

金河生物（002688）

证券研究报告

2017 年 10 月 20 日

美国采购政策影响主业有所下滑，疫苗业务加速发展

事件

公司 10 月 19 日公告三季报。公司前三季度营业收入 9.65 亿元，同比下滑 7.8%；归母净利润 9926 万元，同比下滑 19.61%；扣非后归母净利润 8167 万元，同比下滑 31.59%。其中，第三季度营业收入 3.25 亿元，同比下滑 7.31%；归母净利润 2245 万元，同比下滑 23.23%。

美国饲用金霉素销量受政策影响是三季度业绩同比下滑。

公司第三季度业绩下滑的主要原因有三点：第一，美国市场受饲用金霉素添加方式由非处方改为处方药的影响，短期市场处于适应期，预计国外销量较上年同比下滑，而国内销量同比增长。第二，动物疫苗业务还处于战略投入期，圆环市场推广进度已进入国内部分大型养殖集团，但由于产能瓶颈，预计单三季度销售收入 1500 万元左右。第三，汇率变动对母公司以美元结算的销售收入以及子公司法玛威的外币报表折算产生了一定影响。我们预计，随着公司圆环悬浮培养工艺的有望实现，未来产能将有望得到突破，同时提高产品净利润率水平。

悬浮生产线已通过静态 GMP 验收，圆环、蓝耳有望在未来率先放量。

公司悬浮生产线三季度通过静态 GMP 验收，已满足未来悬浮培养疫苗硬件基础。公司以高质量标准的产品设计和以大型养殖集团的市场定位。圆环疫苗已进入 2017 年牧原采购名册，预计蓝耳有望成为公司下一个重点研发销售的单品。此外预计 17 年技术转让收入 2000-3000 万。我们预计，17 年圆环销售收入 6000 万元左右。未来 3 年，公司每年将推出一款疫苗主打产品，疫苗业务将逐渐成为公司的主要盈利增长点。之前限制公司的产能瓶颈正在打开。

环保业务异地扩张，省外订单有望加速落地。公司环保业务进入呼和浩特金山区的进度有所放缓，但经过一年多努力，公司在异地布局环保业务有望初显成效。我们认为，公司环保业务发展将进入快速发展期，省外订单也有望不断加速。我们预计，在 16 年 1 万吨日处理能力陆续达产的条件下，环保板块贡献 3000-4000 万以上净利润，17 年环保板块利润增厚 2000 万可期。

营养板块有望成为公司业绩新的增长点。2017 年 7 月 7 日，公司设立内蒙古金河动物营养科技有限公司。未来该公司有望通过对饲料集团和养殖集团提供综合营养解决方案和营养产品，来提高饲料转化率和养殖效率。预计该板块明年就可贡献业绩。

投资建议：我们预计公司 17/18/19 年归属母公司净利润 1.5/2.3/3.2 亿，对应 EPS 分别为 0.24/0.36/0.5 元。给予“买入”评级。

风险提示：产品销量不达预期；疫情风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,250.47	1,495.69	1,497.17	1,921.94	2,371.86
增长率(%)	48.90	19.61	0.10	28.37	23.41
EBITDA(百万元)	192.96	263.11	270.02	376.46	506.00
净利润(百万元)	104.65	164.13	150.89	230.30	320.46
增长率(%)	35.54	56.83	(8.06)	52.62	39.15
EPS(元/股)	0.16	0.26	0.24	0.36	0.50
市盈率(P/E)	45.71	29.15	31.70	20.77	14.93
市净率(P/B)	4.62	3.20	3.00	2.72	2.41
市销率(P/S)	3.83	3.20	3.20	2.49	2.02
EV/EBITDA	28.44	25.64	19.50	13.40	9.67

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	7.53 元
目标价格	16 元
上次目标价	16 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	635.29
流通 A 股股本(百万股)	532.59
A 股总市值(百万元)	4,783.73
流通 A 股市值(百万元)	4,010.39
每股净资产(元)	2.35
资产负债率(%)	44.64
一年内最高/最低(元)	11.65/7.48

