



短期业绩承压, 长期动保+改革双看点

投资要点

- **推荐逻辑:** 受益于国家环保政策的推行, 中小型生猪养殖户逐渐被淘汰, 大规模养殖场的数量快速扩张, 直接拉动了对动物疫苗的需求量。另外, 叠加“先打后补”政策影响, 我们认为仅口蹄疫市场苗空间三年内就能达到翻番。公司目前为动物疫苗板块中估值最低, 2017年动态PE仅为22倍。
- **口蹄疫疫苗产能释放, 协同市场扩容引领公司未来发展。** 长期规模化养殖叠加近期“先打后补”政策, 口蹄疫市场苗市场规模将急速扩大。我们预计2020年市场苗的市场规模将达到55.5亿元左右。公司作为老牌动保企业, 具有良好的品牌口碑。同时公司口蹄疫疫苗生产技术在2017年上半年迎来突破, 我们认为未来随着产能释放与技改逐步完成, 公司口蹄疫市场苗将获得大幅增长, 成为公司业绩的突出增长点。
- **公司疫苗产品线完善, 多个潜力品种助力业绩增长。** 猪苗方面, 公司逐渐推出猪蓝耳、猪瘟二联活疫苗、猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗、猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗等潜力品种, 并积极布局猪圆环新产品。猪圆环潜在市场空间25亿, 未来有望提供业绩增长空间。禽苗方面, 公司是高致病性禽流感H5亚型疫苗11家定点生产企业之一, 又成为7家H7亚型疫苗定点生产企业之一, 同时拥有数个禽流感、新城疫、传染性支气管炎等多价疫苗品种, 禽用疫苗系列品种齐全, 有助于公司在禽苗市场中占得一席之地。
- **新管理层逐步到位, 国企改革节点将至。** 公司管理层调整自2016年12月开始, 随着董事长、总经理等人选确定, 新一届管理层已逐步到位。中牧股份作为中农发在疫苗兽药领域唯一的上市公司, 是集团在疫苗兽药产业资源整合的重要平台, 公司承诺在2017年10月18前提出中牧股份管理层中长期激励计划。改革节点将至, 公司管理层调整基本完成, 必然坚定推进市场化转型进程, 国企改革有望顺利落地, 未来发展前景值得看好。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.86元、1.08元、1.43元, 对应PE分别为22倍、18倍和13倍。公司为国内疫苗企业龙头之一, 各项产品资质齐全。考虑同行业平均PE, 给予公司2017年31倍PE, 目标价26.66元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新品推广或不达预期, 国企改革或不达预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3973.87	3982.07	4504.33	5244.65
增长率	-6.15%	0.21%	13.12%	16.44%
归属母公司净利润(百万元)	334.42	368.13	462.75	614.70
增长率	21.31%	10.08%	25.70%	32.84%
每股收益EPS(元)	0.78	0.86	1.08	1.43
净资产收益率ROE	9.76%	9.57%	11.37%	14.01%
PE	24	22	18	13
PB	2.19	2.11	1.99	1.85

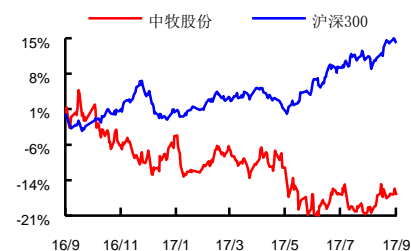
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 徐卿
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.30
流通A股(亿股)	4.30
52周内股价区间(元)	17.95-24.03
总市值(亿元)	81.02
总资产(亿元)	61.75
每股净资产(元)	8.07

相关研究

目 录

1 公司概况：国内最大的动物保健品生产企业	1
2 口蹄疫疫苗产能释放，协同市场扩容引领公司未来发展	2
2.1 规模化养殖+“先打后补”助推口蹄疫疫苗市场扩容	2
2.2 口蹄疫市场苗产能释放，带来公司业绩新增长	4
3 疫苗产品线完善，助力公司业绩提升	5
4 新管理层逐步到位，国企改革节点将至	8
5 盈利预测与估值	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司 2016 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2016 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2012-2016 年营业收入及增速	1
图 4: 公司 2012-2016 年归属母公司净利润及增速	1
图 5: 生猪饲养规模场（户）数	2
图 6: 不同规模养殖疫苗成本占总成本比例	2
图 7: 大型养殖场生猪出栏量（万头）	3
图 8: 大型养殖场生猪出栏增速	3
图 9: 口蹄疫市场苗市场规模（亿元）及增速	3
图 10: 口蹄疫生产企业市占率（市场苗）	4
图 11: 口蹄疫生产企业市占率（政采苗）	4

表 目 录

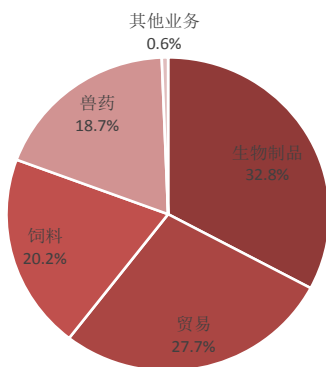
表 1: 2020 年口蹄疫市场苗潜在市场空间估算	4
表 2: 疫苗产能扩张情况	5
表 3: 公司主要疫苗品种	5
表 4: 高致病性禽流感疫苗生产企业名单	7
表 5: 2017 年第二季度 H7N9 疫情	7
表 6: 各省 H5+ H7 禽流感疫苗招标情况	8
表 7: 新任管理层简介	8
表 8: 分业务收入及毛利率	9
表 9: 可比公司盈利预测相对估值	10
附表: 财务预测与估值	11

