

## 业绩略超预期, 龙头企业继续扬帆远洋

### 投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 2017年前三季度共实现营业收入13.2亿元, 同比上升28.3%, 归属于上市公司股东的净利润为6.8亿元, 同比上升40.7%。
- **受益于养殖规模化及“先打后补”政策红利, 公司业绩稳步提升。** 近年来生猪环保政策密集出台, 直接导致目前国内能繁母猪和生猪存栏仍在底部区间。我们预计2017年在我国继续有力推行环保政策监管力度的背景下, 生猪存栏量将仍维持较低水平。但与此同时, 环保政策的推行也使得国内散户养殖户大幅度退出, 国内大规模养殖场比例迅速提升, 对疫苗尤其是市场苗的需求快速上升。且我们预计环保政策的影响将持续到2018年下半年, 因此国内养殖户内部结构化比例调整仍将持续。综上我们认为未来疫苗板块将脱离养殖下行周期走出独立行情。我们预计2019年内市场苗的规模将达到42.4亿元左右, 公司业绩将呈快速增长态势。
- **收购辽宁益康, 获H5+H7疫苗生产资质, 享行业壁垒。** 2017年7月, 公司成功竞拍辽宁益康成为益康生物, 进入禽流感疫苗领域。辽宁益康于今年上半年获批生产H7N9禽流感疫苗, 全国共有7家企业获批生产该类禽流感疫苗, 在此之前获批H5亚型禽流感疫苗批准文号企业有11家。从H5到H5+H7, 有生产资质的企业数量有所下降, 行业壁垒进一步提升。从目前已公布的各地方省份的中标情况来看, 广东、广西、云南、贵州等地区中标价皆在0.13-0.18元区间内, 相比起往年中标价至少存在30%以上的提升空间。我们认为随着后续全国各个省份招标展开, H5+H7禽流感疫苗将进一步增厚公司业绩。
- **产品布局多元化。** 公司猪圆环疫苗的工艺升级和优异品质驱动销量大幅增加, 据草根调研反应市场反馈非常良好。另外, BVD+IBR二联灭活疫苗的市场推广工作积极开展, 口蹄疫猪OA双价苗和布鲁氏杆菌疫苗产品注册和复合试验工作也在快速推进, 公司产品多元化格局逐渐形成, 增强了公司未来的盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.02元、1.41元、1.84元, 对应PE分别为26倍、19倍和14倍。给予2017年30倍PE, 目标价30.6元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场苗销售或低于预期, 新品推出或低于预期。

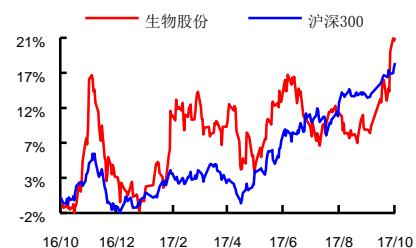
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1517.02	2056.18	2754.05	3641.53
增长率	21.70%	35.54%	33.94%	32.22%
归属母公司净利润(百万元)	644.54	908.38	1249.50	1637.56
增长率	34.36%	40.93%	37.55%	31.06%
每股收益EPS(元)	0.72	1.02	1.41	1.84
净资产收益率ROE	17.13%	20.78%	24.11%	26.33%
PE	37	26	19	14
PB	6.28	5.42	4.57	3.80

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 徐卿  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.99
流通A股(亿股)	8.58
52周内股价区间(元)	24.59-36.09
总市值(亿元)	238.28
总资产(亿元)	53.45
每股净资产(元)	6.53

