

## 内生外延齐头，迈向畜牧业集成服务商

- **业绩总结:** 2015年前三季度公司实现营业收入31.16亿元,同比增长21.21%;归属于上市公司股东的净利润为2.3亿元,同比降低2.49%。第三季度公司营收和归属上市公司净利润分别为10.27亿元和0.85亿元,同比增长3.78%和降低1.88%;其中净利润呈负增长主要是第三季度公司少数股东损益增加104%。
- **收购新动作,迈向畜牧业集成服务商。** 今年10月,公司公告与一家主营饲料、动物养殖和动保等业务的国内区域性畜牧业龙头企业的部分股东签署了《股权合作框架协议》。公司将对其中与饲料及动保业务相关的资产所成立的新公司进行收购,未来将主要从事饲料产品研发、生产和销售。目前公司的营收和毛利贡献中有13%来自于饲料销售,毛利率稳定在20%左右。随着此次并购的顺利进行,我们认为将有助于丰富公司饲料业务板块产品序列,并促进公司向动物营养品和保健品集成服务商的战略转型。
- **新产品陆续上线,产能助力打开空间。** (1)今年,公司陆续获得鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗,猪流感病毒H1N1亚型灭活疫苗等新兽药证书,以及猪圆环病毒2型灭活疫苗(SH株)等三个生产文号。其中,猪圆环疫苗作为潜在的大疫苗品种,市场远未达到饱和,我们预计规模在30亿元左右。公司早在2013年已布局,而2014年猪圆环病毒2型灭活疫苗(WH株)贡献收入2000万元左右,是公司畜用常规苗的新亮点。今年获得的SH株圆环疫苗将进一步拓展公司圆环疫苗的产品线。(2)公司原有产能受限,目前募投项目中兰州厂已投产,保山厂通过GMP静态验收,成都厂也在近期通过GMP认证。待全部达产,公司口蹄疫产能将增加50%。我们认为,随着产能的释放,公司市场苗增速加快(2014年为19%),强免疫苗价格提升,公司有望在未来实现生物制品的营收突破。
- **国际合作有亮点,新品类有望打破天花板。** 公司与默沙东旗下全资子公司英特威控股公司签订谅解备忘录,我们认为此次合作利于公司管理、生产工艺、研发水平是一方面,更重要的是新品类疫苗的研发和销售,比如宠物疫苗等。公司在江西厂已有3000万头份的宠物疫苗产能,将提供一定的基础。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司15-17年EPS分别为0.77元、0.95元和1.1元,对应PE为22倍、18倍和16倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 募投项目或不达预期;下游养殖业规模化或进展缓慢;疫苗价格波动风险。

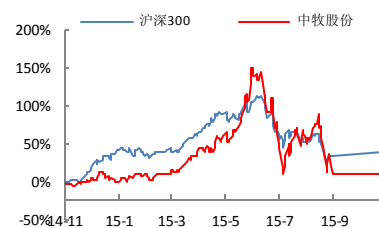
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4035.44	4703.77	5302.38	6003.54
增长率	10.87%	16.56%	12.73%	13.22%
归属母公司净利润(百万元)	290.38	331.95	406.37	474.13
增长率	23.17%	14.32%	22.42%	16.68%
每股收益EPS(元)	0.68	0.77	0.95	1.10
净资产收益率ROE	8.95%	9.73%	10.93%	11.65%
PE	25	22	18	16
PB	2.33	2.16	1.99	1.81

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
 执业证号: S1250514080002  
 电话: 023-63786278  
 邮箱: xiongli@swsc.com.cn  
 联系人: 谢芝优  
 电话: 021-68415687  
 邮箱: xzy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	4.3
流通A股(亿股)	4.3
52周内股价区间(元)	14.58-40.06
总市值(亿元)	73.84
总资产(亿元)	45.97
每股净资产(元)	6.95

### 相关研究

1. 中牧股份(600195): 强免疫苗领军者, 募投项目打开发展空间 (2015-10-09)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4035.44	4703.77	5302.38	6003.54	净利润	283.72	331.95	406.37	474.13
营业成本	3069.03	3562.86	3973.70	4472.74	折旧与摊销	141.83	199.51	199.51	199.51
营业税金及附加	12.27	13.17	15.71	17.54	财务费用	3.85	-1.31	-3.11	-4.65
销售费用	411.68	413.93	471.91	545.34	资产减值损失	5.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	323.00	329.26	371.17	420.25	经营营运资本变动	-233.34	-203.32	-93.95	-101.87
财务费用	3.85	-1.31	-3.11	-4.65	其他	85.96	0.12	0.03	-0.04
资产减值损失	5.59	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>287.62</b>	<b>326.95</b>	<b>508.85</b>	<b>567.08</b>
投资收益	112.46	0.00	0.00	0.00	资本支出	-477.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-86.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-563.87</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>322.47</b>	<b>385.85</b>	<b>473.00</b>	<b>552.32</b>	短期借款	-45.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.81	7.78	8.03	8.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>332.28</b>	<b>393.63</b>	<b>481.03</b>	<b>560.56</b>	股权融资	180.73	0.00	0.00	0.00
所得税	48.56	61.68	74.66	86.44	支付股利	-70.92	-87.35	-99.85	-122.24
净利润	283.72	331.95	406.37	474.13	其他	-355.94	0.87	3.11	4.65
少数股东损益	-6.66	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-291.13</b>	<b>-106.48</b>	<b>-96.74</b>	<b>-117.59</b>
归属母公司股东净利润	290.38	331.95	406.37	474.13	<b>现金流量净额</b>	<b>-565.80</b>	<b>220.47</b>	<b>412.11</b>	<b>449.50</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	389.86	610.33	1022.43	1471.93	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	655.03	826.29	918.43	1025.34	销售收入增长率	10.87%	16.56%	12.73%	13.22%
存货	774.69	901.52	1007.10	1135.43	营业利润增长率	10.32%	19.65%	22.59%	16.77%
其他流动资产	239.54	279.21	314.74	356.36	净利润增长率	14.74%	17.00%	22.42%	16.68%
长期股权投资	405.41	405.41	405.41	405.41	EBITDA 增长率	21.02%	24.76%	14.61%	11.62%
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1350.48	1198.12	1045.77	893.41	毛利率	23.95%	24.26%	25.06%	25.50%
无形资产和开发支出	353.86	308.36	262.85	217.35	三费率	18.30%	15.77%	15.84%	16.01%
其他非流动资产	110.38	108.73	107.07	105.42	净利率	7.03%	7.06%	7.66%	7.90%
<b>资产总计</b>	<b>4279.49</b>	<b>4638.20</b>	<b>5084.05</b>	<b>5610.89</b>	ROE	8.95%	9.73%	10.93%	11.65%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.63%	7.16%	7.99%	8.45%
应付和预收款项	678.04	753.65	843.95	959.33	ROIC	12.27%	11.84%	14.42%	17.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.60%	12.42%	12.62%	12.45%
其他负债	412.98	471.92	520.96	580.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1111.02</b>	<b>1225.57</b>	<b>1364.90</b>	<b>1539.85</b>	总资产周转率	1.01	1.05	1.09	1.12
股本	429.80	429.80	429.80	429.80	固定资产周转率	4.55	4.75	6.33	8.76
资本公积	916.18	916.18	916.18	916.18	应收账款周转率	12.48	14.50	12.63	13.17
留存收益	1504.30	1748.90	2055.42	2407.31	存货周转率	4.81	4.18	4.10	4.12
归属母公司股东权益	2850.73	3094.89	3401.40	3753.30	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	114.73%	—	—	—
少数股东权益	317.75	317.75	317.75	317.75	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3168.47</b>	<b>3412.63</b>	<b>3719.15</b>	<b>4071.04</b>	资产负债率	25.96%	26.42%	26.85%	27.44%
负债和股东权益合计	4279.49	4638.20	5084.05	5610.89	带息债务/总负债	1.80%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.93	2.22	2.48	2.67
					速动比率	1.21	1.46	1.71	1.91
					股利支付率	24.42%	26.31%	24.57%	25.78%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	468.16	584.06	669.40	747.19	每股收益	0.68	0.77	0.95	1.10
PE	25.43	22.24	18.17	15.57	每股净资产	7.37	7.94	8.65	9.47
PB	2.33	2.16	1.99	1.81	每股经营现金	0.67	0.76	1.18	1.32
PS	1.83	1.57	1.39	1.23	每股股利	0.17	0.20	0.23	0.28
EV/EBITDA	14.78	11.44	9.36	7.79					
股息率	0.96%	1.18%	1.35%	1.66%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 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

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn