

中牧股份 (600195)

证券研究报告

2017年05月02日

招标政策影响一季度业绩增速，预计未来将逐季好转

事件

公司公布一季报，2017年1季度公司实现营业收入7.81亿元，同比降低10.02%；实现归母净利润7453万元，同比降低8.4%，扣非后归母净利润7372万元，同比下降8.83%。

招标政策影响一季度业绩增速

17年一季度业绩增速略有下滑，主要是受招标政策的影响。由于猪瘟、蓝耳取消招采，预计全行业猪瘟和蓝耳招采苗销售收入将出现60-70%的下滑，预计公司将好于行业平均情况。此外，口蹄疫与禽流感招采苗基本平稳，但口蹄疫市场苗呈现增长趋势。我们预计，公司口蹄疫市场苗定价位于金宇和中农威特之间，1季度口蹄疫市场苗销售收入同比增长约80%左右。猪瘟-蓝耳二联苗目前还存在一些争议，试用效果还不错，预计1季度销售收入增速15%左右。

口蹄疫市场苗收入全年增速有望达100%，非口蹄疫苗有望实现20%增长

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2亿元的销售收入体量。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。

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	6,695.30
增长率(%)	4.93	(6.15)	17.73	20.08	19.17
EBITDA(百万元)	493.19	621.96	662.95	804.04	1,057.67
净利润(百万元)	275.67	334.42	428.30	534.91	722.45
增长率(%)	(5.07)	21.31	28.07	24.89	35.06
EPS(元/股)	0.64	0.78	1.00	1.24	1.68
市盈率(P/E)	32.84	27.07	21.13	16.92	12.53
市净率(P/B)	2.98	2.70	2.48	2.25	2.00
市销率(P/S)	2.14	2.28	1.93	1.61	1.35
EV/EBITDA	17.71	15.37	12.71	9.04	6.99

资料来源：wind，天风证券研究所

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	21.06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)	9,051.59
流通A股市值(百万元)	9,051.59
每股净资产(元)	7.98
资产负债率(%)	38.20
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

- 《中牧股份-公司深度研究:疫苗行业“大时代”，看“王”者归来!》 2017-04-26
- 《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
- 《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	2,666.81
应收账款	263.02	260.25	533.57	323.46	689.54
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	49.09
流动资产合计	1,888.69	3,310.20	2,969.49	3,967.81	4,831.76
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	7,115.02
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	569.16
流动负债合计	990.16	1,093.77	1,103.46	1,428.02	1,430.45
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	2,185.34
少数股东权益	318.55	336.58	346.63	367.99	401.76
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	4,098.13
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	4,929.69
负债和股东权益总	4,390.36	6,030.68	5,542.45	6,395.56	7,115.02

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	281.17	360.62	428.30	534.91	722.45
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	(768.00)
其它	(222.26)	1,243.04	10.05	21.35	33.77
经营活动现金流	530.14	633.40	1,119.35	1,252.16	41.38
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)	(753.70)
筹资活动现金流	(94.78)	1,115.64	(1,023.45)	(48.16)	(78.42)
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	90.28

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	6,695.30
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	31.94
营业费用	432.00	486.39	561.41	662.93	790.04
管理费用	353.30	374.54	467.84	556.19	662.83
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	877.25
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	889.67
所得税	54.93	66.91	77.36	98.16	133.45
净利润	281.17	360.62	438.35	556.27	756.22
少数股东损益	5.50	26.20	10.05	21.35	33.77
归属于母公司净利润	275.67	334.42	428.30	534.91	722.45
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%	19.17%
营业利润	0.51%	27.82%	21.66%	27.40%	36.62%
归属于母公司净利润	-5.07%	21.31%	28.07%	24.89%	35.06%
获利能力					
毛利率	25.91%	29.38%	31.39%	32.17%	34.06%
净利率	6.51%	8.42%	9.15%	9.52%	10.79%
ROE	9.08%	9.96%	11.74%	13.30%	15.96%
ROIC	10.31%	14.55%	11.69%	18.63%	34.70%
偿债能力					
资产负债率	23.57%	38.74%	27.93%	31.35%	30.71%
净负债率	20.89%	8.05%	0.12%	-2.66%	-22.32%
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	6.78
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	32.84	27.07	21.13	16.92	12.53
市净率	2.98	2.70	2.48	2.25	2.00
EV/EBITDA	17.71	15.37	12.71	9.04	6.99
EV/EBIT	26.36	21.49	16.18	10.99	8.08

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