



公司拐点已至, 未来发展不可限

投资要点

- 动保市场规模大, 增长迅速。**全球动物保健市场规模由2004年的137亿美元增长到2015年300亿美元, 年复合增长率达7.4%, 并且增速呈上升趋势, 2015年同比增速高达20%。相比之下, 我国动保行业的发展与国外仍有较大差距, 但随着国家对动物疫情防控和食品安全的日益重视, 国内动物保健行业发展迅速, 保持较高的增长态势。2008~2015年, 我国动保行业的市场规模从181.6亿元增长至413.6亿元, 未来成长空间仍然巨大。
- 养殖规模化, 兽用疫苗尽享红利在即。**受到政策冲击, 环保压力加大, 养殖散户加速退出市场, 大型企业规模场补栏扩张明显, 养殖规模化发展, 对高端兽用疫苗的需求不断加强, 口蹄疫市场苗替代政采苗, 带动动物保健品行业整体规模快速扩容, 公司产品有望受益, 形成新的增长亮点。近年来, 由于国家对食品安全日益重视, 畜禽养殖实行强制免疫制度, 促进我国兽用疫苗市场规模由2009年仅约为51亿元, 增长至2016年203亿元左右, 未来还有望继续维持约7%的增速实现稳定增长。
- 新管理层逐步到位, 公司拐点已至。**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。2017年12月, 公司第一期股票期权激励计划获得国务院国资委批复, 约占公司股本总额的1.85%, 行权价格19.86元。我们认为此次的期权激励中的行权条件要求较高, 成功彰显了公司对未来快速增长的信心。
- 盈利预测与投资建议。**考虑公司目前疫苗产品市场竞争力上升迅速, 且公司三大业务板块皆处于业绩拐点所在, 我们上调公司2019年盈利预测。预计2017-2019年EPS分别为0.82元、1.08元、1.53元, 对应PE分别为24倍、18倍和13倍。考虑同行业平均PE为25倍, 给予公司2018年25倍PE, 目标价27元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:**市场竞争或加剧、公司产品销售或不及预期的风险、原材料价格或波动。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3973.87	3906.33	4488.43	5261.39
增长率	-6.15%	-1.70%	14.90%	17.22%
归属母公司净利润(百万元)	334.42	353.26	463.99	659.08
增长率	21.31%	5.63%	31.35%	42.05%
每股收益EPS(元)	0.78	0.82	1.08	1.53
净资产收益率ROE	9.76%	9.54%	11.78%	15.34%
PE	25	24	18	13
PB	2.26	2.20	2.06	1.88

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)	17.2-21.89
总市值(亿元)	84.71
总资产(亿元)	62.97
每股净资产(元)	8.15

相关研究

1. 中牧股份(600195): 短期业绩承压, 长期动保+改革双看点 (2017-09-12)

目 录

1 公司概况：业内领先的动物保健品生产企业	1
2 行业分析：养殖规模格局大转变，动物防疫市场苗优先	2
2.1 国际发展成熟，国内格局锁定顺势而为	2
2.2 生猪养殖规模化生产，防疫需求量质齐增	3
2.3 政策驱动，口蹄疫市场苗扩容	4
3 中牧股份——动保航母扬帆起航	5
3.1 研发创新，成果显现，动物疫苗产品链不断丰富	5
3.2 业务结构调整，品牌战略布局	7
3.3 员工持股计划获批，业绩提升在即	9
4 盈利预测与估值	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司 2012-2017 年主营业务收入结构占比情况	1
图 2: 公司 2016 年各主要产品毛利贡献占比情况	1
图 3: 公司 2013-2017 年营业收入及同比增速	1
图 4: 公司 2013-2017 年归母净利润及同比增速	1
图 5: 动保行业全球市场规模	2
图 6: 2015 年动保行业全球市场份额分布	2
图 7: 我国动保行业市场规模	2
图 8: 中国动保企业之分布	2
图 9: 生猪饲养规模场数量变化	3
图 10: 大型养殖场生猪出栏量（万头）	3
图 11: 我国兽用疫苗市场规模及预测	4
图 12: 口蹄疫市场苗市场规模（亿元）及增速	4
图 13: 无血清细胞悬浮培养工艺	6
图 14: 五级纯化浓缩工艺	6
图 15: 公司四大主营业务收入情况（亿元）	8
图 16: 公司四大主营业务的毛利率（%）	8
图 17: 中牧股份主要品牌产品	8

表 目 录

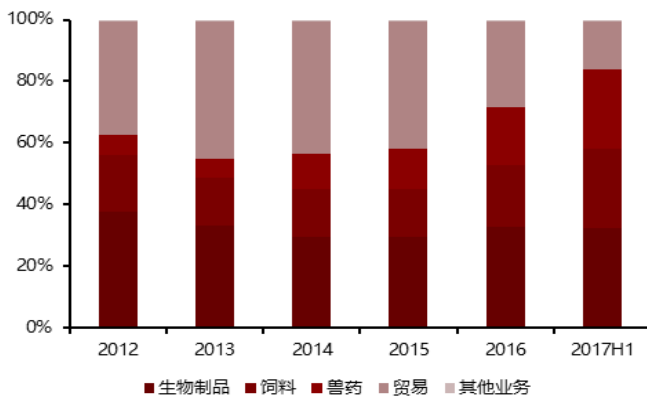
表 1: 2020 年口蹄疫市场苗潜在市场空间估算	5
表 2: 口蹄疫抗原制备方法比较	6
表 3: 公司口蹄疫疫苗领域主要产品和荣誉	6
表 4: 公司股权激励计划各年度业绩考核目标	9
表 5: 股权激励计划考核目标对标公司名单	9
表 6: 分业务收入及毛利率	10
附表: 财务预测与估值	12

