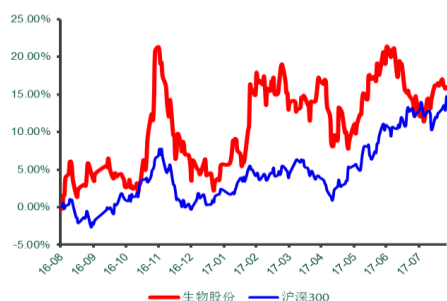


农林牧渔 动物保健 II

## 中牧股份中报点评：业绩或触底，改革是看点

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	430/430
总市值/流通(百万元)	8,037/8,037
12个月最高/最低(元)	24.03/17.95

### 相关研究报告：

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511050002

**事件：**公司发布 2017 年半年度报告。2017 年上半年，实现营业收入 15.13 亿元，同比减少 13.71%；归属于上市公司股东的净利润 1.13 亿元，同比减少 14.38%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.12 亿元，同比减少 11.22%；基本每股收益 0.26 元。

### 点评：

**1、招采苗下滑，业绩或触底。**上半年，公司生物制品业务和贸易业务下滑导致业绩下降。生物制品业务实现收入 4.92 亿元，同比下降了 9.1%；毛利率 50.33%，较上年同期下降了 4.38 个百分点。其中，猪瘟招采苗和蓝耳招采苗销量下降比较明显，同比降幅或超过 50%；但是口蹄疫市场苗销量增长明显。生物制品业务下滑主要是受到招采政策变化的影响。预计下半年，口蹄疫市场苗继续高速增长，猪瘟-蓝耳二联苗也将大幅增长，可抵消掉招采苗下滑的不利影响。贸易业务主动收缩，收入为 2.36 亿元，同比下降 57.41%，但对净利润影响不大。饲料和化药业务保持了良好增长的势头，收入分别为 3.84 亿元和 3.9 亿元，同比增长了 21.55%和 18.85%。

**2、国企改革是看点。**公司是国字头企业，控股股东是中农发集团，一直存在着改革的强烈预期，特别是自 2016 年年底以来接连更换了董事长和总经理更是强化了这种改革预期。2016 年 10 月 17 日，公司控股股东延迟了推出激励计划的承诺期限，新的截至时点是 2017 年 10 月 18 日，目前已经非常临近这一时点。预计随着国企改革的推进，公司在混改以及管理层激励方面或将有所突破，这有利于公司释放人员活力，提高经营管理水平。

**3、调高至“买入”评级。**预计 17-19 年公司净利润为 3.83/4.43/4.96 亿元，EPS 为 0.85/0.97/1.09 元，对应 PE 为 22/19/17 倍。公司是国内生物制品行业的龙头，当前市值仅为 80 亿元，为生物股份的 37%。考虑到市值小，且改革预期临近，调高至“买入”评级。

**4、风险因素。**疫苗销量不达预期，疫苗价格大幅下跌

### ■ 主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3974	3832	4282	4678
净利润(百万元)	361	383	443	496
摊薄每股收益(元)	0.78	0.85	0.97	1.09

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	703	1066	1336	1610	2411	营业收入	4234	3974	3832	4282	4678
应收和预付款项	411	300	309	360	363	营业成本	3137	2806	2597	2866	3120
存货	694	564	499	742	630	营业税金及附加	13	24	23	26	28
其他流动资产	80	1381	1689	1694	1700	销售费用	432	486	443	490	543
流动资产合计	1889	3310	3833	4406	5104	管理费用	353	375	345	384	423
长期股权投资	417	548	575	598	622	财务费用	7	31	18	26	9
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	9	6	7	8
固定资产	1289	1505	1429	1364	1298	投资收益	36	171	55	46	48
在建工程	271	57	78	89	95	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	418	502	471	439	407	营业利润	324	414	455	529	594
长期待摊费用	14	12	12	12	12	其他非经营损益	336	428	466	542	609
其他非流动资产	92	96	67	72	78	利润总额	336	428	466	542	609
资产总计	4390	6031	6465	6981	7616	所得税	55	67	82	99	112
短期借款	34	75	70	70	70	净利润	281	361	383	443	496
应付和预收款项	430	403	327	456	408	少数股东损益	6	26	20	25	30
长期借款	0	0	1200	1200	1200	归母股东净利润	276	334	363	418	466
其他负债	570	1859	790	734	921						
负债合计	1035	2337	2387	2460	2599						
股本	430	430	430	430	430	<b>预测指标</b>					
资本公积	914	975	975	975	975		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
留存收益	1692	1943	2307	2725	3191	毛利率	25.9%	29.4%	32.2%	33.1%	33.3%
归母公司股东权益	3037	3358	3711	4129	4596	销售净利率	6.6%	9.1%	10.0%	10.3%	10.6%
少数股东权益	319	337	357	382	412	销售收入增长率	4.9%	-6.1%	-3.6%	11.7%	9.2%
股东权益合计	3356	3694	4068	4511	5007	EBIT 增长率	2%	33.5%	5.5%	17.5%	8.6%
负债和股东权益	4390	6031	6455	6971	7606	净利润增长率	-1%	28.3%	6.3%	15.5%	12.1%
						ROE	8.6%	10.2%	9.9%	10.3%	10.4%
						ROA	6.5%	6.9%	6.1%	6.6%	6.8%
						ROIC	7.1%	6.6%	8.2%	9.4%	12.5%
						EPS	0.64	0.78	0.85	0.97	1.09
						PE (X)	29.16	24.03	22.11	19.23	17.23
						PB (X)	2.65	2.39	2.17	1.95	1.75
						PS (X)	1.90	2.02	2.10	1.88	1.72
						EV/EBITDA (X)	16.46	14.58	13.69	11.82	10.22

现金流量表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金流	530	633	313	379	887
投资性现金流	(124)	(1390)	11	(79)	(78)
融资性现金流	(95)	1116	(54)	(26)	(9)
现金增加额	311	359	270	274	801

资料来源：WIND，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。