

后周期龙头，动保浪潮或再临

投资要点

- **业绩总结:** 2018年公司实现营业收入19.0亿元，同比下滑0.2%；归属上市公司股东净利润7.5亿元，同比下滑13.3%。同时公司公布2019年一季报，报告期内实现营业收入3.3亿元，同比下滑46.1%；实现归属上市公司股东净利润1.6亿元，同比下滑46.5%。
- **短期受非洲猪瘟影响拖累公司业绩。** 公司2018年报及2019年一季报数据均呈现下滑态势，主要是养殖业从2018年下半年至今持续受到非洲猪瘟疫病冲击，导致养殖量及疫苗需求量大幅下滑。2018年四季度和2019年一季度公司实现净利润7342万元和1.6亿元，分别下滑60.7%和46.1%。
- **长期养殖龙头企业集中化趋势不改。** 猪价进入4月份后在短期调整阶段后又呈现突破态势。2019年1-3月份生猪及能繁母猪存栏数据分别比上月下滑5.7%、5.4%、1.2%和3.6%、5%、2.3%，从数据上来看下滑趋势已有边际改善。预计下半年随着猪价不断走高，带动养殖户的补栏意愿提升，从而拉动对疫苗的需求量上升。另外，在非洲猪瘟疫病不断侵袭的背景下，除拉动养殖户的防疫意识之外，同样对各地方省份之间猪调度提出了更高的要求。我们认为长期来看利好国内龙头养殖企业，规模养殖场集中度提升趋势或将持续。我们认为未来两年养殖量及渗透率将快速提升，公司有望重回正轨。
- **公司辽宁益康或称利润突破点。** 自2016年以来，共有近千人感染。其中2016年感染人数264人，2017年感染人数增加到589人，同时死亡率较2016年也出现了成倍的增长，H7N9病毒开始呈现出高致病性。自2019年3月份以来，国内已出现4起禽流感感染事件，尤其2019年4月4日内蒙古发现人感染H7N9禽流感，防疫压力较大。我们预计招标疫苗从过去以二价疫苗为主转换为三价疫苗，预计招标价格或将迎来上升，预计中标价格有望从过去0.164元/羽上升至0.3元/羽，疫苗市场规模将迎来快速提升，拉升辽宁益康的盈利能力。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为0.66元、0.78元、0.91元，对应动态PE为24倍、20倍、17倍，考虑养殖业在2018-2019期间受到非洲猪瘟影响较大，未来在非洲猪瘟常态化后养殖量将迎来快速回升，给予公司2020年25倍估值，对应目标价19.5元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争或加剧、公司产品销售或不及预期、原材料价格或波动。

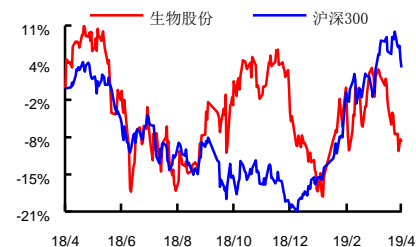
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1896.61	1732.55	1987.45	2280.35
增长率	-0.23%	-8.65%	14.71%	14.74%
归属母公司净利润(百万元)	754.47	767.58	908.28	1054.27
增长率	-13.29%	1.74%	18.33%	16.07%
每股收益EPS(元)	0.65	0.66	0.78	0.91
净资产收益率ROE	14.35%	12.77%	13.13%	13.22%
PE	24	24	20	17
PB	3.52	3.07	2.67	2.31

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
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)	11.60
流通A股(亿股)	11.26
52周内股价区间(元)	14.21-25.43
总市值(亿元)	183.69
总资产(亿元)	62.82
每股净资产(元)	4.36

相关研究

1. 生物股份(600201): 猪O、A竞争力显著, 业绩重回正轨 (2018-10-28)
2. 生物股份(600201): 业绩短期受到压制, 重回正规指日可待 (2018-08-22)
3. 生物股份(600201): 新品获批增强产品竞争力, 公司有望重回正轨 (2018-07-09)
4. 生物股份(600201): 短期承压, 后续有望恢复高增长 (2018-05-02)

关键假设

由于国内爆发的非洲猪瘟造成养殖量大幅下滑，我们下调对公司的盈利预测。假设公司2019-2021年生物制药业务销量增速为-9%、15%、15%。

表 1：生物股份分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
生物制药	收入	1,845.49	1,679.40	1,931.31	2,221.00
	增速	-0.52%	-9.00%	15.00%	15.00%
	成本	486.80	419.85	482.83	555.25
	毛利率	73.62%	75.00%	75.00%	75.00%
其他业务	收入	47.28	49.64	52.13	54.73
	增速	3.16%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	30.71	31.28	32.84	34.48
	毛利率	35.05%	37.00%	37.00%	37.00%
合计	收入	1,892.8	1,729.0	1,983.4	2,275.7
	增速	-0.43%	-8.65%	14.71%	14.74%
	成本	517.5	451.1	515.7	589.7
	毛利率	72.66%	73.91%	74.00%	74.09%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1896.61	1732.55	1987.45	2280.35	净利润	749.60	764.37	904.47	1049.76
营业成本	521.55	452.04	516.71	590.93	折旧与摊销	97.20	7.92	7.92	7.92
营业税金及附加	22.43	17.70	21.00	24.31	财务费用	-36.47	-17.37	-21.89	-26.56
销售费用	257.04	259.88	278.24	307.85	资产减值损失	60.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	146.60	147.27	159.00	182.43	经营营运资本变动	-420.40	116.61	-184.01	-180.22
财务费用	-36.47	-17.37	-21.89	-26.56	其他	-27.50	-28.80	-40.16	-45.85
资产减值损失	60.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	422.46	842.73	666.34	805.05
投资收益	50.14	35.90	39.10	45.20	资本支出	482.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-607.94	35.56	39.39	45.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-125.35	35.56	39.39	45.32
营业利润	889.24	908.93	1073.49	1246.60	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.06	-0.18	-0.13	-0.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	889.30	908.75	1073.36	1246.47	股权融资	22.10	0.00	0.00	0.00
所得税	139.70	144.38	168.89	196.71	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	749.60	764.37	904.47	1049.76	其他	-688.16	17.18	21.89	26.56
少数股东损益	-4.86	-3.22	-3.81	-4.51	筹资活动现金流净额	-666.06	17.18	21.89	26.56
归属母公司股东净利润	754.47	767.58	908.28	1054.27	现金流量净额	-368.74	895.47	727.62	876.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1728.41	2623.89	3351.51	4228.44	成长能力				
应收和预付款项	785.36	595.19	719.37	831.03	销售收入增长率	-0.23%	-8.65%	14.71%	14.74%
存货	313.05	264.24	304.12	349.32	营业利润增长率	-13.29%	2.21%	18.11%	16.13%
其他流动资产	885.80	761.43	873.46	1002.18	净利润增长率	-13.66%	1.97%	18.33%	16.06%
长期股权投资	208.54	208.54	208.54	208.54	EBITDA 增长率	-10.00%	-5.31%	17.79%	15.90%
投资性房地产	39.83	41.30	41.01	40.89	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	72.50%	73.91%	74.00%	74.09%
无形资产和开发支出	626.47	619.16	611.85	604.54	三费率	19.36%	22.50%	20.90%	20.34%
其他非流动资产	1725.73	1725.12	1724.50	1723.89	净利率	39.52%	44.12%	45.51%	46.04%
资产总计	6313.21	6838.86	7834.36	8988.83	ROE	14.35%	12.77%	13.13%	13.22%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.87%	11.18%	11.54%	11.68%
应付和预收款项	221.19	367.94	389.88	427.31	ROIC	29.03%	31.65%	36.69%	37.66%
长期借款	2.58	2.58	2.58	2.58	EBITDA/销售收入	50.09%	51.92%	53.31%	53.85%
其他负债	866.88	481.60	550.68	617.97	营运能力				
负债合计	1090.65	852.12	943.14	1047.85	总资产周转率	0.32	0.26	0.27	0.27
股本	1170.54	1159.66	1159.66	1159.66	固定资产周转率	9.51	—	—	—
资本公积	1309.53	1320.41	1320.41	1320.41	应收账款周转率	3.08	2.65	3.31	3.19
留存收益	2971.71	3739.29	4647.58	5701.85	存货周转率	1.87	1.55	1.78	1.78
归属母公司股东权益	5031.44	5798.84	6707.12	7761.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.88%	—	—	—
少数股东权益	191.13	187.91	184.10	179.59	资本结构				
股东权益合计	5222.57	5986.75	6891.22	7940.98	资产负债率	17.28%	12.46%	12.04%	11.66%
负债和股东权益合计	6313.21	6838.86	7834.36	8988.83	带息债务/总负债	0.24%	0.30%	0.27%	0.25%
					流动比率	3.94	6.03	6.61	7.13
					速动比率	3.61	5.66	6.22	6.74
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.65	0.66	0.78	0.91
					每股净资产	4.50	5.16	5.94	6.85
					每股经营现金	0.36	0.73	0.57	0.69
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	949.97	899.48	1059.53	1227.96					
PE	24.35	23.93	20.22	17.42					
PB	3.52	3.07	2.67	2.31					
PS	9.69	10.60	9.24	8.06					
EV/EBITDA	15.77	15.46	12.44	10.02					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn