

生物股份 (600201)

证券研究报告

2017年12月21日

猪口蹄疫新兽药落地，“英雄”锦上又添花

事件：公司与其他单位联合申报的猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株) 为新兽药，并核发了《新兽药注册证书》。

如何解读新兽药证书？看点有四个：第一，毒株。该款产品的毒株是全球首例通过反向遗传技术定向设计和优化改造的毒株，具备技术创新性和国际化属性，但同时临床效果也有待验证。**第二，归类。**作为今年第二款口蹄疫一类新兽药，可以判断国家对口蹄疫市场的重视程度。相比传统三类新兽药只有 3 年的保护期，一类新兽药拥有 5 年保护期。**第三，证书获取时间。**新兽药证书在现在时点获得，有望纳入明年招标。**第四，生产企业。**目前仅有三家。

行业规范化程度再进一步，市场竞争格局有望重塑。由于口蹄疫疫苗生产企业缺少针对猪的 AO 二价疫苗，产业里一直存在用牛口蹄疫疫苗和猪 O 型口蹄疫疫苗对生猪进行替代免疫的现象。然而根据产业链上下游供需判断，这种非合法化的免疫方式给疫苗的推广增加难度，下游养殖企业对猪 AO 二价口蹄疫疫苗潜在需求较高。新产品的问世有望助力行业规范化程度提高，并对市场竞争格局进行重塑。从实现路径上看，预计政府招采苗有望成为政策推广的突破口。从竞争格局上看，未来中农威特、生物股份、上海申联有望获得先发优势，其中中农威特作为兰研所下属机构有望最先拿到生产批文，时间上优势最为明显，根据生产批文的审批流程预计生物股份随后 3 个月左右拿到生产批文，但在现有营销渠道优势较大，预计到明年上半年公司会积极采取相应营销策略对冲时间差风险。中长期来看，猪 AO 二价口蹄疫市场苗将实现更大范围的替代。

公司的护城河优势明显：1) 规模化养殖造就龙头赛道里的领跑者。公司技术研发、市场口碑、营销渠道等首屈一指，预计未来市场份额仍可保持 55% 左右，预计 17/18/19 年口蹄疫市场苗收入分别为 12.8/17.3/22.5 亿元，同比增速分别为 35%/35%/30%。**2) 非口蹄疫产品从“一枝独秀”到“全面开花”。**口蹄疫市场苗等核心技术改造畜、禽、宠物疫苗等新产品，被改造的第一款产品圆环疫苗 17 年率先实现放量 1.3 亿元，预计 17/18/19 年非口蹄疫产品收入分别为 2.9/4.8/6.7 亿元，同比增速分别为 100%/66%/40%。**3) 走国际化道路，做国际化企业。**公司国际化研发、生产和渠道有望在 18 年加速落地。

投资建议：我们预计，公司 17/18/19 年净利润分别为 8.4/11/14 亿元 (股权激励费用摊薄后)，同比增速分别为 31%/31%/28%，EPS 分别为 0.94/1.23/1.57 元。实际上扣股权激励费用前，预计 17 年业绩同增 40%，18 年同增 35%。我们认为公司在口蹄疫行业的竞争优势持续强化，圆环、伪狂犬、猪瘟、宠物疫苗等品种有望先后放量，国际化合作有望加速推进。行业可比公司平均市盈率在 40 倍以上，公司历史市盈率在 30-35 倍之间，给 18 年 33 倍市盈率，6 个月目标价 40 元。给予“买入”评级。

风险提示：产品销量不达预期，国际化合作不达预期，市场竞争格局加剧。

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	1,995.95	2,530.50	3,178.56
增长率(%)	17.27	21.70	31.57	26.78	25.61
EBITDA(百万元)	649.35	801.23	1,054.33	1,356.52	1,742.15
净利润(百万元)	479.73	644.54	844.86	1,102.59	1,415.71
增长率(%)	18.65	34.36	31.08	30.51	28.40
EPS(元/股)	0.53	0.72	0.94	1.23	1.57
市盈率(P/E)	57.99	43.16	32.93	25.23	19.65
市净率(P/B)	13.45	7.42	5.86	4.94	4.12
市销率(P/S)	22.32	18.34	13.94	10.99	8.75
EV/EBITDA	30.89	21.06	23.12	17.23	12.94

资料来源：wind，天风证券研究所

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	30.94 元
目标价格	40 元
上次目标价	40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	899.15
流通 A 股股本(百万股)	858.41
A 股总市值(百万元)	27,819.81
流通 A 股市值(百万元)	26,559.31
每股净资产(元)	6.53
资产负债率(%)	21.49
一年内最高/最低(元)	35.96/23.92

作者

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

杨钊 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070003
yangzhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《生物股份-公司深度研究:中国版“硕腾”，时代造英雄!》2017-12-12
- 《生物股份-公司研究简报:口蹄疫龙头，强者恒强》2017-12-01
- 《生物股份-季报点评:3 季度业绩超预期，预计 4 季度继续保持高增长!》2017-10-25



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	3,364.68	4,366.44	5,195.68
应收账款	255.82	279.09	456.28	446.46	695.47
预付账款	11.48	9.79	40.80	6.74	55.40
存货	221.82	229.05	436.89	401.59	629.04
其他	23.48	301.74	110.57	156.45	189.55
流动资产合计	1,542.60	3,220.31	4,409.22	5,377.67	6,765.15
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	5,464.47	6,387.02	7,727.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	208.58	232.23	388.38	409.02	573.07
其他	226.50	270.37	274.68	290.69	333.08
流动负债合计	435.07	502.59	663.06	699.71	906.15
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	720.76	765.28	978.06
少数股东权益	(0.19)	3.28	(0.19)	(4.22)	(9.19)
股本	572.83	613.15	899.15	899.15	899.15
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	3,844.74	4,726.81	5,859.38
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	4,743.71	5,621.74	6,749.34
负债和股东权益总	2,550.22	4,347.71	5,464.47	6,387.02	7,727.40

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	477.76	642.76	844.86	1,102.59	1,415.71
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)	(25.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(74.09)	(181.91)	(73.82)	75.54	(346.32)
其它	26.45	254.16	(3.47)	(4.03)	(4.97)
经营活动现金流	494.32	756.12	807.11	1,231.64	1,140.46
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)	(9.75)	17.86	16.34
投资活动现金流	(342.07)	(383.05)	25.00	10.00	10.00
债权融资	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
股权融资	57.01	1,283.09	304.14	(17.15)	(35.53)
其他	(128.16)	(286.02)	(172.72)	(223.23)	(286.20)
筹资活动现金流	(70.66)	997.57	131.92	(239.88)	(321.22)
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	964.03	1,001.76	829.24

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,246.51	1,517.02	1,995.95	2,530.50	3,178.56
营业成本	286.33	336.97	459.07	582.02	731.07
营业税金及附加	7.50	11.56	9.98	12.65	15.89
营业费用	178.44	234.86	269.45	316.31	381.43
管理费用	183.87	178.78	259.47	303.66	349.64
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	25.00	10.00	10.00
其他	(15.20)	(35.59)	(50.00)	(20.00)	(20.00)
营业利润	590.52	772.31	989.79	1,288.97	1,656.11
营业外收入	3.91	8.99	1.00	4.63	4.87
营业外支出	0.88	1.76	0.92	1.19	1.29
利润总额	593.55	779.54	989.87	1,292.42	1,659.70
所得税	115.79	136.78	148.48	193.86	248.95
净利润	477.76	642.76	841.39	1,098.56	1,410.74
少数股东损益	(1.97)	(1.78)	(3.47)	(4.03)	(4.97)
归属于母公司净利润	479.73	644.54	844.86	1,102.59	1,415.71
每股收益(元)	0.53	0.72	0.94	1.23	1.57

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	17.27%	21.70%	31.57%	26.78%	25.61%
营业利润	22.95%	30.78%	28.16%	30.23%	28.48%
归属于母公司净利润	18.65%	34.36%	31.08%	30.51%	28.40%
获利能力					
毛利率	77.03%	77.79%	77.00%	77.00%	77.00%
净利率	38.49%	42.49%	42.33%	43.57%	44.54%
ROE	23.19%	17.19%	17.81%	19.60%	20.95%
ROIC	78.21%	65.95%	68.27%	85.27%	122.17%
偿债能力					
资产负债率	18.89%	13.69%	13.19%	11.98%	12.66%
净负债率	-23.27%	-14.63%	-38.07%	-47.04%	-53.36%
流动比率	3.55	6.41	6.65	7.69	7.47
速动比率	3.04	5.95	5.99	7.11	6.77
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	5.99	6.04	6.17
总资产周转率	0.54	0.44	0.41	0.43	0.45
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.72	0.94	1.23	1.57
每股经营现金流	0.55	0.84	0.90	1.37	1.27
每股净资产	2.30	4.17	5.28	6.26	7.52
估值比率					
市盈率	57.99	43.16	32.93	25.23	19.65
市净率	13.45	7.42	5.86	4.94	4.12
EV/EBITDA	30.89	21.06	23.12	17.23	12.94
EV/EBIT	34.71	22.27	24.22	17.86	13.30

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 37 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