

# 中牧股份 (600195)

## 华农资产增持彰显信心，预计中报业绩高速增长

**事件：**公司公告华农资产增持公司股份 6,017,120 股，占总股本 1%，未来 12 个月内累计增持数量不超过公司总股本的 2%，不低于 1%（含本次）。**华农资产增持公司股份，彰显对公司价值的认可及未来持续发展的信心。**华农资产 2017 年完成公司制改制，注册资本由 5000 万提升至 7 亿元，强化资产管理与投资业务。当前时点增持彰显中牧股份在集团产业中的地位和认可。我们推荐公司的重要核心逻辑是公司国改不断深化带来的管理效率不断提升。根据公司一期股权激励方案计算，18 年扣非后 ROE 考核标准预计在 12% 左右，预计 18 年公司三项主业的净利润 2.7 亿，同增 30%，以此业绩计算对应 18 年市盈率 25 倍，具备较高的安全边际。我们预计 18H 剔除金达威投资收益后净利润同增 20% 左右，表现同增 65% 左右。

**生物制品板块：预计 18 年上半年口蹄疫市场苗收入同比增长 150% 左右。**兰州厂口蹄疫市场苗高速增长的主要原因有三：第一，去年同期基数较低，口蹄疫市场苗产品技改升级在年中左右完成，预计今年上半年口蹄疫市场苗收入 3200 万左右；第二，客户结构中集团客户收入占比较高，集团客户采购对猪价敏感性强对中小散户较低，同时预计公司在国内部分大型养殖集团口蹄疫疫苗采购占比提升；第三，去牛三价苗库存压力较小，产品定价体系相对稳定，受二季度猪价行情低迷影响较弱。考虑到公司猪 OA 疫苗新兽药证书预计最早 18 年底获得，19 年中有有望量产上市，我们预计，18 年公司口蹄疫市场苗有望实现收入 2.5 亿元左右，产品毛利率有望从当前的 65% 左右继续提升。**乾元浩经营效率有望提升，预计上半年收入同增 15% 左右，其中禽流感疫苗预计收入同比增长 10%，主要是相对去年疫情爆发后的恢复性增长和今年家禽行业景气度向上；其它常规的畜禽用疫苗收入预计同比增长了 20% 左右。其中，圆环水佐剂和刚刚 6 月底上市的胃腹二联苗产品值得关注。**

**化药板块：预计上半年总体收入同比增长 20% 左右。**化药板块不同产品的收入有增有减，主要是 17 年公司个别化药产品受到“限抗”等政策影响收入增速有所放缓，18 年上半年仍有一些影响，另一个影响总体收入增速的因素是原料药价格回落。但受益于公司前期环保设备重资产投入和国企改革深化带来的管理层激励，预计制剂药收入同比增速达到 25% 左右，18 年公司将进一步提升工艺技术水平和创新产品，全年收入同增有望达 25%，下半年开始有望加速。

**饲料板块：预计上半年总体收入同比增长 15% 左右，上半年增速有所放缓下半年有望加速。**预混料销售收入增速受调价的影响较大；多维产品的销售受行情影响比较小。我们预计随着后续猪预混料产品上市，产品综合毛利率仍有望提高。全年收入增速有望达 20%。

**投资建议：**我们预计，18-20 年公司实现归属于母公司净利润 5.0/5.9/6.9 亿元，对应 EPS 0.83/0.99/1.15 元。其中，18-20 年主业贡献净利润 2.7/3.5/4.4 亿元，对应 EPS 0.45/0.58/0.73 元，主业三年复合增速 33%。考虑到公司快速增长及变革的潜力，我们给予主业 33 倍市盈率，加上金达威对应市值，目标市值 110 亿。给予“买入”评级。

**风险提示：**产品销量不达预期，外延并购不达预期，疫病爆发

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,973.87	4,069.73	4,951.28	5,883.36	6,893.80
增长率(%)	(6.15)	2.41	21.66	18.83	17.17
EBITDA(百万元)	621.96	710.27	798.20	921.10	1,062.37
净利润(百万元)	334.42	399.87	501.61	593.05	692.33
增长率(%)	21.31	19.57	25.44	18.23	16.74
EPS(元/股)	0.56	0.66	0.83	0.99	1.15
市盈率(P/E)	25.64	21.44	17.09	14.46	12.38
市净率(P/B)	2.55	2.33	2.04	1.86	1.68
市销率(P/S)	2.16	2.11	1.73	1.46	1.24
EV/EBITDA	15.37	13.16	8.77	6.95	5.59

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	14.25 元
目标价格	18 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	601.72
流通 A 股股本(百万股)	601.72
A 股总市值(百万元)	8,574.51
流通 A 股市值(百万元)	8,574.51
每股净资产(元)	8.84
资产负债率(%)	35.63
一年内最高/最低(元)	23.80/12.75

### 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：一季报业绩增速基本符合预期，看好公司国改再深化》 2018-04-28
- 《中牧股份-公司点评：携手普莱柯深化国改，一季报业绩有望高速增长》 2018-04-11
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,065.65	495.51	2,553.92	3,448.76	3,916.10	营业收入	3,973.87	4,069.73	4,951.28	5,883.36	6,893.80
应收账款	260.25	320.78	390.12	429.67	548.53	营业成本	2,806.21	2,922.42	3,479.68	4,006.89	4,636.91
预付账款	93.82	180.16	198.48	205.83	263.22	营业税金及附加	23.76	32.16	49.51	46.84	59.43
存货	563.52	653.30	892.65	855.50	1,149.10	营业费用	486.39	466.54	569.40	670.70	779.00
其他	1,326.96	1,817.71	26.97	46.34	41.65	管理费用	374.54	377.54	455.52	535.39	620.44
<b>流动资产合计</b>	<b>3,310.20</b>	<b>3,467.46</b>	<b>4,062.14</b>	<b>4,986.09</b>	<b>5,918.61</b>	财务费用	30.74	39.87	16.70	19.70	38.20
长期股权投资	547.59	588.89	588.89	588.89	588.89	资产减值损失	8.66	31.33	14.77	18.26	21.45
固定资产	1,505.48	1,467.36	1,317.86	1,168.36	1,018.86	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	56.58	40.07	40.07	40.07	40.07	投资净收益	170.73	290.21	250.00	150.00	120.00
无形资产	502.17	574.66	558.35	542.04	525.74	其他	(341.45)	(581.35)	(500.00)	(300.00)	(240.00)
其他	108.66	144.50	115.84	117.79	119.92	<b>营业利润</b>	<b>414.28</b>	<b>491.00</b>	<b>615.69</b>	<b>735.59</b>	<b>858.36</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,720.48</b>	<b>2,815.47</b>	<b>2,621.00</b>	<b>2,457.15</b>	<b>2,293.47</b>	营业外收入	15.59	5.61	8.00	9.73	7.78
<b>资产总计</b>	<b>6,030.68</b>	<b>6,282.93</b>	<b>6,683.14</b>	<b>7,443.24</b>	<b>8,212.07</b>	营业外支出	2.33	2.00	2.50	2.28	2.26
短期借款	75.05	51.17	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>427.54</b>	<b>494.61</b>	<b>621.19</b>	<b>743.05</b>	<b>863.88</b>
应付账款	647.40	624.38	821.91	904.68	1,076.40	所得税	66.91	69.02	93.18	111.46	129.58
其他	371.31	406.47	516.11	472.96	587.10	<b>净利润</b>	<b>360.62</b>	<b>425.59</b>	<b>528.01</b>	<b>631.59</b>	<b>734.30</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,093.77</b>	<b>1,082.02</b>	<b>1,338.02</b>	<b>1,377.64</b>	<b>1,663.50</b>	少数股东损益	26.20	25.72	26.40	38.55	41.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>334.42</b>	<b>399.87</b>	<b>501.61</b>	<b>593.05</b>	<b>692.33</b>
应付债券	1,190.88	1,192.97	794.62	1,059.49	1,015.69	每股收益(元)	0.56	0.66	0.83	0.99	1.15
其他	51.87	54.35	50.23	52.15	52.24						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,242.76</b>	<b>1,247.32</b>	<b>844.84</b>	<b>1,111.64</b>	<b>1,067.94</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,336.52</b>	<b>2,329.34</b>	<b>2,182.86</b>	<b>2,489.28</b>	<b>2,731.44</b>						
少数股东权益	336.58	273.20	299.60	338.15	380.12	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	429.80	429.80	601.72	601.72	601.72	<b>成长能力</b>					
资本公积	975.01	1,006.05	1,005.82	1,005.82	1,005.89	营业收入	-6.15%	2.41%	21.66%	18.83%	17.17%
留存收益	2,918.15	3,248.06	3,598.96	4,014.09	4,498.80	营业利润	27.82%	18.52%	25.39%	19.47%	16.69%
其他	(965.39)	(1,003.52)	(1,005.82)	(1,005.82)	(1,005.89)	归属于母公司净利润	21.31%	19.57%	25.44%	18.23%	16.74%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,694.16</b>	<b>3,953.59</b>	<b>4,500.28</b>	<b>4,953.96</b>	<b>5,480.64</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,030.68</b>	<b>6,282.93</b>	<b>6,683.14</b>	<b>7,443.24</b>	<b>8,212.07</b>	毛利率	29.38%	28.19%	29.72%	31.89%	32.74%
						净利率	8.42%	9.83%	10.13%	10.08%	10.04%
						ROE	9.96%	10.87%	11.94%	12.85%	13.57%
						ROIC	14.55%	12.07%	11.79%	24.46%	31.14%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	38.74%	37.07%	32.66%	33.44%	33.26%
						净负债率	8.05%	0.12%	13.10%	-23.53%	-36.84%
						流动比率	3.03	3.20	3.04	3.62	3.56
						速动比率	2.51	2.60	2.37	3.00	2.87
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	15.19	14.01	13.93	14.35	14.09
						存货周转率	6.32	6.69	6.41	6.73	6.88
						总资产周转率	0.76	0.66	0.76	0.83	0.88
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.56	0.66	0.83	0.99	1.15
						每股经营现金流	1.05	0.34	3.75	1.13	1.06
						每股净资产	5.58	6.12	6.98	7.67	8.48
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	25.64	21.44	17.09	14.46	12.38
						市净率	2.55	2.33	2.04	1.86	1.68
						EV/EBITDA	15.37	13.16	8.77	6.95	5.59
						EV/EBIT	21.49	17.64	11.07	8.48	6.62

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