

中牧股份 (600195)

证券研究报告

2018年04月11日

携手普莱柯深化国改，一季报业绩有望高增长

事件：4月9日晚公司发布公告称，公司与中牧股份、中信农业共同出资成立中普生物制药有限公司。

混改落地，国企改革继续深化。在合资企业（中普生物）中，第一大股东中牧股份持股 48.5%，普莱柯持股 46.5%，均不采用绝对控股的形式为将来中普生物提供了更广泛的想象空间。根据公司公告，控股股东中牧工商持股比例由 17 年 8 月 8 日 50.91% 降至 17 年 11 月 20 日 49.91%，此次股权结构的设计直接一步到位，再考虑到中信农业参与的对海外农业资产的一系列并购，未来在全球范围更广义的战略合作可能刚刚开始，对标国际动保巨头硕腾，2000 年其成长阶段进入加速产业整合时期，实际上上期这种现象（收购）在国外其它动保巨头也屡见不鲜。我们预计，中普生物有望以口蹄疫基因工程疫苗为突破，通过不断研发创新、申报文号、生产销售以基因工程为技术支撑的畜、禽、乃至宠物等疫苗产品，研发、生产、销售集成了两家公司优势，有望形成较大协同效应，成为拥有多产品线的综合性动保企业。

动保央企经营业绩拐点持续验证。从出资情况来看，除中牧股份涉及到保山厂全部资产的实物出资外，其它各方出资均为现金。此次成立中普生物对于中牧而言无疑是混合所有制改革的尝试，从资产管理效率角度来看，将提升公司整体 ROE 水平。根据中牧股份 2017 年 10 月的一期股权激励公告方案计算（ROE 需要达到对标企业 50 分位），由于对标企业 ROE 提升，2018 年公司 ROE 需要从 8% 提升到 12% 左右的水平，保山厂资产的盘活将促进这一目标的超额实现，同时也不断验证我们推荐中牧的核心逻辑：国企改革带来的经营业绩拐点。

预计 2018 年 Q1 业绩同比增长 80-100%，扣除投资收益之后主业部分仍有 30% 以上增长。公司技术改造持续进行，大型养殖集团市场空间打开，且受益于环保政策和公司环保达标不影响开工率，公司一季度生产销售情况预测会好于行业平均水平，有望提前完成任务，受益于禽链恢复，公司饲料添加剂销售进度应能符合预期。

投资建议：我们预计，17-19 年公司实现归属于母公司净利润 3.7/4.5/6.0 亿元，对应 EPS 0.87/1.05/1.40 元，三年复合增速 27%。其中，17-19 年主业贡献净利润 1.9/2.7/3.5 亿元，对应 EPS 0.45/0.63/0.82 元，主业三年复合增速 36%。考虑到公司快速增长及变革的潜力，我们给予主业 30 倍市盈率，加上金达威 20 亿市值，目标市值 125 亿。给予“买入”评级。**风险提示：**产品销量不达预期，合作设立公司进展不达预期，外延并购不达预期，疫病爆发

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	4,586.60	5,543.37	6,700.31
增长率(%)	4.93	(6.15)	15.42	20.86	20.87
EBITDA(百万元)	493.19	621.96	594.89	701.11	907.15
净利润(百万元)	275.67	334.42	371.78	450.78	600.22
增长率(%)	(5.07)	21.31	11.17	21.25	33.15
EPS(元/股)	0.64	0.78	0.87	1.05	1.40
市盈率(P/E)	34.30	28.27	25.43	20.98	15.75
市净率(P/B)	3.11	2.82	2.62	2.41	2.18
市销率(P/S)	2.23	2.38	2.06	1.71	1.41
EV/EBITDA	17.71	15.37	14.90	11.10	8.82

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	22.00 元
目标价格	29 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)	9,455.60
流通 A 股市值(百万元)	9,455.60
每股净资产(元)	8.15
资产负债率(%)	39.98
一年内最高/最低(元)	22.98/16.95

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-公司深度研究:动保央企经营拐点已然到来!》 2017-12-10
- 《中牧股份-公司点评:携手兰研所,获批新兽药!》 2017-11-01
- 《中牧股份-季报点评:口蹄疫市场苗开始上量,公司主业业绩拐点已现》 2017-10-31



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	1,229.13	2,464.80	2,456.09
应收账款	263.02	260.25	517.99	327.64	686.11
预付账款	187.20	93.82	283.34	169.25	340.45
存货	694.25	563.52	871.98	890.65	1,168.02
其他	40.94	1,326.96	36.70	30.92	48.95
流动资产合计	1,888.69	3,310.20	2,939.13	3,883.27	4,699.63
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	5,512.09	6,311.02	6,982.89
短期借款	33.97	75.05	0.00	0.00	0.00
应付账款	592.67	647.40	596.77	953.55	921.62
其他	363.53	371.31	517.22	493.08	571.11
流动负债合计	990.16	1,093.77	1,113.99	1,446.63	1,492.73
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	1,558.61	2,023.91	2,247.62
少数股东权益	318.55	336.58	345.31	363.30	391.36
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	3,178.37	3,494.01	3,914.11
其他	(912.63)	(965.39)	(974.98)	(975.08)	(975.02)
股东权益合计	3,355.74	3,694.16	3,953.47	4,287.12	4,735.27
负债和股东权益总	4,390.36	6,030.68	5,512.09	6,311.02	6,982.89

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	281.17	360.62	371.78	450.78	600.22
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)	(190.00)	(110.00)	(100.00)
营运资金变动	333.64	(1,016.66)	630.51	627.99	(775.71)
其它	(222.26)	1,243.04	8.72	18.00	28.06
经营活动现金流	530.14	633.40	979.94	1,148.69	(67.02)
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)	185.82	110.24	101.24
投资活动现金流	(123.96)	(1,390.35)	190.03	109.90	100.06
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)	(1,385.18)	(540.28)	(717.03)
筹资活动现金流	(94.78)	1,115.64	(1,006.49)	(22.92)	(41.75)
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	163.48	1,235.67	(8.71)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,234.19	3,973.87	4,586.60	5,543.37	6,700.31
营业成本	3,137.05	2,806.21	3,255.46	3,895.55	4,603.34
营业税金及附加	12.68	23.76	18.37	23.98	31.96
营业费用	432.00	486.39	585.25	664.10	789.97
管理费用	353.30	374.54	458.66	504.45	603.03
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	190.00	110.00	100.00
其他	(72.73)	(341.45)	(380.00)	(220.00)	(200.00)
营业利润	324.12	414.28	435.97	539.20	726.73
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	447.65	551.50	739.15
所得税	54.93	66.91	67.15	82.73	110.87
净利润	281.17	360.62	380.50	468.78	628.28
少数股东损益	5.50	26.20	8.72	18.00	28.06
归属于母公司净利润	275.67	334.42	371.78	450.78	600.22
每股收益(元)	0.64	0.78	0.87	1.05	1.40

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.93%	-6.15%	15.42%	20.86%	20.87%
营业利润	0.51%	27.82%	5.24%	23.68%	34.78%
归属于母公司净利润	-5.07%	21.31%	11.17%	21.25%	33.15%
获利能力					
毛利率	25.91%	29.38%	29.02%	29.73%	31.30%
净利率	6.51%	8.42%	8.11%	8.13%	8.96%
ROE	9.08%	9.96%	10.30%	11.49%	13.82%
ROIC	10.31%	14.55%	10.16%	15.74%	28.88%
偿债能力					
资产负债率	23.57%	38.74%	28.28%	32.07%	32.19%
净负债率	20.89%	8.05%	0.12%	-1.57%	-20.49%
流动比率	1.91	3.03	2.64	2.68	3.15
速动比率	1.21	2.51	1.86	2.07	2.37
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	6.39	6.29	6.51
总资产周转率	0.98	0.76	0.79	0.94	1.01
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.78	0.87	1.05	1.40
每股经营现金流	1.23	1.47	2.28	2.67	-0.16
每股净资产	7.07	7.81	8.39	9.13	10.11
估值比率					
市盈率	34.30	28.27	25.43	20.98	15.75
市净率	3.11	2.82	2.62	2.41	2.18
EV/EBITDA	17.71	15.37	14.90	11.10	8.82
EV/EBIT	26.36	21.49	19.58	13.93	10.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com