

中牧股份(600195) / 动物保健

1季报略微下滑, 国改将带来公司业绩拐点!

评级: 买入(维持)

市场价格: 21.06

目标价格: 33.6

分析师: 陈奇

执业证书编号: S0740514070005

电话: 021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

联系人: 刁凯峰

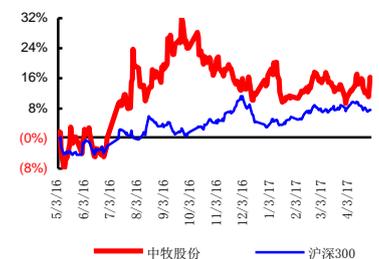
电话:

Email: diaokf@r.qizq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 430 |
| 流通股本(百万股) | 430 |
| 市价(元) | 21.06 |
| 市值(百万元) | 9,052 |
| 流通市值(百万元) | 9,052 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 中牧股份跟踪报告: 年报实现业绩高增长, 主业进入高成长通道!
- 2 中牧股份跟踪报告: 市场苗推广反应良好, 重点配置边际变化明显的拐点品种!
- 3 中牧股份跟踪报告: 2季度单季利润增长超过50%, 重点配置低估值的拐点品种

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,234.19 | 3,973.87 | 4,728.02 | 5,690.91 | 6,778.15 |
| 增长率 yoy% | 4.93% | -6.15% | 18.98% | 20.37% | 19.10% |
| 净利润 | 275.67 | 334.42 | 411.78 | 563.18 | 774.87 |
| 增长率 yoy% | -4.94% | 21.31% | 23.13% | 36.80% | 37.62% |
| 每股收益(元) | 0.64 | 0.78 | 0.96 | 1.31 | 1.80 |
| 每股现金流量 | 1.23 | 1.47 | 0.61 | 1.89 | 2.29 |
| 净资产收益率 | 9.08% | 9.99% | 10.95% | 13.03% | 15.21% |
| P/E | 33.33 | 27.31 | 21.69 | 16.15 | 11.73 |
| PEG | — | 1.28 | 0.94 | 0.44 | 0.31 |
| P/B | 3.03 | 2.73 | 2.38 | 2.10 | 1.78 |

备注:

投资要点

- 事件: 中牧股份发布 2017 年 1 季报, 公司实现营业收入 7.81 亿元, 同比增长-10.2%, 归母净利润 0.75 亿元, 同比增长-8.4%。
- 疫苗板块受招标取消影响, 市场苗推广顺利, 后续有望顺利放量。公司疫苗板块主要受到蓝耳、猪瘟取消影响, 整体下滑约 70%, 同时销售费用仅下降 40 万 (-3.9%), 与我们前期预计招标取消后费用刚性向符合, 招采人员逐步转让市场苗销售, 而费用短期也难在市场苗增长完全摊平, 同时也体现了公司持续加大市场苗营销投入。而口蹄疫与禽流感招标整体都较为稳定。1 季度市场苗推广顺利, 口蹄疫市场苗增长明显达 80-90%, 逐步得到客户认可, 全年有望达到翻倍目标。蓝耳-猪瘟二联苗仍处于推广阶段(去年 9 月份上市, 半年推广期), 并未大面积放量, 预计 2 季度开始有望贡献收入增量, 其他产品如伪狂犬等也推广顺利, 猪用市场苗高速增长可期。
- 化药、饲料维持高速增长, 行业景气与公司产能投放持续发力。公司 1 季度化药、饲料业务依然维持高增长, 在行业持续景气背景下, 化药业务维持 30% 左右高速增长, 产品升级与效率提升同步进行, 饲料业务随着产能不断投放, 增长速度超过 20%。
- 同时公司投资收益增长主要由于去年 12 亿发行债券后现金的理财收入所致, 从而未确认为财务费用下降, 而贸易业务因玉米价格仍处于低位, 而未能显著恢复并持续下滑。
- 后续激励机制完善、国际化等都为未来持续增长提供充足动力。(1) 国改: 当前国企改革方向日渐明朗, 中央鼓励央企加快改革进程, 公司当前公告中承诺 10 月 18 日前提出激励草案, 作为中农发集团的最后一个待改革的上市公司标的, 国改有望顺利落地; (2) 国际化: 公司已与默沙东签署战略合作协议, 未来有望切入宠物疫苗等领域, 在百亿新蓝海中开辟一块高成长性业务; (3) 技改: 公司当前持续进行口蹄疫工艺改进, 并取得阶段性成果, 未来有望继续提升质量水平, 打开长期增长空间; (4) 并购: 公司当前手握 12 亿现金(发行债券融资), 有望在饲料等协同领域进行并购, 以完善综合服务商的布局。
- 当前在高端苗市场爆发的大背景下, 建议投资者重点配置低估值、经营拐点显现的疫苗新贵中牧股份。我们预计中牧股份 2017-2019 年分别实现销售收入 47.28 亿元、56.91 亿元、67.78 亿元, 同比增长 18.98%、20.37%、19.1%, 实现归属于母公司净利润 4.12 亿元、5.63 亿元、7.75 亿元, 同比增长 23.1%、36.8%、37.6%, 2017-2019 年对应 EPS 分别为 0.96、1.31、1.8 元。参照公司持续成长性, 给与公司 2017 年业绩对应估值 35 倍, 总目标市值 144 亿, 目标价 33.6 元。
- 风险提示: 市场苗推广不达预期, 生产批次问题等

图表 1: 中牧股份财务三张表

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业总收入 | 4,035 | 4,234 | 3,974 | 4,728 | 5,691 | 6,778 |
| 增长率 | 10.87% | 4.9% | -6.1% | 19.0% | 20.4% | 19.1% |
| 营业成本 | -3,069 | -3,137 | -2,806 | -3,331 | -3,977 | -4,711 |
| % 销售收入 | 76.1% | 74.1% | 70.6% | 70.5% | 69.9% | 69.5% |
| 毛利 | 966 | 1,097 | 1,168 | 1,397 | 1,714 | 2,067 |
| % 销售收入 | 23.9% | 25.9% | 29.4% | 29.5% | 30.1% | 30.5% |
| 营业税金及附加 | -12 | -13 | -24 | -28 | -34 | -41 |
| % 销售收入 | 0.3% | 0.3% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 营业费用 | -412 | -432 | -486 | -520 | -598 | -644 |
| % 销售收入 | 10.2% | 10.2% | 12.2% | 11.0% | 10.5% | 9.5% |
| 管理费用 | -324 | -353 | -375 | -392 | -427 | -461 |
| % 销售收入 | 8.0% | 8.3% | 9.4% | 8.3% | 7.5% | 6.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 219 | 299 | 283 | 456 | 656 | 921 |
| % 销售收入 | 5.4% | 7.1% | 7.1% | 9.6% | 11.5% | 13.6% |
| 财务费用 | -4 | -7 | -31 | -5 | -13 | -6 |
| % 销售收入 | 0.1% | 0.2% | 0.8% | 0.1% | 0.2% | 0.1% |
| 资产减值损失 | -6 | -4 | -9 | -5 | -5 | -5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 112 | 36 | 171 | 70 | 70 | 70 |
| % 税前利润 | 33.9% | 10.8% | 39.9% | 13.4% | 9.8% | 7.1% |
| 营业利润 | 322 | 324 | 414 | 516 | 708 | 981 |
| 营业利润率 | 8.0% | 7.7% | 10.4% | 10.9% | 12.4% | 14.5% |
| 营业外收支 | 10 | 12 | 13 | 5 | 5 | 0 |
| 税前利润 | 332 | 336 | 428 | 521 | 713 | 981 |
| 利润率 | 8.2% | 7.9% | 10.8% | 11.0% | 12.5% | 14.5% |
| 所得税 | -49 | -55 | -67 | -83 | -114 | -157 |
| 所得税率 | 14.6% | 16.3% | 15.7% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |
| 净利润 | 283 | 281 | 361 | 438 | 599 | 824 |
| 少数股东损益 | -7 | 6 | 26 | 26 | 36 | 49 |
| 归属于母公司的净利润 | 289.98 | 275.67 | 334.42 | 411.78 | 563.18 | 774.87 |
| 净利率 | 7.2% | 6.5% | 8.4% | 8.7% | 9.9% | 11.4% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 396 | 703 | 1,066 | 2,178 | 2,725 | 3,639 |
| 应收款项 | 426 | 290 | 279 | 523 | 629 | 750 |
| 存货 | 775 | 694 | 564 | 593 | 708 | 839 |
| 其他流动资产 | 468 | 201 | 1,402 | 1,475 | 1,428 | 1,450 |
| 流动资产 | 2,066 | 1,889 | 3,310 | 4,769 | 5,490 | 6,678 |
| % 总资产 | 48.2% | 43.0% | 54.9% | 63.0% | 65.7% | 71.1% |
| 长期投资 | 439 | 452 | 582 | 582 | 582 | 582 |
| 固定资产 | 1,351 | 1,560 | 1,562 | 1,642 | 1,679 | 1,501 |
| % 总资产 | 31.5% | 35.5% | 25.9% | 21.7% | 20.1% | 16.0% |
| 无形资产 | 370 | 433 | 514 | 544 | 578 | 609 |
| 非流动资产 | 2,221 | 2,502 | 2,720 | 2,830 | 2,902 | 2,754 |
| % 总资产 | 51.8% | 57.0% | 45.1% | 37.4% | 34.7% | 29.3% |
| 资产总计 | 4,287 | 4,390 | 6,031 | 7,565 | 8,353 | 9,387 |
| 短期借款 | 20 | 34 | 75 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 891 | 803 | 811 | 813 | 966 | 1,135 |
| 其他流动负债 | 153 | 153 | 208 | 217 | 254 | 295 |
| 流动负债 | 1,064 | 990 | 1,094 | 1,030 | 1,219 | 1,430 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 28 | 26 | 1,223 | 2,412 | 2,412 | 2,412 |
| 负债 | 1,092 | 1,016 | 2,317 | 3,442 | 3,631 | 3,842 |
| 普通股股东权益 | 2,855 | 3,036 | 3,348 | 3,760 | 4,323 | 5,098 |
| 少数股东权益 | 321 | 319 | 337 | 363 | 398 | 447 |
| 负债股东权益合计 | 4,267 | 4,370 | 6,001 | 7,565 | 8,353 | 9,387 |
| | | | | 0 | 0 | 0 |

| 比率分析 | | | | | | |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益(元) | 0.675 | 0.641 | 0.778 | 0.958 | 1.310 | 1.803 |
| 每股净资产(元) | 6.642 | 7.063 | 7.790 | 8.748 | 10.058 | 11.861 |
| 每股经营现金净流(元) | 0.666 | 1.233 | 1.474 | 0.606 | 1.885 | 2.290 |
| 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 10.16% | 9.08% | 9.99% | 10.95% | 13.03% | 15.20% |
| 总资产收益率 | 6.80% | 6.31% | 5.57% | 5.44% | 6.74% | 8.25% |
| 投入资本收益率 | 7.91% | 11.20% | 7.22% | 10.23% | 14.52% | 20.89% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 10.87% | 4.93% | -6.15% | 18.98% | 20.37% | 19.10% |
| EBIT增长率 | -17.23% | 36.74% | -5.42% | 61.15% | 43.82% | 40.51% |
| 净利润增长率 | 23.00% | -4.94% | 21.31% | 23.13% | 36.77% | 37.59% |
| 总资产增长率 | 15.08% | 2.42% | 37.32% | 26.01% | 10.44% | 12.39% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 29.3 | 18.9 | 17.6 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 存货周转天数 | 74.2 | 85.5 | 81.8 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| 应付账款周转天数 | 22.6 | 25.9 | 30.9 | 28.0 | 28.0 | 28.0 |
| 固定资产周转天数 | 80.2 | 101.5 | 128.3 | 120.7 | 106.8 | 89.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -11.85% | -19.95% | 5.44% | 4.90% | -7.31% | -22.70% |
| EBIT利息保障倍数 | 56.9 | 42.2 | 9.2 | 95.7 | 50.7 | 163.4 |
| 资产负债率 | 25.58% | 23.25% | 38.61% | 45.51% | 43.48% | 40.93% |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。