

中牧股份 (600195.SH) 生物技术行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 17.94 元
 目标价格 (人民币): 24.00-24.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	429.80
总市值(百万元)	7,710.61
年内股价最高最低(元)	39.09/14.45
沪深 300 指数	3162.03
上证指数	2946.67



绝佳防御品种，后周期、国改提供弹性

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.676	0.641	0.778	1.004	1.229
每股净资产(元)	6.63	7.07	7.61	8.31	9.17
每股经营性现金流(元)	0.67	1.23	1.41	1.28	1.58
市盈率(倍)	23.46	33.33	22.79	17.66	14.43
行业优化市盈率(倍)	75.16	127.79	108.95	108.95	108.95
净利润增长率(%)	23.17%	-5.07%	21.36%	29.02%	22.41%
净资产收益率(%)	10.19%	9.08%	10.23%	12.08%	13.40%
总股本(百万股)	429.80	429.80	429.80	429.80	429.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **养殖后周期逻辑践行者。**公司主营产品为疫苗、饲料和兽药等养殖后周期产品。16 年将是养殖后周期的黄金投资时点，一方面，价格景气有望持续全年，在供给连续下滑的背景之下，猪价预计仍将维持在高位，短期仍有进一步冲高动力，全年来看也难觅拐点；另一方面，随着 3 月份能繁母猪、生猪存栏企稳，疫苗、饲料需求有望进一步打开，带动销量稳步上升，总体而言，受益于养殖后周期的全面复苏，公司将会感受到行业内自上而下的驱动力。
- **产能瓶颈逐步消除，量增契合行业景气提升趋势。**随着募投项目到位，制约公司的产能瓶颈问题将得到解决，兰州厂投产，保山厂也于 4 月 19 日公告通过 GMP 认证，加上逐步达产的成都厂、饲料项目，公司在产能方面做好了迎接行业景气上行的准备，尤其在市场苗方面，公司将有效迎来新的看点，今年口蹄疫市场苗有望进一步放量。
- **国企改革重要观测时间窗口临近。**公司属于央企，激励机制一直是市场较为担心的问题，2014 年 10 月 18 日公告在两年内提出中牧股份管理层中长期激励计划草案，目前时点逐渐临近。此外，中农发旗下的中水渔业和农发种业已经不同程度的推进了国企改革，公司国改的预期将越发强烈，考虑到公司在产品结构、费用率方面多有提升空间，如激励到位，公司有望迎来盈利拐点。

投资建议

- 公司目前市值仅 77 亿，其中持股金达威 25.67% 的股权市值为 26 亿，排除之后，主业市值仅 51 亿，对应 2016 年主业估值约 17 倍，考虑到动保板块平均 25-30 倍估值，目前的估值具有明显的安全边际，是上佳的防御性品种，考虑到国改预期，我们认为，公司不乏一定的进攻性，给予公司主业 25X16PE，对应目标价 24.00 元，给予“买入”评级。

风险

- 生猪存栏持续下滑、招标政策变化、疫苗销售不及预期。

钟凯锋 分析师 SAC 执业编号: S1130513080003
 (8621)60230227
 zhongkf@gjzq.com.cn

内容目录

行业迎来上升期，盈利上升	3
养殖后周期逻辑践行者	3
生物制品板块	3
饲料板块	6
兽药板块	7
贸易板块	8
国企改革助推盈利上升	9
股权结构	9
国企改革提升效率	10
防御性上佳的稀缺品种	10
绝对估值不高	错误!未定义书签。
风险提示	11

图表目录

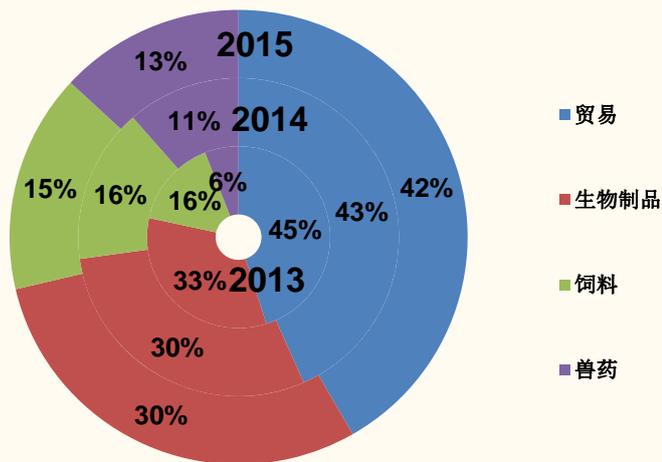
图表 1：公司所属行业为养殖后周期行业	3
图表 2：公司疫苗板块贡献 70%左右的毛利	3
图表 3：3 月能繁母猪环比增长 0%，能繁存栏有望见底	3
图表 4：公司生物制品盈利预测	4
图表 5：公司生物制品产能状况	5
图表 6：公司生物制品产能不足，导致招标苗占总产量 80%以上（2015 年产销量数据）（亿头份/亿毫升）	5
图表 7：饲料板块盈利预测	6
图表 8：玉米、豆粕价格下行，助推饲料板块利润	7
图表 9：公司饲料产品产能状况	7
图表 10：化药板块盈利预测	8
图表 11：2015 年化药产品批文	8
图表 12：贸易板块盈利预测	9
图表 13：中牧股份股权结构图	9
图表 14：公司毛利率仍比较低	10
图表 15：公司疫苗板块销售期间费用率仍比较高	10
图表 16：不同销售净利率下对应的 EPS	11
图表 17：不同销售净利率下对应的市盈率	11
图表 18：行业、公司历史市盈率	11
图表 19：动保板块 2006 年后行业估值状况	11
图表 20：2006 年后中牧股份估值状况	11

行业迎来上升期，盈利上升

养殖后周期逻辑践行者

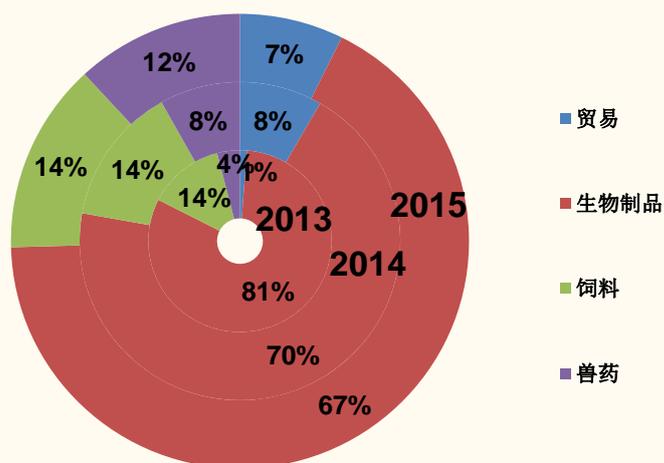
- 公司是集研发、生产、销售、服务于一体的大型动物保健品和动物营养品生产企业，以动物保健品和动物营养品为支柱业务，涉及兽用生物制品、兽用化药、饲料和饲料添加剂以及贸易四大主营业务板块，**所属行业属于养殖后周期板块**。2015年生猪、能繁母猪存栏数量均位于近10年低位，同比下降超过10%，市场整体低迷，因需求下降导致的产能过剩明显。但在2015年市场低迷的情况下，公司继续保持行业内领先地位，取得42.34亿元营业收入、2.76亿元归母净利润的成绩。

图表 1：公司所属行业为养殖后周期行业



来源：公司年报、国金证券研究所

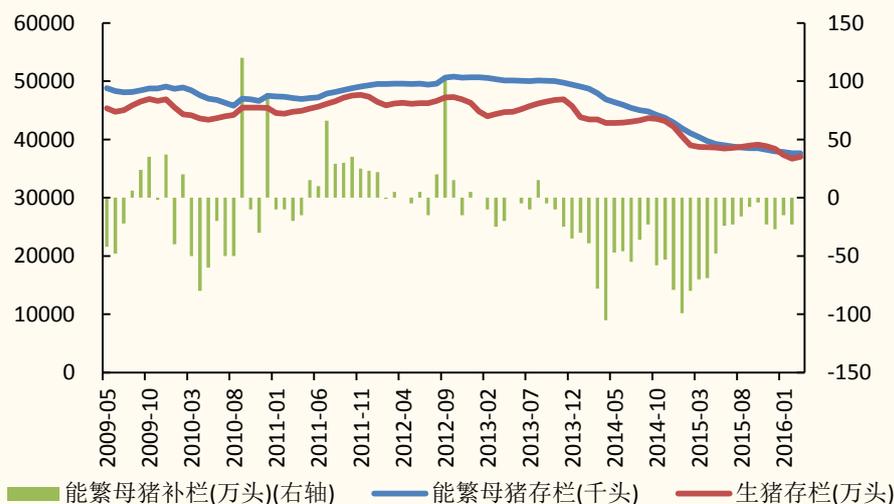
图表 2：公司疫苗板块贡献 70%左右的毛利



来源：公司年报、国金证券研究所

- 随着今年3月能繁母猪存栏环比增长0%，同时，根据我们草根调研种猪场的情况来看，去年7月以后猪场有了配种猪的动力，也就意味着从今年6月以后开始，后备母猪将逐步上量。养殖后周期板块大概率即将脱离行业低迷期，进入上行通道。

图表 3：3月能繁母猪环比增长0%，能繁存栏有望见底



来源：wind、国金证券研究所

生物制品板块

- 生物制品板块是公司最重要的业务板块，板块营业收入常年占总收入的 30% 以上，为公司贡献超过 60% 的毛利。其招标苗市场占有率约为 20%，位居全国第一。板块中最重要的产品包括口蹄疫、猪蓝耳、猪瘟和禽流感等，其中口蹄疫和高致病性禽流感疫苗市场占有率常年保持全国前列。

图表 4：公司生物制品盈利预测

生物制品	2015	2016E	2017E	2018E
猪口蹄疫0型灭活疫苗				
平均售价（元每万头份/万毫升）	4,598.82	4,600.00	4,600.00	4,600.00
增长率（YOY）		0.03%	0.00%	0.00%
销售数量（万毫升/万头份）	47,587.63	50,000.00	60,000.00	70,000.00
增长率（YOY）		5.07%	20.00%	16.67%
销售收入（百万元）	218.85	230.00	276.00	322.00
口蹄疫0型、亚洲 I 型二价灭活疫苗				
平均售价（元每万头份/万毫升）	4,651.97	4,652.00	4,652.00	4,652.00
增长率（YOY）		0.00%	0.00%	0.00%
销售数量（万毫升/万头份）	23,713.67	24,000.00	24,000.00	24,000.00
增长率（YOY）		1.21%	0.00%	0.00%
销售收入（百万元）	110.32	111.65	111.65	111.65
高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗				
平均售价（元每万头份/万毫升）	8,727.03	8,750.00	8,750.00	8,750.00
增长率（YOY）		0.26%	0.00%	0.00%
销售数量（万毫升/万头份）	13,753.24	13,800.00	13,800.00	13,800.00
增长率（YOY）		0.34%	0.00%	0.00%
销售收入（百万元）	120.02	120.75	120.75	120.75
猪口蹄疫0型合成肽疫苗				
平均售价（元每万头份/万毫升）	8,738.44	8,750.00	8,750.00	8,750.00
增长率（YOY）		0.13%	0.00%	0.00%
销售数量（万毫升/万头份）	10,655.35	10,700.00	10,700.00	10,700.00
增长率（YOY）		0.42%	0.00%	0.00%
销售收入（百万元）	93.11	93.63	93.63	93.63
口蹄疫0型、A型、亚洲I型三价灭活疫苗				
平均售价（元每万头份/万毫升）	7,970.48	8,000.00	8,000.00	8,000.00
增长率（YOY）		0.37%	0.00%	0.00%
销售数量（万毫升/万头份）	9,228.29	20,000.00	30,000.00	40,000.00
增长率（YOY）		116.72%	50.00%	33.33%
销售收入（百万元）	73.55	160.00	240.00	320.00
其他				
销售收入（百万元）	632.10	670.00	700.00	720.00
增长率（YOY）		6.00%	4.48%	2.86%
生物制品销售收入总计（百万元）	1,247.95	1,386.02	1,542.02	1,688.02
增长率（YOY）	5.33%	11.06%	11.26%	9.47%
毛利率	58.73%	59.00%	62.00%	64.00%
销售成本（百万元）	514.98	568.27	585.97	607.69
增长率（YOY）	-0.33%	10.35%	3.11%	3.71%
毛利（百万元）	732.97	817.75	956.05	1,080.33
增长率（YOY）	9.71%	11.57%	16.91%	13.00%
占总销售额比重	29.63%	32.18%	33.15%	33.59%
占主营业务利润比重	67.24%	67.31%	69.41%	70.11%

来源: wind、国金证券研究所

- 目前公司仅有兰州生物药厂、成都药械厂、江西生物药厂、保山生物药厂、乾元浩-北京生物药厂、乾元浩-郑州生物药厂、乾元浩-南京生物药厂，公司生物制品板块一直处于产能不足状态，生产排产非常紧张。公司原拥有口蹄疫产能 20.2 亿毫升，其他畜用疫苗产能 14.3 亿毫升/亿头份，仅招标苗就已经占公司年总产量的 80%。而由于产能不足，公司市场苗业务发展缓慢。

图表 5: 公司生物制品产能状况

所在地	主要品种	产能	状态
兰州生物药厂	口蹄疫	19 亿毫升/年	在产
	其他	3 亿头份/年	在产
	口蹄疫	6 亿毫升	在产
保山生物药厂	口蹄疫	1.2 亿毫升/年	在产
	口蹄疫	5 亿毫升/年	今年通过 GMP 认证
成都药械厂	猪蓝耳、猪瘟、猪圆环、猪伪狂犬、猪细小等	6 (亿头份/亿毫升) /年	在产
	猪蓝耳活疫苗	3.6 亿头份/年	在建
	猪蓝耳灭活疫苗	0.8 亿毫升/年	在建
	诊断液	300 万头份/年	在建
江西生物药厂	猪用疫苗	5 亿头份	在产
	宠物疫苗	3000 万头份	在产
乾元浩公司 (持股比例 52.92%)	禽类疫苗为主，圆环等猪用疫苗为辅	260 亿羽 (头) 份	在产

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 6: 公司生物制品产能不足，导致招标苗占总产量 80% 以上 (2015 年产销量数据) (亿头份/亿毫升)

药 (产) 品名称	生产量	销售量	医疗机构的合计实际采购量
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	55,604.74	47,587.63	51,414.59
口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价灭活疫苗	28,197.78	23,713.67	26,028.27
高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗	15,000.46	13,753.24	13,423.74
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗	12,609.00	10,655.35	10,605.35
口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗	11,100.82	9,228.29	8,621.34

