

中牧股份 (600195)

证券研究报告

2017年08月28日

产品升级，国改升温，预计下半年业绩加速！

事件：

今天公司公告中报，1-6月营业收入 15.14 亿元，同比降低 13.71%，归母净利润 1.14 亿元，同比降低 14.38%。

行业因素影响中报业绩，管理效率提高初见成效

公司上半年营业收入和归母净利润出现“双降”的主要原因是：第一，猪瘟、蓝耳退出市场招采导致行业下滑 70%以上，预计公司同样受到影响但略好于行业；第二，上半年禽流感影响禽苗行业销量，预计公司上半年禽苗收入增速 10%左右。但公司销售费用和管理费用同比下降 8.5%和 13.9%。我们认为，影响公司业绩增速的因素已经过去，公司管理效率改善已见成效。

口蹄疫产品升级，基本面持续向好

根据最新的草根调研，公司口蹄疫市场苗已完成一次技改升级，预计 10 月完成第二次技改升级，这将提升公司口蹄疫产品的市场竞争力，养殖规模化和疫苗优质优价将提升口蹄疫市场苗市场空间翻倍（17 亿到 40 亿）和行业集中度提高。我们预计 2017 年口蹄疫市场苗收入增速有望达 100%（2 亿收入）。

国改升温，有效激励将提升管理效率

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，随着公司总经理正式上任，核心管理团队已经确立。公司费用率水平远高于同业，净利率却远低于同业，管理效率存在巨大的改善空间。我们认为，国改持续升温，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。

公司最艰难时间已过，中报是布局最佳时点

根据草根调研，猪瘟、蓝耳受招采退出影响较大，但公司受影响情况好于行业，预计 17 年两者收入 5000 万，猪瘟-蓝耳二联苗的推广仍在稳步发展，腹泻-胃肠炎二联苗预计 17 年收入 4000 万，我们预计，非口蹄疫疫苗有望实现 20%增长。此外化药和饲料收入增速分别达 30%和 25%。

投资建议：我们预计，2017-19 年公司实现归属于母公司净利润 3.8/5.0/6.4 亿元，对应 EPS 0.88/1.17/1.49 元，三年复合增速 30%。其中，2017-19 年疫苗主业贡献净利润 2.8/4.3/5.8 亿元，对应 EPS 0.65/1.0/1.35 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 120 亿。给予“买入”评级。

风险提示：产品销量不达预期，疫情风险

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	4,515.56	5,400.02	6,349.27
增长率(%)	4.93	(6.15)	13.63	19.59	17.58
EBITDA(百万元)	493.19	621.96	604.55	762.37	954.96
净利润(百万元)	275.67	334.42	379.81	500.85	639.04
增长率(%)	(5.07)	21.31	13.57	31.87	27.59
EPS(元/股)	0.64	0.78	0.88	1.17	1.49
市盈率(P/E)	29.79	24.56	21.63	16.40	12.85
市净率(P/B)	2.70	2.45	2.27	2.07	1.86
市销率(P/S)	1.94	2.07	1.82	1.52	1.29
EV/EBITDA	17.71	15.37	12.56	8.51	6.96

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	19.11 元
目标价格	28 元
上次目标价	28 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)	8,213.48
流通 A 股市值(百万元)	8,213.48
每股净资产(元)	8.07
资产负债率(%)	38.24
一年内最高/最低(元)	24.14/17.83

作者

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

杨钊 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070003
yangzhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中牧股份-季报点评:招标政策影响一季度业绩增速,预计未来将逐季好转》
2017-05-02
- 《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

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	1,257.83	2,518.03	2,574.31
应收账款	263.02	260.25	505.93	317.83	642.82
预付账款	187.20	93.82	270.20	163.01	320.07
存货	694.25	563.52	821.97	865.18	1,085.96
其他	40.94	1,326.96	35.84	30.03	45.66
流动资产合计	1,888.69	3,310.20	2,891.77	3,894.08	4,668.83
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	5,464.73	6,321.83	6,952.09
短期借款	33.97	75.05	0.00	0.00	0.00
应付账款	592.67	647.40	553.42	930.51	846.73
其他	363.53	371.31	507.41	484.07	543.36
流动负债合计	990.16	1,093.77	1,060.83	1,414.58	1,390.09
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	1,505.45	1,991.86	2,144.98
少数股东权益	318.55	336.58	345.50	365.49	395.36
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	3,183.98	3,534.68	3,981.95
其他	(912.63)	(965.39)	(974.98)	(975.08)	(975.02)
股东权益合计	3,355.74	3,694.16	3,959.28	4,329.97	4,807.12
负债和股东权益总	4,390.36	6,030.68	5,464.73	6,321.83	6,952.09

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	281.17	360.62	379.81	500.85	639.04
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)	653.41	615.48	(739.71)
其它	(222.26)	1,243.04	8.91	19.99	29.87
经营活动现金流	530.14	633.40	1,094.53	1,193.71	(17.64)
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)	(1,387.59)	(555.30)	(728.68)
筹资活动现金流	(94.78)	1,115.64	(1,008.90)	(37.94)	(53.40)
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	192.18	1,260.20	56.28

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	4,515.56	5,400.02	6,349.27
营业成本	3,137.05	2,806.21	3,142.04	3,728.74	4,362.91
营业税金及附加	12.68	23.76	18.08	23.36	30.29
营业费用	432.00	486.39	541.87	623.70	704.77
管理费用	353.30	374.54	451.56	502.20	558.74
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	445.63	600.45	774.54
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	457.31	612.76	786.96
所得税	54.93	66.91	68.60	91.91	118.04
净利润	281.17	360.62	388.72	520.85	668.92
少数股东损益	5.50	26.20	8.91	19.99	29.87
归属于母公司净利润	275.67	334.42	379.81	500.85	639.04
每股收益(元)	0.64	0.78	0.88	1.17	1.49

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.93%	-6.15%	13.63%	19.59%	17.58%
营业利润	0.51%	27.82%	7.57%	34.74%	28.99%
归属于母公司净利润	-5.07%	21.31%	13.57%	31.87%	27.59%
获利能力					
毛利率	25.91%	29.38%	30.42%	30.95%	31.28%
净利率	6.51%	8.42%	8.41%	9.27%	10.06%
ROE	9.08%	9.96%	10.51%	12.63%	14.48%
ROIC	10.31%	14.55%	10.38%	17.60%	30.83%
偿债能力					
资产负债率	23.57%	38.74%	27.55%	31.51%	30.85%
净负债率	20.89%	8.05%	0.12%	-3.45%	-21.96%
流动比率	1.91	3.03	2.73	2.75	3.36
速动比率	1.21	2.51	1.95	2.14	2.58
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	6.52	6.40	6.51
总资产周转率	0.98	0.76	0.79	0.92	0.96
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.78	0.88	1.17	1.49
每股经营现金流	1.23	1.47	2.55	2.78	-0.04
每股净资产	7.07	7.81	8.41	9.22	10.26
估值比率					
市盈率	29.79	24.56	21.63	16.40	12.85
市净率	2.70	2.45	2.27	2.07	1.86
EV/EBITDA	17.71	15.37	12.56	8.51	6.96
EV/EBIT	26.36	21.49	16.43	10.46	8.17

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 37 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 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com