

中牧股份 (600195)

证券研究报告

2017 年 04 月 26 日

疫苗行业“大时代”，看“王”者归来！

政策变革，行业扩容，尽享市场化政策红利

养殖规模化快速发展下，优质优价已是大势所趋。2016 年 7 月以来疫苗新政的推出，则开启市场苗销售的黄金时代。其一，“先打后补”等直采政策的推行为口蹄疫市场苗的推广进一步扫清政策上的障碍，推动口蹄疫市场苗渠道下沉，为口蹄疫市场苗的增长提速。其二，市场苗价格远高于招采苗，招采变更将打开行业空间。猪瘟、蓝耳退出招采，短期虽然影响产品销量，但中长期随着市场优质优价的趋势，将推动行业扩容。

动保龙头，产能释放打开公司成长空间

公司是国内最大的老牌动保生产企业。2013 年公司对原有生产线进行技术改造和扩建，2016 项目逐步投产，提高了产品生产的工艺，解决了产能不足的瓶颈，并通过加大研发投入丰富产品梯队，为公司未来高速增长奠定基础。扩产后口蹄疫产能提升 50%以上，非口蹄疫提升 20%以上。

口蹄疫市场苗进入放量阶段

公司品牌积累深厚，消费者认可度高。随着公司产能瓶颈的解决以及生产工艺的提升，口蹄疫市场苗进入快速放量阶段。**17 年公司疫苗业务增长将主要来自于口蹄疫市场苗以及其他非口疫苗的放量。**我们预计，2017 年口蹄疫市场苗营业收入增速有望达 100%，达到 2 亿元的销售体量。受政策取消影响，整个行业猪瘟和蓝耳招采苗预计将出现 60-70%的下滑。但公司情况有望将略好于行业水平。在 2017 年养殖存栏回升，养殖盈利维持高位的背景下，预计其它非口蹄疫苗有望实现 20%增长。

国企改革，激发管理层动力，提升管理效率

公司此前曾公告承诺，在 2017 年 10 月 18 日前提出激励计划草案。目前，公司总经理已经进入最后遴选阶段。根据国资委对国有控股上市公司股权激励的相关规定，我们预计，公司首期股权激励将不得超过公司股本总额的 1%。公司费用率水平远高于同业，净利率远低于同业，管理效率改善空间巨大。改革将有利于激发管理层动力，提高管理效率，优化公司治理。

投资建议：

我们预计，2017-19 年公司实现归属于母公司净利润 4.3/5.3/7.2 亿元，对应 EPS 1/1.24/1.68 元。其中，2017-19 年疫苗主业贡献净利润 3.3/4.6/6.4 亿元，三年复合增速 30%，对应 EPS 0.78/1.07/1.49 元。考虑到公司快速增长及变革的潜力，我们给予主业 35 倍市盈率，加上金达威 20 亿市值，目标市值 135 亿。给予“买入”评级。

风险提示：产品销量不达预期，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	20.22 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)	8,690.56
流通 A 股市值(百万元)	8,690.56
每股净资产(元)	7.81
资产负债率(%)	38.74
一年内最高/最低(元)	24.14/16.50

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

- 1 《中牧股份-年报点评报告:业绩增长符合预期，王者归来值得期待！》 2017-04-11
- 2 《中牧股份-公司点评:品种不断完善，静待业绩爆发！》 2017-03-09

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,234.19	3,973.87	4,678.42	5,618.05	6,657.78
增长率(%)	4.93	(6.15)	17.73	20.08	18.51
EBITDA(百万元)	493.19	621.96	662.95	804.04	1,055.10
净利润(百万元)	275.67	334.42	428.30	534.91	720.36
增长率(%)	(5.07)	21.31	28.07	24.89	34.67
EPS(元/股)	0.64	0.78	1.00	1.24	1.68
市盈率(P/E)	32.04	26.41	20.62	16.51	12.26
市净率(P/B)	2.91	2.63	2.42	2.20	1.95
市销率(P/S)	2.09	2.22	1.89	1.57	1.33
EV/EBITDA	17.71	15.37	12.38	8.77	6.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资要点

核心观点

我们预计招标政策的变革将促使未来 2-3 年口蹄疫市场苗规模翻倍至 40 亿。猪瘟、蓝耳苗短期销量降低，但由于需求存在一定刚性，同时市场苗价格是招采苗价格 5-10 倍，预计未来 2-3 年将大概率出现“以价补量”局面，长期来看市场空间增量超 15 亿。此外，我们预计，公司国企改革即将进入加速期。

关键假设（乐观&悲观）

乐观：口蹄疫市场苗 17 年营业收入增速达 130%-150%。

悲观：口蹄疫市场苗 17 年营业收入增速达 80%-100%

估值分析

我们预计，公司 17-19 年实现归属于母公司净利润 4.3/5.3/7.2 亿元，复合增速 30%，其中 17/18 年扣非后归母净利润 3.3/4.6/6.4 亿元；对应主营业务贡献 EPS 分别为 0.78/1.07/1.49 元。考虑到公司快速增长及变革的潜力，我们给予主业 30 倍估值，加上金达威 20 亿市值，给予公司 150 亿市值，目标价 35 元。给予“买入”评级。

与市场预期差

市场对口蹄疫市场苗的扩容和公司口蹄疫市场苗向中小养殖户渗透的情况。

股价催化剂

口蹄疫市场苗销量超预期；国企改革进程加速。

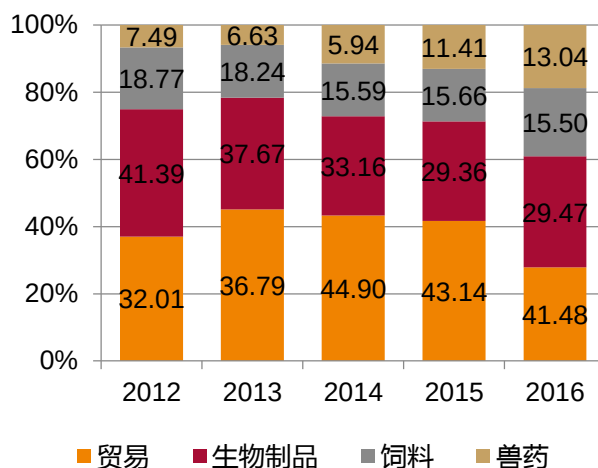
公司简介

中牧实业股份有限公司是国内最大的老牌动物保健品生产企业。公司主营业务包括兽用生物制品、兽用化药、饲料和饲料添加剂以及贸易四大板块，拥有 8 个生物制品生产基地，7 个饲料及添加剂生产基地，5 个化药生产基地。

简要行业分析

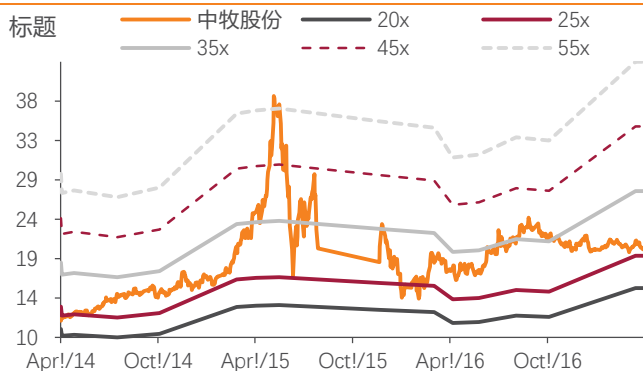
养殖规模化快速发展下，优质优价已是大势所趋。2016 年 7 月以来疫苗新政的推出，则开启市场苗销售的黄金时代。其一，“先打后补”等直采政策的推行，为口蹄疫市场苗的推广进一步扫清政策上的障碍，推动口蹄疫市场苗渠道下沉，为口蹄疫市场苗的增长提速。其二，市场苗价格远高于招采苗，招采变更将打开行业空间。猪瘟、蓝耳退出招采，短期虽然影响产品销量，但中长期随着市场优质优价的趋势，将推动行业扩容。

重要图表：公司收入结构



PE-Band（公司报告必备）

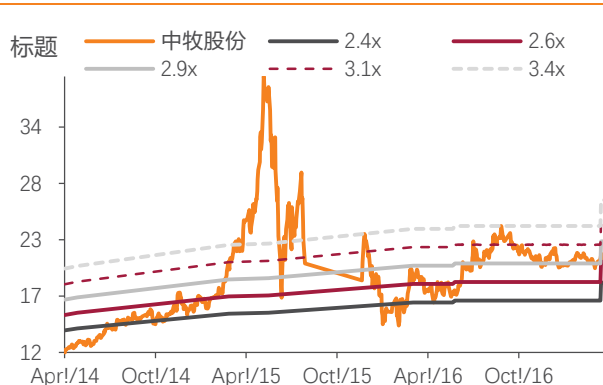
中牧股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band（公司报告必备）

中牧股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 公司简介：国内最大的老牌动物保健品生产企业	5
1.1. 公司概况：老牌动保龙头	5
1.2. 公司股权结构：中农发集团为实际控制人	6
2. 行业趋势：市场化政策红利释放下的黄金时代！	7
2.1. 优质优价及产业整合是行业发展大势所趋	7
2.1.1. 养殖规模化推动疫苗实现优质优价	8
2.1.2. 国外经验表明产业整合是行业发展趋势	8
2.2. 政策改革，释放产业红利	9
2.2.1. 直补推行以及强免目录调整，疫苗新政开启产业发展新机遇	9
2.2.2. 渗透率提升助推口蹄疫苗加速成长	10
2.2.3. 猪瘟、蓝耳理论市场空间增量超 15 亿	12
3. 疫苗行业“大时代”，看“王”者归来！	13
3.1. 研发实力领先，内外联合可期	13
3.1.1. 研发能力领先，质控管理体系完备	13
3.1.2. 与国际动保龙头默沙东合作，提升公司竞争力	14
3.2. 口蹄疫市场苗产能释放打开公司成长空间	15
3.3. 非口蹄疫苗潜力值得期待	17
4. 贸易业务收缩，饲料、兽药稳步增长	17
4.1. 饲料：收入有望保持稳定增长	17
4.2. 兽药：内生外延促发展	19
5. 国企改革有望年内落地	19
6. 盈利预测及投资建议	20

