

投资评级 优于大市 维持

股票数据

08月22日收盘价(元)	14.57
52周股价波动(元)	13.86-34.35
总股本/流通A股(百万股)	1171/1137
总市值/流通市值(百万元)	17055/16568

相关研究

《口蹄疫市占率继续提升, 圆环销售火爆拉动收入增长》2017.08.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.9	-27.8	-23.1
相对涨幅 (%)	-6.1	-17.9	-10.6

资料来源: 海通证券研究所

多因素导致业绩下滑, 全年有望显著好转

投资要点:

- **生物股份发布 2018 年中报:** 报告期内, 公司实现营业收入 7.61 亿元, 同比增长 1.01%, 实现归母净利润 3.59 亿元, 同比下降 7.26%, 扣非后净利润 3.46 亿元, 同比下降 8.44%。
- **剔除股权激励费用影响, 扣非后净利润实际增速 4.31%。** 今年上半年激励计划摊销费用 5027 万元, 剔除该费用影响, 公司扣非后净利润实际增速为 4.31%。同比看, 上半年净利润受费用摊销影响较大, 全年影响将缩小。
- **口蹄疫疫苗收入利润皆有下滑, 预计下半年显著好转。** 上半年生产口蹄疫疫苗的子公司金宇保灵收入 5.87 亿元, 同比下滑 12.49%, 净利润 3.08 亿元, 同比下滑 17.11%, 我们认为主要原因有以下两点: 1) 17 年底农业部发文要求自 2018 年 7 月 1 日起, 在全国范围内停止亚洲 I 型口蹄疫免疫, 意味着原有的口蹄疫 O-A-亚洲 I 型三价疫苗将退出市场。政策的变化导致上半年公司销售收入下滑。2) 今年上半年生猪均价 11.9 元/公斤, 全行业陷入亏损, 导致养殖户疫苗使用积极性下降, 加上部分养殖户转而使用政府免费的招采疫苗, 口蹄疫市场苗以及圆环等市场化产品销售压力加大, 导致公司收入下滑。
- **展望下半年, 我们认为公司经营情况有望显著改善, 主要由于:** 1) 口蹄疫 O-A 二价苗成功上市, 一方面将扫清此前牛用三价苗给猪打的政策障碍, 也将使得公司下半年经营销售回到正轨。此外, 由于目前仅中农威特和生物股份两家企业拥有该产品, 整个替代市场暂时仅由这两家企业分享, 预计公司下半年收入将提速。2) 圆环新品保持增长。今年上半年我们预计圆环收入约 6200 万元, 同比增长近 20%, 我们预计全年收入有望达到 1.5 亿元, 拉动整体收入增长。3) 下半年以来生猪价格显著回升, 我们认为猪价上涨将拉动市场化疫苗产品销售, 但后续仍需继续关注非洲猪瘟疫情发展。
- **管理层持续增持及股票回购方案彰显信心。** 今年 6 月以来, 公司管理层在二级市场持续增持公司股票。7 月 30 日公司又发布回购股份公告, 回购金额 1-3 亿元。公司今年上半年受到政策变化影响以及养殖业低迷的波及, 经营压力较大, 股价自年初以来跌幅达 40%, 我们认为管理层增持以及回购彰显了对公司后续经营确定性好转的强大信心。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 9.72 / 11.77 / 14.94 亿元, EPS 分别为 0.83 / 1.01 / 1.28 元, 我们给予公司 2018 年 25-30 倍 PE 估值, 合理价值区间 20.76-24.92 元, 给与“优于大市”评级。

- **风险提示。** 非洲猪瘟疫情蔓延导致猪价下跌, 口蹄疫新品市场推广不达预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1517.02	1901.01	2253.91	2689.66	3246.62
(+/-)YoY(%)	21.70%	25.31%	18.56%	19.33%	20.71%
净利润(百万元)	644.54	870.09	972.20	1176.56	1494.28
(+/-)YoY(%)	34.36%	34.99%	11.74%	21.02%	27.00%
全面摊薄 EPS(元)	0.55	0.74	0.83	1.01	1.28
毛利率(%)	77.79%	79.37%	75.30%	75.41%	76.50%
净资产收益率(%)	17.19%	19.46%	17.86%	17.77%	18.42%

资料来源: 公司年报 (2016-2017), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师: 丁频

