

中牧股份 (600195)

品种不断完善，静待业绩爆发！

事件

2017 年 3 月 6 日，公司公告与其他单位联合申报的山羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗（山羊支原体山羊肺炎亚种 C87001 株）为三类新兽药，并核发了《新兽药注册证书》。同时，公司控股子公司乾元浩生物股份有限公司与其他单位联合申报的禽流感病毒 H5 亚型灭活疫苗（D7 株+rD8 株）为三类新兽药，并核发了《新兽药注册证书》。

新兽药证书将强化公司在禽类等疫苗竞争力

公司控股子公司乾元浩生物股份有限公司与其他单位联合申报的禽流感病毒 H5 亚型灭活疫苗（D7 株+rD8 株）主要针对鸡禽市场，该品种使用范围扩大到所有家禽（鸡禽、水禽）。据行业协会统计，2015 年禽流感市场规模约 25 亿，且生产厂商严格管控，国内仅有约 10 家生产企业，目前拿到此种毒株生产文号只有中牧股份和瑞普生物，市场空间和竞争格局较好，预计公司禽类招采收入将有大幅增长。

公司产品品种不断丰富是最具爆发潜力的疫苗企业

公司口蹄疫市场苗经过技改，工艺逐渐成熟，在口蹄疫市场苗政策（口蹄疫招采制度改革）红利（渠道下沉和中小养殖户渗透率提高带动口蹄疫市场苗未来 2-3 年翻倍，达到 40 亿以上市场规模）趋势下，有望延续高成长态势，预计公司 17 年口蹄疫市场苗收入将从 1 亿增长 100%至 2 亿！

公司上市猪瘟-蓝耳二联苗市场反馈良好，预计公司 17 年产品销量环比逐季改善，在 25 亿的市场规模中，公司未来有望取得 20-30%的市场占有率，获得不低于 5 亿的市场规模。预计 17 年猪瘟-蓝耳二联苗收入 1.2 亿！

公司与其他单位联合申报的山羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗，同时兼备伪狂犬、腹泻等产品，是国内最产品线最齐全，最具爆发潜力的老牌疫苗企业。

公司国企改革和国内外资源整合或超预期

我们预计公司未来国企改革力度（股权激励、市场化程度）会超预期，股权激励发挥后发优势，从而提高整体管理效率；化药生药兽药混改，巩固产品综合实力竞争；灵活处理人才进出机制，以业绩目标为考核机制；国内外资源整合预期增强，公司融资方式或有创新。

盈利预测

我们预计公司 16/17 年归属母公司净利润分别为 3.0/3.5 亿，对应 EPS 分别为 0.7/0.82 元，当前公司 90 亿市值除去所持有的金达威所对应市值后仅 70 亿，估值仅 20 倍，坚定推荐！目标市值 135 亿。

风险提示：改革进度不达预期。

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.24 元
目标价格	31.5 元
上次目标价	31.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	429.80
流通 A 股股本(百万股)	429.80
A 股总市值(百万元)	9,128.95
流通 A 股市值(百万元)	9,128.95
每股净资产(元)	7.39
资产负债率(%)	39.97
一年内最高/最低(元)	24.14/15.52

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,035.44	4,234.19	4,072.40	4,364.88	4,858.90
增长率(%)	10.87	4.93	(3.82)	7.18	11.32
EBITDA(百万元)	464.97	493.19	487.41	549.86	674.77
净利润(百万元)	290.38	275.67	300.96	353.82	438.56
增长率(%)	23.17	(5.07)	9.18	17.56	23.95
EPS(元/股)	0.68	0.64	0.70	0.82	1.02
市盈率(P/E)	31.44	33.12	30.33	25.80	20.82
市净率(P/B)	3.20	3.01	2.82	2.62	2.40
市销率(P/S)	2.26	2.16	2.24	2.09	1.88
EV/EBITDA	14.30	17.71	17.62	14.53	11.66

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	389.86	703.28	772.38	1,366.51	1,497.25
应收账款	398.76	263.02	608.90	251.64	667.58
预付账款	228.60	187.20	159.50	210.37	201.82
存货	774.69	694.25	431.29	840.98	564.54
其他	267.21	40.94	14.19	36.35	20.07
流动资产合计	2,059.12	1,888.69	1,986.26	2,705.85	2,951.26
长期股权投资	405.41	417.27	417.27	417.27	417.27
固定资产	1,066.07	1,288.65	1,182.78	1,076.92	971.05
在建工程	284.41	271.22	271.22	271.22	271.22
无形资产	353.86	418.15	406.29	394.42	382.56
其他	110.62	106.37	91.05	97.06	92.26
非流动资产合计	2,220.37	2,501.67	2,368.62	2,256.89	2,134.36
资产总计	4,279.49	4,390.36	4,354.87	4,962.74	5,085.63
短期借款	20.00	33.97	0.00	0.00	0.00
应付账款	567.52	592.67	396.48	657.52	508.91
其他	476.84	363.53	338.38	439.91	398.58
流动负债合计	1,064.36	990.16	734.85	1,097.44	907.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.66	44.45	62.12	51.08	52.55
非流动负债合计	46.66	44.45	62.12	51.08	52.55
负债合计	1,111.02	1,034.62	796.98	1,148.52	960.04
少数股东权益	317.75	318.55	322.90	324.13	329.64
股本	429.80	429.80	429.80	429.80	429.80
资本公积	916.18	914.08	902.66	910.08	908.94
留存收益	2,420.49	2,605.94	2,805.20	3,060.30	3,366.14
其他	(915.74)	(912.63)	(902.66)	(910.08)	(908.94)
股东权益合计	3,168.47	3,355.74	3,557.90	3,814.22	4,125.59
负债和股东权益总	4,279.49	4,390.36	4,354.87	4,962.74	5,085.63

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	283.72	281.17	300.96	353.82	438.56
折旧摊销	141.83	165.16	117.73	117.73	117.73
财务费用	13.64	8.80	16.70	19.70	38.20
投资损失	(112.46)	(36.36)	(36.36)	(36.36)	(36.36)
营运资金变动	(297.92)	333.64	(228.56)	227.03	(299.08)
其它	258.80	(222.26)	4.35	1.23	5.52
经营活动现金流	287.62	530.14	174.82	683.14	264.56
资本支出	714.35	449.74	(17.67)	11.05	(1.47)
长期投资	(12.56)	11.86	0.00	0.00	0.00
其他	(1,265.66)	(585.57)	65.45	17.89	38.98
投资活动现金流	(563.87)	(123.96)	47.78	28.94	37.51
债权融资	20.00	33.97	0.00	0.00	0.00
股权融资	186.61	(0.93)	(22.00)	(4.24)	(31.72)
其他	(497.74)	(127.81)	(131.50)	(113.72)	(139.61)
筹资活动现金流	(291.13)	(94.78)	(153.50)	(117.96)	(171.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(567.38)	311.40	69.10	594.13	130.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,035.44	4,234.19	4,072.40	4,364.88	4,858.90
营业成本	3,069.03	3,137.05	2,840.82	3,003.34	3,273.54
营业税金及附加	12.27	12.68	12.67	13.31	14.82
营业费用	411.68	432.00	472.40	510.69	558.77
管理费用	323.00	353.30	407.24	436.49	485.89
财务费用	3.85	7.08	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	5.59	4.33	5.97	5.29	5.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	112.46	36.36	36.36	36.36	36.36
其他	(224.91)	(72.73)	(72.73)	(72.73)	(72.73)
营业利润	322.47	324.12	352.97	412.43	518.84
营业外收入	11.20	13.22	13.22	13.22	13.22
营业外支出	1.40	1.24	1.24	1.24	1.24
利润总额	332.28	336.10	364.95	424.41	530.82
所得税	48.56	54.93	59.64	69.36	86.75
净利润	283.72	281.17	305.31	355.05	444.07
少数股东损益	(6.66)	5.50	4.35	1.23	5.52
归属于母公司净利润	290.38	275.67	300.96	353.82	438.56
每股收益（元）	0.68	0.64	0.70	0.82	1.02

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	10.87%	4.93%	-3.82%	7.18%	11.32%
营业利润	10.32%	0.51%	8.90%	16.84%	25.80%
归属于母公司净利润	23.17%	-5.07%	9.18%	17.56%	23.95%
获利能力					
毛利率	23.95%	25.91%	30.24%	31.19%	32.63%
净利率	7.20%	6.51%	7.39%	8.11%	9.03%
ROE	10.19%	9.08%	9.30%	10.14%	11.55%
ROIC	14.83%	10.31%	11.99%	13.42%	19.82%
偿债能力					
资产负债率	25.96%	23.57%	18.30%	23.14%	18.88%
净负债率	-4.48%	20.89%	8.36%	0.64%	-5.28%
流动比率	1.93	1.91	2.70	2.47	3.25
速动比率	1.21	1.21	2.12	1.70	2.63
营运能力					
应收账款周转率	9.05	12.80	9.34	10.14	10.57
存货周转率	6.47	5.76	7.24	6.86	6.91
总资产周转率	1.01	0.98	0.93	0.94	0.97
每股指标（元）					
每股收益	0.68	0.64	0.70	0.82	1.02
每股经营现金流	0.67	1.23	0.41	1.59	0.62
每股净资产	6.63	7.07	7.53	8.12	8.83
估值比率					
市盈率	31.44	33.12	30.33	25.80	20.82
市净率	3.20	3.01	2.82	2.62	2.40
EV/EBITDA	14.30	17.71	17.62	14.53	11.66
EV/EBIT	20.38	26.36	23.23	18.49	14.13

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com