

2017年08月28日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

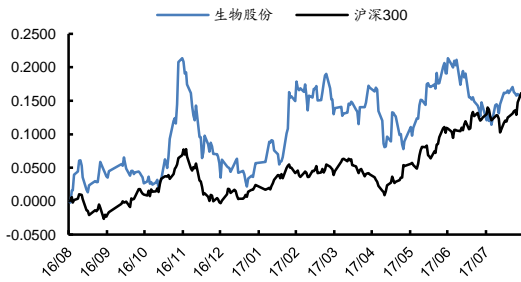
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：王玮
021-68930026 wangw06@ghzq.com.cn

口蹄疫强者恒强，外延内生加速品类扩充

——生物股份（600201）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
生物股份	0.7	6.1	15.0
沪深300	3.2	10.4	16.2

市场数据

2017-08-28

当前价格（元）	33.87
52周价格区间（元）	29.05 - 36.09
总市值（百万）	21753.09
流通市值（百万）	19401.75
总股本（万股）	64225.24
流通股（万股）	57282.99
日均成交额（百万）	131.82
近一月换手（%）	12.04

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

生物股份发布2017年中报。2017年上半年公司实现收入7.54亿元，同比增长21.52%；归母净利润3.87亿元，同比增长36.46%。业绩基本符合市场预期。

投资要点：

- **受益于规模场补栏，市场苗增长强劲。**本轮猪周期的特点是规模场加速补栏、散户被迫退出，而公司客户以温氏、牧原等大型养殖场为主。在主要客户生猪养殖量快速增长推动下，公司市场苗销售异常强劲，上半年销售额达到5.2亿，同比增长37%。虽然二季度增速较一季度有所下滑，但二季度向来是疫苗销售淡季，对于全年指导意义不大。同时，由于二季度规模场销售仔猪偏多，也使得疫苗需求有所减少。随着三季度市场需求整体回暖，公司市场苗销售预计将开始加速。
- **圆环市场表现大超预期，品类扩充潜力不可低估。**公司此前一直为市场所诟病的是产品结构过于单一，对于口蹄疫的依赖程度过高。2016年公司全新圆环基因工程苗上市，该疫苗采用与勃林格相同的杆状病毒载体技术路径，免疫保护率基本达到进口疫苗水平。疫苗上市后市场反馈甚好，目前以进入牧原采购体系。报告期内，公司圆环收入达到5200万，年内销售额破亿基本已成定局，从而成为继口蹄疫之后公司又一过亿大单品。
- **O-A双价苗上市在即，口蹄疫优势进一步升级。**公司与兰研所合作研发的口蹄疫O-A双价苗预计也将于年内上市，该疫苗仅限公司和中农威特生产，具有明显的竞争壁垒。目前我国境内发生的口蹄疫基本以A型为主，该疫苗上市将实现对现有猪O型单价苗的升级替代，成为公司未来增长的重要驱动力。
- **与益康生物强强联合，完美互补扬长避短。**近期公司公告收购益康生物46.96%股权，将与益康生物展开全方位合作。益康生物农业部指定的高致病性禽流感疫苗定点生产企业，收购完成后，公司将成为行业内仅有的两家拥有口蹄疫+高致病性禽流感两大招采疫苗品种生产资质的企业之一。同时，益康生物在前端研发技术环节拥有较强实力，旗下拥有ST猪瘟、猪细小、仔猪水肿等多个品种；而公司则在后端纯化等工艺环节处于行业领先水平。双方的合作将实现

技术互补，从而进一步提升产品竞争力。

- **盈利预测和投资评级：**公司在口蹄疫市场的领先地位依然无法撼动，同时圆环等新产品的快速放量打开了未来进一步成长的空间。基于审慎性原则，我们暂不考虑收购益康生物股权对公司业绩的影响，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.32/1.70/1.98 元，对应 P/E 分别为 25.6/19.9/17.1 倍。首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示：**新产品上市进度低于预期，口蹄疫市场恶性竞争，公司收购益康生物股权进度的不确定性，公司与益康生物协同效应低于预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1517	1898	2385	2726
增长率(%)	22%	25%	26%	14%
净利润（百万元）	645	811	1043	1215
增长率(%)	34%	26%	29%	16%
摊薄每股收益（元）	1.05	1.32	1.70	1.98
ROE(%)	17.18%	17.80%	18.65%	17.87%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 生物股份盈利预测表 (基于审慎性原则, 暂不考虑收购对业绩的影响)

证券代码:	600201.SH				股价:	34.00	投资评级:	买入		日期:	2017-08-25
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	17%	18%	19%	18%	EPS	1.05	1.32	1.70	1.98		
毛利率	78%	79%	81%	81%	BVPS	6.11	7.43	9.13	11.10		
期间费率	27%	28%	29%	28%	估值						
销售净利率	42%	43%	44%	45%	P/E	32.22	25.59	19.90	17.09		
成长能力					P/B	5.54	4.56	3.71	3.05		
收入增长率	22%	25%	26%	14%	P/S	13.69	10.94	8.71	7.62		
利润增长率	34%	26%	29%	16%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.35	0.37	0.38	0.36	营业收入	1517	1898	2385	2726		
应收账款周转率	5.23	5.64	5.91	5.91	营业成本	337	393	463	519		
存货周转率	1.47	1.75	1.99	2.11	营业税金及附加	12	21	26	30		
偿债能力					销售费用	235	304	393	450		
资产负债率	14%	12%	10%	9%	管理费用	179	233	286	314		
流动比	6.41	6.48	7.24	8.15	财务费用	(15)	(18)	(23)	(27)		
速动比	5.95	6.02	6.80	7.70	其他费用 / (-收入)	3	10	15	20		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	772	975	1253	1461		
现金及现金等价物	2401	2463	3013	3649	营业外净收支	7	6	10	10		
应收款项	290	337	403	461	利润总额	780	981	1263	1471		
存货净额	229	236	246	260	所得税费用	137	172	222	258		
其他流动资产	301	338	354	363	净利润	643	809	1041	1213		
流动资产合计	3220	3373	4015	4734	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(2)		
固定资产	381	438	531	642	归属于母公司净利润	645	811	1043	1215		
在建工程	225	405	655	975	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	249	232	217	202	经营活动现金流	756	789	1033	1214		
长期股权投资	153	603	703	803	净利润	643	809	1041	1213		
资产总计	4348	5171	6241	7476	少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(2)		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	44	55	52	59		
应付款项	195	194	203	213	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	76	96	120	137	营运资金变动	72	(109)	(125)	(109)		
其他流动负债	231	231	231	231	投资活动现金流	(383)	(687)	(444)	(531)		
流动负债合计	503	521	554	581	资本支出	112	(237)	(344)	(431)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(53)	(450)	(100)	(100)		
其他长期负债	92	92	92	92	其他	(443)	0	0	0		
长期负债合计	92	92	92	92	筹资活动现金流	(311)	(4)	(5)	(6)		
负债合计	595	613	647	674	债务融资	0	0	0	0		
股本	613	613	613	613	权益融资	1226	0	0	0		
股东权益	3753	4558	5595	6802	其它	(1537)	(4)	(5)	(6)		
负债和股东权益总计	4348	5171	6241	7476	现金净增加额	62	98	584	677		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【农林牧渔组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。王玮，3 年行业研究经验，高级分析师、农林牧渔组组长，2017 年加入国海证券负责农林牧渔行业研究。新财富分析师农林牧渔行业 2016 年第五名、2015 年第三名团队成员。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。