### 相关研究

1. 生物股份(600201): 业绩符合预期, 产品多元化打开成长空间 (2017-08-27)
2. 生物股份(600201): 市场预期差大, 竞争格局逐渐向好 (2017-04-25)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1517.02	2056.18	2754.05	3641.53	净利润	642.76	903.87	1244.00	1630.59
营业成本	336.97	465.43	633.01	851.17	折旧与摊销	58.90	77.91	77.91	77.91
营业税金及附加	11.56	14.51	19.47	26.06	财务费用	-14.65	-21.09	-27.26	-35.06
销售费用	234.86	273.47	349.76	465.39	资产减值损失	14.98	18.00	15.00	14.00
管理费用	178.78	226.18	269.90	356.87	经营营运资本变动	-230.23	-75.11	-147.17	-174.39
财务费用	-14.65	-21.09	-27.26	-35.06	其他	284.35	-29.76	-34.38	-33.74
资产减值损失	14.98	18.00	15.00	14.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>756.12</b>	<b>873.82</b>	<b>1128.10</b>	<b>1479.32</b>
投资收益	17.80	17.30	18.60	19.20	资本支出	48.94	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-431.99	15.83	18.89	19.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-383.05</b>	<b>15.83</b>	<b>18.89</b>	<b>19.32</b>
<b>营业利润</b>	<b>772.31</b>	<b>1096.97</b>	<b>1512.77</b>	<b>1982.30</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.23	6.19	6.77	6.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>779.54</b>	<b>1103.16</b>	<b>1519.54</b>	<b>1988.83</b>	股权融资	1235.67	0.00	0.00	0.00
所得税	136.78	199.29	275.53	358.24	支付股利	-229.13	-307.85	-433.87	-596.80
净利润	642.76	903.87	1244.00	1630.59	其他	-8.97	20.59	27.26	35.06
少数股东损益	-1.78	-4.51	-5.50	-6.97	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>997.57</b>	<b>-287.26</b>	<b>-406.60</b>	<b>-561.74</b>
归属母公司股东净利润	644.54	908.38	1249.50	1637.56	<b>现金流量净额</b>	<b>1370.64</b>	<b>602.39</b>	<b>740.39</b>	<b>936.90</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2400.65	3003.04	3743.43	4680.33	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	299.66	417.50	562.22	739.12	销售收入增长率	21.70%	35.54%	33.94%	32.22%
存货	229.05	315.69	436.70	593.77	营业利润增长率	30.78%	42.04%	37.90%	31.04%
其他流动资产	290.96	394.37	528.21	698.43	净利润增长率	34.54%	40.62%	37.63%	31.08%
长期股权投资	152.52	152.52	152.52	152.52	EBITDA 增长率	25.72%	41.30%	35.50%	29.53%
投资性房地产	42.77	44.24	43.95	43.83	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	606.05	535.07	464.10	393.12	毛利率	77.79%	77.36%	77.02%	76.63%
无形资产和开发支出	269.51	263.41	257.31	251.21	三费率	26.30%	23.27%	21.51%	21.62%
其他非流动资产	56.54	55.70	54.86	54.03	净利率	42.37%	43.96%	45.17%	44.78%
<b>资产总计</b>	<b>4347.71</b>	<b>5181.54</b>	<b>6243.31</b>	<b>7606.36</b>	ROE	17.13%	20.78%	24.11%	26.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.78%	17.44%	19.93%	21.44%
应付和预收款项	428.81	601.59	809.20	1081.94	ROIC	37.36%	44.11%	51.98%	56.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	53.83%	56.11%	56.77%	55.61%
其他负债	166.24	231.27	275.30	331.81	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>595.04</b>	<b>832.86</b>	<b>1084.49</b>	<b>1413.75</b>	总资产周转率	0.44	0.43	0.48	0.53
股本	613.15	889.15	889.15	889.15	固定资产周转率	3.86	5.95	10.04	17.90
资本公积	1245.01	969.01	969.01	969.01	应收账款周转率	5.93	6.49	6.33	6.32
留存收益	1923.85	2524.38	3340.01	4380.77	存货周转率	1.38	1.62	1.61	1.60
归属母公司股东权益	3749.38	4349.91	5165.54	6206.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.72%	—	—	—
少数股东权益	3.28	-1.23	-6.73	-13.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3752.66</b>	<b>4348.68</b>	<b>5158.81</b>	<b>6192.61</b>	资产负债率	13.69%	16.07%	17.37%	18.59%
负债和股东权益合计	4347.71	5181.54	6243.31	7606.36	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.41	5.58	5.31	5.08
					速动比率	5.95	5.15	4.87	4.63
					股利支付率	35.55%	33.89%	34.72%	36.44%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.72	1.02	1.41	1.84
					每股净资产	4.22	4.89	5.80	6.96
					每股经营现金	0.85	0.98	1.27	1.66
					每股股利	0.26	0.35	0.49	0.67
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	816.57	1153.80	1563.42	2025.15					
PE	36.56	25.94	18.86	14.39					
PB	6.28	5.42	4.57	3.80					
PS	15.53	11.46	8.56	6.47					
EV/EBITDA	16.74	17.66	12.56	9.24					
股息率	0.97%	1.31%	1.84%	2.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn