1.24	1.63	2.07
市盈率(P/E)	43.35	32.27	27.38	20.76	16.40
市净率(P/B)	10.05	5.55	4.90	4.12	3.43
市销率(P/S)	16.69	13.71	11.54	8.95	6.87
EV/EBITDA	30.89	21.06	18.76	13.68	10.33

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 股权激励靴子落地，管理团队利益绑

股权激励靴子落地，管理团队利益绑定。本次限制性股票总计 3000 万股，占本计划签署时公司股本总额的 4.89%（符合市场预期），其中首次授予 2,910 万股，预留权益 90 万股。授予对象：首席兽医师魏学峰、副总裁王永胜、副总裁兼董秘尹松涛、财务总监张红梅及中层管理人员、核心技术（业务）人员（共计 217 人）。首次授予价格：每股 16.81 元。股票来源：定向增发。公司业绩考核目标是三年业绩复合增速 20%以上。

业绩实际承诺（扣费用前）近 30%。根据 2016 年 6.4 亿净利润计算，17-19 年每年费用摊销分别为 6300 万、1 亿、7200 万公司未来三年真实业绩将达到 8.4 亿、11 亿、13.6 亿，复合增速近 30%。

表 1：公司限制性股票 3 年业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2017 年净利润增长率不低于 20%。
第二个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2018 年净利润增长率不低于 45%。
第三个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2019 年净利润增长率不低于 75%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

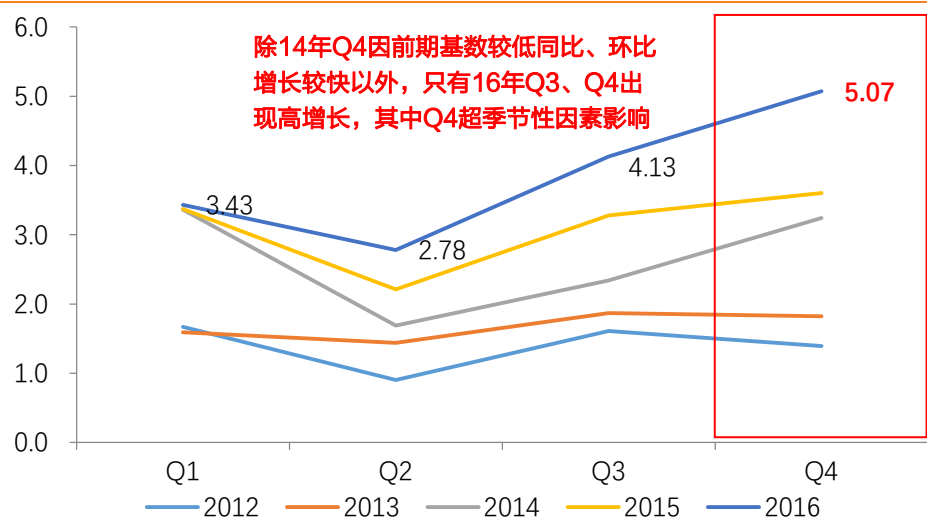
2. 年报季报成绩靓丽，市场化政策红利下首选标的

16 年年报业绩靓丽，17 年高增长可期。2016 年公司营业收入 15.2 亿元，同比增长 21.7%，归母净利润 6.4 亿元，同比增长 34.4%，其中，4 季度营业收入 4.8 亿元，同比增长 34.3%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 110%。从分季度营业收入来看，16 年下半年至 17 年 1 季度，口蹄疫市场苗销量复合增速 30%以上。

2016 年 7 月 22 日，农业部、财政部发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，通知主要调整国家强制免疫及扑杀的病种等，其中包括高致病性猪蓝耳病和猪瘟暂不实施国家强制免疫政策，在布病重疫区将布病纳入强制免疫范围。自 2017 年 1 月 1 日起实施。对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现养殖场自主采购、财政直补。

我们认为，16 年 7 月动保市场化政策是口蹄疫市场苗销量爆发主要原因。16 年中之前，公司的成长性更多体现大型规模化养殖企业的防疫需求带动口蹄疫市场苗销量的暴增，16 年中之后，公司的成长性更多体现在对中等规模化养殖企业渗透率的提升拉动口蹄疫市场苗空间翻倍！据草根调研，不少猪场采用牛羊口蹄疫三联苗进行防疫，随着公司取得猪 OA 二联苗的生产文号（我们预计生物股份今年下半年拿到猪 OA 二联苗生产文号），便于企业未来更大胆向市场推广，现在公司已经开始扩大营销队伍，主动下沉销售渠道，提高市场渗透率。

图 1：生物股份 12-16 年单季度营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.1 季报增长近 40%超预期，17 年产品梯队完善

2016 年公司获得：鸭坦布苏病毒灭活疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、猪伪狂犬弱毒疫苗等 4 个疫苗先后获得新兽药证书。

17 年预计推出：羊布鲁氏菌弱毒活疫苗、猪口蹄疫 OA 二价苗、猪圆环+支原体二联苗、猪胃肠炎+腹泻二联苗等新产品。我们认为，随着公司新产品推出，将为公司贡献新利润增长点，公司业绩持续高增长可期。

表 2：公司 17 年产品梯队

时间	产品梯队
2016 年公司获得新兽药证书	鸭坦布苏病毒灭活疫苗
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗
	猪伪狂犬弱毒疫苗
2017 年公司预计推出	羊布鲁氏菌弱毒活疫苗
	猪口蹄疫 OA 二价苗
	猪圆环+支原体二联苗
	猪胃肠炎+腹泻二联苗

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 战略升级平台型企业，内生外延并进

战略升级平台型企业，内生外延并进。公司战略大升级，一方面公司公告，拟定增建设新园区，引入工业 4.0 标准和要求规划和设计，实现产业转型升级，打造园区生产平台。目前公司已与普莱柯等签订技术研发合同，借助外放技术开发产品。另一方面，公司已公告成立产业基金，打造生物技术孵化平台。为上市公司孵化、储备并购资源，有利公司外延扩张，拓宽公司成长空间！

5. 投资建议

我们预计 17-19 年生物股份净利润为 8/10.5/13.3 亿元（股权激励费用摊薄后），EPS 为 1.2/1.6/2.1 元，6 个月目标价 43 元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,030.01	2,400.65	3,098.91	4,028.84	4,790.47
应收账款	255.82	279.09	417.25	452.79	687.83
预付账款	11.48	9.79	42.28	5.53	59.23
存货	221.82	229.05	456.38	386.86	687.34
其他	23.48	301.74	109.76	156.43	189.54
流动资产合计	1,542.60	3,220.31	4,124.59	5,030.45	6,414.42
长期股权投资	99.88	152.52	152.52	152.52	152.52
固定资产	404.74	380.89	340.70	300.51	260.31
在建工程	313.59	225.15	225.15	225.15	225.15
无形资产	97.65	269.51	261.86	254.21	246.57
其他	91.76	99.31	75.01	76.95	77.69
非流动资产合计	1,007.62	1,127.39	1,055.25	1,009.35	962.25
资产总计	2,550.22	4,347.71	5,179.84	6,039.80	7,376.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	208.58	232.23	406.54	395.39	628.22
其他	226.50	270.37	266.05	292.62	330.87
流动负债合计	435.07	502.59	672.59	688.01	959.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.55	92.45	57.71	65.57	71.91
非流动负债合计	46.55	92.45	57.71	65.57	71.91
负债合计	481.62	595.04	730.29	753.58	1,031.01
少数股东权益	(0.19)	3.28	0.01	(3.84)	(8.50)
股本	572.83	613.15	643.15	643.15	643.15
资本公积	49.67	1,245.01	1,245.01	1,245.01	1,245.01
留存收益	1,558.11	3,168.86	3,806.38	4,646.90	5,711.01
其他	(111.81)	(1,277.64)	(1,245.01)	(1,245.01)	(1,245.01)
股东权益合计	2,068.60	3,752.66	4,449.54	5,286.22	6,345.66
负债和股东权益总	2,550.22	4,347.71	5,179.84	6,039.80	7,376.67

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	477.76	642.76	796.91	1,050.65	1,330.14
折旧摊销	71.61	58.90	47.84	47.84	47.84
财务费用	0.19	0.00	16.70	19.70	38.20
投资损失	(7.60)	(17.80)	(10.00)	(10.00)	(5.00)
营运资金变动	(74.09)	(181.91)	(45.43)	45.08	(345.77)
其它	26.45	254.16	(3.27)	(3.84)	(4.67)
经营活动现金流	494.32	756.12	802.75	1,149.42	1,060.74
资本支出	333.18	109.89	34.75	(7.86)	(6.34)
长期投资	97.92	52.65	0.00	0.00	0.00
其他	(773.16)	(545.59)	(24.75)	17.86	11.34
投资活动现金流	(342.07)	(383.05)	10.00	10.00	5.00
债权融资	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
股权融资	57.01	1,283.09	48.14	(17.15)	(35.53)
其他	(128.16)	(286.02)	(163.13)	(212.84)	(269.08)
筹资活动现金流	(70.66)	997.57	(114.49)	(229.49)	(304.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	81.59	1,370.64	698.26	929.93	761.63

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,246.51	1,517.02	1,890.02	2,438.86	3,174.92
营业成本	286.33	336.97	472.50	585.33	761.98
营业税金及附加	7.50	11.56	9.45	12.19	15.87
营业费用	178.44	234.86	236.25	304.86	412.74
管理费用	183.87	178.78	219.24	282.91	380.99
财务费用	(12.65)	(14.65)	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	20.10	14.98	16.48	17.19	16.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.60	17.80	10.00	10.00	5.00
其他	(15.20)	(35.59)	(20.00)	(20.00)	(10.00)
营业利润	590.52	772.31	929.39	1,226.68	1,553.92
营业外收入	3.91	8.99	5.23	6.04	6.75
营业外支出	0.88	1.76	0.92	1.19	1.29
利润总额	593.55	779.54	933.69	1,231.54	1,559.38
所得税	115.79	136.78	140.05	184.73	233.91
净利润	477.76	642.76	793.63	1,046.81	1,325.47
少数股东损益	(1.97)	(1.78)	(3.27)	(3.84)	(4.67)
归属于母公司净利润	479.73	644.54	796.91	1,050.65	1,330.14
每股收益(元)	0.78	1.05	1.24	1.63	2.07

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	17.27%	21.70%	24.59%	29.04%	30.18%
营业利润	22.95%	30.78%	20.34%	31.99%	26.68%
归属于母公司净利润	18.65%	34.36%	23.64%	31.84%	26.60%
获利能力					
毛利率	77.03%	77.79%	75.00%	76.00%	76.00%
净利率	38.49%	42.49%	42.16%	43.08%	41.90%
ROE	23.19%	17.19%	17.91%	19.86%	20.93%
ROIC	78.21%	65.95%	64.17%	83.02%	114.60%
偿债能力					
资产负债率	18.89%	13.69%	14.10%	12.48%	13.98%
净负债率	-23.27%	-14.63%	-40.59%	-44.82%	-51.62%
流动比率	3.55	6.41	6.13	7.31	6.69
速动比率	3.04	5.95	5.45	6.75	5.97
营运能力					
应收账款周转率	5.73	5.67	5.43	5.61	5.57
存货周转率	5.68	6.73	5.51	5.78	5.91
总资产周转率	0.54	0.44	0.40	0.43	0.47
每股指标(元)					
每股收益	0.78	1.05	1.24	1.63	2.07
每股经营现金流	0.81	1.23	1.31	1.87	1.73
每股净资产	3.37	6.11	6.92	8.23	9.88
估值比率					
市盈率	43.35	32.27	27.38	20.76	16.40
市净率	10.05	5.55	4.90	4.12	3.43
EV/EBITDA	30.89	21.06	18.76	13.68	10.33
EV/EBIT	34.71	22.27	19.70	14.21	10.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com