图表目录

图 1：2012-2016 年公司收入构成（亿元）	5
图 2：2016 年公司各业务毛利占比	5
图 3：公司收入增长情况	6
图 4：公司净利润增长情况	6
图 5：公司分产品毛利率	6
图 6：公司盈利能力变化	6
图 7：农发集团业务情况	6
图 8：公司股权结构图	7
图 9：2015 年我国口蹄疫直销苗市场份额	8
图 10：2015 年我国猪蓝耳直销苗市场份额	8
图 11：我国养殖规模化进程加速	11
图 12：我国疫苗支出占比	11
图 13：公司生物制品产能（亿毫升/亿头份）扩张	16

图 14：公司口蹄疫市场苗收入	16
图 15：2011-2016 年公司饲料毛利及同比增速	18
图 16：2011-2016 年公司兽药毛利及同比增速	19
图 17：公司销售费用高于同行	20
图 18：公司管理费用高于同行	20
表 1：公司参股公司名称及主营业务	7
表 2：2011 年注册新食用动物用兽药所需的平均时间	9
表 3：国际动保行业大型并购事件	9
表 4：2010-2016 年不同养殖结构能繁母猪存栏量与对应渗透率情况	10
表 5：预计生物股份与中农威特 17 年营销策略对比	11
表 6：生物股份口蹄疫市场苗在河南和四川省销售情况	12
表 7：猪口蹄疫市场苗未来市场空间测算	12
表 8：猪蓝耳疫苗市场空间测算	13
表 9：猪猪瘟疫苗市场空间测算	13
表 10：2016 年公司获得 9 个新兽药证书	13
表 11：公司质量控制与管理体系建设及进展	14
表 12：英特威公司主要动物保健产品	14
表 13：英特威公司的动物保健专利技术	14
表 14：默沙东动物保健产品	15
表 15：默沙东提供一整套完整的动物保健解决方案及取得的成就	15
表 16：疫苗产能拓产情况	16
表 17：猪蓝耳-猪瘟二联苗与单苗对比	17
表 18：公司销售员费用、职工薪酬、销售服务费、研究与开发费用占营业收入比例	17
表 19：公司现有饲料产能及分布	18
表 20：公司 16 年重要在建工程及完成进度	19
表 21：中牧股份国企改革进度	20

1. 公司简介：国内最大的老牌动物保健品生产企业

1.1. 公司概况：老牌动保龙头

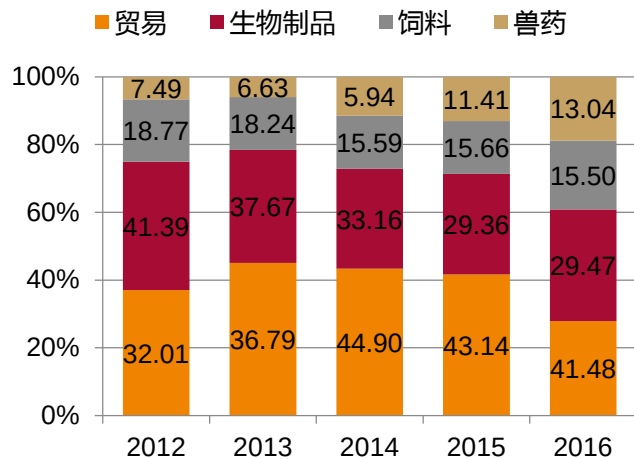
中牧实业股份有限公司是国内最大的老牌动物保健品生产企业，股份公司成立于1998年，1999年在上交所上市。公司主营业务包括兽用生物制品、兽用化药、饲料和饲料添加剂以及贸易四大板块，拥有8个生物制品生产基地，7个饲料及添加剂生产基地，5个化药生产基地。

在生物制品板块，公司是我国高致病性禽流感、口蹄疫、高致病性猪蓝耳病、猪瘟等重大动物疫病防控疫苗的定点生产企业，疫苗产品市场占有率约20%，位居行业前列。公司饲料业务分为自产饲料与饲料贸易两大类，其中自产的多维饲料产量位居国内第二。公司在多个产品的整体质量和生产技术工艺水平已达国内领先、国际一流，是国内规模最大、具有自主知识产权的兽药原料和预混剂生产企业。

公司收入主要由生物制品、贸易、饲料、兽药四部分构成，近5年公司营业收入增长减慢，其中2016年公司总收入40亿元，同比下降6%。主要原因是，公司主动缩减贸易业务量，贸易板块收入大幅下降，2016年仅实现营业收入11亿元，同比下降37%，占营业收入的比重从2013年的45%下降到28%。此外，值得注意的是，工艺升级后公司口蹄疫市场苗全年收入同比上升76%，是未来业绩主要增长点之一。

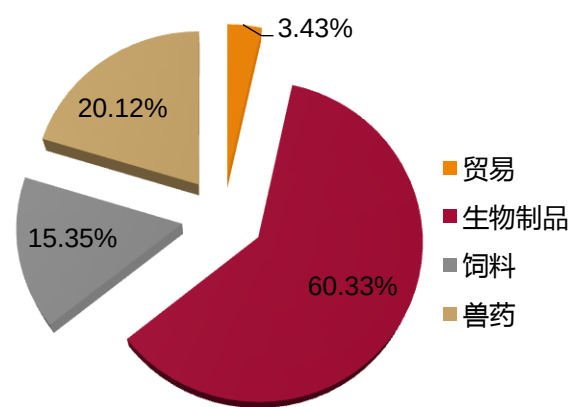
由于生物制品毛利率远高于其他板块，公司毛利主要由生物制品构成。2016年，公司生物制品毛利占总毛利的61%，饲料、兽药、贸易毛利分别占15%、20%、4%。其中，兽药板块实现毛利2.35亿元，较2015年翻了近一倍，贡献了20%的毛利，而2015年仅为12%左右，主要原因是，公司技术进步降低生产成本超过1000万元，丰富产品品类增加附加值；积极开发集团客户并与相关事业部进行协同营销。

图 1：2012-2016 年公司收入构成（亿元）



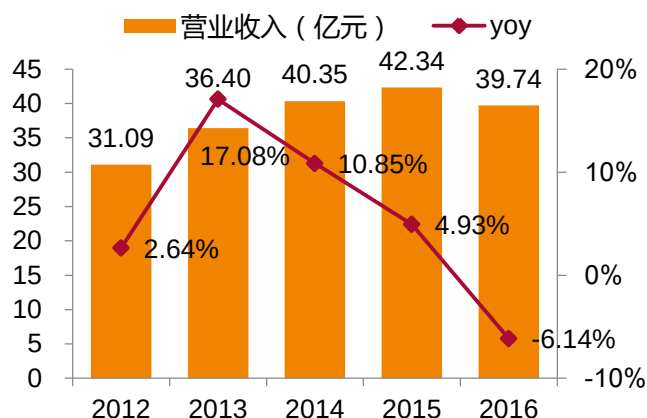
资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 2：2016 年公司各业务毛利占比



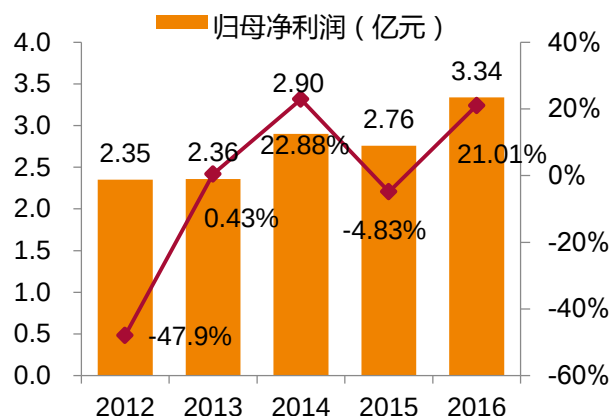
资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 3：公司收入增长情况



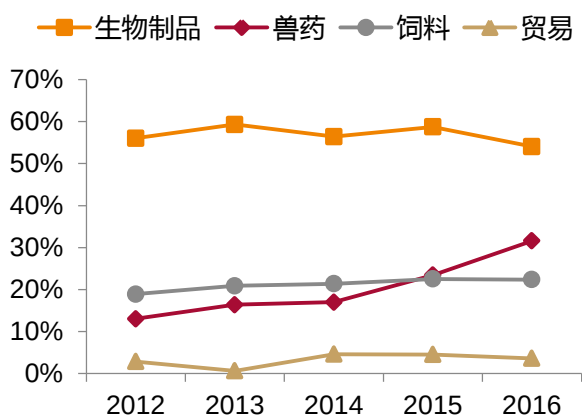
资料来源：wind 天风证券研究所

图 4：公司净利润增长情况



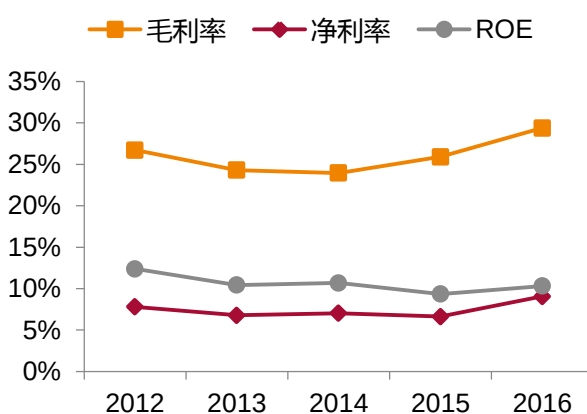
资料来源：wind 天风证券研究所

图 5：公司分产品毛利率



资料来源：wind 天风证券研究所

图 6：公司盈利能力变化



资料来源：wind 天风证券研究所

1.2. 公司股权结构：中农发集团为实际控制人

公司第一大股东为中国牧工商(集团)总公司,实际控制人为中国农业发展集团有限公司,中国农业发展集团有限公司是国务院国资委直接管理的唯一中央农业企业。中国农业发展集团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。集团下共有 3 个上市公司,分别为中水渔业(000798.SZ)、农发种业(600313.SH)和中牧股份(600195.SH)。

根据集团的发展规划,中牧股份是公司生物制品及兽药板块的业务平台。目前,公司旗下拥有 2 家生物制品企业、5 家饲料企业、6 家化药企业、1 家批发零售企业、1 家研发机构,形成以动物疫苗为主业,饲料、化药等多板块业务协同发展的格局。

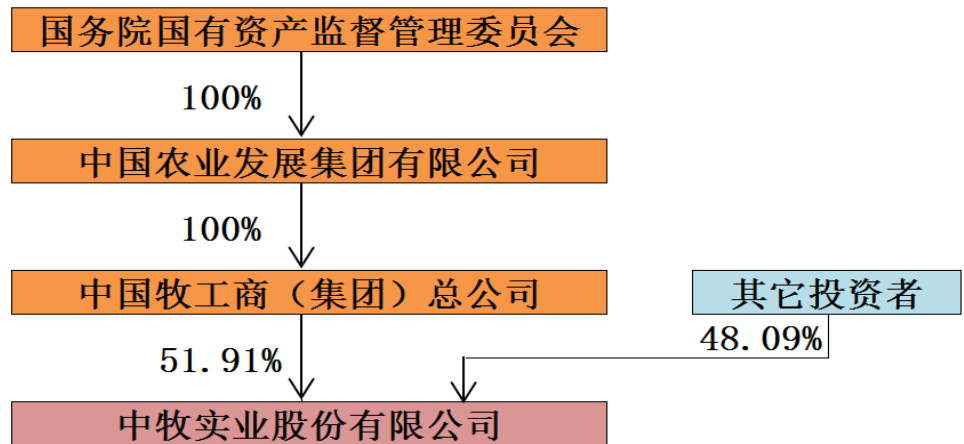
图 7：农发集团业务情况

中国农业发展集团

远洋捕捞及渔业板块	生物制品及兽药板块	种植业板块	农牧渔相关配套	海外业务
中国水产总公司 中水渔业 舟山渔业	中国牧工商集团 中牧股份	中国农垦集团 农发种业 爱地集团 甘肃中牧丹山马场 牡丹江军马场	乡镇企业总公司 华农资产经营公司 水产广州建港工程公司 淄博柴油机总公司 中农发食品 中农发置业	中非农业投资 国际农业开发合作有限公司 国外分公司及办事处

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司股权结构图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 1：公司参股公司名称及主营业务

公司名称	持股比例	主营业务
中牧农业连锁发展有限公司	100%	饲料及饲料添加剂等畜禽用品批发、零售
中牧南京动物药业有限公司	100%	兽药制剂产品研发、生产、销售
内蒙古中牧生物药业有限公司	100%	兽用原料药及制剂研发、生产、销售
兰州中亚药械厂	100%	兽药生产、销售
南京中亚动物保健品服务部	100%	兽药、饲料等贸易、销售
成都华罗生物科技有限公司	90.6%	饲料产品生产、销售
湖北中牧安达药业有限公司	80%	兽用化合药品研发、生产、销售
四川中牧饲料贸易有限责任公司	80%	饲料原料销售
江西中牧饲料贸易有限公司	80%	饲料原料销售
南通中牧饲料贸易有限公司	70%	饲料产品生产，饲料原料、添加剂贸易
中牧智合（北京）生物技术有限公司	60%	技术研发、推广服务
中牧泰州生物有限公司	60%	畜牧产品生产销售
山东胜利生物工程有限公司	55%	兽药制剂和原料药生产、销售
乾元浩生物股份有限公司	52.92%	兽用生物制品研发、生产、销售及项目投资
厦门金达威集团股份有限公司	22.97%	饲料添加剂、食品添加剂生产和销售

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 行业趋势：市场化政策红利释放下的黄金时代！

2.1. 优质优价及产业整合是行业发展大势所趋

2.1.1. 养殖规模化推动疫苗实现优质优价

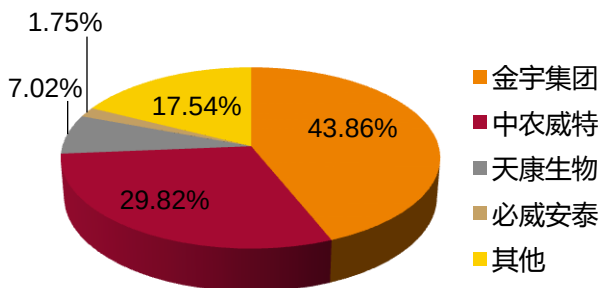
动保行业和我国的畜牧业的发展密切相关，增长的驱动因素主要在于我国养殖规模的不断扩大和规模化养殖企业占比的不断提高。养殖规模化下，养殖疫病的爆发造成的经济危害成倍扩大规模化养殖，特别是高密度养殖，提高了禽畜的疫病传染几率，一旦出现某一只动物感染疫病，其他动物都必须扑杀或者接种疫苗，对养殖户（企业）的经济效益造成严重的影响，因此规模化养殖户的防疫意识远比散养户强，而且愿意花钱买市场疫苗。

同时，由于国家强制免疫疫苗是免费发放，政府招标采购疫苗因为竞标价格低，品质往往会打折扣，有时在运输、存放不当导致疫苗变质导致无效。有时还出现养殖户不打疫苗还无疫情，打上疫苗反而出现疫情导致大量死亡的情况。尤其是规模化养殖户更是宁可自己花钱采购品质有保证的疫苗，也不愿用政府招标采购疫苗。因为一旦出现重大疫情，规模化养殖户的经济效益将受到严重影响。

更重要的是，即使是最高价的口蹄疫市场苗，其 10 元/头份的价格，在养殖成本中占比较低，但收益却很高，因此，高品质的疫苗需求受到养殖户的欢迎。目前，中等规模养殖场疫苗费用占整个养殖成本的比例仅有 1.21% 左右，如果是散养的话，疫苗的费用占整个养殖成本比例仅 0.91%。随着规模化养殖量的提高，对疫苗的用量和质量的要求也会提升，从长期来看防疫费用将进一步增加。

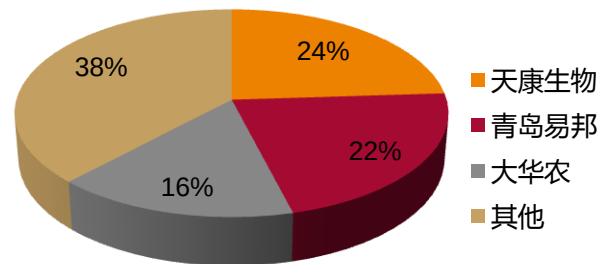
高端疫苗的市场需求可以从市场苗与招采苗的价差中得到体现。比如，根据草根调研，生物股份的口蹄疫疫苗，在直销苗中占据了约 50% 的市场份额。同样的产品还有勃林格的猪圆环疫苗，占据了国内市场的 50%。而相关市场苗的价格为招标苗的 8-10 倍。

图 9：2015 年我国口蹄疫直销苗市场份额



资料来源：公司年报、草根调研，天风证券研究所

图 10：2015 年我国猪蓝耳直销苗市场份额



资料来源：公司年报、草根调研，天风证券研究所

养殖户对于高品质疫苗的需求，也倒逼政府提高招采苗的品质要求。从 2013 年 9 月 1 日起，国家强制免疫应用口蹄疫疫苗将逐步执行新的疫苗质量标准。主要内容包括，新生产的口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗效力检验标准由每头份 3PD50 提高到 6PD50；新生产的口蹄疫灭活疫苗内毒素每头份疫苗不超过 50EU。口蹄疫灭活疫苗总蛋白检测参数分两个阶段实施，自 2014 年 1 月 1 日起，对总蛋白含量实施不定期抽样检测，并公开检测结果（广东省动物疾病预防控制中心公布了 2013 年广东省 2013 年畜禽招标苗效价数据。其中金宇集团在口蹄疫“高效苗”中免疫效果最好，抗体合格率达到 97.37%，而第二名为 65%，第三名为 50%）；2015 年 1 月 1 日起，总蛋白含量每 ML 疫苗不高于 500ug。

政策方向的改变以及市场苗与招采苗巨大的价差反应出疫苗行业已经进入发展新阶段，逐渐走出原有的价格战泥潭，开启以产品品质竞争为核心的新时代。

2.1.2. 国外经验表明产业整合是行业发展趋势

研发产品转化周期长。目前，与科研院所进行项目开发是国内企业重要的研发模式之一。1）技术合作项目周期长，一般为期 2 至 3 年，合作方已获得《新兽药注册证书》的项目一般在 1 年左右。如果采用自主研发方式研发，企业研发成功取得《新兽药注册证书》后，为新产品申请生产批文所需时间仍超过 3 个月。2）工艺提升需要时间：新型佐剂和

高效纯化抗原是研发重点，国内外动保企业的差距在此（疫苗品质与制造工艺有很大关系）。偏长的产品研发周期意味着，通过并购是实现市场份额快速提升的捷径。

表 2：2011 年注册新食用动物用兽药所需的平均时间

	欧洲	美国
兽用药物制剂	1.7 年	9.4 年
兽用生物制品	1.5 年	BCL 2.8 年
除寄生虫剂	2.0 年	6.0 年

资料来源：FFDCA、NADA、EMA，天风证券研究所

国外动保行业的发展历程表明，产业整合并购是企业成长的重要路径。硕腾成长史表明：并购合作是硕腾成长中的重要主题，目标：整合优质研发资源，聚集优秀技术专家兽医团队，丰富公司产品线。当前国内外产业融合正当时：

- 当前国际动保龙头仍在进入产业并购整合。如 Elanco（礼来）在过去 5 年间投入 10 亿美金，收购 5 个公司及拓展 5 个新领域，实现了年增长 25% 的成绩；2014 年 2 月 24 日，Elanco 宣布收购德国的 Lohmann SE（罗曼动物保健）公司，该公司为家禽疫苗供应的全球领导者，同时也销售各种饲料添加剂。这项收购的达成，将使 Elanco 成为家禽领域的全球领导者，巩固其疫苗的市场地位，拓宽其全球产品的供应品类，并显著增强 Elanco 公司的疫苗制造能力。
- 国际动保龙头加快进入中国，如法国诗华与金宇集团的产品合作、美国礼来战略投资中国动保等（用研发工艺换市场）。
- 动物疫苗属于生物安全范畴。十八大以来，国家高度重视各种安全。预计未来在动物疫苗研发生产中，民族企业将起主导作用。

表 3：国际动保行业大型并购事件

时间	事件
2005 年 6 月	诗华（CEVA）收购德国的罗曼动物保健品公司旗下的博门（Biomune）
2006 年 11 月	美国辉瑞制药有限公司宣布收购 Embrex 农业生物科技公司
2007 年 3 月	先灵葆雅合并英特威，从 2007 年开始更名为美国英特威先灵葆雅动物保健公司
2009 年 1 月	辉瑞制药（Pfizer）宣布以 680 亿美元收购惠氏公司（Wyth），惠氏旗下富道公司的动物业务一并转移
2009 年 7 月	赛诺菲安万特公司以 40 亿美元现金从默沙东手中收购两公司的合资企业梅里亚（Meril）的股权
2009 年 9 月	辉瑞对外宣布，将向德国制药商勃林格殷格翰公司（Boehringer Ingelheim）出售从惠氏收购的富道业务
2009 年 10 月	美国制药巨头默沙东公司以 411 亿美元收购英特威先灵葆雅
2010 年 3 月	赛诺菲-安万特旗下动物保健企业梅里亚与默克旗下动物保健公司英特威/先灵葆雅宣布合资意向
2011 年 3 月	美国 & 法国 - 默克和赛诺菲-安万特宣布，双方一致同意终止旗下动物保健企业梅里亚与英特威/先灵葆雅合资成立动物保健企业的协议
2014 年 2 月	Elanco（礼来）收购罗曼动物保健公司，这将使 Elanco 成为家禽领域的全球领导者。

资料来源：诗华官网、辉瑞官网、赛诺菲安万特官网、默沙东官网、礼来官网，天风证券研究所

2.2. 政策改革，释放产业红利

2.2.1. 直补推行以及强免目录调整，疫苗新政开启产业发展新机遇

2016 年 7 月 22 日，农业部、财政部发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，其内容主要有四点：

1、调整国家强制免疫和扑杀病种。继续对口蹄疫、高致病性禽流感和小反刍兽疫实施强制免疫和强制扑杀。在布病重疫区省份（一类地区）将布病纳入强制免疫范围，包虫病重疫区省份将包虫病纳入强制免疫和强制扑杀范围。对猪瘟和高致病性猪蓝耳病暂不实施国家强制免疫政策。

2、建立强制免疫和扑杀病种进入退出机制。农业部、财政部依法适时将国家优先防治的重大动物疫病、影响重大的新发传染病和人畜共患病，纳入国家强制免疫和扑杀财政支持范围。在风险评估基础上，对已达到净化、消灭标准或控制较好的动物疫病，适时停止国家强制免疫和扑杀财政支持。

3、优化强制免疫补助政策。对东中西部地区疫苗经费继续采取差别化补助政策，补助资金向中西部适当倾斜。对国家确定的强制免疫病种，按照国家统计局公布的畜禽统计数量和疫苗补助标准等因素测算中央财政强制免疫补助规模，切块下达各省级财政，对重大动物疫病强制免疫疫苗经费、免疫效果监测评价和人员防护等相关防控工作予以补助。各省级财政根据疫苗实际招标价格和需求数量，结合中央财政安排的疫苗补助资金，据实安排省级财政补助资金。原中央财政安排的基层动物防疫工作补助经费调整为动物防疫补助，对组织落实强制免疫政策、实施强制免疫计划、购买防疫服务等予以补助。

进一步强化畜禽养殖经营者的强制免疫主体责任，**对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现养殖场户自主采购、财政直补。**养殖场户可根据疫苗使用和效果监测情况，自行选择国家批准使用的相关动物疫病疫苗。地方财政部门根据养殖场户的畜禽统计数量、免疫效果监测评价和产地检疫等情况，发放补助资金。**对目前暂不符合条件的养殖场户，继续实施省级疫苗集中采购，并探索以政府购买服务的形式，有序引导社会力量参与强制免疫工作，进一步提高强制免疫质量和财政资金使用效率。**

4、完善强制扑杀补助政策。标准调整后，猪维持 800 元/头不变，奶牛为 6000 元/头，肉牛 3000 元/头，羊 500 元/只，禽 15 元/羽，马 12000 元/匹，其他畜禽扑杀补助标准参照执行。中央财政对东中西部地区补助比例分别为 40%、60%、80%。各地可根据畜禽大小、品种等因素细化补助标准。

此次疫苗新政，对于行业而言，最值得重视的调整在于 **“先打后补”等直采政策的推行以及强免疫病的调整，开启市场苗销售的黄金时代。**我们认为：

1、“先打后补”等直采政策的推行为口蹄疫市场苗的推广进一步扫清政策上的障碍，预计将有更多养殖户选择市场苗，并将推动口蹄疫市场苗渠道下沉，为口蹄疫市场苗的增长提速。

2、市场苗价格远高于招采苗，制度变革将打开行业空间。政府招采苗受财政支持限制，定价较低，产品抗原含量低，而市场苗品质高，抗原含量高，市场苗价格远高于招采苗。因此，招采制度向市场化过渡，将直接打开行业空间。**猪瘟、蓝耳退出招采，**短期虽然会影响产品销量，但中长期由于市场苗的优质优价，将打开行业成长空间。

2.2.2. 渗透率提升助推口蹄疫疫苗加速成长

口蹄疫市场苗渗透率还有极大提升空间。如前文所述，我国近几年养殖规模化速度逐年提升，养殖密度不断增大，疫情风险加大，使得养殖户对疾病的防疫更加重视。根据草根调研，我们发现，首先，大型猪场（能繁母猪存栏 500-1000 头以上）基本都使用了口蹄疫市场苗，但口蹄疫市场苗对商品猪的渗透率（约 70%）仍有提升空间，大型养殖场的生猪也存在使用招采苗的情况。其次，中等养殖猪场（存栏 300-500 头母猪及 300 头以下）的口蹄疫市场苗渗透率仍非常低（约 10%），这块市场将是未来口蹄疫疫苗企业收益与养殖规模化提升的长期增量市场！

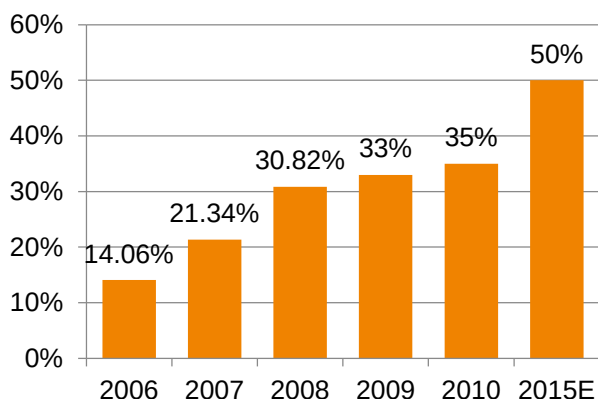
表 4：2010-2016 年不同养殖结构能繁母猪存栏量与对应渗透率情况

能繁母猪存栏量（头）	<300	300-500	500-1000	>1000
2010	90.1%	3.3%	1.1%	5.5%
2011	89.6%	3.5%	1.2%	5.8%
2012	89.0%	3.6%	1.2%	6.1%
2013	88.5%	3.8%	1.3%	6.4%
2014	87.9%	4.0%	1.4%	6.7%
2015	87.3%	4.2%	1.4%	7.0%

2016	86.7%	4.4%	1.5%	7.4%
按出栏数渗透率	5%	10%	70%	80.0%
按养殖户渗透率	2%	20%	95%	100.0%

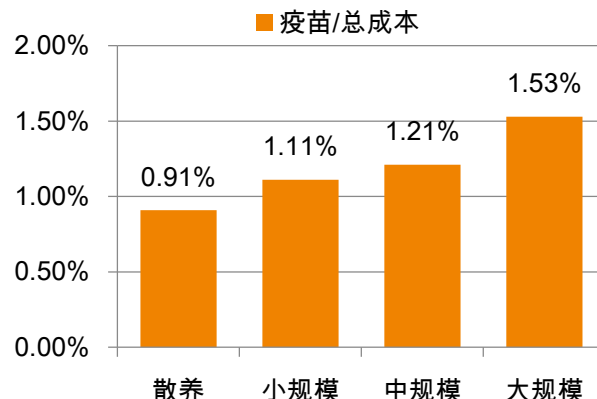
资料来源：中国畜牧业统计年鉴 草根调研 天风证券研究所

图 11：我国年出栏量 500 头养殖生猪占全国年出栏量比例



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 12：我国不同规模养殖结构的疫苗支出占比



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

直补政策消除了疫苗企业销售后顾之忧，渠道下沉进度明显加快。按此前规定，口蹄疫疫苗作为强免苗，其市场苗只能直销给大型养殖集团，对中小规模养殖场的销售则处于法律空白区。而疫苗新政明确了允许中等规模化养殖场自行采购口蹄疫市场苗的政策方向，让疫苗企业再无后顾之忧。从我们调研了解到，目前，口蹄疫疫苗生产企业，如生物股份、中农威特、中牧股份在市场化营销趋势下，主动进行渠道下沉。例如，生物股份原先销售对象以万头猪场为主，万头以下猪场基本不进行销售。但现在已经开始开发万头以下猪场的客户。

渠道的下沉带来口蹄疫疫苗销量的快速增长。不可否认，大型养殖集团的约 30% 以上补栏增速，保证了口蹄疫市场苗的基本销售增速。但值得注意的是，从 2016 年 4 季度起，口蹄疫疫苗销量增长快速提高，部分企业甚至达到了 50%。而这超预期的增长，主要就是由渠道下沉带来的渗透率提升带来的。这也就解释了，在招标政策改革之前，为何生物股份此前渠道下沉进展缓慢，而在 2016 年 4 季度会突然加速。新政将从 17 年 1 月 1 日开始实施，那么，不管是养殖场的采购还是企业的渠道铺设，16 年 4 季度都必须做好准备。

表 5：预计生物股份与中农威特 17 年营销策略对比

公司名称	营销策略	操作策略	进展	预计取得 OA 二联苗生产文号时间
中牧股份	加大营销力度	营销队伍人员扩大 50%	2016 年开始已经在扩建销售队伍	2017 年底
生物股份	布局网络渠道	渠道下沉，增加技术服务人员	启动中	2017 年三季度
中农威特	物流配送中心	加大销售服务人员配置	如 16 年负责招采人员 20 人左右，17 年 40-50 人	2017 年三季度

资料来源：草根调研 天风证券研究所

表 6：生物股份口蹄疫市场苗在河南和四川省销售情况

生物股份口蹄疫疫苗草根调研情况	划分及指标		2017 年 Q1	2016 年	终态预测	
	河南省	500 头母猪以下	生猪存栏占比	83.00%	85%	60%
			渗透率	5%	2%	30%
		500-3000 头母猪以下	生猪存栏占比	7%	6%	20%
			渗透率	50%	50%	50%
		3000 头母猪以上	生猪存栏占比	10%	9%	20%
			渗透率	80%	80%	70%
		全省母猪存估计栏量（万头）		280		
	四川省	300 头母猪以下	经销商销售收入占 总收入比例	30%	10%	35%
		300-5000 头母猪以下		30%	40%	15%
		5000 头母猪以上		40%	50%	50%
			渗透率	90%	90%	90%
		全省母猪存栏估计量（万头）		390		

注：河南省养殖特点是规模户多；四川省养殖特点是“两头大、中间小”，因此在能对繁母猪划分上，四川以 300 头、5000 头为界限。两地对于指标的划分标准有不同。

资料来源：草根调研 天风证券研究所

我们预计，口蹄疫市场苗渗透率提升，助力 2-3 年内市场规模从 16 年的 17 亿增至 40 亿。具体而言，假设：每头母猪平均免疫次数为 3 次，每头生猪平均免疫次数为 2 次，疫苗平均单价 7.8 元/头份，则当前 17 亿的市场空间对应于市场渗透率仅 15%。未来 2-3 年，随着口蹄疫市场苗在生猪存栏中的渗透率提升到 33%，则行业空间将达到 40 亿元！

表 7：猪口蹄疫市场苗未来市场空间测算

	规模 (万头)	平均免疫次 数(次/头)	理论需求量 (万头份)	渗透率 提升前	渗透率提升 后	疫苗均单价 (元/头份)	市场空间 (亿元)
能繁母猪存栏量	3650	3	10950	80%	85%	6	5.3
后备母猪存栏量	1200	3	3600	80%	85%	6	1.7
生猪出栏量	70000	2	140000	10%	30%	8	11.2
渗透率提升前市场空间			154550				18.2
渗透率提升后市场空间							41.0

资料来源：wind 草根调研 天风证券研究所

2.2.3. 猪瘟、蓝耳理论市场空间增量超 15 亿

猪瘟、蓝耳退出招采，对产业的影响主要有两点，一是由于市场苗与招标苗之间的巨大价差，带来行业市场空间的扩容。二是使得两者的免疫覆盖率，尤其是蓝耳的免疫覆盖率下降，影响产品销量。具体而言：

短期加剧市场竞争。由于蓝耳疫苗具有免疫抑制性，不论是消费者、产业人士以及专家学者，对于蓝耳疫苗存在普遍争议。目前市场产品对于蓝耳的免疫效果也差强人意，养殖户的免疫积极性还需进一步待提高。一旦政府招采取消，将使得蓝耳免疫覆盖率快速下降，对相关产品销售产生负面冲击。而且，由于政府采购与市场化营销对应于不同的销售渠道，政采的取消，会导致部分严重依赖政府资源的中小疫苗企业面临生存危机。出于生存考虑，这类企业将很可能再次采用价格竞争方式挣扎求生，造成短期竞争格局的加剧。

长期打开市场成长空间。首先，猪瘟和蓝耳的市场苗存在巨大的产品价差。根据草根调研，从终端价格来看，猪瘟招采苗价格中枢在 0.2 元/头份，蓝耳招采苗价格中枢在 0.8 元/头份，而猪瘟招采苗价格中枢在 2 元/头份，蓝耳招采苗价格中枢在 6 元/头份，市场苗单价是招采苗的 8-10 倍左右。招采取取消之后，为行业打开成长空间。其次，优质优价的产业趋势下，龙头企业市场份额提升。疫苗最终比拼的还是质量，尤其是在市场化营销环境之下。当政采寻租空间的消失，最终能在激烈市场中存活下来的，只能是具备产品研发能力和领先工艺水平的龙头企业。市场化竞争将为龙头企业打开提高市场占有率的空间。

根据农业部对能繁母猪存栏量，我们保守预计猪瘟、蓝耳市场苗空间增量将达到 15 亿元以上。

表 8：猪蓝耳疫苗市场空间测算

	规模 (万头)	平均免疫次数 (次/头)	理论需求量 (万头份)	招采苗平均单价 (元)	市场苗平均单价 (元)	市场空间增量 (亿元)
种猪						
能繁母猪存栏量	5068	2	10136	0.8	6	6.08
种公猪	8	2	16	0.8	6	0.01
规模化商品猪						
年出栏万头以上	6197	2	12394	0.8	6	7.44
合计			22546			11.7

资料来源：中国农业年鉴 2012 天风证券研究所

表 9：猪瘟耳疫苗市场空间测算

	规模 (万头)	平均免疫次数 (次/头)	理论需求量 (万头份)	招采苗平均单 价 (元)	市场苗平均单 价 (元)	市场空间增量 (亿元)
种猪						
能繁母猪存栏量	5068	2	10135	0.2	2	2.02
种公猪	8	2	16	0.2	2	0.032
规模化商品猪						
年出栏万头以上	6197	2	12394	0.2	2	2.48
合计			22546			4.1

资料来源：中国农业年鉴 2012 天风证券研究所

总之，养殖规模化推动动保行业迎来市场扩容、格局优化和产品升级的大变革时代，而政策的变革释放的政策红利，将进一步加速这一产业进程。

3. 疫苗行业“大时代”，看“王”者归来！

3.1. 研发实力领先，内外联合可期

3.1.1. 研发能力领先，质控管理体系完备

公司的研发机构属于国家认定企业技术中心，拥有农业部重点实验室 1 个（兽用生物制品与化学药品）、北京市工程技术中心 1 个，建有博士后流动站分站。持续的研发投入、雄厚的研发基础以及公司先进的生产设施，使中牧具备市场领先的研发实力。公司是国内掌握猪口蹄疫合成肽关键技术的三家企业之一，未来计划开发口蹄疫、猪圆环病毒病、猪伪狂犬病等大家畜相关疫苗品种，并继续开展悬浮培养工艺优化项目。

2016 年公司共引进新产品 12 个，获得新兽药证书 9 个，26 个新兽药批准文号，申请专利受理 43 件，获得专利授权 25 件，获得泰万菌素提取、海南霉素生产、截短侧耳素生产等 3 项新工艺；实施北京市重大科技专项 1 项，执行 863 计划专项 2 项，反向遗传、悬浮培养、病原分离鉴定等技术平台建设也取得明显进步。江西厂研发质检中心项目、保山厂口蹄疫悬浮培养灭活疫苗生产车间通过 GMP 验收；黄冈厂、南药顺利通过 GMP 复验；胜利生物顺利通过“质量管理、安全管理、环境管理”三体系认证。

表 10：2016 年公司获得 9 个新兽药证书

	产品名称	类别
1	猪瘟病毒间接 ELISA 抗体检测试剂盒	三类
2	猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000 株）	三类
3	鸭坦布苏病毒病灭活疫苗（HB 株）	一类
4	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）、传染性法氏囊病四联灭活疫苗	三类
5	牛口蹄疫 O 型、亚洲 1 型二价合成肽疫苗（多肽 0501+0601）	三类

6	猪口蹄疫病毒 O 型 VP1 合成肽 ELISA 抗体检测试剂盒	三类
7	磷酸替米考星	三类
8	磷酸替米考星可溶性粉	三类
9	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株, II)	三类

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 11：公司质量控制与管理体系建设及进展

质量控制与管理体系建设	进度
江西厂研发质检中心项目	通过 GMP 验收
保山厂口蹄疫悬浮培养灭活疫苗生产车间	通过 GMP 验收
黄冈厂	通过 GMP 复验
南药	通过 GMP 复验
胜利生物	通过“质量管理、安全管理、环境管理”三体系认证

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.1.2. 与国际动保龙头默沙东合作，提升公司竞争力

2015 年公司与默沙东 (MSD) 旗下全资子公司英特威控股公司 (Intervet Holding BV) 双方合作签订谅解备忘录，双方拟基于共同开拓国内市场、构建对接国际的竞争体系开展高层次战略交流。英特威是国际动保龙头，此次合作将大大提升公司竞争力。

英特威公司目前是全球排名第二的动物保健公司，前 3 大厂商的市场占有率超过了 60%。目前，全球行业前十集中度已稳定在 70% 以上的较高水平，行业业已形成由硕腾 (Zoties, 原辉瑞动保部门)、默沙东和赛诺菲三巨头领导的新形态。英特威公司还具有全球领先的动物保健专利技术，这些专利技术使得家禽活疫苗冻干为易溶解的固体颗粒，方便客户使用。

表 12：英特威公司主要动物保健产品

分类	产品
疫苗	小犬二联苗 (宠必威 幼犬保)、犬四联疫苗 (宠必威 优免康)、犬五联疫苗、犬钩端螺旋体疫苗 (宠必威 乐必妥)、狂犬疫苗 (宠必威 锐必威)
药物	生殖激素、抗生素、乳房炎、子宫炎治疗药物、化学合成药物、生化药物等
饲料添加剂	促生长饲料添加剂、抗球虫饲料添加剂、饲用酶制剂、饲用活菌制剂、饲用天然调味剂等

资料来源：英特威官网，天风证券研究所

表 13：英特威公司的动物保健专利技术

时间	产品
20 世纪 80 年代	开发出伊维菌素首款重组 DNA 疫苗，用于治疗仔猪腹泻的 PORCILIS PORCOLI，该款疫苗在动物保健领域大获成功
20 世纪 90 年代	开发出全新的兽用苯丙醇抗生素氟苯尼考，推出针对够累的驱虫药 SCALIBOR 和耳炎药 OTOMAX
21 世纪	推出 SLICE (甲氨基) 鱼类驱虫药，用以清除三文鱼身上出现的海虱；针对马腺疫的首款活菌重组疫苗在欧洲通过认证；推出首款针对猪瘟的标记疫苗 PROCILIS PESTI
2009 年	开发出针对疫苗的 SPHEREON 冻干技术
2011 年	推出治疗牛呼吸道疾病的 ZUPREVO

资料来源：英特威官网，天风证券研究所

默沙东在中国注册的动物保健产品种类达 50 多种，共有 4 个事业部：家禽事业部、猪事业部、宠物事业部和反刍事业部。动物保健产品包括涵盖家禽、猪、牛和宠物各种动物种类，为预防、治疗和控制家禽家畜以及宠物的疾病提供一体化服务和解决方案，是全球动物保健的领先者。

表 14：默沙东动物保健产品

动物保健分类	产品
家禽产品	传染性支气管炎活苗、鸡新城疫灭活疫苗、新支减三联灭活苗、新支法呼四联苗、传染性支气管炎活苗、传染性法氏囊活苗、球虫疫苗以及具有自主知识产权的恩拉鼎®等在内的 20 余种
猪产品	猪支原体肺炎的疫苗安百克®、猪萎缩性鼻炎的保猪利®伟必克和广谱抗生素纽弗罗®等 10 多种
牛产品	预防乳房炎的乃扶舒®、镇痛解热的福乃达®和体外杀虫的倍特®等
宠物产品	人畜共患病钩端螺旋体的宠必威®乐必妥、狂犬病的宠必威®锐必威、宠必威®幼犬保和宠必威®优免康等产品

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 15：默沙东提供一整套完整的动物保健解决方案及取得的成就

时间	贡献
2012	成立 Approved Vaccine Distributor (AVD) 项目，保证南非地区动物疫苗的保存和运输过程中的冷链管理，提高在酷热情况下动物疫苗的安全性和有效性。
2013	帮助欧洲特别是英国成功治疗和预防羊、牛的由感染 SBV 病毒引起的先天性疾病。SBV 病毒所引起的先天性疾病在 2011 年造成欧洲地区羊、牛的大量死亡。
2013	在美国牛医师协会 (AABP) 的年度大会上为 15 名美国优秀牛医师授予 5000 美元奖学金，过去 10 年，公司已对 72 位行业优秀学生授予 AABP 认可的名誉证书和奖学金。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

内外联合，开拓国内宠物产业千亿蓝海市场。国内宠物市场尚处于起步期，随着人均收入水平的提高、人口结构的老龄化和家庭结构的改变，将推动我国宠物经济会进入每年以 15-20% 速度增长的高速增长期，预计未来 5 年左右达到千亿市场规模。公司有望借助英特威高水平技术提升产品品质，并获得高端宠物医院客户资源。

3.2. 口蹄疫市场苗产能释放打开公司成长空间

品牌优势助力市场苗推广。公司是国内最大的老牌动保生产企业，公司口蹄疫疫苗市场份额达 15%-20%，其中市场苗 5% 左右，招采苗 25% 左右，招采苗市占率第一。公司口蹄疫产品包括，猪口蹄疫 O 型灭活疫苗、O-I 二价灭活疫苗、O-I-A 三价灭活疫苗、O 型合成肽疫苗，根据我们草根调研了解，做为国内疫苗企业央企，历史积淀深厚，长期以来积累的市场口碑极佳，消费者认可度极高！

工艺提升产品市场竞争力。17 年悬浮培养技术改造升级完成。当前兰州厂、保山厂悬浮培养口蹄疫疫苗生产车间均已投产。相比传统的转瓶培养方式，悬浮培养细胞污染机率低，产品具有均一性好、抗原纯度高、生产成本低等优点。

口蹄疫市场苗产能瓶颈打开。公司近年来发展一直受制于产能不足，生产排产紧张，影响销售规模的扩大。2013 年公司通过定向增发募集资金对原有生产线进行技术改造和扩建，

2016 年项目的逐步投产, 口蹄疫疫苗产能扩大 50% 以上, 非口蹄疫疫苗产能扩大 20% 以上。

我们认为, 公司口蹄疫市场苗一方面受益于行业市场扩容红利带来的增量市场, 另一方面受益于自身品牌优势为其抢占市场奠定基础。

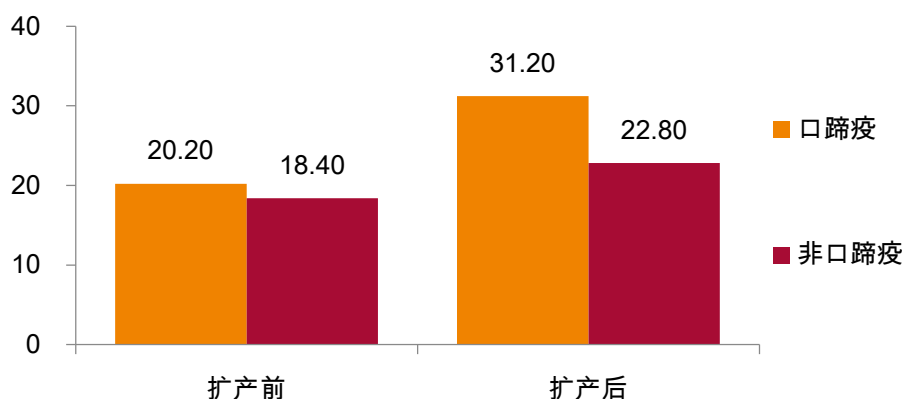
我们预计, 2017 年, 公司口蹄疫市场苗将实现 100% 左右的增长, 达到约 2 亿元。成为推动公司疫苗业务业绩增长的主力。

表 16: 疫苗产能拓产情况

非公开增发项目	新建或改造	预计投产时间
保山生物药厂悬浮培养工艺口蹄疫疫苗生产车间新建项目	新建: 口蹄疫灭活疫苗 5 亿毫升/年, 其中: 牛羊二价口蹄疫疫苗 2 亿毫升/年、猪双组份口蹄疫疫苗 3 亿毫升/年	已投产
兰州生物药厂家畜疫苗灭活苗车间(技改)项目	改造: 设计产能为口蹄疫(悬浮)猪双组份疫苗 6 亿毫升	已投产
成都药械厂高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗车间项目	新建: 设计产能为活疫苗 3.6 亿头份/年, 灭活疫苗 0.8 亿毫升/年, 诊断液 300 万头份/年	已投产

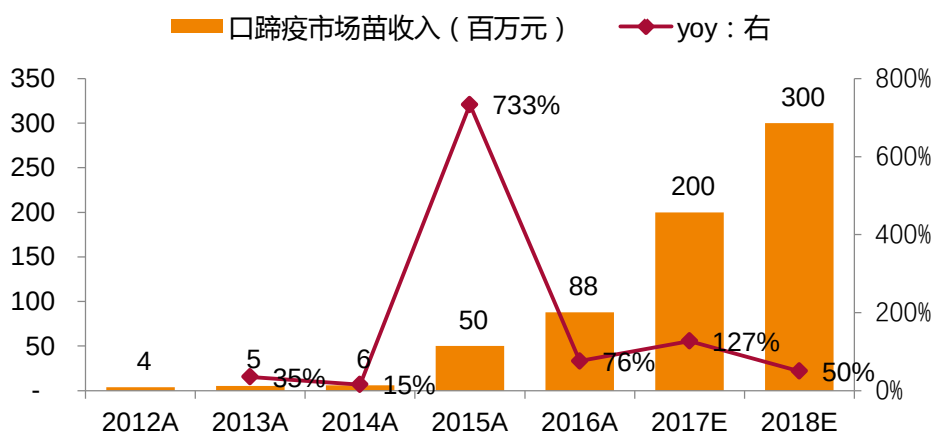
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 13: 公司生物制品产能(亿毫升/亿头份)扩张



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 公司口蹄疫市场苗收入



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3. 非口蹄疫疫苗潜力值得期待

猪瘟-蓝耳二联苗市场潜力有待挖掘。根据草根调研，猪瘟经过多年来的强制免疫，发病率已经很低，蓝耳灭活苗效果不佳，而活苗安全性差，导致优质苗少与差异性小并存。但实际上蓝耳、猪瘟均为养殖户重点防疫疫病，并且只能单独免疫。公司猪瘟-蓝耳二联苗突破了前期技术壁垒，产品免疫期限长达6个月，并且没有免疫抑制作用，能做到一针两防。短期由于理念过于领先，还需一段时间的市场铺垫，但长期来看，我们认为，通过一段时间的市场教育，该产品未来具备爆发的潜力。

其它猪用市场苗同样值得期待。一方面，公司不断丰富产品线，并积极研发新产品；另一方面，提高产品营销队伍力量，积极向中、小养殖企业渗透，16年公司成立生物制品事业部，从人员、业务到机构进行整合和调整，组建专业销售团队，使得公司销售员费用、职工薪酬、销售服务费、研究与开发费用占营业收入比例逐年提高，而降低了办公费、广告费用。预计17年及以后将推出胃肠炎+腹泄二联苗等其它猪用市场苗收入也将高速增长！

我们预计，公司非口蹄疫疫苗产品17/18年收入达7.5/9.5亿元（扣除高致病性禽流感后收入为5.1/7.1亿元）。

表 17：猪蓝耳-猪瘟二联苗与单苗对比

项目	猪瘟+蓝耳二联苗	猪瘟疫苗	蓝耳疫苗
毒株	TJM-F92 毒株和猪瘟 C 株	细胞源、兔源、脾淋源	TJM-F92 株、JXA1-R 株、GDr180 株
生产企业	中牧股份	海利生物、普莱柯、生物股份、天康生物、瑞普生物	海利生物、普莱柯、生物股份、天康生物
免疫期	6 个月	4 个月	4 个月
免疫抑制作用	无	有	有
效果	一针两防，效价高	多次免疫，效价低	多次免疫，效价低

资料来源：公司公告、草根调研，天风证券研究所

表 18：公司销售员费用、职工薪酬、销售服务费、研究与开发费用占营业收入比例

费用占营业收入比例	2014	2015	2016
销售员费用	2.0%	2.3%	2.6%
销售服务费	2.4%	2.7%	3.0%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 贸易业务收缩，饲料、兽药稳步增长

公司贸易业务由于毛利率较低，未来将主动逐步收缩该业务。

4.1. 饲料：收入有望保持稳定增长

2017 年，饲料行业进入盈利黄金期。首先，饲料毛利率仍有提升空间。玉米是最主要的饲料原材料。截至 2017 年 3 月，全国玉米现货均价 1600 元环比下降空间有限，但是同比 16 年同期 1900 元/吨的均价仍有较大降幅。而养殖盈利是饲料行业盈利的决定性因素。2017 年猪价整体高位震荡，养殖仍将保持约 300-400 元/头的较高头均盈利水平。在此背景下，2017 年，饲料单吨盈利相较 2016 年仍有提升空间。

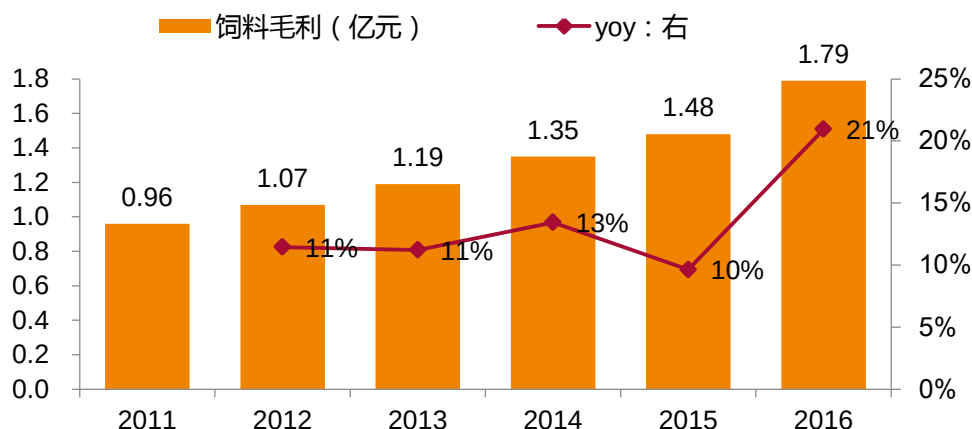
其次，饲料销量随存栏回升进入加速增长期。饲料的需求可以从猪肉产量中获悉。猪肉产量受两方面影响：出栏生猪数量以及出栏体重。出栏生猪数量取决于能繁母猪存栏（产能）

以及 PSY（生产效率）。虽然目前能繁母猪存栏依旧在下降，但是从 2014 年起，养殖结构的改变使得 PSY（14-16 年分别为 15.1、16.75、18.34）快速提高，极大的弥补能繁母猪存栏的下降。我们判断，当前生猪存栏已经进入趋势性回升。出栏体重方面，由于饲料成本的下降，增重成本偏低，相对高位的猪价使得生猪出栏体重快速提升。2017 年 2 月下旬，生猪出栏体重达到 114 公斤，2016 年 5 月甚至达到过 120 公斤/头。在 2.8:1 的料肉比未获突破的前提下，出栏体重意味着饲料需求量的增加。

根据饲料工业协会统计数据，180 家重点饲料加工企业，其猪饲料销量在 2016 年 2 月见底，二季度开始同比上涨，到 9 月份之后，同比环比增速快速提高，2016 年四季度饲料同比增速达到 9%，而到 2017 年 2 月份，饲料行业同比增速达到了 13.9%！饲料销量进入加速增长期。

新产能（浓缩料、预混料）释放，线上线下齐发力。饲料板块是公司第二大利润来源，占总收入的 20%左右，近五年来利润均稳定增长，2016 年受下游养殖补栏积极和多方面销售渠道的扩展（线下借助中牧农业连锁发展有限公司较成熟的销售渠道，线上与猪易商城签署电商战略合作协议），饲料业务毛利同比增速 21%。此外，公司现有产能 30 万吨左右，随着新产能陆续达产，收入有望保持稳定增长。我们预计，未来三年公司饲料业务收入将以 25%的增速增长，17/18 年收入分别为 10/12.5 亿元。

图 15：2011-2016 年公司饲料毛利及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 19：公司现有饲料产能及分布

饲料类型	生产线	产能 (万吨)
预混料	天津华罗	2
	南通华罗	1
	郑州华罗	0.5
	长春华罗	3
	新乡华罗	2
	武汉华罗	2
	郑州新厂	2
浓缩配合料	长春华罗	5
	新乡华罗	5
	武汉华罗	5

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 兽药：内生外延促发展

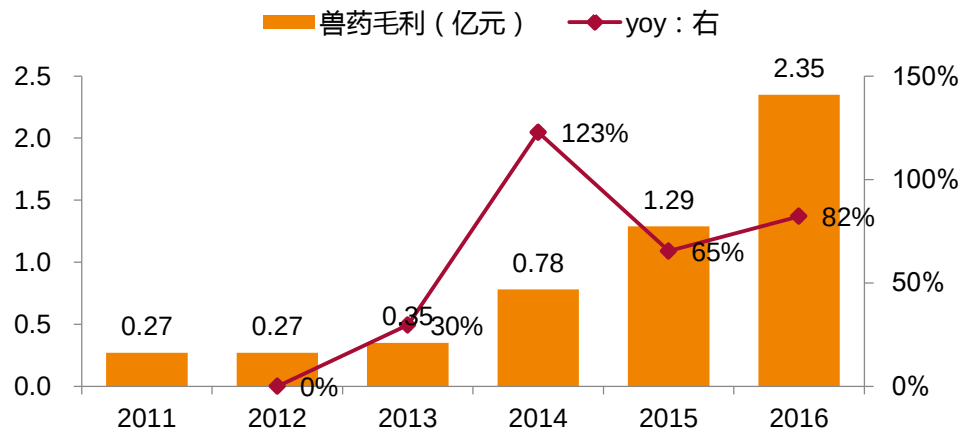
兽药板块有望通过自身产能拓展以及并购逐步做大。

内生方面，公司非公开定增项目将新增产能合计 6080 吨/年，其中，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。同时，从技术到销售环节引入了市场化人才，提高了产品水平。

外延方面，公司在 2013 年收购了山东胜利生物 55% 的股权，拓展了公司兽药的产品。胜利生物主要从事兽药制剂和原料药的生产和销售，注册资本为 20,000 万元。16 年实现营业收入 3.55 亿元，净利润 4,885.05 万元，同比增长分别为 23% 和 71%。我们预计，公司未来有望进一步收购，增强兽药发展实力。

我们预计，公司兽药业务收入未来两年将保持 30% 以上增速，17/18 年营业收入分别为 9.7/12.6 亿元。

图 16：2011-2016 年公司兽药毛利及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 20：公司 16 年重要在建工程及完成进度

重要在建工程	完成进度
内蒙中牧莫能菌素提取生产线改造项目	74.66%
南药注入剂车间改造项目	42.88%
胜利生物 302 合成车间	52.99%
泰妙菌素原料药 300 吨/年	

资料来源：公司年报，天风证券研究所

5. 国企改革有望年内落地

2016 年 10 月 19 日公司初步拟定的管理层中长期激励计划的原则草案所涉及的关键要素及审批程序存在不确定性，无法在承诺期限内完成承诺事项。中牧总公司拟延期履行相关承诺，延长期限为一年，即在 2017 年 10 月 18 日前提出中牧股份管理层中长期激励计划草案。

早在 2015 年，中农发集团召开 2015 年年度工作会议，会议指出“要按照国资委的要求，积极稳妥发展混合所有制经济……要发挥集团上市公司整合平台作用，促进集团主业板块整体上市……要规范混合所有制企业员工持股，通过试点，总结经验，稳妥有序开展。”从集团的表态来看，国企改革剑已在弦。

在公司股权激励方案推出之际，2016 年 12 月 8 日，公司管理层出现重大变动，董事长、

总经理相继辞职。我们认为，新一届管理层的到位时间，将是观察公司股权激励方案进程的重要窗口。

2016 年 12 月 12 日公司董事会选举王建成先生为公司第六届董事会董事长，王建成先生曾任中亚动物保健品总公司总经理、中牧股份有限公司董事、总经理，是曾经带领中牧股份创造辉煌功勋人物，后来被调到集团公司，如今“王”者归来值得期待！同时，公司也非常重视总经理及高管的任用，面向社会选聘中牧股份总经理，已于 2017 年 4 月 9 日截至报名并进入最后遴选，我们预计新任总经理将于 1-2 个月内上任！

表 21：中牧股份国企改革进度

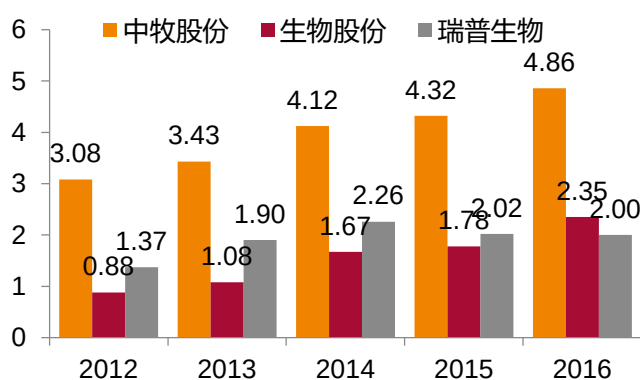
时间	内容
2014 年 10 月 18 日	1) 作为中牧股份控股股东，如所持股份发生变动，将按照中国证监会相关规定履行信息披露义务。 2) 根据国资委、中国证监会、上海证券交易所等相关规定和要求，在两年内提出中牧股份管理层中长期激励计划草案。
2016 年 7 月 13 日	初步拟定的管理层中长期激励计划的原则草案所涉及的关键要素及审批程序存在不确定性，无法在承诺期限内完成承诺事项。中牧总公司拟延期履行相关承诺，延长期限为一年，即在 2017 年 10 月 18 日前提出中牧股份管理层中长期激励计划草案。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据上市公司股权激励管理办法和国资委对国有控股上市公司股权激励的相关规定：上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%。非经股东大会特别决议批准，任何一名激励对象通过全部在有效期内的股权激励计划获授的本公司的股票，首次不得超过公司股本总额的 1%，以人力资源激励的情况例外，不得超过 3%。我们预计，公司首期股权激励方案的激励将在 1% 左右。

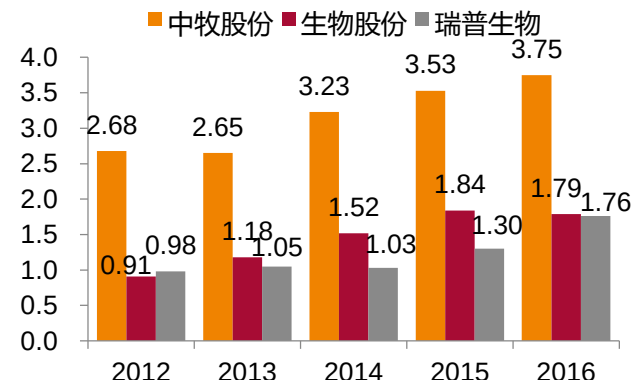
作为老牌国企，与公司研发、产品、品牌的明显优势相比，公司的劣势也极为明显，就是管理效率的低效。同为疫苗生产企业，公司疫苗产品的盈利能力远远落后于同行。即使考虑到公司饲料、兽药等其他低毛利产品，公司的盈利能力仍然低于同行。而这意味着公司具备极大地管理提升空间。

图 17：公司销售费用高于同行（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：公司管理费用高于同行（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

股权激励有利于激发管理层动力，将核心研发、销售等骨干人员纳入的员工持股计划，有利于将公司的利益和员工的利益绑定，有助于解决委托-代理问题，提升企业活力。我们预计，股权激励和混改将分别在股份公司和子公司（化药或疫苗）层面同时开展，改革后扣非净利润将不得低于行业 75 分位的增长。

6. 盈利预测及投资建议

我们预计,2017-19 年公司实现归属于母公司净利润 4.3/5.3/7.2 亿元,对应 EPS 1/1.24/1.68 元。其中,2017-19 年疫苗主业贡献净利润 3.3/4.6/6.4 亿元,三年复合增速 30%,对应 EPS 0.78/1.07/1.49 元。考虑到公司快速增长及变革的潜力,我们给予主业 35 倍市盈率,加上金达威 20 亿市值,目标市值 135 亿。给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	703.28	1,065.65	1,268.10	2,576.54	2,667.97
应收账款	263.02	260.25	533.57	323.46	683.86
预付账款	187.20	93.82	278.07	164.69	324.19
存货	694.25	563.52	851.95	872.40	1,102.13
其他	40.94	1,326.96	37.80	30.73	48.64
流动资产合计	1,888.69	3,310.20	2,969.49	3,967.81	4,826.79
长期股权投资	417.27	547.59	547.59	547.59	547.59
固定资产	1,288.65	1,505.48	1,377.51	1,249.54	1,121.57
在建工程	271.22	56.58	56.58	56.58	56.58
无形资产	418.15	502.17	487.92	473.67	459.42
其他	106.37	108.66	103.36	100.37	98.10
非流动资产合计	2,501.67	2,720.48	2,572.96	2,427.75	2,283.26
资产总计	4,390.36	6,030.68	5,542.45	6,395.56	7,110.06
短期借款	33.97	75.05	0.00	0.00	0.00
应付账款	592.67	647.40	579.40	937.24	861.29
其他	363.53	371.31	524.05	490.78	565.75
流动负债合计	990.16	1,093.77	1,103.46	1,428.02	1,427.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,190.88	396.96	529.28	705.71
其他	44.45	51.87	47.66	48.00	49.18
非流动负债合计	44.45	1,242.76	444.62	577.28	754.89
负债合计	1,034.62	2,336.52	1,548.08	2,005.30	2,181.93
少数股东权益	318.55	336.58	346.63	367.99	401.66
股本	429.80	429.80	429.80	429.80	429.80
资本公积	914.08	975.01	974.98	975.08	975.02
留存收益	2,605.94	2,918.15	3,217.93	3,592.47	4,096.67
其他	(912.63)	(965.39)	(974.98)	(975.08)	(975.02)
股东权益合计	3,355.74	3,694.16	3,994.37	4,390.26	4,928.13
负债和股东权益总计	4,390.36	6,030.68	5,542.45	6,395.56	7,110.06

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	281.17	360.62	428.30	534.91	720.36
折旧摊销	165.16	180.22	142.22	142.22	142.22
财务费用	8.80	36.89	16.70	19.70	38.20
投资损失	(36.36)	(170.73)	(106.52)	(104.53)	(127.26)
营运资金变动	333.64	(1,016.66)	628.59	638.51	(765.29)
其它	(222.26)	1,243.04	10.05	21.35	33.67
经营活动现金流	530.14	633.40	1,119.35	1,252.16	41.91
资本支出	449.74	386.04	4.21	(0.33)	(1.18)
长期投资	11.86	130.32	0.00	0.00	0.00
其他	(585.57)	(1,906.71)	102.33	104.77	128.49
投资活动现金流	(123.96)	(1,390.35)	106.55	104.44	127.31
债权融资	33.97	1,265.94	396.96	529.28	705.71
股权融资	(0.93)	46.07	(18.27)	(11.92)	(30.43)
其他	(127.81)	(196.36)	(1,402.14)	(565.52)	(753.07)
筹资活动现金流	(94.78)	1,115.64	(1,023.45)	(48.16)	(77.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	311.40	358.69	202.45	1,308.43	91.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,234.19	3,973.87	4,678.42	5,618.05	6,657.78
营业成本	3,137.05	2,806.21	3,210.02	3,810.94	4,415.20
营业税金及附加	12.68	23.76	18.74	24.31	31.76
营业费用	432.00	486.39	561.41	662.93	765.64
管理费用	353.30	374.54	467.84	556.19	652.46
财务费用	7.08	30.74	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	4.33	8.66	6.19	6.40	7.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.36	170.73	106.52	104.53	127.26
其他	(72.73)	(341.45)	(213.03)	(209.07)	(254.52)
营业利润	324.12	414.28	504.03	642.12	874.68
营业外收入	13.22	15.59	13.34	14.05	14.33
营业外支出	1.24	2.33	1.66	1.74	1.91
利润总额	336.10	427.54	515.71	654.43	887.10
所得税	54.93	66.91	77.36	98.16	133.06
净利润	281.17	360.62	438.35	556.27	754.03
少数股东损益	5.50	26.20	10.05	21.35	33.67
归属于母公司净利润	275.67	334.42	428.30	534.91	720.36
每股收益(元)	0.64	0.78	1.00	1.24	1.68

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.93%	-6.15%	17.73%	20.08%	18.51%
营业利润	0.51%	27.82%	21.66%	27.40%	36.22%
归属于母公司净利润	-5.07%	21.31%	28.07%	24.89%	34.67%
获利能力					
毛利率	25.91%	29.38%	31.39%	32.17%	33.68%
净利率	6.51%	8.42%	9.15%	9.52%	10.82%
ROE	9.08%	9.96%	11.74%	13.30%	15.91%
ROIC	10.31%	14.55%	11.69%	18.63%	34.60%
偿债能力					
资产负债率	23.57%	38.74%	27.93%	31.35%	30.69%
净负债率	20.89%	8.05%	0.12%	-2.66%	-22.33%
流动比率	1.91	3.03	2.69	2.78	3.38
速动比率	1.21	2.51	1.92	2.17	2.61
营运能力					
应收账款周转率	12.80	15.19	11.79	13.11	13.22
存货周转率	5.76	6.32	6.61	6.52	6.74
总资产周转率	0.98	0.76	0.81	0.94	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.78	1.00	1.24	1.68
每股经营现金流	1.23	1.47	2.60	2.91	0.10
每股净资产	7.07	7.81	8.49	9.36	10.53
估值比率					
市盈率	32.04	26.41	20.62	16.51	12.26
市净率	2.91	2.63	2.42	2.20	1.95
EV/EBITDA	17.71	15.37	12.38	8.77	6.80
EV/EBIT	26.36	21.49	15.76	10.66	7.86

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