Tel: (021) 23219405

Email: dingpin@htsec.com

证书: S0850511050001

分析师: 陈雪丽

Tel: (021) 23219164

Email: cxl9730@htsec.com

证书: S0850516080004

分析师: 陈阳

Tel: (021) 23212041

Email: cy10867@htsec.com

证书: S0850517020002

事件:

生物股份发布 2018 年中报: 报告期内, 公司实现营业收入 7.61 亿元, 同比增长 1.01%, 实现归母净利润 3.59 亿元, 同比下降 7.26%, 扣非后净利润 3.46 亿元, 同比下降 8.44%, 实现基本每股收益 0.38 元; 盈利能力方面, 销售毛利率为 73.94%, 同比下降 3.73 个百分点, 加权 ROE 为 7.74%, 同比下降 2.19 个百分点。

点评:

1、剔除股权激励费用影响, 扣非后净利润实际增速 4.31%

2017 年 6 月公司实施股权激励计划, 2017 年摊销费用约 1.1 亿元, 全部在下半年扣除。今年上半年激励计划摊销费用 5027 万元, 剔除该费用影响, 公司扣非后净利润实际增速为 4.31%。今年下半年公司还需摊销激励费用约 5000 万元, 全年总计约 1 亿元, 和上年基本持平。同比看, 上半年净利润受费用摊销影响较大, 全年影响将缩小。

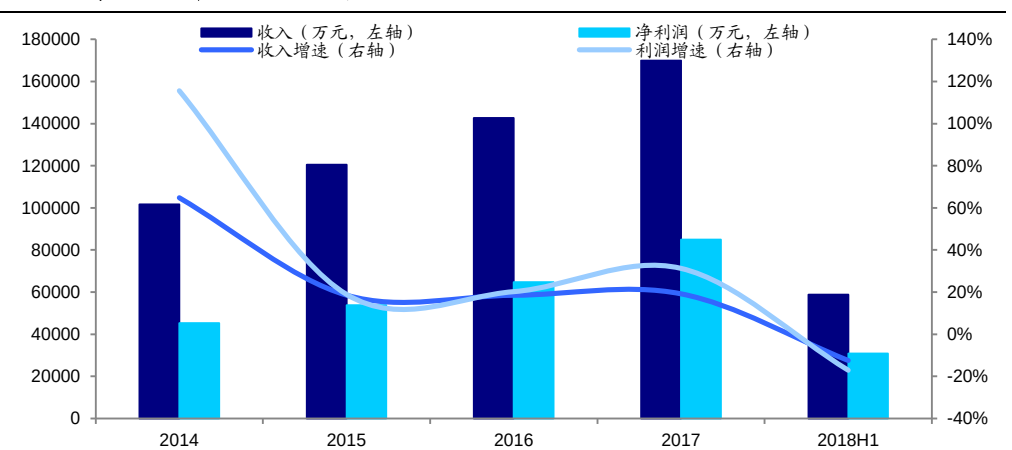
2、口蹄疫疫苗收入利润皆有下滑, 预计下半年显著好转

上半年生产口蹄疫疫苗的子公司金宇保灵收入 5.87 亿元, 同比下滑 12.49%, 净利润 3.08 亿元, 同比下滑 17.11%, 我们认为主要原因有以下两点:

1) 2017 年底农业部发文要求自 2018 年 7 月 1 日起, 在全国范围内停止亚洲 I 型口蹄疫免疫, 意味着原有的口蹄疫 O-A-亚洲 I 型三价疫苗将退出市场。此前公司的口蹄疫疫苗销售收入大部分来源于三价疫苗贡献, 政策的变化导致上半年公司销售收入下滑。我们预计招采收入下滑超过 20%, 市场苗收入下滑近 10%。

2) 猪价低迷导致疫苗需求下降。今年上半年生猪均价 11.9 元/公斤, 全行业陷入亏损, 导致养殖户疫苗使用积极性下降, 加上部分养殖户转而使用政府免费的招采疫苗, 口蹄疫市场苗以及圆环等市场化产品销售压力加大, 导致公司收入下滑。

