

中牧股份 (600195)

证券研究报告

2018年08月29日

半年报业绩超预期，工艺改善、新品推出带来收入毛利率双升，国改提高效率

事件:

公司公告, 2018年上半年实现收入19.0亿元, 同比增长25.29%, 实现净利润19242万元, 同比增长68.89%, 超出此前公司预计实现的归母净利润17100万元-18200万元, 基本符合我们的预期(考虑金达威投资收益后业绩增速65%)。

我们认为:报告期内公司营业收入及业绩增长的主要原因是各个板块业务收入上升及经营效率的提升, 金达威投资收益也有贡献, 剔除金达威等投资收益(11420万元, 同比上升84%)后, 主业利润同比上升45%左右。

生物制品板块:收入5.33亿元, 同增8.23%, 毛利率56.48%, 提高6.16pct, 我们认为公司生物制品收入和毛利率双升的原因主要是: 报告期内口蹄疫市场苗得到市场认可, 进入大型养殖客户采购名单, 预计收入同增接近100%; 实现政府采购疫苗中标无空白省市。口蹄疫政采苗中标率和发货金额同比实现双增长; 此外乾元浩上半年收入1.9亿元, 同增19%, 净利润925万元, 同增55%, 主要因为上半年禽景气提升, 公司国企改革带来经营效率有所提升。

化药板块:收入4.31亿元, 同比增长12.03%, 毛利率达到34.88%, 同比上升2.38个pct, 主要原因是前期环保投入产生成效, 管理改善带来的营销发力和新型原料药和制剂共推动高附加值产品抢占市场份额, 氟欣泰、优复欣销售收入同比增长超过100%。泰妙菌素实现了半年收入过亿。

饲料板块:收入4.90亿元, 同增15.89%, 毛利率基本稳定, 公司开发规模鸡场专用产品、优化猪的教槽保育料产品, 产品系列优化调整成效突出带来收入增加。此外, 贸易板块收入4.25亿元, 同增79.49%, 贸易毛利1172万元, 同增33.5%。

业绩快速增长有望贯穿全年: 1. 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2亿元左右。2. 化药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。3. 饲料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%。4. 国企改革逻辑持续兑现, 8月公告纳入国资委国企改革“双百行动”有望进一步推动公司制定完善综合改革方案。

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EPS0.83/0.99/1.15元。其中, 18-20年主业贡献净利润2.7/3.5/4.4亿元, 对应EPS0.45/0.58/0.73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)	22.29	18.64	14.86	12.57	10.77
市净率(P/B)	2.22	2.03	1.77	1.62	1.46
市销率(P/S)	1.88	1.83	1.51	1.27	1.08
EV/EBITDA	15.37	13.16	7.37	5.74	4.53

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	12.39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)	7,455.31
流通A股市值(百万元)	7,455.31
每股净资产(元)	9.04
资产负债率(%)	34.60
一年内最高/最低(元)	23.80/11.40

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-公司点评: 华农资产增持彰显信心, 预计中报业绩高速增长》
2018-07-14
- 《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, 一季报业绩有望高增长》
2018-04-11



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,065.65	495.51	2,553.92	3,448.76	3,916.10
应收账款	260.25	320.78	390.12	429.67	548.53
预付账款	93.82	180.16	198.48	205.83	263.22
存货	563.52	653.30	892.65	855.50	1,149.10
其他	1,326.96	1,817.71	26.97	46.34	41.65
流动资产合计	3,310.20	3,467.46	4,062.14	4,986.09	5,918.61
长期股权投资	547.59	588.89	588.89	588.89	588.89
固定资产	1,505.48	1,467.36	1,317.86	1,168.36	1,018.86
在建工程	56.58	40.07	40.07	40.07	40.07
无形资产	502.17	574.66	558.35	542.04	525.74
其他	108.66	144.50	115.84	117.79	119.92
非流动资产合计	2,720.48	2,815.47	2,621.00	2,457.15	2,293.47
资产总计	6,030.68	6,282.93	6,683.14	7,443.24	8,212.07
短期借款	75.05	51.17	0.00	0.00	0.00
应付账款	647.40	624.38	821.91	904.68	1,076.40
其他	371.31	406.47	516.11	472.96	587.10
流动负债合计	1,093.77	1,082.02	1,338.02	1,377.64	1,663.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,190.88	1,192.97	794.62	1,059.49	1,015.69
其他	51.87	54.35	50.23	52.15	52.24
非流动负债合计	1,242.76	1,247.32	844.84	1,111.64	1,067.94
负债合计	2,336.52	2,329.34	2,182.86	2,489.28	2,731.44
少数股东权益	336.58	273.20	299.60	338.15	380.12
股本	429.80	429.80	601.72	601.72	601.72
资本公积	975.01	1,006.05	1,005.82	1,005.82	1,005.89
留存收益	2,918.15	3,248.06	3,598.96	4,014.09	4,498.80
其他	(965.39)	(1,003.52)	(1,005.82)	(1,005.82)	(1,005.89)
股东权益合计	3,694.16	3,953.59	4,500.28	4,953.96	5,480.64
负债和股东权益总	6,030.68	6,282.93	6,683.14	7,443.24	8,212.07

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	360.62	425.59	501.61	593.05	692.33
折旧摊销	180.22	183.43	165.81	165.81	165.81
财务费用	36.89	44.13	16.70	19.70	38.20
投资损失	(170.73)	(290.21)	(250.00)	(150.00)	(120.00)
营运资金变动	(1,016.66)	(689.52)	1,793.24	10.73	(180.78)
其它	1,243.04	529.09	26.40	38.55	41.97
经营活动现金流	633.40	202.50	2,253.76	677.83	637.53
资本支出	386.04	237.00	4.12	(1.92)	(0.09)
长期投资	130.32	41.30	0.00	0.00	0.00
其他	(1,906.71)	(787.34)	246.11	151.92	120.01
投资活动现金流	(1,390.35)	(509.04)	250.23	150.00	119.92
债权融资	1,265.94	1,244.14	794.62	1,059.49	1,015.69
股权融资	46.07	(11.37)	158.97	(13.45)	(32.35)
其他	(196.36)	(1,492.45)	(1,399.17)	(979.04)	(1,273.45)
筹资活动现金流	1,115.64	(259.68)	(445.59)	67.01	(290.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	358.69	(566.23)	2,058.41	894.84	467.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,973.87	4,069.73	4,951.28	5,883.36	6,893.80
营业成本	2,806.21	2,922.42	3,479.68	4,006.89	4,636.91
营业税金及附加	23.76	32.16	49.51	46.84	59.43
营业费用	486.39	466.54	569.40	670.70	779.00
管理费用	374.54	377.54	455.52	535.39	620.44
财务费用	30.74	39.87	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	8.66	31.33	14.77	18.26	21.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	170.73	290.21	250.00	150.00	120.00
其他	(341.45)	(581.35)	(500.00)	(300.00)	(240.00)
营业利润	414.28	491.00	615.69	735.59	858.36
营业外收入	15.59	5.61	8.00	9.73	7.78
营业外支出	2.33	2.00	2.50	2.28	2.26
利润总额	427.54	494.61	621.19	743.05	863.88
所得税	66.91	69.02	93.18	111.46	129.58
净利润	360.62	425.59	528.01	631.59	734.30
少数股东损益	26.20	25.72	26.40	38.55	41.97
归属于母公司净利润	334.42	399.87	501.61	593.05	692.33
每股收益(元)	0.56	0.66	0.83	0.99	1.15

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-6.15%	2.41%	21.66%	18.83%	17.17%
营业利润	27.82%	18.52%	25.39%	19.47%	16.69%
归属于母公司净利润	21.31%	19.57%	25.44%	18.23%	16.74%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	22.29	18.64	14.86	12.57	10.77
市净率	2.22	2.03	1.77	1.62	1.46
EV/EBITDA	15.37	13.16	7.37	5.74	4.53
EV/EBIT	21.49	17.64	9.30	7.00	5.37

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com