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司 2013 年进行非公开发行建立保山生物药厂，并与今年 4 月 19 日公告车间通过 GMP 认证可以投产，保山厂建立使年产能增加 5 亿毫升，同时兰州生物药厂去年年底通过验收，两厂合计，口蹄疫产能增加 50% 以上。目前保山厂可以生产猪口蹄疫 O 型灭活疫苗及毛利更高的口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗。随着保山厂产能达产，公司产能不足有所缓解。现在公司处于新建项目还有成都药械厂，随着产能达产，猪蓝耳活疫苗和灭活疫苗分别增加 3.6 亿毫升和 0.8 亿毫升，其他类型疫苗产能有望增加 30% 以上。
- 达产后即使这些疫苗全部供应招标苗¹，公司收入也将进入井喷状态。随着 2014 年公司尝试拓展市场苗，2015 年已经实现大幅增长，如果这些新产能大部分提供市场苗，公司增长幅度将更高，预计公司今年市场苗收入将增至 1 亿元。而进行新建、技改的新产能通过采用先进的悬浮培养工艺进

¹ 招标苗价格较低，盈利能力低于市场苗。

行生产，产量和品质提升的同时，大幅节约人力等生产成本，盈利能力有望大幅扩张。

- 在产能扩张同时，公司今明两年新产品推出也迎来爆发期，目前公司高品质的三价苗和合成肽苗已经进行生产，效果已经在 2015 年开始显现，预计今年有望快速放量。同时，公司新产品腹泻-胃肠炎二联苗、蓝耳-猪瘟二联苗拿到新兽药证书，2017 年可以上市。公司产品更新换代，有望助力公司业绩增长。而随着公司研发大楼完成购买，未来公司药品研制有望进入快车道。

饲料板块

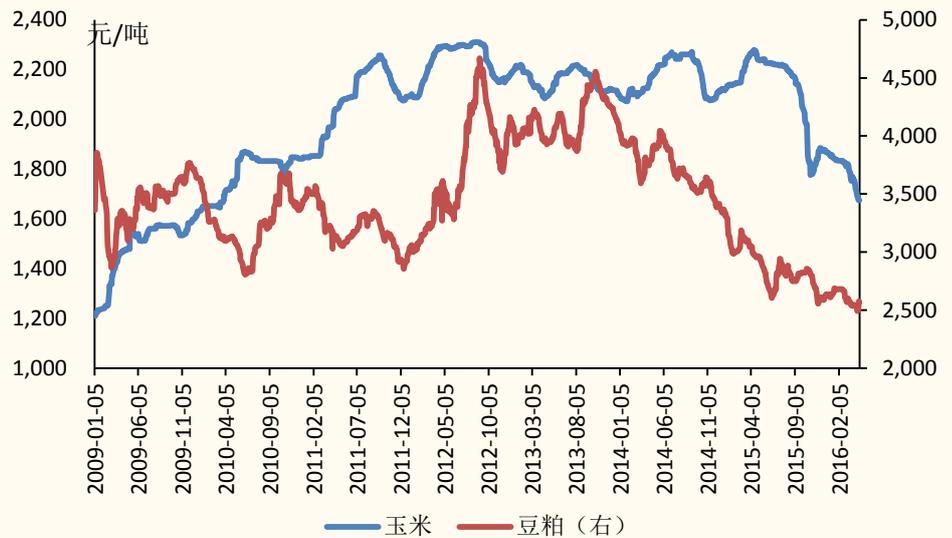
- 饲料板块是公司第二大利润来源，板块收入占总收入 16%左右和毛利占 14%左右，总体保持稳定。板块主要生产复合维生素预混料、预混料及浓缩料，同属养殖后周期板块的饲料业务也有望随着能繁母猪触底而进入上行通道。而伴随着玉米价格和豆粕价格的下滑，饲料板块成本也将有所下滑，从而带动板块盈利上升。

图表 7：饲料板块盈利预测

饲料	2015	2016E	2017E	2018E
平均售价（元/吨）	8,055.91	8,200.00	8,200.00	8,200.00
增长率（YOY）		1.79%	0.00%	0.00%
销售数量（吨）	81,444.51	90,000.00	100,000.00	110,000.00
增长率（YOY）		10.50%	11.11%	10.00%
销售收入（百万元）	656.11	738.00	820.00	902.00
增长率（YOY）	3.81%	12.48%	11.11%	10.00%
毛利率	22.53%	24.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	508.31	560.88	631.40	694.54
增长率（YOY）	2.30%	10.34%	12.57%	10.00%
毛利（百万元）	147.80	177.12	188.60	207.46
增长率（YOY）	9.34%	19.84%	6.48%	10.00%
占总销售额比重	15.58%	17.14%	17.63%	17.95%
占主营业务利润比重	13.56%	14.58%	13.69%	13.46%

来源：wind、国金证券研究所

图表 8：玉米、豆粕价格下行，助推饲料板块利润



来源：wind、国金证券研究所

- 公司饲料 2015 年产量 7.88 万吨，销量达到 8.14 万吨，饲料业务也受制于产能因素产量低于销量。在公司饲料产能方面，目前预混料产能 6.6 万吨，浓缩料产能 5 万吨，复合维生素添加剂产能 8000 吨，其中长春厂 3 万吨预混料和 5 万吨浓缩料产能于 2015 年逐步产生效益，今年有望完全放量。同时我们预计武汉厂明年年初也将完工，今年可以陆续产生效益，饲料板块销量将逐步提升。

图表 9：公司饲料产品产能状况

所在地	产品	产能	状态
北京厂、天津厂、南通厂、郑州厂	预混料	3.6 万吨	在产
	复合维生素添加剂	8000 吨	在产
长春厂	预混料	3 万吨	2015 年达产，在产
	浓缩料	5 万吨	2015 年达产，在产
武汉厂	预混料	2 万吨	在建

来源：wind、国金证券研究所

兽药板块

- 受益于公司外延式发展和内生增长双方面驱动，兽药板块成为公司增长速率最快的板块，销售占比从 2013 年的 6% 快速提升至 2015 年 13%，利润占比也从 4% 快速提升至 12%。外延增长方面，得益于公司 2013 年收购胜利生物²55% 的股权，2014 年公司兽药板块大幅放量，同比增长 112%，毛利率也随着收购整合完成达到了 2015 年的 23.44%。内生增长方面，公司非公开发行新增黄冈兽药制剂生产基地项目来新增产能，预计将新增兽药固体制剂 1,300 吨/年、兽药液体制剂 480 吨/年、消毒剂 400 吨/年、原料药 3,900 吨/年，合计 6080 吨/年。

²胜利生物是我国兽药原料药生产十强企业，是我国黄霉素最大的生产企业，公司主营兽用原料药及制剂的研发、生产与销售，拥有包括泰妙菌素、黄霉素、海南霉素等在内的产品，其中，泰妙菌素原料药在国内率先取得欧盟 COS 证书，海南霉素是国内唯一具有自主知识产权的动物专用抗生素。

图表 10: 化药板块盈利预测

化药	2015	2016E	2017E	2018E
平均售价 (元/吨)	45,424.26	45,500.00	46,000.00	46,000.00
增长率 (YOY)		0.17%	1.10%	0.00%
销售数量 (吨)	12,155.18	13,900.00	15,000.00	16,000.00
增长率 (YOY)		14.35%	7.91%	6.67%
销售收入 (百万元)	552.14	632.45	690.00	736.00
增长率 (YOY)	19.90%	14.55%	9.10%	6.67%
毛利率	23.44%	25.00%	24.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	422.70	474.34	524.40	559.36
增长率 (YOY)	10.58%	12.22%	10.55%	6.67%
毛利 (百万元)	129.44	158.11	165.60	176.64
增长率 (YOY)	65.46%	22.15%	4.74%	6.67%
占总销售额比重	13.11%	14.69%	14.83%	14.64%
占主营业务利润比重	11.87%	13.01%	12.02%	11.46%

来源: wind、国金证券研究所

- 此外, 公司收购胜利生物后, 其下属的生物化工研究院从事于动物专用抗生素研发, 也助推了公司兽药研发能力, 未来公司有望推出更多的新产品。去年公司在化药方面共获得了 8 项化药产品批文, 随着新产品上市, 公司业绩有望逐步放量。而随着公司逐步向制剂类药物偏重, 公司化药整体毛利也将逐步提升。

图表 11: 2015 年化药产品批文

序号	产品名称
1	海南霉素钠
2	海南霉素钠预混剂
3	酒石酸泰万菌素预混剂 50%
4	酒石酸泰万菌素预混剂 20%
5	黄霉素预混剂
6	酒石酸泰万菌素可溶性粉
7	盐酸林可霉素可溶性粉
8	联磺甲氧苄啶预混剂

来源: 公司公告、国金证券研究所

贸易板块

- 贸易板块是公司营业收入最大的板块, 但是也是毛利最小的板块, 板块主要进行饲料贸易, 未来贸易板块随着公司严控风险保持贸易业务健康发展, 贸易板块有望保持相对稳定, 但收入占比可能逐步缩小。

图表 12: 贸易板块盈利预测

贸易	2015	2016E	2017E	2018E
平均售价 (元/件)	3,379.03	3,100.00	3,200.00	3,400.00
增长率 (YOY)		-8.26%	3.23%	6.25%
销售数量 (吨)	519,758.75	500,000.00	500,000.00	500,000.00
增长率 (YOY)		-3.80%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	1,756.28	1,550.00	1,600.00	1,700.00
增长率 (YOY)	0.88%	-11.75%	3.23%	6.25%
毛利率	4.55%	4.00%	4.20%	4.50%
销售成本 (百万元)	1,676.34	1,488.00	1,532.80	1,623.50
增长率 (YOY)	0.94%	-11.24%	3.01%	5.92%
毛利 (百万元)	79.94	62.00	67.20	76.50
增长率 (YOY)	-0.31%	-22.44%	8.39%	13.84%
占总销售额比重	41.69%	35.99%	34.39%	33.82%
占主营业务利润比重	7.33%	5.10%	4.88%	4.96%

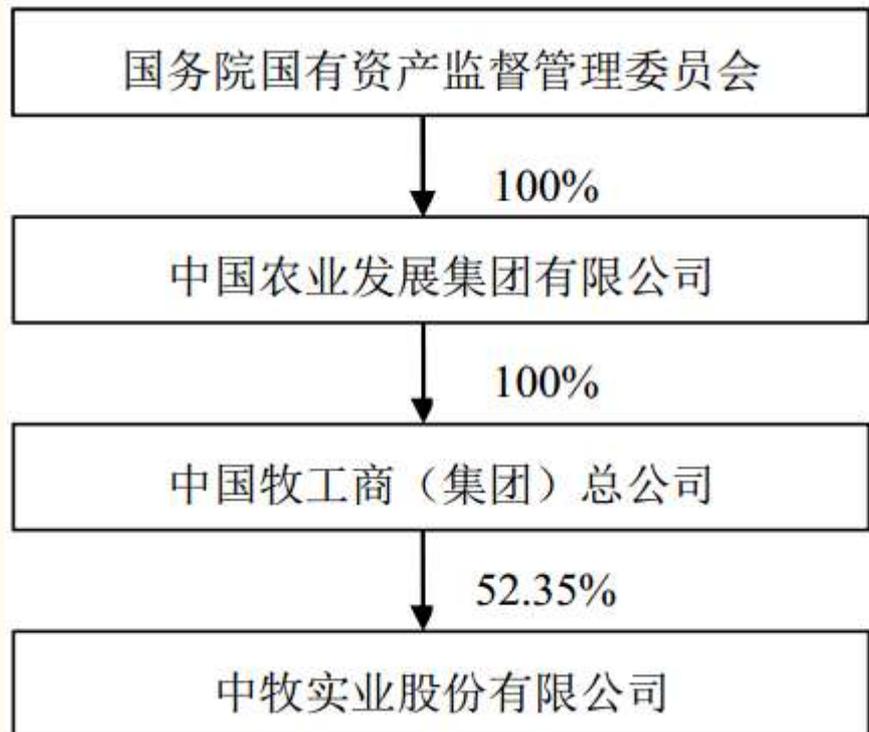
来源: wind、国金证券研究所

国企改革助推盈利上升

股权结构

- 公司控股股东为中牧总公司，实际控制人为中国农业发展集团（以下简称：中农发）。中农发是国务院国资委直接管理的中央农业企业，中农发旗下共有五大业务板块，分别为远洋捕捞与渔业板块、生物制品与兽药板块、种植业板块、农牧渔配套板块、以及海外业务板块。旗下共有三家上市公司分别为中水渔业、农发种业和中牧股份。

图表 13: 中牧股份股权结构图



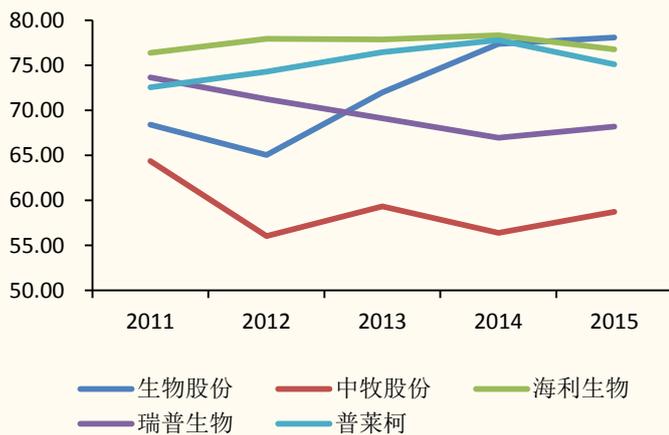
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 目前大股东旗下的其他两家上市公司分别尝试进行了国企改革。农发种业收购河南颖泰并向重要高管进行定增以及引入中国种业基金作为战略投资者；中水渔业拟引入复星系作为战略投资者，虽最终撤回方案，但也为公司国企改革奠定了基础。因此，其他两家上市公司进行国企改革为中牧股份未来国企改革奠定了先进思路。

国企改革提升效率

- 公司作为中农发旗下的上市公司，有望在今年进行国企改革：2014年10月18日在公告里提出：“两年内提出中牧股份管理层中长期激励计划草案”，目前，距离最终日期不到半年，改革预期强烈。同时大股东旗下其他两家上市公司也分别尝试进行了国企改革，为公司未来进行国企改革提供了重要的思路。
- 公司进行国企改革后，经营效率有望明显提升。在国企改革前，由于激励机制不健全，公司释放业绩的动力不足，导致销售净利率不高，随着国企改革推进，我们预期业绩有望逐步迎来拐点。
- 虽然公司产品较高的竞争力和市场潜力，但是由于公司属于国有控股企业，常年公司毛利率低于行业平均水平。与同行业对比，公司近5年疫苗板块毛利率仅为58.96%，与同行业平均69.46%相差10.5%。我们认为，随着国企改革的推进，公司有望在市场苗进一步拓展，提高公司资源配置效率，未来公司毛利率将有望进一步提升，业绩进一步释放。

图表 14：公司毛利率仍比较低



图表 15：公司疫苗板块销售期间费用率仍比较高

公司	5年销售期间费用率均值 (%)
生物股份	34.16
海利生物	37.76
瑞普生物	39.30
普莱柯	38.06
中牧股份 (预计)	40-45

来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

- 费用率方面有进一步优化的空间。与可比公司对比来看，普莱科、海利生物、生物股份、瑞普生物费用率近年来均值在35%-40%之间，我们预计公司费用率在40%-45%之间，仍有较为明显的提升空间。

投资建议：防御性上佳的稀缺品种，建议“买入”

- 公司目前市值仅77亿，其中持股金达威25.67%的股权市值为26亿，排除之后，主业市值仅51亿，对应2016年主业估值约17倍，考虑到动保板块平均25-30倍估值，目前的估值具有明显的安全边际，是上佳的防御性品种，考虑到国改预期，我们认为，公司不乏一定的进攻性，给予公司主业25X16PE，对应目标价24.00元，给予“买入”评级。

图表 16: 不同销售净利率下对应的 EPS

销售净利率	2016E	2017E	2018E
6.50%	0.65	0.70	0.76
8.50%	0.85	0.92	0.99
10.50%	1.05	1.14	1.23
12.50%	1.25	1.35	1.46
14.50%	1.45	1.57	1.70
16.50%	1.65	1.79	1.93

来源: 国金证券研究所

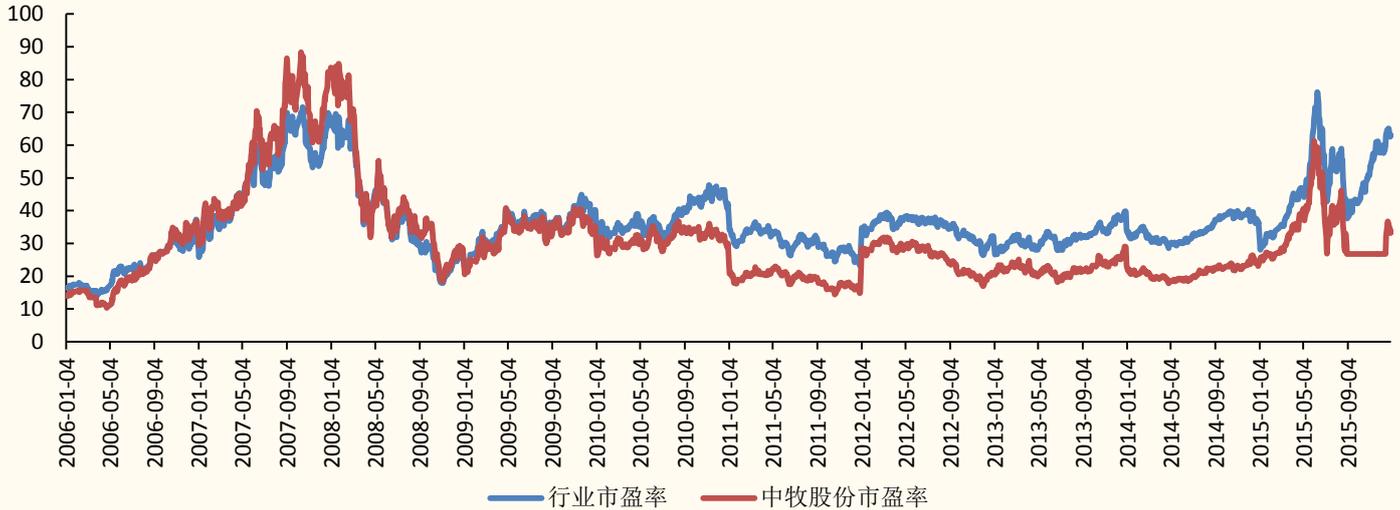
图表 17: 不同销售净利率下对应的市盈率

销售净利率	2016E	2017E	2018E
6.50%	27.55	25.50	23.60
8.50%	21.06	19.50	18.05
10.50%	17.05	15.79	14.61
12.50%	14.32	13.26	12.27
14.50%	12.35	11.43	10.58
16.50%	10.85	10.05	9.30

来源: 国金证券研究所

- 与板块同行业比较公司估值也不高, 申万动物保健板块目前市盈率均值维持在 34 倍左右, 历史平均维持在 36 倍左右, 因此与同行业相比中牧股份估值并不高。从公司历史市盈率来看, 公司平均市盈率为 30.93 倍, 目前按照包含金达威在内的收益来看, 2016 年市盈率仅 22 倍, 整体估值相比也不高。因此从行业和公司历史来看, 公司估值并不高。

图表 18: 行业、公司历史市盈率



来源: wind、国金证券研究所

图表 19: 动保板块 2006 年后行业估值状况

动保行业	
平均数	36.60
中位数	34.61
最小值	14.16
最大值	76.14

来源: wind、国金证券研究所

图表 20: 2006 年后中牧股份估值状况

中牧股份	
平均数	30.93
中位数	27.43
最小值	10.32
最大值	88.38

来源: wind、国金证券研究所

风险提示

- 生猪存栏持续下滑。
- 疫苗产能完工进度不及预期。
- 疫苗销售不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,640	4,035	4,234	4,306	4,652	5,026	货币资金	954	390	703	845	1,080	1,378
增长率		10.9%	4.9%	1.7%	8.0%	8.0%	应收款项	512	426	290	339	440	471
主营业务成本	-2,755	-3,069	-3,137	-3,091	-3,275	-3,485	存货	473	775	694	610	583	544
%销售收入	75.7%	76.1%	74.1%	71.8%	70.4%	69.3%	其他流动资产	124	468	201	133	105	249
毛利	884	966	1,097	1,215	1,377	1,541	流动资产	2,063	2,059	1,889	1,927	2,208	2,643
%销售收入	24.3%	23.9%	25.9%	28.2%	29.6%	30.7%	%总资产	55.5%	48.1%	43.0%	41.1%	44.2%	48.2%
营业税金及附加	-12	-12	-13	-13	-14	-16	长期投资	419	439	452	453	452	452
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	928	1,350	1,560	1,797	1,825	1,863
营业费用	-343	-412	-432	-444	-470	-503	%总资产	25.0%	31.6%	35.5%	38.4%	36.5%	34.0%
%销售收入	9.4%	10.2%	10.2%	10.3%	10.1%	10.0%	无形资产	252	370	433	456	459	477
管理费用	-265	-323	-353	-353	-372	-387	非流动资产	1,651	2,220	2,502	2,756	2,786	2,842
%销售收入	7.3%	8.0%	8.3%	8.2%	8.0%	7.7%	%总资产	44.5%	51.9%	57.0%	58.9%	55.8%	51.8%
息税前利润 (EBIT)	264	219	299	405	521	636	资产总计	3,714	4,279	4,390	4,682	4,994	5,485
%销售收入	7.3%	5.4%	7.1%	9.4%	11.2%	12.6%	短期借款	65	20	34	0	0	0
财务费用	-3	-4	-7	-35	-33	-32	应付款项	605	892	803	798	757	796
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.8%	0.7%	0.6%	其他流动负债	112	152	153	246	279	313
资产减值损失	-8	-6	-4	-2	0	-1	流动负债	782	1,064	990	1,044	1,037	1,109
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	39	112	36	35	30	30	其他长期负债	95	47	44	35	42	82
%税前利润	13.3%	33.8%	10.8%	8.4%	5.7%	4.7%	负债	877	1,111	1,035	1,079	1,079	1,192
营业利润	292	322	324	403	518	634	普通股股东权益	2,584	2,851	3,037	3,271	3,574	3,943
营业利润率	8.0%	8.0%	7.7%	9.4%	11.1%	12.6%	少数股东权益	253	318	319	333	342	350
营业外收支	5	10	12	12	7	5	负债股东权益合计	3,714	4,279	4,390	4,682	4,994	5,485
税前利润	298	332	336	415	525	639							
利润率	8.2%	8.2%	7.9%	9.6%	11.3%	12.7%	比率分析						
所得税	-50	-49	-55	-66	-84	-102		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	16.9%	14.6%	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%	每股指标						
净利润	247	284	281	349	441	536	每股收益	0.549	0.676	0.641	0.778	1.004	1.229
少数股东损益	12	-7	6	14	9	8	每股净资产	6.012	6.633	7.067	7.611	8.314	9.175
归属于母公司的净利润	236	290	276	335	432	528	每股经营现金净流	0.589	0.669	1.233	1.410	1.278	1.576
净利率	6.5%	7.2%	6.5%	7.8%	9.3%	10.5%	每股股利	0.150	0.300	0.400	0.234	0.301	0.369
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.12%	10.19%	9.08%	10.23%	12.08%	13.40%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	6.35%	6.79%	6.28%	7.14%	8.64%	9.63%
净利润	247	284	281	349	441	536	投入资本收益率	7.51%	5.88%	7.38%	9.44%	11.18%	12.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	99	147	169	163	191	231	主营业务收入增长率	17.07%	10.87%	4.93%	1.71%	8.02%	8.04%
非经营收益	-26	-106	-25	-2	1	3	EBIT 增长率	8.88%	-16.98%	36.32%	35.36%	28.67%	22.02%
营运资金变动	-67	-38	104	96	-83	-93	净利润增长率	0.51%	23.17%	-5.07%	21.36%	29.02%	22.41%
经营活动现金净流	253	288	530	606	549	677	总资产增长率	23.42%	15.23%	2.59%	6.65%	6.65%	9.83%
资本开支	-266	-392	-342	-410	-214	-282	资产管理能力						
投资	-28	4	-7	0	0	0	应收账款周转天数	38.3	29.3	18.9	20.0	22.0	24.0
其他	14	-176	225	35	30	30	存货周转天数	57.3	74.2	85.5	72.0	65.0	57.0
投资活动现金净流	-279	-564	-124	-375	-184	-252	应付账款周转天数	25.1	22.7	26.0	22.0	25.0	24.0
股权募资	472	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	70.9	96.4	111.1	120.8	121.9	133.8
债权募资	45	-45	10	-42	7	41	偿债能力						
其他	-80	-245	-108	-46	-138	-167	净负债/股东权益	-31.34%	-11.67%	-19.95%	-23.46%	-27.58%	-32.09%
筹资活动现金净流	437	-290	-98	-88	-131	-126	EBIT 利息保障倍数	75.8	57.0	42.2	11.7	15.8	20.1
现金净流量	411	-566	309	142	234	299	资产负债率	23.62%	25.96%	23.57%	23.03%	21.60%	21.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-12	买入	15.11	N/A
2	2014-10-30	买入	15.15	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD