

中牧股份（600195）：募投项目投产打破产能瓶颈

审慎推荐（首次）

农业

当前股价：10.69

报告日期：2014年8月12日

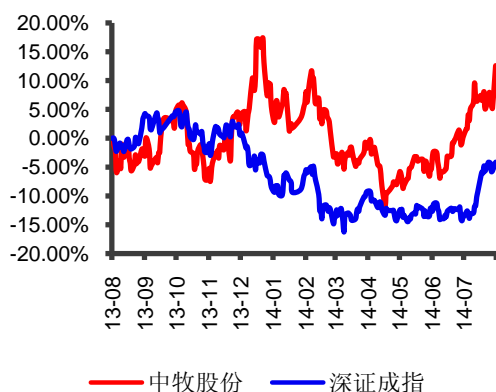
主要财务指标（单位：百万元）

|          | 2013A  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 3640   | 4077   | 4892   | 5675   |
| (+/-)    | 17.07% | 12.00% | 20.00% | 16.00% |
| 营业利润     | 292    | 299    | 399    | 474    |
| (+/-)    | 3.14%  | 2.15%  | 33.54% | 18.97% |
| 归属母公司净利润 | 236    | 242    | 320    | 381    |
| (+/-)    | 0.51%  | 2.56%  | 32.33% | 18.93% |
| EPS(元)   | 0.59   | 0.56   | 0.74   | 0.89   |
| PE(倍)    | 25     | 27     | 20     | 17     |

公司基本情况（最新）

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 总股本/流通股(万股) | 42,980 / 39,000 |
| 流通A股市值(亿元)  | 58.93           |
| 每股净资产(元)    | 6.01            |
| 资产负债率(%)    | 23.62           |

股价表现（最近一年）



研究员 赵雷  
执业证书编号 S1050511070003  
021-51793721  
[zhaolei@cfsc.com.cn](mailto:zhaolei@cfsc.com.cn)

- **上半年业绩下滑明显。**2013年1-6月，公司实现营业收入15.74亿元，相比去年同期增长6.52%；实现营业利润4.24亿元，相比去年同期增长2.18%；实现归属母公司所有者净利润为1.52亿元，相比去年同期下降14.24%。实现EPS0.35元。
- **生物制品业务表现不佳。**公司上半年营业收入同比增长6.5%，主要由于公司化药业务同比大幅增长118%所致，生物制品收入同比下滑9.56%。综合毛利率同比下滑1.2个百分点至26.92%，主要由于生物制品毛利率下滑3.53个百分点至56.43%。公司最主要利润来源为生物制品业务，毛利占比达到70%。上半年公司生物制品业务收入和盈利能力同时下滑，主要由于动物疫病、畜禽产品价格低位运行，国内养殖业整体延续去年的低迷态势所致。
- **期间费用率上升。**期间费用率上升2.77个百分点至17.23%，其中销售费用率上升1.32个百分点至9.09%，主要由于公司加大营销力度导致相关费用增加所致，管理费用率上升1.26个百分点至9.09%，主要由于人工成本、研发等支出增加所致。财务费用率小幅上升0.18个百分点至0.18%。
- **募投项目打破产能瓶颈。**公司非公开发行募投项目今年下半年开始投产，明年进入集中释放期。公司近三年生物制品销售收入增速分别为-7.29%、-0.46%和3.05%，产能限制问题突出，导致公司业绩增长缓慢。随着募投项目的达产，产能瓶颈得到突破。市场苗中的口蹄疫、猪圆环和蓝耳疫苗将带来业绩的持续增长，同时随着公司新兽药产品的推出以及研发成果的应用，公司在招标苗方面的市场地位也将得到进一步强化。
- **下游需求进入景气周期。**我们看好养殖行业未来的发展前景，预期畜禽价格景气周期将持续到2015年底，由此带动上游动物生物制品旺盛的需求，作为国内动物保健品龙头将充分受益。
- **投资建议。**考虑到公司上半年业绩情况以及后续产能投放，给予公司未来三年EPS分别为0.56、0.74和0.89元，给予公司“审慎推荐”投资评级。