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

- 1 《金河生物-半年报点评:短期业绩波动，仍坚定看好公司战略布局！》
2017-08-25
- 2 《金河生物-公司点评:主业稳定，动物疫苗、环保业务发展超预期》
2017-07-09
- 3 《金河生物-季报点评:起跳前的深蹲》
2017-04-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	225.42	239.38	224.58	288.29	355.78
应收账款	185.16	203.88	242.36	298.46	365.31
预付账款	63.17	63.67	79.68	86.38	120.30
存货	310.39	300.34	359.55	448.38	534.51
其他	17.79	57.94	7.78	30.55	17.87
流动资产合计	801.94	865.20	913.94	1,152.06	1,393.77
长期股权投资	225.23	0.78	0.78	0.78	0.78
固定资产	525.72	671.02	618.81	566.61	514.40
在建工程	39.43	11.52	11.52	11.52	11.52
无形资产	281.39	697.05	677.27	657.49	637.71
其他	11.49	416.77	392.02	395.16	399.69
非流动资产合计	1,083.27	1,797.13	1,700.40	1,631.55	1,564.10
资产总计	1,885.20	2,662.34	2,614.34	2,783.62	2,957.87
短期借款	488.69	296.33	335.88	383.16	298.45
应付账款	127.73	169.84	113.01	239.39	202.61
其他	195.57	62.89	121.20	124.67	125.93
流动负债合计	811.99	529.05	570.08	747.22	626.98
长期借款	0.00	205.94	223.19	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.69	343.21	126.73	162.88	210.94
非流动负债合计	18.69	549.15	349.92	162.88	210.94
负债合计	830.68	1,078.21	920.00	910.10	837.92
少数股东权益	19.40	87.74	97.93	115.90	138.01
股本	217.84	635.29	635.29	635.29	635.29
资本公积	498.02	424.34	424.34	424.34	424.34
留存收益	815.87	855.49	961.12	1,122.33	1,346.65
其他	(496.60)	(418.73)	(424.34)	(424.34)	(424.34)
股东权益合计	1,054.53	1,584.13	1,694.34	1,873.52	2,119.95
负债和股东权益总	1,885.20	2,662.34	2,614.34	2,783.62	2,957.87

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	115.76	174.23	150.89	230.30	320.46
折旧摊销	54.14	56.96	71.99	71.99	71.99
财务费用	19.47	26.46	16.70	19.70	38.20
投资损失	(0.27)	3.55	0.71	1.33	1.87
营运资金变动	23.53	193.32	(299.07)	(17.49)	(147.16)
其它	2.34	(162.11)	10.19	17.97	22.11
经营活动现金流	214.97	292.41	(48.59)	323.80	307.46
资本支出	381.31	406.27	216.48	(36.15)	(48.06)
长期投资	225.01	(224.46)	0.00	0.00	0.00
其他	(977.35)	(637.99)	(217.19)	34.81	46.20
投资活动现金流	(371.03)	(456.17)	(0.71)	(1.33)	(1.87)
债权融资	618.56	523.77	625.84	455.88	352.11
股权融资	(16.26)	350.30	(22.31)	(19.70)	(38.20)
其他	(406.17)	(666.97)	(569.04)	(694.93)	(552.02)
筹资活动现金流	196.13	207.10	34.50	(258.75)	(238.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	40.07	43.34	(14.80)	63.72	67.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,250.47	1,495.69	1,497.17	1,921.94	2,371.86
营业成本	888.77	984.47	969.42	1,218.82	1,501.41
营业税金及附加	5.63	14.48	9.25	13.05	17.91
营业费用	68.98	96.88	112.29	134.54	142.31
管理费用	146.05	188.85	205.11	247.93	272.76
财务费用	17.94	(2.34)	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	2.46	0.60	2.35	1.80	1.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.27	(3.55)	(0.71)	(1.33)	(1.87)
其他	(0.53)	7.10	1.43	2.67	3.73
营业利润	120.92	209.21	181.33	284.77	395.82
营业外收入	8.12	12.22	10.47	10.27	10.99
营业外支出	0.50	6.10	2.29	2.96	3.79
利润总额	128.54	215.32	189.51	292.08	403.02
所得税	12.79	41.09	28.43	43.81	60.45
净利润	115.76	174.23	161.08	248.27	342.57
少数股东损益	11.10	10.10	10.19	17.97	22.11
归属于母公司净利润	104.65	164.13	150.89	230.30	320.46
每股收益（元）	0.16	0.26	0.24	0.36	0.50

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	48.90%	19.61%	0.10%	28.37%	23.41%
营业利润	44.97%	73.01%	-13.33%	57.05%	38.99%
归属于母公司净利润	35.54%	56.83%	-8.06%	52.62%	39.15%
获利能力					
毛利率	28.93%	34.18%	35.25%	36.58%	36.70%
净利率	8.37%	10.97%	10.08%	11.98%	13.51%
ROE	10.11%	10.97%	9.45%	13.10%	16.17%
ROIC	10.94%	11.59%	9.22%	12.46%	18.26%
偿债能力					
资产负债率	44.06%	40.50%	35.19%	32.69%	28.33%
净负债率	-7.91%	-0.84%	18.59%	3.71%	7.83%
流动比率	0.99	1.64	1.60	1.54	2.22
速动比率	0.61	1.07	0.97	0.94	1.37
营运能力					
应收账款周转率	6.99	7.69	6.71	7.11	7.15
存货周转率	4.09	4.90	4.54	4.76	4.83
总资产周转率	0.73	0.66	0.57	0.71	0.83
每股指标（元）					
每股收益	0.16	0.26	0.24	0.36	0.50
每股经营现金流	0.34	0.46	-0.08	0.51	0.48
每股净资产	1.63	2.36	2.51	2.77	3.12
估值比率					
市盈率	45.71	29.15	31.70	20.77	14.93
市净率	4.62	3.20	3.00	2.72	2.41
EV/EBITDA	28.44	25.64	19.50	13.40	9.67
EV/EBIT	39.51	32.61	26.59	16.57	11.27

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com