1 公司概况：业内领先的动物保健品生产企业

中牧股份是集研发、生产、销售、服务于一体的国内最大的动物保健品生产企业，主营产品包含生物制品、兽用化药、饲料和饲料添加剂以及贸易四大板块。生物制品是公司最重要的业务板块，拥有禽用疫苗、兽用疫苗和特种疫苗（口蹄疫疫苗）三大类，品种齐全，约达 170 种。公司自产多为饲料产量全国第二，兽药板块也正处于不断突破和快速上升阶段。

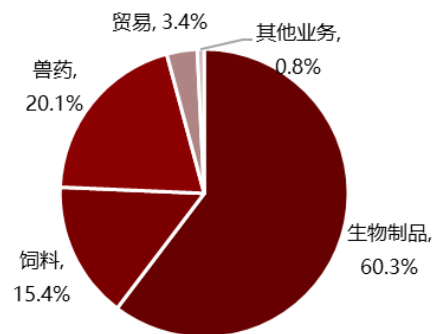
公司主营业务结构：公司主营业务收入来自生物制品、饲料、兽药和贸易，2016 年合计占比 99.4%，其中生物制品占比 32.8%，饲料占比 20.2%，兽药占比 18.7%，贸易占比 27.7%；生物制品毛利率最高，达 54.0%，毛利贡献占比 60.3%，其次为兽药和饲料，分别占比 20.1%、15.4%。近三年来，公司的生物制品、饲料和兽药三大毛利率较高的主营业务收入占比呈逐年上升趋势，贸易业务大幅减少。

图 1：公司 2012-2017 年主营业务收入结构占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

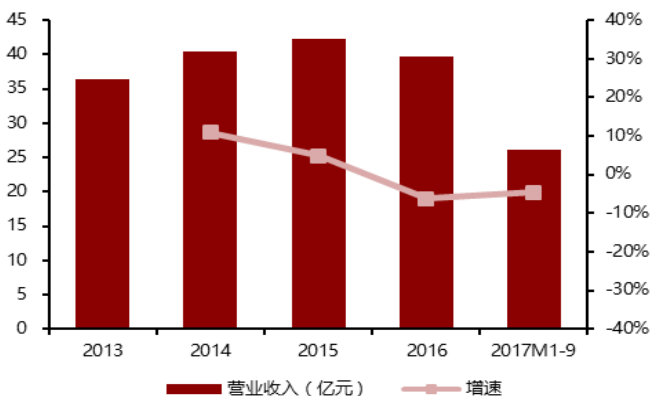
图 2：公司 2016 年各主要产品毛利贡献占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

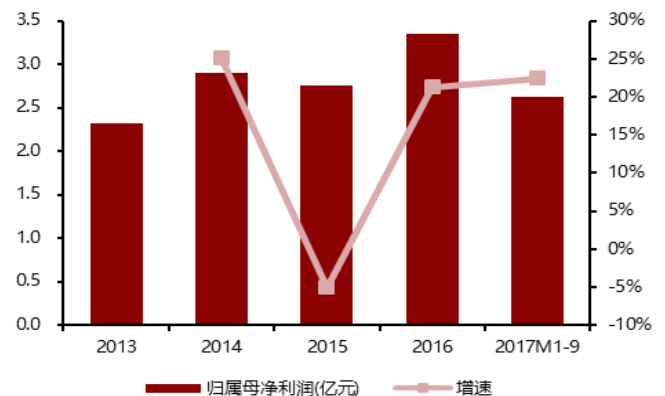
公司业绩状况：近三年，公司主营业务收入保持稳定。2017 年前三季度，公司实现营业收入 26.2 亿元，同比下滑 4.6%，归母净利润 2.6 亿元，同比增长 22.5%。2016 年以来，公司收入减少，主要是由于收入结构的调整，贸易收入大幅缩减。在业务调整过程中，归母净利润仍然保持 20% 以上的增速，持续向好。

图 3：公司 2013-2017 年营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013-2017 年归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：养殖规模格局大转变，动物防疫市场苗优先

2.1 国际发展成熟，国内格局锁定顺势而为

发达国家和地区动物保健市场经过多年的发展，已经进入稳步发展时期。除 2009 年受全球金融危机影响出现负增长以外，全球动物保健市场保持稳定增长，市场规模 2004 年 137 亿美元增长到 2015 年 300 亿美元，年复合增长率达 7.4%，并且增速呈上升趋势，2015 年同比增速高达 20%。

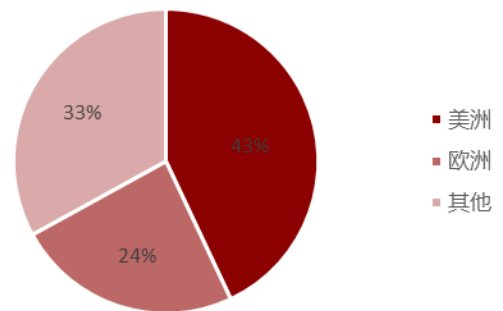
全球动物保健市场主要集中于欧美市场，产品以兽用化药为主，主要应用于经济动物。2015 年全球动物保健市场按销售区域划分，美洲市场占比 43%，欧洲市场占比 24%，其他市场占比 33%，美洲市场是全球最大的市场。

图 5：动保行业全球市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

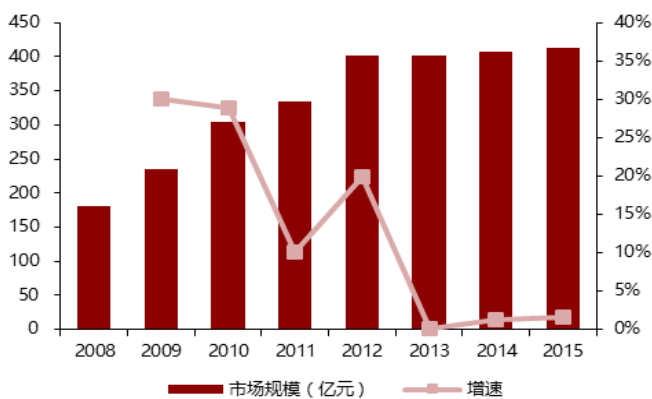
图 6：2015 年动保行业全球市场份额分布



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

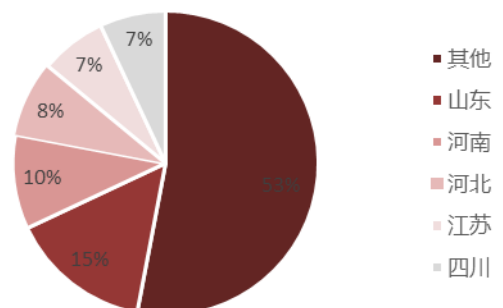
我国动保行业的市场规模仍与国外有较大差距，但随着国家对动物疫情防控和食品安全的逐步重视，国内动物保健行业发展迅速，保持较高的增长态势。2008~2015 年，我国动保行业的市场规模从 181.6 亿元增长至 413.6 亿元，年复合增长率达 12.5%。全国动保企业也纷纷抢抓机遇，遍地开花。

图 7：我国动保行业市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 8：中国动保企业之分布

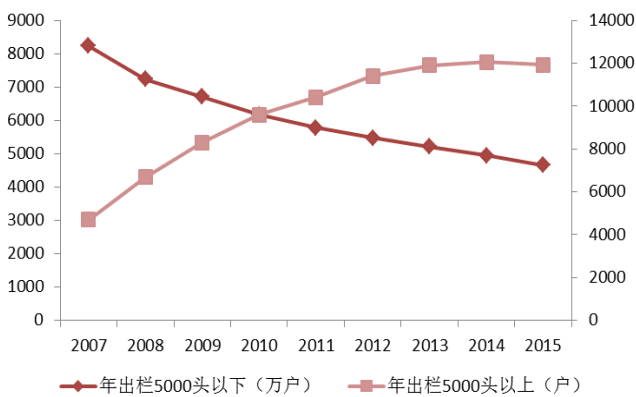


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 生猪养殖规模化生产，防疫需求量质齐增

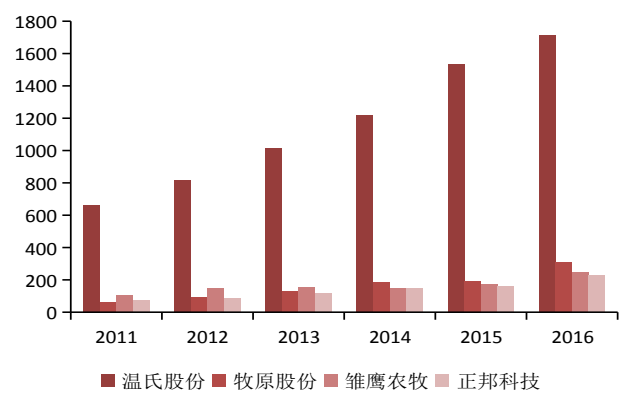
受到政策冲击，环保压力不断加大，散户加速退出市场，而大型养殖场凭借丰厚的利润大量补栏，导致本轮生猪存栏回升周期呈现明显的规模场补栏特征。年出栏 5000 以上的生猪养殖场在 2007 年不足 5000 户，历经 7 年行业洗牌，2015 年已经达到 1.2 万户；相反，出栏 5000 头以下养殖户从 2007 年的 8000 余万户锐减至 2015 年的不足 5000 万户。由于大型肉类企业拥有覆盖饲料加工、遗传育种、生猪养殖、生猪屠宰及肉制品加工等环节的一体化生产模式，并且在市场和区位选择、抗风险能力等方面具有明显优势，整个行业趋于集中规模化生产。预计到 2020 年，生猪养殖行业集中度将由目前 5% 的水平上升至 10%。核心客户群的出栏量大幅增长无疑将带动动物保健品行业整体规模快速扩容。

图 9：生猪饲养规模场数量变化



数据来源：Wind，西南证券整理

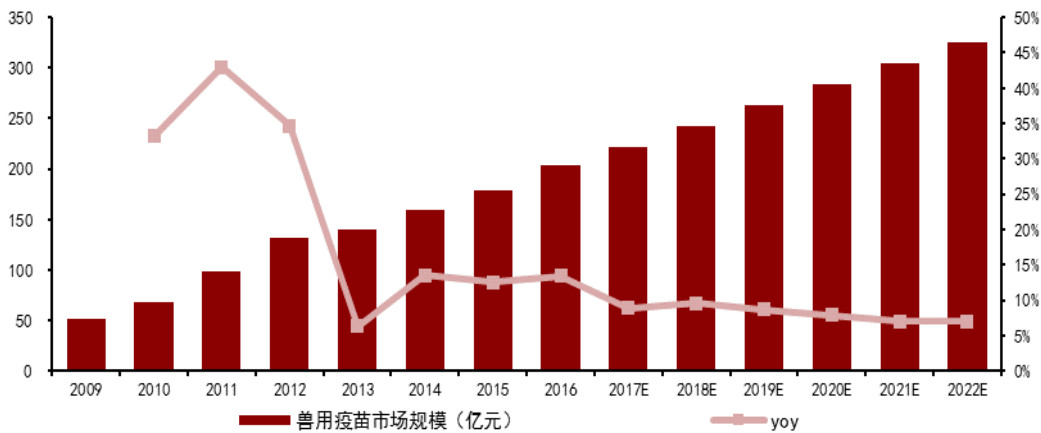
图 10：大型养殖场生猪出栏量（万头）



数据来源：OIE，西南证券整理

近年来，由于国家加大防疫投入，实行强制免疫制度，促进我国兽用疫苗市场步入快速成长期。从我国兽用疫苗市场规模变化来看，2009 年我国兽用疫苗市场规模仅约为 51 亿元，2013 年达到 140 亿元。根据统计，2015 年我国兽用疫苗市场规模在 179 亿元左右，2016 年在 203 亿元左右。在未来，随着市场日趋饱和，增速有所放缓，但仍将维持约 7% 的增速实现稳定增长。

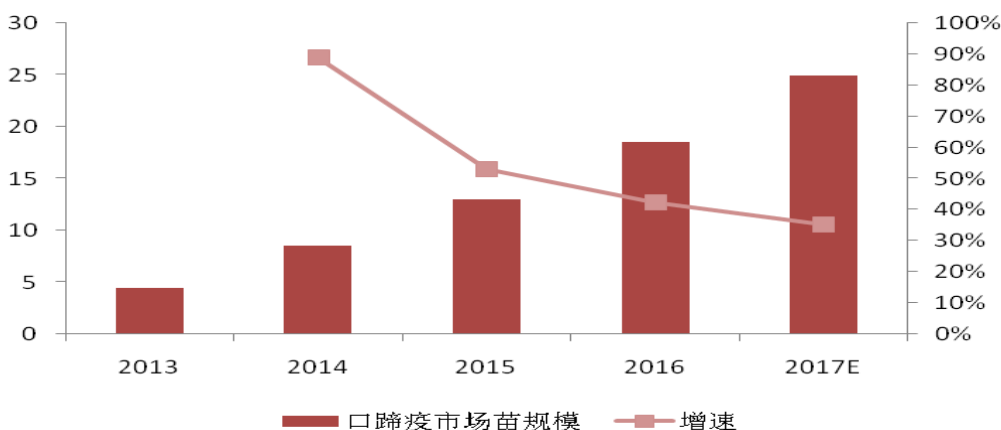
这种增长一方面源自规模化养殖中动物防疫和治疗是常规性的消耗，而高密度的养殖方式，一旦发生疫情，在短时间有可能造成大面积的传染；另一方面，我国食品安全实行越来越严格的标准，对养殖业也提出了更高的标准，注射疫苗进行免疫相较于处置生病动物能够大大节约成本和人力，而且可以大大降低药物残留。因此防疫体系的健全既是一个环境大趋势，也是动保行业未来红利的稳定来源之一。

图 11：我国兽用疫苗市场规模及预测


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

2.3 政策驱动，口蹄疫市场苗扩容

根据《农业部、财政部关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》（农医发[2016]35号），我国将继续优化强制免疫补助政策，未来将进一步调整疫苗采购和补助方式，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。十九大报告提出，着力解决突出环境问题，其中环保问题对农业类，尤其是生猪养殖业影响深远。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着的推进，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 12：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。

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

随着规模化养殖和国家强制免疫补助政策的持续推进，疫苗产品将从“同质比价”时代逐步向“提质提价”迈进，全面助力口蹄疫疫苗的市场化发展。尤其对规模化养殖企业而言，更倾向于采购品质有保证的市场苗。

在规模化与市场化双重因素影响下，叠加政策“先打后补”的推动，我们预测 2017 年口蹄疫市场苗销售规模为 25 亿元左右，未来猪口蹄疫市场苗母猪渗透率和生猪渗透率还将进一步提高，根据中国产业信息网的数据测算，预计 2020 年口蹄疫市场苗的规模将达到 55.5 亿元，还有成倍上涨空间。

3 中牧股份——动保航母扬帆起航

3.1 研发创新，成果显现，动物疫苗产品链不断丰富

公司自 1998 年成立以来，十分重视科技创新，始终致力于新型、安全、高效、绿色产品的研发，是农业部指定的高致病性禽流感、口蹄疫、猪蓝耳病、猪瘟等重大动物疫病疫苗定点生产企业和北京市高新技术企业，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 个和博士后流动站 1 个，在反向遗传、悬浮培养、病原分离鉴定等技术方面都有重大突破，已成为我国动物保健品和动物营养品领域品种齐全、规模庞大、技术装备和工艺先进的产业巨头。

在生产技术层面，公司新开发的无血清悬浮培养技术开创了口蹄疫疫苗工艺升级先河，与国内其他公司所用的有血清细胞悬浮培养相比，具有疫苗高效化、全程密闭化、操作自动化、生产精简化等多方面的优势。另外，公司以独有的 146S 亲和层析纯化技术，独创连续五级纯化浓缩工艺，使杂蛋白去除率达到 99% 以上，彻底去除 3ABC 非结构蛋白。这些技术工艺的改进为公司产品质量和生产效率的提升奠定了稳定的基础。

表 2：口蹄疫抗原制备方法比较

FMD 抗原制备方法		目前国内使用情况	优缺点
细胞悬浮培养	无血清细胞悬浮培养	中牧股份独有	减少后期纯化工作，提高了疫苗质量。在实际生产中避免了外源性动物蛋白的污染及免疫副反应的发生，是目前口蹄疫抗原制备的最佳方法。
	有血清细胞悬浮培养	国内其他公司	相比于转瓶培养，悬浮培养工艺具有制备抗原快速，避免污染、提高疫苗质量等特点，但动物血清的使用，不仅增加了后期纯化工作，还会导致一定程度的副反应。

数据来源：西南证券整理

图 13：无血清细胞悬浮培养工艺


数据来源：西南证券整理

图 14：五级纯化浓缩工艺


数据来源：西南证券整理

近年来，公司在口蹄疫疫苗领域先后获得两个极具含金量的一类新兽药注册证书（根据中国兽药协会数据，2013-2016 年我国注册的新兽药数量 216 个，其中一类新兽药仅 6 个，占总量的 2.78%），两项国家科技进步二等奖和一项国家科学技术发明二等奖，以及四种口蹄疫疫苗获得国家重点新产品证书，这些成就和荣誉将为公司树立强大的品牌优势和企业形象起到很大的推动和促进作用，提升产品的市场竞争力。

表 3：公司口蹄疫疫苗领域主要产品和荣誉

	产品/项目名称	证书
口蹄疫主要疫苗产品	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 98+93）	新兽药三类注册证书
	猪口蹄疫 O 灭活疫苗（O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株）	新兽药三类注册证书
	口蹄疫 O 型、亚洲 1 型二价灭活疫苗（OS/99 株+LC/96 株）	新兽药三类注册证书
	猪、牛口蹄疫 O 型灭活疫苗（OS/99 株）	新兽药三类注册证书
	牛口蹄疫 O 型灭活疫苗（OS/99 株）	新兽药三类注册证书
	牛口蹄疫 O 型、亚洲 1 型二价合成肽疫苗（多肽 0501+0601）	新兽药三类注册证书
	口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 1 型三价灭活疫苗（O/HB/HK/99 株+AF/72 株+Asia-I/XJ/KLMY/04 株）	新兽药二类注册证书
	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗	新兽药一类注册证书
	猪口蹄疫 O 型病毒 3A3B 表位缺失灭活疫苗（O/rV-1 株）	新兽药一类注册证书
口蹄疫研发项目	猪 O 型口蹄疫灭活疫苗（II）研制及其生产工艺	国家科学技术发明二等奖
	病毒浓缩培养工艺与猪 O 型口蹄疫灭活疫苗（II）	国家科学技术进步二等奖
	针对新传入我国口蹄疫流行毒株的高效疫苗的研制及应用	国家科学技术进步二等奖

数据来源：公司公告，西南证券整理

其中,2017年11月,公司新兽药产品猪口蹄疫O型病毒3A3B表位缺失灭活疫苗(O/rV-1株)获得国家一类注册证书,这是国内外首个获批的猪口蹄疫表位缺失疫苗。该疫苗具有分子标记功能,成功克服了口蹄疫传统疫苗因纯化不完全,存在大量非结构蛋白抗体,免疫后难以精准区别免疫动物和感染动物等问题,将为我国口蹄疫流行病学监测和疫源净化起重要作用。该产品预计2018年上半年可以获得生产批文,上市之后将进一步提升公司生物制品销售业绩。

公司近两年获得新兽药注册证书或生产批文的其他生物制品还有“猪支原体肺炎灭活疫苗(DJ-166株)”(商品名“肺祥”)、猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗(HB2000株)、山羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗(山羊支原体山羊肺炎亚种C87001株)、禽流感病毒H5亚型灭活疫苗(D7株+rD8株)等。这些产品不仅丰富了公司动物疫苗产品线,也将为公司带来新的增长点。我们认为在近年来禽流感疫情严重的行业背景下,各大养鸡场对高质量疫苗的需求量将急剧上升,对于公司新品禽流感病毒H5亚型灭活疫苗(D7株+rD8株)上市之后抢占一定的市场份额具有较大推动作用。

3.2 业务结构调整, 品牌战略布局

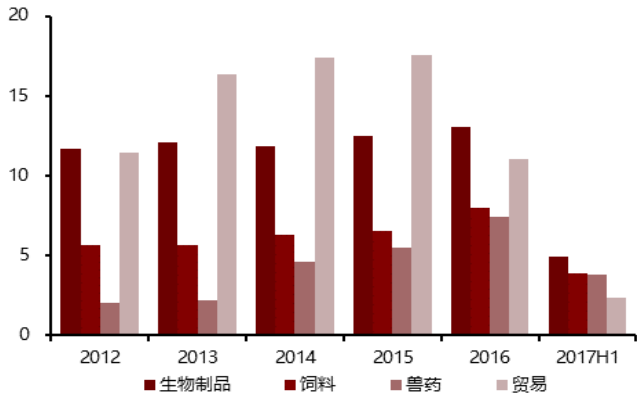
未来公司将以生物制品板块为主导,饲料、化药为两翼,稳定发展为战略发展目标。从过去历年的数据来看,公司生物制品板块的毛利率最高,始终稳定在50%以上,而化药板块毛利率呈现快速增长的态势,由2012年的不足15%上升至如今30%以上,饲料板块也在20%以上,唯有原本贡献收入最大的贸易板块毛利率较低。为降低市场风险,公司将主动控制贸易规模,下调贸易板块的比重,2017H1公司贸易业务收入2.4亿元,同比下降57.4%。

在生物制品板块,基于生猪养殖行业集中度越来越高,规模化生产成为发展趋势的发展背景,大型养殖场对高端市场苗需求越来越大,公司迅速做出由原来以政采苗为主向现在市场苗为主的产业升级换代,以口蹄疫疫苗为突破点,持续发展动物疫苗业务。为了适应市场变化,公司以国内首家蓝耳、猪瘟二联苗新品上市为代表,在多个大型养殖集团开展重点市场化产品的终端试用活动,通过品质提升和服务配套建立品牌影响力。公司坚持技术营销、会议营销、微信宣传等有效手段加大市场推广力度,全年共召开340余场次各类推广会、技术讲座和客户培训活动,提升品牌认知度和忠诚度。**2017年上半年公司生物制品板块实现营业收入4.9亿元,同比减少9.1%。其中主要受猪瘟蓝耳退出强免苗范围影响,扣除政府苗短期影响后公司各个市场苗产品实现稳定增长。**

在兽药板块,公司不断延伸化药产品线,将氟苯尼考、泰万菌素、喹乙醇、喹烯酮、泰妙菌素从原料药延伸至多个品种规格的制剂产品,增加附加值,大力提升制剂产品的装备和工艺技术水平。同时,公司还十分注重营销创新,积极开发集团客户,并与相关事业部进行协同营销,多个产品进入包括中粮、双胞胎、温氏、牧原等在内的大型养殖企业和饲料企业。**2017年上半年公司化药产品实现营业收入3.8亿元,同比增长21.6%。**

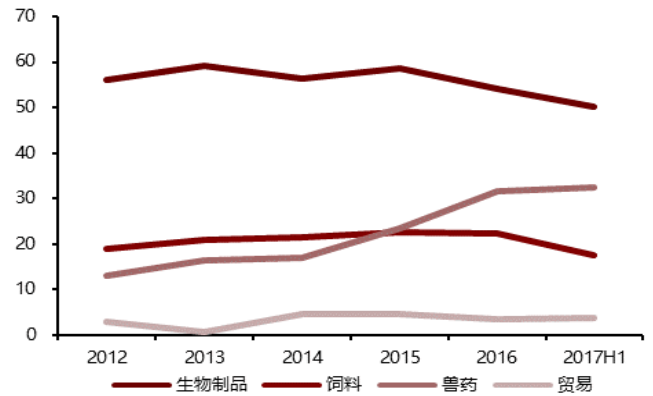
在饲料业务板块,一方面,公司进行产业布局,新建工厂长春华罗、新乡华罗竣工投产;另一方面,公司不断完善运营模式,积极推进营销创新,深入开展数据营销、驻场营销,宣传公司饲料产品配方的科学性和品牌价值,不断增强客户黏性。公司将原料采购优势与产品定价策略有效结合,推进多维产品,积极开展以蛋鸡保险促进产品销售的试点工作等,促进饲料业务实现新的增长。**2016年公司饲料产品实现营业收入3.9亿元,同比增长18.8%。**

图 15: 公司四大主营业务收入情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 公司四大主营业务的毛利率 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在品牌树立方面, 公司始终以“打造中国畜牧业第一安全品牌”为目标, 十分重视品牌建设。公司主要疫苗产品口蹄疫疫苗和禽流感疫苗均为国家强制免疫品种, 经过多年的积累, 已经形成了明显的品牌优势。公司动物疫苗产品种类丰富, 质量安全可靠, 市场占有率约 20%, 位居行业前列。

公司是我国第一家复合维生素生产企业, 并构成了具有自主知识产权的兽药原料和预混剂生产体系, 大量开发和生产安全、高效的动物专用原料药。公司拥有的“华罗”品牌被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”, 实现了复合维生素饲料添加剂及预混料产品“中国驰名商标”零的突破。2016 年, 公司完成以蛋鸡保险促进产品销售的试点工作, 首家网络营销门店在“农村淘宝”平台上线运营, 并将原料采购优势与产品定价策略有效结合, 推进多维产品, 整体饲料业务实现新的增长。

图 17: 中牧股份主要品牌产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.3 员工持股计划获批，业绩提升在即

2017年12月7日，公司第一期股票期权激励计划获得国务院国资委批复，拟向激励对象授予796.16万份A股普通股股票期权，约占公司股本总额的1.85%，行权价格19.86元，锁定期36个月。

表4：公司股权激励计划各年度业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以2016年业绩为基数，2018年扣非归母净利润复合增长率不低于6%，2018年净资产收益率不低于8.3%，且上述指标都不低于同行业平均水平或对标企业75分位值，2018年经济增加值指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零。
第二个行权期	以2016年业绩为基数，2019年扣非归母净利润复合增长率不低于6%，2019年净资产收益率不低于8.6%，且上述指标都不低于同行业平均水平或对标企业75分位值，2019年经济增加值指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零。
第三个行权期	以2016年业绩为基数，2020年扣非归母净利润复合增长率不低于6%；2020年净资产收益率不低于9.0%，且上述指标都不低于同行业平均水平或对标企业75分位值，2020年经济增加值指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零。

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次股权激励计划授予对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干等278人，激励范围较大。而且本次计划特别注重对中层及核心骨干的激励，合计272人，获授的股票期权数量为742.16万股，占本次计划的授予总数的93.22%，这在较大程度上绑定了核心团队与股东、公司的利益，有利于充分调动员工积极性和工作效率，为公司未来业绩的提升提供一定的保障。

从公司已公布的20家对标企业名单来看，大部分公司2018年Wind一致性预测归母净利润增速皆在20%以上，彰显了公司对未来发展的坚定信心。

表5：股权激励计划考核目标对标公司名单

证券代码	证券简称	2017年前三季度		Wind一致性预测（2018年）		
		扣非规模净利润（百万元）	ROE（加权）	归母净利润（百万元）	归母净利润增速	2018ROE
002688.SZ	金河生物	81.67	6.6	217.77	27.94%	12.11
300119.SZ	瑞普生物	83.22	5.31	211.28	32.77%	10.04
600201.SH	生物股份	664.36	17.12	1088.63	27.47%	18.85
600789.SH	鲁抗医药	42.13	2.32	-	-	-
002100.SZ	天康生物	309.54	11.67	538.2	20.73%	15.92
600226.SH	升华拜克	210.41	6.59	-	-	-
603566.SH	普莱柯	65.59	6.17	304.63	56.18%	15.82
603718.SH	海利生物	71.99	8.24	178.94	67.49%	14.97
000597.SZ	东北制药	69.15	3.39	187.91	53.35%	7.48
000661.SZ	长春高新	468.63	12.02	872.8	31.34%	16.84
000702.SZ	正虹科技	6.38	3.73	-	-	-
000756.SZ	新华制药	120.79	8.28	401.94	59.54%	15.52
000952.SZ	广济药业	76.99	11.08	189.67	16.60%	19.7
000990.SZ	诚志股份	555.43	4.3	827.76	-0.37%	4.92
002038.SZ	双鹭药业	313.53	9.63	468	9.09%	10.7

证券代码	证券简称	2017 年前三季度		Wind 一致性预测 (2018 年)		
		扣非规模净利润 (百万元)	ROE (加权)	归母净利润 (百万元)	归母净利润增速	2018ROE
600161.SH	天坛生物	28.57	37.4	728.53	1.56%	23.27
600267.SH	海正药业	-17.7	0.08	-	-	-
600488.SH	天药股份	61.51	2.99	-	-	-
600796.SH	钱江生化	34.83	6.52	-	-	-
600812.SH	华北制药	46.96	0.41	-	-	-

数据来源: Wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

考虑公司目前疫苗产品市场竞争力上升迅速, 且公司三大业务板块皆处于业绩拐点所在, 我们上调公司 2019 年盈利预测。

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。且市场苗较之政府苗价格更优, 预计 2017-2019 年公司生物制药产品毛利率为 56%、57%、58%。
- 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 25%、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 6: 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	1368.81	1711.01	2138.77
	增速	4.46%	10.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	54.04%	56.00%	57.00%	58.00%
饲料	收入	800.92	921.06	1059.22	1218.10
	增速	22.07%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	22.38%	22.00%	23.00%	23.00%
兽药	收入	743.77	929.71	1162.14	1452.68
	增速	34.71%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	31.59%	32.00%	32.00%	32.00%
贸易	收入	1100.19	660.11	528.09	422.47
	增速	-37.36%	-40.00%	-20.00%	-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%

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	毛利率	35.29%	36.00%	36.00%	36.00%
合计	收入	3973.87	3,906.33	4,488.43	5,261.38
	增速	-6.15%	-1.70%	15.69%	17.22%
	毛利率	29.38%	33.62%	36.01%	38.17%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.82 元、1.08 元、1.53 元，对应 PE 分别为 24 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 为 25 倍，给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 27 元，维持“买入”评级。

5 风险提示

市场竞争或加剧、公司产品销售或不及预期的风险、原材料价格或波动。

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	3906.33	4488.43	5261.39	净利润	360.62	366.04	481.98	687.89
营业成本	2806.21	2593.22	2872.02	3252.93	折旧与摊销	180.22	305.59	308.20	309.98
营业税金及附加	23.76	19.47	23.86	27.39	财务费用	30.74	45.75	57.28	81.08
销售费用	486.39	515.64	587.98	668.20	资产减值损失	8.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	374.54	398.45	507.19	578.75	经营营运资本变动	-997.96	322.25	-266.16	-143.61
财务费用	30.74	45.75	57.28	81.08	其他	1051.10	-90.44	-119.87	-149.83
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	949.18	461.43	785.51
投资收益	170.73	89.00	120.00	150.00	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	79.21	110.00	140.00
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	69.21	100.00	130.00
营业利润	414.28	422.82	560.10	803.04	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	435.65	573.08	815.97	股权融资	60.93	0.00	0.00	0.00
所得税	66.91	69.61	91.09	128.08	支付股利	-82.95	-214.03	-226.09	-296.95
净利润	360.62	366.04	481.98	687.89	其他	1096.57	-55.37	-57.28	-81.08
少数股东损益	26.20	12.78	17.99	28.82	筹资活动现金流净额	1115.64	-344.45	-283.36	-378.03
归属母公司股东净利润	334.42	353.26	463.99	659.08	现金流量净额	362.37	673.94	278.07	537.48
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	1739.59	2017.66	2555.14	成长能力				
应收和预付款项	372.48	422.22	456.74	530.36	销售收入增长率	-6.15%	-1.70%	14.90%	17.22%
存货	563.52	537.22	590.40	672.72	营业利润增长率	27.82%	2.06%	32.47%	43.38%
其他流动资产	1308.55	861.68	1152.72	1287.68	净利润增长率	28.26%	1.50%	31.68%	42.72%
长期股权投资	547.59	547.59	547.59	547.59	EBITDA 增长率	25.97%	23.82%	19.56%	29.01%
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%	33.62%	36.01%	38.17%
无形资产和开发支出	502.17	438.42	374.66	310.91	三费率	22.44%	24.57%	25.68%	25.24%
其他非流动资产	108.45	117.23	126.01	134.78	净利率	9.07%	9.37%	10.74%	13.07%
资产总计	6030.68	5995.38	6363.99	6902.40	ROE	9.76%	9.54%	11.78%	15.34%
短期借款	75.05	0.00	0.00	0.00	ROA	5.98%	6.11%	7.57%	9.97%
应付和预收款项	570.85	557.22	621.72	709.15	ROIC	12.86%	12.54%	18.35%	26.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.73%	19.82%	20.62%	22.70%
其他负债	1690.62	1601.63	1649.84	1709.87	营运能力				
负债合计	2336.52	2158.84	2271.56	2419.02	总资产周转率	0.76	0.65	0.73	0.79
股本	429.80	429.80	429.80	429.80	固定资产周转率	2.84	2.79	3.78	5.47
资本公积	975.01	975.01	975.01	975.01	应收账款周转率	20.68	20.59	22.04	22.42
留存收益	1943.14	2082.37	2320.28	2682.40	存货周转率	4.36	4.59	4.97	5.03
归属母公司股东权益	3357.57	3487.18	3725.09	4087.21	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	349.36	367.35	396.17	资本结构				
股东权益合计	3694.16	3836.54	4092.44	4483.38	资产负债率	38.74%	36.01%	35.69%	35.05%
负债和股东权益合计	6030.68	5995.38	6363.99	6902.40	带息债务/总负债	54.18%	55.16%	52.43%	49.23%
					流动比率	3.03	3.89	4.10	4.29
					速动比率	2.51	3.30	3.53	3.72
					股利支付率	24.80%	60.59%	48.73%	45.06%
					每股指标				
					每股收益	0.78	0.82	1.08	1.53
					每股净资产	8.60	8.93	9.52	10.43
					每股经营现金	1.47	2.21	1.07	1.83
					每股股利	0.19	0.50	0.53	0.69
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	625.25	774.15	925.57	1194.10					
PE	25.27	23.92	18.21	12.82					
PB	2.29	2.20	2.06	1.88					
PS	2.13	2.16	1.88	1.61					
EV/EBITDA	13.68	10.07	8.11	5.83					
股息率	0.98%	2.53%	2.68%	3.51%					

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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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	