图表 1 公司盈利预测 (万元)

| 单位: 万元               | 2013A          | 2014E          | 2015E          | 2016E          |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>          | <b>363,975</b> | <b>407,652</b> | <b>489,183</b> | <b>567,452</b> |
| 增长率 (%)              | 17.07%         | 12.00%         | 20.00%         | 16.00%         |
| 减: 营业成本              | 275,533        | 310,631        | 368,354        | 422,752        |
| 毛利率 (%)              | 24.30%         | 23.80%         | 24.70%         | 25.50%         |
| 营业税金及附加              | 1,201          | 1,345          | 1,614          | 1,872          |
| 销售费用                 | 34,275         | 38,727         | 45,983         | 54,475         |
| 管理费用                 | 26,534         | 30,574         | 37,178         | 44,261         |
| 财务费用                 | 349            | 815            | 978            | 1,702          |
| 费用合计                 | 61,157         | 70,116         | 84,139         | 100,439        |
| 期间费用率 (%)            | 16.80%         | 17.20%         | 17.20%         | 17.70%         |
| 资产减值损失               | 798            | 700            | 400            | 350            |
| 加: 公允价值变动收益          | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 投资收益                 | 3,945          | 5,000          | 5,200          | 5,400          |
| <b>营业利润</b>          | <b>29,231</b>  | <b>29,860</b>  | <b>39,875</b>  | <b>47,440</b>  |
| 增长率 (%)              | 3.14%          | 2.15%          | 33.54%         | 18.97%         |
| 营业利润率 (%)            | 8.03%          | 7.32%          | 8.15%          | 8.36%          |
| 加: 营业外收入             | 845            | 770            | 600            | 550            |
| 减: 营业外支出             | 322            | 220            | 280            | 300            |
| <b>利润总额</b>          | <b>29,754</b>  | <b>30,410</b>  | <b>40,195</b>  | <b>47,690</b>  |
| 增长率 (%)              | 2.54%          | 2.20%          | 32.18%         | 18.64%         |
| 利润率 (%)              | 8.17%          | 7.46%          | 8.22%          | 8.40%          |
| 减: 所得税费用             | 5,026          | 5,048          | 6,632          | 7,773          |
| 所得税率 (%)             | 16.89%         | 16.60%         | 16.50%         | 16.30%         |
| <b>净利润</b>           | <b>24,728</b>  | <b>25,362</b>  | <b>33,563</b>  | <b>39,916</b>  |
| 增长率 (%)              | 1.94%          | 2.56%          | 32.33%         | 18.93%         |
| 净利润率 (%)             | 6.79%          | 6.22%          | 6.86%          | 7.03%          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>23,576</b>  | <b>24,180</b>  | <b>31,999</b>  | <b>38,056</b>  |
| 增长率 (%)              | 0.51%          | 2.56%          | 32.33%         | 18.93%         |
| 少数股东损益               | 1,152          | 1,182          | 1,564          | 1,860          |
| 总股本                  | 42,980         | 42,980         | 42,980         | 42,980         |
| <b>摊薄每股收益 (元)</b>    | <b>0.59</b>    | <b>0.56</b>    | <b>0.74</b>    | <b>0.89</b>    |

数据来源: 华鑫证券研发部, 公司财报

## 研究员简介

赵 雷：上海财经大学，理学学士，金融学硕士。2009年7月加盟华鑫证券研究部。  
主要覆盖行业：农林牧渔。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明:

|   | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐   | >15%              |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15%          |
| 3 | 中性   | (-) 5%--- (+) 5%  |
| 4 | 减持   | (-) 15%--- (-) 5% |
| 5 | 回避   | < (-) 15%         |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明:

|   | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数     |
| 2 | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平    |
| 3 | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数     |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>