图1 金宇保灵历年收入利润及增速



资料来源: 公司财报 (2014-2018H1), 海通证券研究所

展望下半年, 我们认为公司经营情况有望显著改善, 主要由于: 1) 今年 7 月 6 日, 公司获得口蹄疫 O-A 二价苗批准文号, 按 45 天左右批签发时间估计, 我们估计新疫苗已正式上市销售。O-A 二价苗的成功上市一方面将扫清此前牛用三价苗给猪打的政策障碍, 也将使得公司下半年经营销售回到正轨。此外, 由于目前仅中农威特和生物股份两家企业拥有该产品, 整个替代市场暂时仅由这两家企业分享, 预计公司下半年收入将提速。2) 圆环新品保持增长。今年上半年我们预计圆环收入约 6200 万元, 同比增长近 20%, 参考历年上下半年的收入结构, 我们预计全年收入有望达到 1.5 亿元, 拉动整体收入增长。3) 今年下半年以来生猪价格显著回升, 全行业恢复盈利, 尽管近期全国多地上报非洲猪瘟疫情, 但猪价仍保持在盈亏平衡点以上, 我们认为猪价上涨将拉动市场化疫苗产品销售, 但后续仍需继续关注疫情发展。

3、管理层持续增持及股票回购方案彰显信心

今年6月以来,公司董事长、董秘等管理层人员在二级市场持续增持公司股票。7月30日公司又发布公告,将在6个月内以集中竞价方式回购公司股份,回购金额1-3亿元。公司今年上半年受到政策变化影响以及养殖业低迷的波及,经营压力较大,股价自年初以来跌幅达40%,我们认为管理层增持以及回购彰显了对公司后续经营确定性好转的强大信心。

表1 生物股份近期增持情况

公告日期	变动起始日期	股东名称	方向	变动数量(万股)	交易平均价(元)
2018-07-12	2018-07-10	张竞	增持	5.00	15.30
2018-07-12	2018-07-10	尹松涛	增持	3.00	15.47
2018-06-26	2018-06-26	王永胜	增持	91.49	
2018-06-26	2018-06-26	刘国英	增持	0.13	
2018-06-26	2018-06-26	魏学峰	增持	72.82	
2018-06-26	2018-06-26	温利民	增持	17.05	
2018-06-26	2018-06-26	尹松涛	增持	58.80	
2018-06-26	2018-06-26	张红梅	增持	68.04	
2018-06-26	2018-06-26	张翀宇	增持	373.48	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

4、盈利预测与投资建议

我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为9.72 / 11.77 / 14.94亿元, EPS分别为0.83 / 1.01 / 1.28元, 我们给予公司2018年25-30倍PE估值, 合理价值区间20.76-24.92元, 给与“优于大市”评级。

表2 生物股份分项收入预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
生物制品					
收入(万元)	144784	185519	220809	264384	320080
成本(万元)	31437	36499	52994	63452	73618
毛利率(%)	78	80	76	76	77
其他主营业务					
收入(万元)	3800	4261	4261	4261	4261
成本(万元)	2078	2507	2471	2471	2471
毛利率(%)	45	41	42	42	42
其他业务					
收入(万元)	3118	321	321	321	321
成本(万元)	182	207	209	209	209
毛利率(%)	94	36	35	35	35
收入总计					
收入(万元)	151702	190101	225391	268966	324662
成本(万元)	33697	39212	55674	66132	76298
毛利率(%)	78	79	75	75	77

资料来源: 公司年报(2016-2017), 海通证券研究所

表3 可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价(元)	总市值(亿元)	EPS(元)			PE(X)		
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600195.SH	中牧股份	12.20	73.41	0.66	0.78	0.95	18.36	15.64	12.85
603566.SH	普莱柯	14.43	46.72	0.35	0.59	0.81	40.91	24.47	17.73
300119.SZ	瑞普生物	8.08	32.68	0.26	0.37	0.49	31.16	21.58	16.52

603718.SH	海利生物	8.54	55.00	0.18	0.23	0.33	48.35	37.23	25.53
平均值							34.70	24.73	18.16

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收盘价为 2018 年 8 月 22 日数据，EPS 全部以期末股本摊薄，盈利预测来源于 wind 一致预期。

5、风险提示

非洲猪瘟疫情蔓延导致猪价下跌，口蹄疫新产品市场推广不达预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标（元）					营业总收入	1901.01	2253.91	2689.66	3246.62
每股收益	0.74	0.83	1.01	1.28	营业成本	392.12	556.74	661.32	762.98
每股净资产	4.97	4.65	5.66	6.93	毛利率%	79.37%	75.30%	75.41%	76.50%
每股经营现金流	0.99	1.39	1.07	1.33	营业税金及附加	17.30	20.51	24.47	29.54
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%
价值评估（倍）					营业费用	270.92	321.21	383.32	462.69
P/E	14.57	17.54	14.50	11.41	营业费用率%	14.25%	14.25%	14.25%	14.25%
P/B	2.93	3.13	2.58	2.10	管理费用	241.24	247.93	268.97	259.73
P/S	8.97	7.57	6.34	5.25	管理费用率%	12.69%	11.00%	10.00%	8.00%
EV/EBITDA	16.20	13.12	9.74	6.54	EBIT	966.36	1107.51	1351.58	1731.67
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-34.75	-31.70	-30.62	-27.40
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-1.83%	-1.41%	-1.14%	-0.84%
毛利率	79.37%	75.30%	75.41%	76.50%	资产减值损失	27.07	25.00	25.00	25.00
净利率	45.67%	43.18%	43.83%	46.14%	投资收益	35.27	35.27	35.27	35.27
净资产收益率	19.46%	17.86%	17.77%	18.42%	营业利润	1025.52	1149.49	1392.47	1769.34
资产回报率	15.31%	15.62%	15.55%	16.18%	营业外收支	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
投资回报率	46.70%	60.74%	78.46%	106.11%	利润总额	1025.37	1149.34	1392.32	1769.20
盈利增长（%）					EBITDA	1031.07	1191.90	1454.22	1845.60
营业收入增长率	25.31%	18.56%	19.33%	20.71%	所得税	157.16	176.16	213.41	271.17
EBIT 增长率	30.09%	14.61%	22.04%	28.12%	有效所得税率%	15.33%	15.33%	15.33%	15.33%
净利润增长率	35.07%	12.09%	21.14%	27.07%	少数股东损益	-1.89	0.97	2.36	3.75
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	870.09	972.20	1176.56	1494.28
资产负债率	21.2%	12.0%	11.7%	11.2%					
流动比率	3.88	6.00	6.66	7.43	资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	3.66	5.55	6.22	6.99	货币资金	2451.76	3633.25	4897.50	6472.27
现金比率	—	—	—	—	应收款项	465.79	432.21	515.77	622.57
经营效率指标					存货	230.59	326.30	387.60	447.18
应收账款周转天数	69.99	69.99	69.99	69.99	其它流动资产	850.36	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	213.92	213.92	213.92	213.92	流动资产合计	4118.93	4478.42	5904.24	7666.45
总资产周转率	0.38	0.38	0.39	0.39	长期股权投资	204.26	204.26	204.26	204.26
固定资产周转率	4.88	4.55	4.45	5.12	固定资产	398.98	648.98	748.98	868.98
					在建工程	303.41	253.41	153.41	33.41
					无形资产	269.52	341.57	334.22	327.42
					非流动资产合计	1564.64	1747.08	1664.44	1570.51
现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	5683.57	6225.50	7568.69	9236.96
净利润	868.21	973.18	1178.92	1498.03	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.97	2.36	3.75	应付账款	244.42	311.99	370.60	427.57
非现金支出	91.79	109.39	127.64	138.93	预收账款	79.48	94.23	112.45	135.73
非经营收益	-59.45	33.40	-35.13	-35.13	其它流动负债	474.86	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-9.11	508.56	-22.31	-42.18	流动负债合计	1061.41	746.78	886.04	1031.29
经营活动现金流	891.44	1625.50	1251.48	1563.39	长期借款	2.58	2.58	2.58	2.58
资产	-400.84	-335.51	-20.15	-20.15	其它长期负债	141.64	0.00	0.00	0.00
投资	-65.32	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	144.22	2.58	2.58	2.58
其他	-1633.20	-35.27	-35.27	-35.27	负债总计	1205.64	749.36	888.62	1033.87
投资活动现金流	-2099.37	-370.78	-55.42	-55.42	实收资本	899.15	1170.54	1170.54	1170.54
债权募资	2.58	-141.64	0.00	0.00	普通股股东权益	4470.68	5442.92	6619.48	8113.76
股权募资	496.62	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	7.25	8.23	10.59	14.33
其他	-308.63	-1.17	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	5683.57	6225.50	7568.69	9236.96
融资活动现金流	190.57	-142.81	0.00	0.00					
现金净流量	-1017.36	1111.91	1196.06	1507.97					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 22 日

资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频 农林牧渔行业
陈雪丽 农林牧渔行业
陈阳 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 新希望,生物股份,北大荒,普莱柯,中牧股份,海大集团,荃银高科,牧原股份,仙坛股份,登海种业,唐人神,正邦科技,民和股份,温氏股份,禾丰牧业,通威股份,大北农,隆平高科,圣农发展

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。