1 公司概况：国内最大的动物保健品生产企业

中牧股份 (600195) 于 1999 年 1 月在上海证交所上市，是国内最大的动物保健品生产企业。公司主业包括生物制品、兽用化药、饲料和饲料添加剂以及贸易四大板块。在生物制品领域，公司产品包括禽用疫苗、兽用疫苗、特种疫苗(口蹄疫疫苗)三大类，品种近 170 种，是业内产品品种最全、生产能力和产量最大的企业之一。公司在兽药产品上不断取得突破，先后建成 5 个化药生产基地，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。公司拥有禽用疫苗研究所、猪用生物制品研究所、口蹄疫研究所和兽药研究所五个研究所，并与十余所院校组建研发基地和产学研开发联合体，科研实力领先。

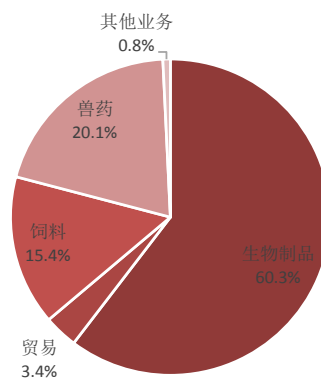
公司主营业务结构：公司收入主要来自生物制品，占比 **32.8%**，贸易业务营收占比为 27.7%；生物制品毛利率为 54.0%，贡献 **60.3%** 毛利，兽药业务贡献 20.1% 毛利。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

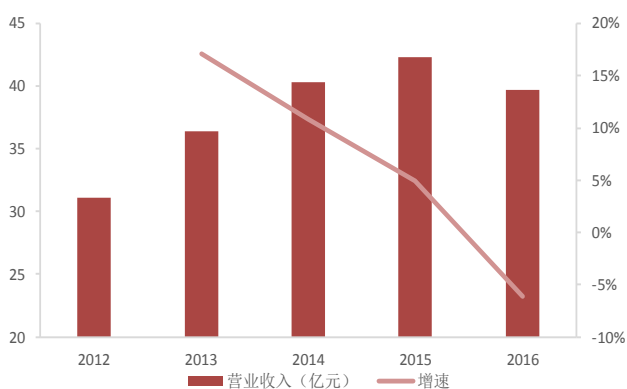
图 2：公司 2016 年主营业务毛利情况



数据来源：西南证券整理

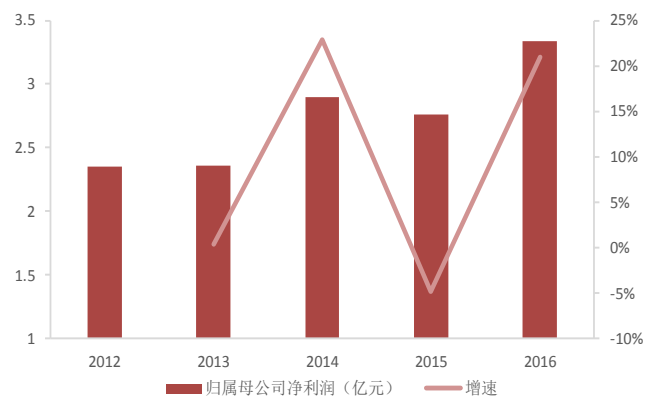
公司业绩状况：公司 2016 年实现营业收入 39.7 亿元，同比下降 6.2%，实现归母净利润 3.3 亿元，较上年上涨 21.3%。营业收入比上年减少主要系公司调整收入结构，适度压减贸易收入的影响。2017 年上半年公司实现营业收入 15.1 亿元，同比下降 13.7%，归母净利润 1.1 亿元，同比下降 14.4%，业绩下滑主要系公司疫苗板块受到蓝耳、猪瘟取消招采影响以及公司为进一步严控经营风险，适度减少贸易收入所致。

图 3：公司 2012-2016 年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2012-2016 年归属母公司净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

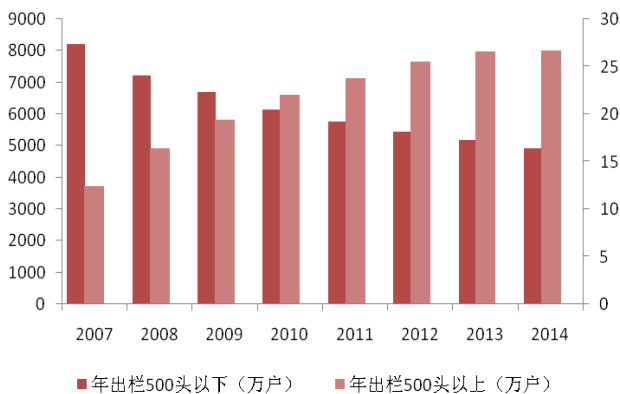
2 口蹄疫疫苗产能释放，协同市场扩容引领公司未来发展

2.1 规模化养殖+“先打后补”助推口蹄疫疫苗市场扩容

口蹄疫疫苗市场规模约 20 亿，7 家企业瓜分市场份额。口蹄疫是我国动物疫苗行业中规模最大的品种。目前，我国口蹄疫疫苗的市场渗透率非常低，母猪渗透率为 70% 左右，生猪的渗透率约为 20%，可测算出 2016 年我国猪口蹄疫市场苗市场规模在 23 亿元左右。但按照兽药政策，目前定点生产企业只有 7 家，分别是中农威特、金宇集团、中牧股份、天康生物、必威安泰、申联生物及杨凌金海，行业壁垒高筑。受益于养殖规模化的持续推进与“先打后补”政策落地，预计口蹄疫疫苗市场迅速扩容，预计 7 家企业成为行业扩容的主要受益者。

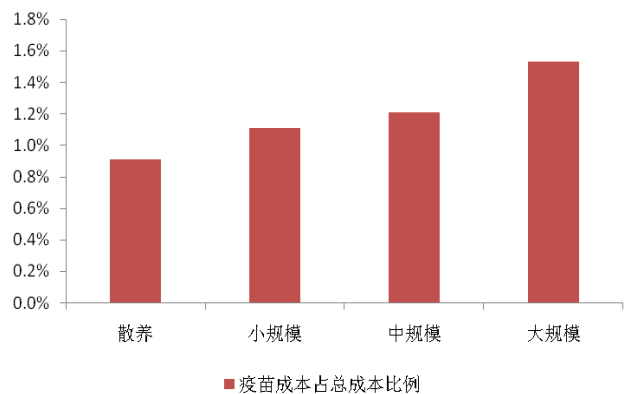
长期逻辑：受益于养殖规模化持续推进，市场苗需求不断扩张。

图 5：生猪饲养规模场（户）数



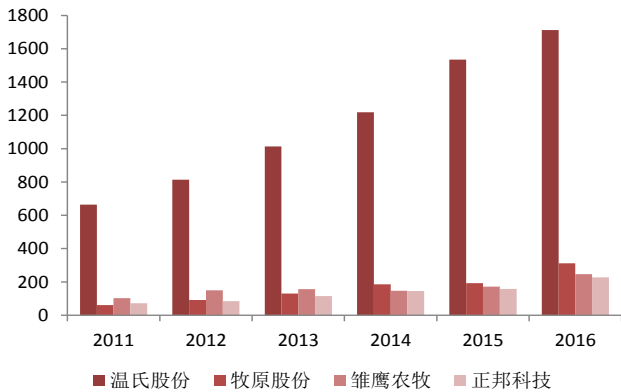
数据来源：WIND，西南证券整理

图 6：不同规模养殖疫苗成本占总成本比例

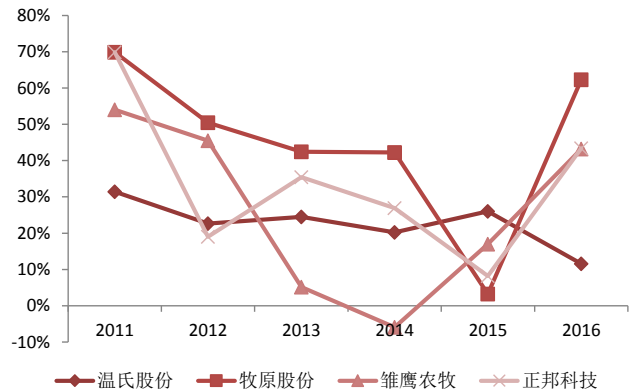


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

规模化加剧，散户退出与龙头扩张持续上演。我国生猪养殖规模化从 2007 年开始持续至今，养殖规模化程度不断提高，2007-2014 年间，年出栏量 5000 头以上的规模化生猪养殖场数量增长了 155%，相反年出栏量小于 5000 头的养殖场数量下降了 40%，随着规模化程度的不断加深，增速逐渐放缓。近年来由于生猪养殖环保政策的密集出台以及散户养殖单位成本高等因素，不同规模养殖场的扩产速度出现分化。温氏股份生猪出栏量从 2011 年的 664 万头增加至 2016 年的 1713 万头，增速历年保持在两位数，而牧原股份 2016 年生猪出栏量增速高达 62.3%。养殖市场中散户加速退出，而规模化龙头企业则稳步扩张。

图 7: 大型养殖场生猪出栏量 (万头)


数据来源: WIND, 西南证券整理

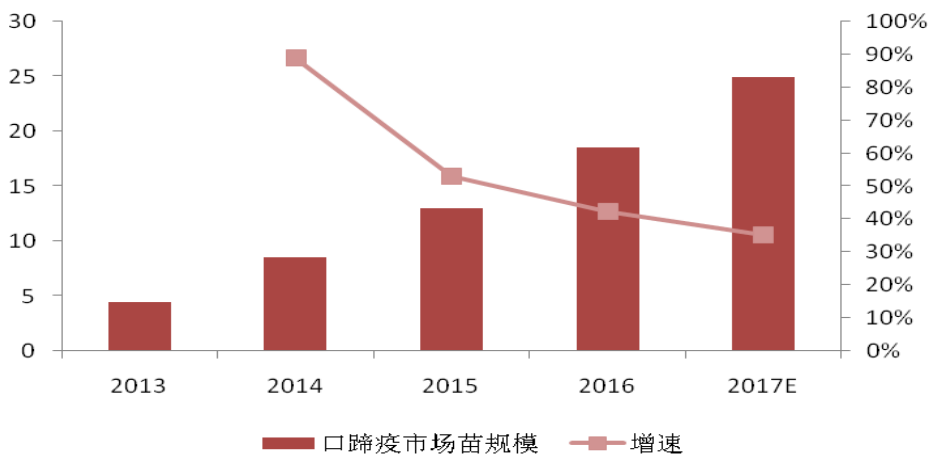
图 8: 大型养殖场生猪出栏增速


数据来源: WIND, 西南证券整理

规模化养殖户是市场苗的主要需求方, 养殖规模化直接促使市场苗需求扩张, 从而推动口蹄疫疫苗市场扩容。规模化的企业在降低成本, 技术改进方面有着不可比拟的优势, 同时由于养殖集中度高, 牲畜患病和传染的风险很高, 一旦发病承担的损失也更大, 所以其相比散户而言具有更高的防疫需求, 对于疫苗的质量要求更高, 对于疫苗价格的承受能力也更强, 因而规模化养殖企业是市场苗的主要采购客户。同时, 疫苗成本占总成本的比例和养殖规模呈正比, 大规模养殖企业其疫苗成本占其总成本的 1.53%, 约是散户的 1.6 倍, 养殖规模化率的提高有利于增加疫苗使用量, 直接从量上增加了口蹄疫疫苗的市场空间。

近期催化: “先打后补” 政策落地, 进一步加速市场苗渗透。

我国口蹄疫疫苗包括政采苗和市场苗, 由于政策原因, 政采苗的市场规模远大于市场苗的市场规模, 但从长远趋势来看, 政采苗价格虽略微提升, 但如果养殖场总体养殖规模基本保持不变, 未来市场规模成长空间十分有限, 而反观近年随着规模化养殖的推进, 市场苗的市场规模从 2013 年的 4.5 亿元增长至 2016 年的 18.5 亿元, 年均复合增速约为 60%, 呈翻倍式增长, 未来增长潜力巨大。

图 9: 口蹄疫市场苗市场规模 (亿元) 及增速


数据来源: 西南证券测算

“先打后补”将加速市场苗渗透，市场苗未来增长潜力巨大。2016年6月农业部出台《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，该政策指出继续对口蹄疫等实施强制免疫，在疫苗的采购和补助方式上实行“先打后补”，逐步实现养殖场户自主采购、财政直补。根据草根调研，目前大型规模养殖场基本上都使用口蹄疫市场苗，但口蹄疫市场苗对商品猪的渗透率（约70%）仍有较大的提升空间，说明大型规模养殖场的生猪也同时存在使用政采苗的情况。就中等规模养殖场而言，口蹄疫市场苗的渗透率非常低，仅为10%左右。“先打后补”政策的出台将使养殖企业采购市场苗的成本降低，选择市场苗将具有更高的性价比，这将调动大型及中等规模养殖场采购市场苗的积极性，提升口蹄疫市场苗的渗透率，由于市场苗的价格高于政采苗，市场苗平均价格约是政采苗价格的8-10倍，政采苗释放出的市场份额将会成倍放大，口蹄疫市场苗的市场规模成倍增加。

在规模化与市场化双重因素影响下，我们按现有的牲畜存栏（出栏）量和估计的渗透率测算，可得2020年市场苗的市场规模约55.5亿元，和2016年市场规模相比，市场苗仍有翻倍的成长空间。

表 1：2020 年口蹄疫市场苗潜在市场空间估算

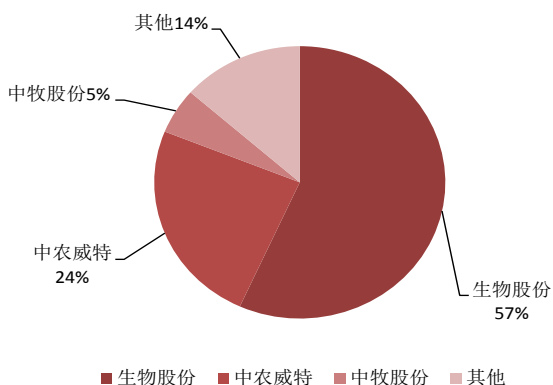
免疫动物	存栏/出栏量（万头）	综合渗透率%	年平均免疫次数	价格（元/头份）	市场容量（亿元）
能繁母猪存栏	4600	80%	4	6	8.8
生猪出栏	70000	40%	2	6	33.6
牛出栏	4800	30%	2.5	10	3.6
奶牛存栏	1500	60%	2.5	10	2.25
羊出栏	30000	30%	2	4	7.2
总计					55.5

数据来源：西南证券测算

2.2 口蹄疫市场苗产能释放，带来公司业绩新增长

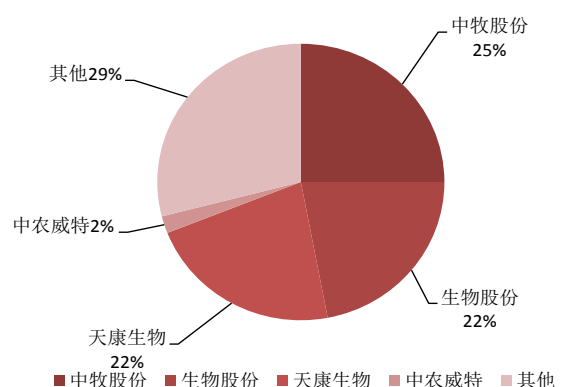
公司是7家口蹄疫疫苗定点生产企业之一，口蹄疫产品主要有猪口蹄疫O型灭活疫苗、口蹄疫O型、亚洲I型二价灭活疫苗、口蹄疫O型、A型、亚洲I型三价灭活疫苗和猪口蹄疫O型合成肽疫苗等。公司口蹄疫市场苗市占率5%左右，招采苗25%左右，作为老牌动保企业，招采苗市占率常年第一。

图 10：口蹄疫生产企业市占率（市场苗）



数据来源：各公司年报，西南证券整理

图 11：口蹄疫生产企业市占率（政采苗）



数据来源：各公司年报，西南证券整理

公司 2014 年下半年开始进军口蹄疫市场苗市场，但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 年各项目逐步投产，口蹄疫疫苗产能扩大约 50%，非口蹄疫疫苗产能扩大 20% 以上，且新生产线皆采用悬浮培养技术，较传统转瓶培养技术具有均一性佳、杂蛋白含量低、产品质量较高、管理方便等优点。因此，2016 年以来，公司口蹄疫市场苗销售业绩增长迅猛，2016 年销售收入达到 8800 万，同比增长 75.6%，2017 年一季度口蹄疫市场苗的业绩也取得了爆发式增长。

表 2：疫苗产能扩张情况

项目	新建或改造情况	状态
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	在产
兰州生物药厂家畜疫苗灭活苗车间（技改）项目	改造新增口蹄疫疫苗 6 亿毫升/年	在产

数据来源：公司公告，西南证券

我们认为，随着口蹄疫市场苗的市场扩容，加之公司良好的品牌口碑，产能与技术的进一步提高，2017 年公司口蹄疫市场苗将大幅增长，成为公司业绩的突出增长点。

3 疫苗产品线完善，助力公司业绩提升

公司疫苗产品线完善，品种齐全。公司是国内规模最大历史最久的兽用疫苗生产企业，建有国内兽用生物制品品种最全、生产能力和产量最大、技术装备和工艺先进的 GMP 企业集群，是我国口蹄疫、禽流感、猪蓝耳病、猪瘟等重大动物疫病疫苗的定点生产企业。目前旗下拥有 8 个兽用疫苗生产基地，分别是中牧兰州生物药厂、中牧保山生物药厂、中牧江西生物药厂、成都药械厂、乾元浩南京生物药厂、乾元浩郑州生物药厂、乾元浩北京生物药厂、南京梅里亚。

表 3：公司主要疫苗品种

分类	品种
猪苗	口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗
	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗
	高致病性猪繁殖与呼吸综合征、猪瘟二联活疫苗
	猪繁殖与呼吸综合征活疫苗
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗
	猪支原体肺炎灭活疫苗
	副猪嗜血杆菌病灭活疫苗
禽苗	禽流感 H5 亚型灭活疫苗
	重组禽流感病毒 (H5+H7) 二价灭活疫苗
	鸡传染性支气管炎耐热保护剂活疫苗
	鸡新城疫、减蛋综合征二联灭活疫苗
	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
其他	犬狂犬病、犬瘟热、犬副流感、犬腺病毒与犬细小病毒病五联活疫苗
	牛多杀性巴氏杆菌病灭活疫苗

分类	品种
	牛口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价合成肽疫苗
	山羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗
	兔病毒性出血症、多杀性巴氏杆菌病二联灭活疫苗

数据来源：中国兽药信息网

猪瘟、猪蓝耳二联疫苗潜力值得期待。公司 2016 年 7 月 26 日获得高致病性猪繁殖与呼吸综合征、猪瘟二联活疫苗（TJM-F92 株+C 株）的生产批准文号。目前除中牧外，国内仅有华威特、硕腾两家具具备生产资质。二联疫苗与传统单苗相比具有保护率高、免疫保护期长的优点，而且二联苗有效的解决了蓝耳疫苗和猪瘟疫苗之间免疫抑制的问题。2017 年一季度，公司业绩受到蓝耳和猪瘟退出强制免疫体系的冲击大幅下滑，但长期来看，业绩将会恢复甚至高于原有水平。主要原因在于这两种病的危害极大，且多年来推行强制免疫制度，使得猪蓝耳、猪瘟疫苗渗透率很高，养殖场转向不打的的可能性极低，市场对于蓝耳和猪瘟疫苗的需求还将持续存在。同时，招采取消，养殖场只能采购价格高于政府苗的市场苗，将对业绩产生提升作用。公司 2015 年来自政府招采的猪瘟、猪蓝耳疫苗销售收入约为 2 亿元，公司二联苗定价约为 15.8 元/头份，远远高于单苗的市场价格。我们认为，随着二联苗的有效推广，公司工艺水平的进一步改进，未来养殖场对于二联苗的认可度将大幅度提高。

公司其他储备品种也将为猪苗持续高速增长提供新动力。公司近期又逐渐推出一系列新品种疫苗，包括：猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000 株）、猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗（HB08 株+ZJ08 株）、猪支原体肺炎灭活疫苗等。其中，猪伪狂犬病属于国家规定需要净化的品种之一，渗透率较高，公司已经拥有 HB2000 株，是目前上市的最近毒株产品，与流行毒株匹配度优于传统 bartha-K61 株，未来有望储备新的流行毒株。腹泻与支原体肺炎均为为国内近年猪用主要流行疫病预防产品，具有较高的防疫需求，公司新品推出将有力满足养殖户需求，为猪苗业绩高速增长提供新动力。

另外，当前猪圆环疫苗市场规模增长迅猛，2015 年国内猪圆环疫苗厂商销售规模达到 11.7 亿元，销量为 2.2 亿头份，市场渗透率约为 27%，2016 年国内猪圆环疫苗厂商销售规模达到 15.5 亿元，增速 32%，我们预计未来猪圆环市场规模将达到 25 亿左右，公司也在积极布局圆环新技术产品。

公司为禽流感国家定点生产企业，禽苗领域同样值得关注。禽流感（Bird Flu 或 Avian Influenza）是禽流行性感冒的简称，禽流感病毒致病力的变化范围很大，引发的疾病可能是不明显的或是温和的一过性的综合征，也可能是 100% 发病率或死亡率的疾病。在禽类中高致病性的属于 H5、H7 亚型，其中 H9 亚型禽流感虽然死亡率相对 H5、H7 等高致病类型偏低，但严重影响家禽生产性能，导致蛋鸡产蛋率下降，肉鸡生长缓慢。在我国禽类中流行最为严重的是 H9、H5 亚型。此外，新城疫、传染性支气管炎和鸡减蛋综合征也属危害较为严重的禽类病毒性疫病。

公司是农业部批准的高致病性禽流感 H5 亚型疫苗 11 家定点生产企业之一，又成功获得由国家禽流感参考实验室研发的重组禽流感病毒（H5+H7）二价灭活疫苗（H5N1Re-8 株+H7N9H7-Re1 株）批准文号，成为 7 家高致病性禽流感 H7 亚型疫苗定点生产企业之一。高致病性禽流感疫苗与口蹄疫疫苗类似，属于国家规定生产定点疫苗品种，行业壁垒较高，竞争格局较好。同时公司拥有数个禽流感、新城疫、传染性支气管炎等多价疫苗品种，禽用疫苗系列品种齐全，有助于公司在市场空间高达 40 亿元的禽苗市场中占得一席之地。

表 4: 高致病性禽流感疫苗生产企业名单

公司	H5 亚型	H7 亚型
乾元浩生物股份有限公司郑州生物厂	√	√
肇庆大华农生物药品有限公司	√	√
哈尔滨维科生物技术开发总公司	√	√
青岛易邦生物工程有限公司	√	√
广东永顺生物制药股份有限公司	√	√
哈药集团生物疫苗有限公司	√	√
南京梅里亚动物保健有限公司	√	
广州市华南农大生物药品有限公司	√	
辽宁益康生物股份有限公司	√	√
山东信得动物疫苗有限公司	√	
吉林冠界生物技术有限公司	√	

数据来源: 中国兽药信息网, 西南证券整理

H7N9 目前是国内冬春交替季的重要流行亚型, 主要由野禽或家禽携带 (低发病), 易感染人且高致病, 因此也称为“人感染 H7N9 禽流感”, 感染 H7N9 病毒的禽类大多并不出现发病、死亡, 因此难以及时发现, 带毒禽类得不到及时识别和有效处置, 要有效防范人感染的难度比较大。自 2016 年 10 月份, 我国 H7N9 亚型禽流感感染人的案例日益增多, 且较以往大幅增加, 以 2017 年 1 月份为例, 感染 H7N9 禽流感发病数达到 160 例, 死亡 61 例, 2016 年 1 月份发病数为 28 例, 死亡 5 例, 2015 年 1 月份发病数为 83 例, 死亡 38 例。虽然高发季节已过, 但是仍有感染人的情况发生。除了对人类健康的威胁, H7N9 亚型禽流感也重创了我国禽类养殖业, 2017 年第二季共发生了 7 起 H7N9 亚型禽流感疫情, 扑杀家禽数 70 万余只, 防控形势依然严峻。

表 5: 2017 年第二季度 H7N9 疫情

日期	地区	发病数 (只)	死亡数 (只)	扑杀数 (只)
2017 年 4 月 2 日	河北省邢台市	8500	5000	80057
2017 年 5 月 8 日	河南省平顶山	7500	5770	77040
2017 年 5 月 13 日	天津市	10000	6000	93150
2017 年 5 月 23 日	陕西省榆林市	22000	22000	23000
2017 年 5 月 31 日	内蒙古自治区呼和浩特市	59556	35526	371230
2017 年 6 月 5 日	内蒙古自治区包头市	3850	2056	52967
2017 年 6 月 10 日	黑龙江省双鸭山市	20150	19500	16610

数据来源: 中国农业部兽医局, 西南证券整理

根据当前 H7N9 流行现状, 考虑到广东、广西高致病性和低致病性 H7N9 病毒同时存在且家禽交易频繁, 农业部决定在两个省区先行开展 H7N9 免疫, 为做好 H7N9 全面免疫工作提供技术支撑。7 月 3 日, 全国首批重组禽流感病毒 (H5+H7) 二价灭活疫苗到达广东地区, 并进行下发免疫。2017 年 7 月广东省率先开启 H5+H7 免疫工作, 首次招标采购价为 1400 元/万毫升, 比起往年中标价至少提升 30%。我们认为随着后续全国各个省份招标展开, H5+H7 禽流感疫苗将进一步增厚公司业绩。

表 6：各省 H5+ H7 禽流感疫苗招标情况

标的	省份	中标企业	中标单价（元/万毫升）	
重组禽流感病毒（H5+H7）二价灭活疫苗（H5N1Re-8 株 +H7N9H7-Re1 株）	广东省	哈尔滨维科生物技术开发公司	1400	
	云南省	辽宁益康生物股份有限公司	1800	
		乾元浩生物股份有限公司	1800	
		哈尔滨维科生物技术开发公司	1800	
		哈药集团生物疫苗有限公司	1800	
		广东永顺生物制药股份有限公司	1800	
		贵州省毕节市	哈尔滨维科生物技术开发公司	1100
	贵州省黔东南	青岛易邦生物工程有限公司	1100	
		乾元浩生物股份有限公司	1100	
		青岛易邦生物工程有限公司	2000	
			哈药集团生物疫苗有限公司	2000

数据来源：政府采购网，西南证券整理

4 新管理层逐步到位，国企改革节点将至

公司控股股东为中国牧工商（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国务院国资委。公司是国内唯一具有央企血统的兽用生物制品企业。随着国企改革进度整体加快，作为国企改革的重要标的，公司在管理层激励、产业资源整合等方面都有望实现突破。

公司管理层调整自 2016 年 12 月开始。2016 年 12 月 9 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；2017 年初，公司聘任薛廷伍牧实业股份有限公司副董事长，聘任叶少华为公司董事会秘书，聘任苏志强为公司副总经理；2017 年 7 月 21 日，聘任吴冬荀先生为公司总经理。新一届管理层的逐步到位为股权激励改革打下良好基础。

2014 年 10 月中牧总公司承诺在两年内提出中牧股份管理层中长期激励计划草案；2016 年 10 月 17 日中牧总公司公告拟延期履行相关承诺，延长期限一年，即在 2017 年 10 月 18 前提出中牧股份管理层中长期激励计划。改革节点将至，公司管理层调整基本完成，股权激励计划有望按时推出。

表 7：新任管理层简介

姓名	任职日期	职务	简介
王建成	2016 年 12 月 9 日	董事长	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，对公司各项业务十分了解，后任中国牧工商（集团）总公司董事长
薛廷伍	2017 年 1 月 19 日	副董事长	曾任国中牧工商(集团)总公司总经理助理、副总经理、中牧实业股份有限公司董事
叶少华	2017 年 3 月 10 日	董事会秘书	曾任中国水产有限公司董事,副总经理兼总法律顾问
苏志强	2017 年 3 月 10 日	副总经理	曾任中牧实业股份有限公司总经理助理、中亚动物保健品总公司总经理、中国牧工商(集团)总公司总经理办公室主任
吴冬荀	2017 年 7 月 21 日	总经理	曾任中牧实业股份有限公司副总经理兼生物制品事业部总经理，在生物制品业务方面有着丰富的经验

数据来源：公司公告，西南证券整理

中农发集团在 2015 年年度工作会议上指出“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。”农发集团旗下另两家上市公司农发种业和中水渔业都已先后进行资产重组，其中农发种业以发行股份购买资产方式收购河南颖泰 67% 股权，涉足农药业务，中水渔业则通过发行股份结合现金收购方式注入中国水产的全部资产。中牧股份作为中农发在疫苗兽药领域唯一的上市公司，是集团在疫苗兽药产业资源整合的重要平台，必然坚定推进市场化转型进程，国企改革有望顺利落地，未来发展前景值得看好。

5 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 环保政策和“先打后补”政策带来生猪养殖市场的结构化调整，规模化养殖程度上升，疫苗市场规模迅速扩大。随着生猪规模化养殖的趋势扩大，公司市场苗产品促销力度也将扩大。考虑 2017 年猪瘟蓝耳政采取取消带来的影响，预计 2017-2019 年公司生物制药产品销量将保持 10%、25%、25% 的增长。
- 2) 受益于规模化生猪养殖场数量的不断增多，养殖户对疫病和疾病的防范意识也逐渐增强。同时公司兽药新品不断，我们预计 2017-2019 年公司兽药板块产品销量将保持 30%、25%、25% 的增长。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
生物制品	收入	1303.63	1433.99	1792.49	2240.61
	增速	4.46%	10.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	54.04%	55.00%	55.00%	55.00%
饲料	收入	800.92	921.06	1013.16	1094.22
	增速	22.07%	15.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	22.38%	20.00%	18.00%	17.00%
兽药	收入	743.77	966.90	1208.63	1510.78
	增速	34.71%	30.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	31.59%	32.00%	31.00%	31.00%
贸易	收入	1100.19	660.11	462.08	369.66
	增速	-37.36%	-40.00%	-30.00%	-20.00%
	毛利率	3.64%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务	收入	25.37	26.64	27.97	29.37
	增速	16.91%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	35.29%	36.00%	36.00%	36.00%
合计	收入	3973.87	3,982.07	4,504.33	5,244.65
	增速	-6.15%	0.21%	13.12%	16.44%
	毛利率	29.38%	32.70%	34.79%	36.39%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.86 元、1.08 元、1.43 元，对应 PE 分别为 22 倍、18 倍和 13 倍。公司为国内疫苗企业龙头之一，各项产品资质齐全。考虑同行业平均 PE，给予公司 2017 年 31 倍 PE，目标价 26.66 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司盈利预测相对估值

代码	简称	股价（元） 2017/09/11	每股收益（元）			市盈率		
			16A	17E	18E	16A	17E	18E
600195	中牧股份	19.25	0.78	0.86	1.08	24	22	18
行业均值						38.45	30.87	22.89
600201	生物股份	33.07	1.11	1.32	1.67	32.95	25.01	19.78
603566	普莱柯	23.85	0.59	0.69	0.99	41.07	34.65	24.00
300119	瑞普生物	13.57	0.34	0.41	0.55	41.34	32.96	24.90

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

新品推广或不达预期，国企改革或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3973.87	3982.07	4504.33	5244.65	净利润	360.62	367.41	462.02	614.00
营业成本	2806.21	2679.95	2937.49	3336.29	折旧与摊销	180.22	305.59	308.20	309.98
营业税金及附加	23.76	19.85	23.95	27.30	财务费用	30.74	26.02	12.98	3.73
销售费用	486.39	525.63	608.08	708.03	资产减值损失	8.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	374.54	406.17	495.48	576.91	经营营运资本变动	-997.96	305.02	-251.78	-134.21
财务费用	30.74	26.02	12.98	3.73	其他	1051.10	-101.44	-109.87	-122.83
资产减值损失	8.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	633.40	902.59	421.55	670.67
投资收益	170.73	100.00	110.00	123.00	资本支出	-90.75	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1299.60	90.21	100.00	113.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1390.35	80.21	90.00	103.00
营业利润	414.28	424.45	536.36	715.39	短期借款	41.09	-75.05	0.00	0.00
其他非经营损益	13.26	12.83	12.98	12.93	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	427.54	437.28	549.33	728.31	股权融资	60.93	0.00	0.00	0.00
所得税	66.91	69.88	87.32	114.32	支付股利	-82.95	-214.03	-235.60	-296.16
净利润	360.62	367.41	462.02	614.00	其他	1096.57	-35.64	-12.98	-3.73
少数股东损益	26.20	-0.72	-0.73	-0.70	筹资活动现金流净额	1115.64	-324.72	-248.58	-299.89
归属母公司股东净利润	334.42	368.13	462.75	614.70	现金流量净额	362.37	658.09	262.97	473.78
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1065.65	1723.74	1986.71	2460.48	成长能力				
应收和预付款项	372.48	432.19	460.88	532.86	销售收入增长率	-6.15%	0.21%	13.12%	16.44%
存货	563.52	555.67	604.19	690.34	营业利润增长率	27.82%	2.46%	26.37%	33.38%
其他流动资产	1308.55	878.39	1156.80	1283.58	净利润增长率	28.26%	1.88%	25.75%	32.90%
长期股权投资	547.59	547.59	547.59	547.59	EBITDA 增长率	25.97%	20.92%	13.42%	20.01%
投资性房地产	0.21	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1562.06	1331.44	1098.22	863.22	毛利率	29.38%	32.70%	34.79%	36.39%
无形资产和开发支出	502.17	438.42	374.66	310.91	三费率	22.44%	24.05%	24.79%	24.57%
其他非流动资产	108.45	117.23	126.01	134.78	净利率	9.07%	9.23%	10.26%	11.71%
资产总计	6030.68	6024.66	6355.05	6823.77	ROE	9.76%	9.57%	11.37%	14.01%
短期借款	75.05	0.00	0.00	0.00	ROA	5.98%	6.10%	7.27%	9.00%
应付和预收款项	570.85	573.12	631.60	719.76	ROIC	12.86%	12.01%	16.26%	21.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.73%	18.99%	19.04%	19.62%
其他负债	1690.62	1613.63	1659.12	1721.84	营运能力				
负债合计	2336.52	2186.74	2290.72	2441.60	总资产周转率	0.76	0.66	0.73	0.80
股本	429.80	429.80	429.80	429.80	固定资产周转率	2.84	2.84	3.79	5.45
资本公积	975.01	975.01	975.01	975.01	应收账款周转率	20.68	20.79	21.87	22.35
留存收益	1943.14	2097.24	2324.38	2642.93	存货周转率	4.36	4.66	4.94	5.04
归属母公司股东权益	3357.57	3502.05	3729.19	4047.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.27%	—	—	—
少数股东权益	336.58	335.87	335.14	334.43	资本结构				
股东权益合计	3694.16	3837.92	4064.33	4382.17	资产负债率	38.74%	36.30%	36.05%	35.78%
负债和股东权益合计	6030.68	6024.66	6355.05	6823.77	带息债务/总负债	54.18%	54.46%	51.99%	48.77%
					流动比率	3.03	3.80	4.02	4.14
					速动比率	2.51	3.21	3.44	3.57
					股利支付率	24.80%	58.14%	50.91%	48.18%
					每股指标				
					每股收益	0.78	0.86	1.08	1.43
					每股净资产	8.60	8.93	9.46	10.20
					每股经营现金	1.47	2.10	0.98	1.56
					每股股利	0.19	0.50	0.55	0.69
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	625.25	756.06	857.54	1029.10					
PE	24.23	22.01	17.51	13.18					
PB	2.19	2.11	1.99	1.85					
PS	2.04	2.03	1.80	1.54					
EV/EBITDA	13.12	9.87	8.38	6.52					
股息率	1.02%	2.64%	2.91%	3.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn