

生物股份 (600201)

证券研究报告

2019年01月30日

生猪养殖后周期之首选标的

非洲猪瘟疫情加速生猪行业产能去化，公司估值已在历史低位。仔猪料销量在2019年已步入近年来的相对低点，母猪淘汰速度大幅加快。19年生猪行业出栏量减少是大概率事件，但减少幅度较难以预测，这也可能是公司近期股价调整的主要原因，我们认为公司的目前股价过度反应了下游需求增速放缓的预期，估值倍数已处于历史低位。

生猪产业防疫需求提升下，长期利好公司龙头企业。首先，非洲猪瘟提高了猪场生物安全意识，猪场（户）防疫意识和防疫密度提高，防疫成本敏感性下降。其次，规模企业检疫防疫拥有相对优势，也是优质市场苗的最主要客户。最后，疫情影响下养殖场（户）对于疫苗的新品对比实验会更为谨慎。因此，我们判断，防疫需求提升利好具有优质产品和规模效应的龙头企业。

公司 OA 猪用口蹄疫苗持续领先，竞争格局优化。市场曾经对口蹄疫市场苗竞争激化较为悲观，但从时间节点来看，2019年1月28日农业部向多个竞争产品 OA 猪用口蹄疫苗颁发新兽药证书，我们判断竞争产品即使尽量赶上秋防，但未必能赶上养殖集团的采购名单背书，公司19年市占率提高预计是大概率事件。在下一轮补栏中公司产品梯队有望进一步放量。

从补栏节奏来看投资标的，疫苗好于饲料。如果预期到了后周期，选饲料还是疫苗？养殖行业规模化提升是产业趋势，从目前生猪产业产能去化的结构来看，散户加速推出，下一轮补栏大概率是头部企业带动。从龙头疫苗企业和饲料企业的客户结构来看，市场苗的最主要客户为大型养殖企业，而饲料企业的主要客户更多的是中型养殖场，预计龙头动保企业弹性更大。

投资建议：非洲猪瘟疫情下产能去化影响公司猪用疫苗销售，我们将公司的预测净利润由 9.4/12.2/14.7 调整为 9.4/11.0/13.8 亿元，我们预计随着下一轮补栏开启，公司报表大概率会率先改善。在当前时点，公司作为动保龙头，成长性和弹性凸显，给予“买入”评级！

风险提示：下游产能去化风险，市场开拓不及预期风险，疫病风险

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	14.23元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,170.54
流通A股股本(百万股)	1,137.12
A股总市值(百万元)	16,656.75
流通A股市值(百万元)	16,181.25
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	15.93
一年内最高/最低(元)	30.98/13.86

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-公司点评:打破国内市场疆域，国际化战略再进一步》
2018-12-18
- 《生物股份-季报点评:三季度业绩拐点确认，四季度有望延续快速增长》
2018-10-25
- 《生物股份-公司研究简报:业绩调整期已过，Q3或成经营拐点》
2018-09-28

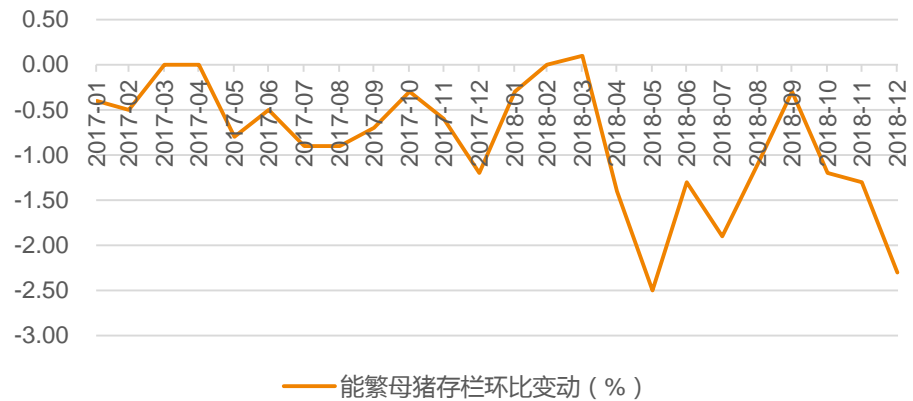
财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,517.02	1,901.01	2,235.40	2,663.60	3,194.59
增长率(%)	21.70	25.31	17.59	19.16	19.93
EBITDA(百万元)	801.23	1,050.02	1,171.14	1,377.83	1,727.11
净利润(百万元)	644.54	870.09	940.31	1,104.12	1,378.59
增长率(%)	34.36	34.99	8.07	17.42	24.86
EPS(元/股)	0.55	0.74	0.80	0.94	1.18
市盈率(P/E)	25.84	19.14	17.71	15.09	12.08
市净率(P/B)	4.44	3.73	2.80	2.43	2.10
市销率(P/S)	10.98	8.76	7.45	6.25	5.21
EV/EBITDA	21.06	24.56	10.76	8.83	6.62

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 非洲猪瘟疫情加速生猪行业产能去化，公司估值已在历史低位

非洲猪瘟疫情下生猪行业产能去化持续，公司估值已在底部。饲料企业的仔猪料销量在2019年已步入近年来的相对低点，母猪淘汰速度大幅加快。生猪产能去化持续。19年生猪行业出栏量减少是大概率事件，我们认为对于下游需求增速放缓的预期已经过度反应在公司的股价表现。

图 1：从能繁母猪存栏环比变动来看，非洲猪瘟疫情导致产能去化加速



资料来源：农业部，天风证券研究所

图 2：公司 PE 截止 2019 年 1 月 29 日收盘不足 20 倍，处于历史低位，



资料来源：Wind，天风证券研究所

生猪产业防疫需求提升下，长期利好公司龙头企业。首先，非洲猪瘟提高了猪场生物安全意识，猪场（户）防疫意识和防疫密度提高，防疫成本敏感性下降。其次，规模企业检疫防疫拥有相对优势，也是优质市场苗的最主要客户。最后，疫情影响下养殖场（户）对于疫苗的新品对比实验会更为谨慎。因此，我们判断，防疫需求提升，利好具有规模效应、产品优质的龙头企业。

2. 竞争格局优化，龙头动保企业将在下一轮补栏中直接受益

公司 OA 猪用口蹄疫苗领先，竞争格局优化。公司 OA 猪用口蹄疫苗处于市场领先地位，部分市场观点曾对其它公司的口蹄疫市场苗陆续上市，竞争激化较为悲观，但我们判断：

从时间节点来看，2019年1月28日，农业农村部向天康生物、杨凌金海、中普生物等多家企业颁发 OA 苗《新兽药证书》，我们认为竞争产品即使尽量赶上秋防，但未必能赶上养殖集团的采购名单背书，公司 19 年市占率提高预计是大概率事件。在下一轮补栏中公司产品梯队有望进一步放量。

从补栏节奏来看投资标的，疫苗好于饲料。如果预期到了后周期，选饲料还是疫苗？养殖行业规模化提升是产业趋势，从目前生猪产业产能去化的结构来看，散户加速推出，下一轮补栏大概率是头部企业带动。从龙头疫苗企业和饲料企业的客户结构来看，市场苗的最主要客户为大型养殖企业，而饲料企业的主要客户更多的是中型养殖场及散户，预计头部养殖企业补栏拉动下，龙头动保企业弹性更大。

3. 投资建议

我们将公司 18-20 年的预测净利润由 9.4/12.2/14.7 调整为 9.4/11.0/13.8 亿元。短期来看，非洲猪瘟疫情下产能去化，公司猪用疫苗需求受到一定影响，但随着下一轮补栏开启，我们预计随着公司报表大概率会率先改善。从成长性和弹性出发，给予“买入”评级！

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,400.65	2,451.76	2,896.87	3,376.88	3,772.20
应收账款	279.09	577.87	477.73	794.88	696.77
预付账款	9.79	4.04	25.65	5.96	28.09
存货	229.05	230.59	475.20	311.22	590.88
其他	301.74	854.67	902.11	1,184.98	1,489.77
流动资产合计	3,220.31	4,118.93	4,777.56	5,673.92	6,577.71
长期股权投资	152.52	204.26	204.26	204.26	204.26
固定资产	380.89	398.98	424.82	439.92	445.42
在建工程	225.15	303.41	282.73	266.18	252.95
无形资产	269.51	353.94	343.90	333.86	323.81
其他	99.31	304.05	1,160.94	1,116.91	1,456.72
非流动资产合计	1,127.39	1,564.64	2,416.65	2,361.12	2,683.16
资产总计	4,347.71	5,683.57	7,194.22	8,035.05	9,260.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	232.23	320.79	406.84	430.54	557.64
其他	270.37	740.62	733.76	652.64	643.53
流动负债合计	502.59	1,061.41	1,140.60	1,083.17	1,201.17
长期借款	0.00	2.58	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.45	141.64	93.55	109.21	114.80
非流动负债合计	92.45	144.22	93.55	109.21	114.80
负债合计	595.04	1,205.64	1,234.15	1,192.39	1,315.98
少数股东权益	3.28	7.25	4.42	1.50	(2.10)
股本	613.15	899.15	1,170.54	1,170.54	1,170.54
资本公积	1,245.01	1,558.81	1,545.48	1,547.70	1,550.67
留存收益	3,168.86	4,046.18	4,785.10	5,670.62	6,776.45
其他	(1,277.64)	(2,033.47)	(1,545.48)	(1,547.70)	(1,550.67)
股东权益合计	3,752.66	4,477.94	5,960.06	6,842.66	7,944.90
负债和股东权益总	4,347.71	5,683.57	7,194.22	8,035.05	9,260.87

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	642.76	868.21	940.31	1,104.12	1,378.59
折旧摊销	58.90	64.72	54.89	61.50	67.78
财务费用	0.00	0.00	16.70	19.70	38.20
投资损失	(17.80)	(35.27)	(40.00)	(20.00)	(40.00)
营运资金变动	(181.91)	(339.81)	(154.00)	(411.81)	(421.32)
其它	254.16	333.59	(2.83)	(2.92)	(3.60)
经营活动现金流	756.12	891.44	815.06	750.59	1,019.65
资本支出	109.89	245.71	98.09	34.33	44.41
长期投资	52.65	51.73	0.00	0.00	0.00
其他	(545.59)	(2,396.82)	(994.76)	(66.56)	(357.38)
投资活动现金流	(383.05)	(2,099.37)	(896.67)	(32.22)	(312.96)
债权融资	0.50	2.58	0.33	0.28	0.20
股权融资	1,283.09	193.73	718.22	(15.26)	(33.36)
其他	(286.02)	(5.74)	(191.84)	(223.37)	(278.22)
筹资活动现金流	997.57	190.57	526.72	(238.35)	(311.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,370.64	(1,017.36)	445.11	480.01	395.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,517.02	1,901.01	2,235.40	2,663.60	3,194.59
营业成本	336.97	392.12	523.65	611.52	711.06
营业税金及附加	11.56	17.30	16.94	21.57	26.38
营业费用	234.86	270.92	324.13	386.22	440.85
管理费用	178.78	241.24	279.42	332.95	376.96
财务费用	(14.65)	(34.75)	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	14.98	27.07	15.00	15.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.80	35.27	40.00	20.00	40.00
其他	(35.59)	(73.68)	(80.00)	(40.00)	(80.00)
营业利润	772.31	1,025.52	1,099.55	1,296.63	1,621.13
营业外收入	8.99	0.23	4.38	4.53	3.05
营业外支出	1.76	0.38	1.01	1.05	0.81
利润总额	779.54	1,025.37	1,102.92	1,300.11	1,623.37
所得税	136.78	157.16	165.44	198.92	248.38
净利润	642.76	868.21	937.48	1,101.20	1,374.99
少数股东损益	(1.78)	(1.89)	(2.83)	(2.92)	(3.60)
归属于母公司净利润	644.54	870.09	940.31	1,104.12	1,378.59
每股收益(元)	0.55	0.74	0.80	0.94	1.18

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	21.70%	25.31%	17.59%	19.16%	19.93%
营业利润	30.78%	32.79%	7.22%	17.92%	25.03%
归属于母公司净利润	34.36%	34.99%	8.07%	17.42%	24.86%
获利能力					
毛利率	77.79%	79.37%	76.57%	77.04%	77.74%
净利率	42.49%	45.77%	42.06%	41.45%	43.15%
ROE	17.19%	19.46%	15.79%	16.14%	17.35%
ROIC	65.95%	66.94%	55.01%	58.60%	59.83%
偿债能力					
资产负债率	13.69%	21.21%	17.15%	14.84%	14.21%
净负债率	-14.63%	-40.33%	-20.95%	-24.30%	-27.50%
流动比率	6.41	3.88	4.19	5.24	5.48
速动比率	5.95	3.66	3.77	4.95	4.98
营运能力					
应收账款周转率	5.67	4.44	4.24	4.19	4.28
存货周转率	6.73	8.27	6.33	6.77	7.08
总资产周转率	0.44	0.38	0.35	0.35	0.37
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.74	0.80	0.94	1.18
每股经营现金流	0.65	0.76	0.70	0.64	0.87
每股净资产	3.20	3.82	5.09	5.84	6.79
估值比率					
市盈率	25.84	19.14	17.71	15.09	12.08
市净率	4.44	3.73	2.80	2.43	2.10
EV/EBITDA	21.06	24.56	10.76	8.83	6.62
EV/EBIT	22.27	26.12	11.29	9.24	6.89

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com