

中牧股份 (600195)

打破僵局，公司间接获得猪口蹄疫疫苗新兽药证书

事件：公司公告称，经农业农村部审查，猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株) 获得新兽药证书。该疫苗为公司控股子公司中普生物与天康生物股份有限公司、新疆畜牧科学院兽医研究所 (新疆畜牧科学院动物临床医学研究中心)、杨凌金海生物技术有限公司等 4 个单位共同进行研发，中普生物拥有该产品 3 年监测期内以及监测期满后生产权和销售权。

我们认为：

猪口蹄疫 OA 疫苗将成为猪用疫苗最大单品，未来 3-5 年仍有翻倍空间：根据国内每年生猪出栏量 6-7 亿头、母猪存栏 3000 万头左右，每头育肥猪口蹄疫疫苗免疫 2 头份、母猪 3-4 头份计算，如果全部免疫口蹄疫市场苗，那么理论市场需求量为 14 亿头份，18 年口蹄疫市场苗销售量预计 4.5 亿头份左右，市场苗覆盖率 35%。而 18 年国内 TOP100 养猪企业生猪出栏量预计 1 亿头左右，我们预计未来规模养殖企业出栏量有望翻倍，带来口蹄疫市场苗需求内生性增长翻倍。

毒株并非最新分离，属于猪用合规化产品。该新兽药证书其 O 型毒株为 OHM/02、A 型毒株为 AKT-III，与天康生物之前口蹄疫疫苗的 O 型和 A 型毒株一致，区别在于该疫苗已属于猪用口蹄疫疫苗，预计未来疫苗评价将集中在抗原含量和对比试验。根据行业普遍的产品上市所需时间，我们预计公司该产品有望在今年 3 季度实现上市销售，如果能赶上秋防，19 年收入值得期待。

中普生物猪用口蹄疫打开公司尚无猪用口蹄疫 OA 二价疫苗的僵局。2018 年 4 月公司公告与普莱柯、中信产业基金合资成立中普生物，公司持股 48.5%，并以中牧保山厂资产出资。我们认为，中普生物有望融合普莱柯研发平台优势和中牧股份口蹄疫生产牌照资源，未来有望沿着口蹄疫全病毒灭活疫苗向基因工程口蹄疫疫苗方向进军，进而与公司在产品和渠道上形成互补。

公司业务拆分：在考虑非洲猪瘟疫情影响行业产能去化的背景下。我们预计，疫苗板块：18/19 年公司口蹄疫市场苗有望实现收入 1.8/2 亿元左右，同比增长 25%/15%，口蹄疫政采苗有望实现收入 4.6/4.5 亿元左右。非口蹄疫产品 18/19 年收入有望同比增长 10%/5%。化药板块：预计 18/19 年收入同增 15%/5%左右，饲料板块：预计 18/19 年收入同增 20%/20%左右。

投资建议：我们持续看好公司的变革和持续经营改善的潜力，考虑到疫情影响下游需求增速放缓，预计 18-20 年公司实现归母净利润 4.3/5.1/6.5 亿元调整为 4.0/4.1/4.8 亿元，18-20 年主业贡献利润 2.3/2.6/3.4 亿元，继续给予“买入”评级。

风险提示：产品销量不达预期，产品审批进度不达预期，疫情风险

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	4,575.72	5,183.30	5,952.92
增长率(%)	(6.15)	2.41	12.43	13.28	14.85
EBITDA(百万元)	621.96	710.27	674.78	695.60	792.30
净利润(百万元)	334.42	399.87	401.95	413.07	475.89
增长率(%)	21.31	19.57	0.52	2.77	15.21
EPS(元/股)	0.56	0.66	0.67	0.69	0.79
市盈率(P/E)	18.80	15.72	15.64	15.22	13.21
市净率(P/B)	1.87	1.71	1.52	1.42	1.32
市销率(P/S)	1.58	1.55	1.37	1.21	1.06
EV/EBITDA	15.37	13.16	9.36	8.06	6.37

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	10.55 元
目标价格	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)	6,348.15
流通 A 股市值(百万元)	6,348.15
每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	35.25
一年内最高/最低(元)	23.80/9.90

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

- 1 《中牧股份-公司点评:圆-支二连苗获新兽药注册证书，产品梯队再添一援》 2018-11-21
- 2 《中牧股份-季报点评:Q3 业绩增速基本符合预期，四季度有望延续》 2018-10-31
- 3 《中牧股份-半年报点评: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》 2018-08-29



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	942.54	1,943.08	2,488.45
应收账款	260.25	320.78	336.20	386.04	458.65
预付账款	93.82	180.16	179.33	193.96	230.41
存货	563.52	653.30	814.49	799.58	1,014.07
其他	1,326.96	1,817.71	1,604.64	1,362.65	1,163.04
流动资产合计	3,310.20	3,467.46	3,877.21	4,685.31	5,354.61
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	6,498.21	7,142.46	7,648.08
短期借款	75.05	51.17	0.00	0.00	0.00
应付账款	647.40	624.38	748.79	845.38	947.00
其他	371.31	406.47	479.31	444.18	529.83
流动负债合计	1,093.77	1,082.02	1,228.10	1,289.55	1,476.83
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	2,072.94	2,401.20	2,544.76
少数股东权益	336.58	273.20	294.36	321.21	350.05
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	3,529.19	3,818.34	4,151.54
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	4,425.27	4,741.27	5,103.32
负债和股东权益总	6,030.68	6,282.93	6,498.21	7,142.46	7,648.08

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	360.62	425.59	401.95	413.07	475.89
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)	(220.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(1,016.66)	(689.52)	256.88	254.11	61.87
其它	1,243.04	529.09	21.16	26.85	28.85
经营活动现金流	633.40	202.50	642.49	729.53	620.62
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)	216.11	151.92	150.01
投资活动现金流	(1,390.35)	(509.04)	220.23	150.00	149.92
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)	(1,369.27)	(925.04)	(1,208.51)
筹资活动现金流	1,115.64	(259.68)	(415.69)	121.00	(225.17)
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)	447.04	1,000.54	545.37

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	4,575.72	5,183.30	5,952.92
营业成本	2,806.21	2,922.42	3,303.75	3,699.55	4,195.21
营业税金及附加	23.76	32.16	45.76	41.26	51.32
营业费用	486.39	466.54	506.07	572.75	672.68
管理费用	374.54	377.54	416.39	471.68	535.76
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	220.00	150.00	150.00
其他	(341.45)	(581.35)	(440.00)	(300.00)	(300.00)
营业利润	414.28	491.00	492.27	510.09	588.29
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	497.77	517.55	593.81
所得税	66.91	69.02	74.67	77.63	89.07
净利润	360.62	425.59	423.11	439.91	504.74
少数股东损益	26.20	25.72	21.16	26.85	28.85
归属于母公司净利润	334.42	399.87	401.95	413.07	475.89
每股收益（元）	0.56	0.66	0.67	0.69	0.79

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-6.15%	2.41%	12.43%	13.28%	14.85%
营业利润	27.82%	18.52%	0.26%	3.62%	15.33%
归属于母公司净利润	21.31%	19.57%	0.52%	2.77%	15.21%
获利能力					
毛利率	29.38%	28.19%	27.80%	28.63%	29.53%
净利率	8.42%	9.83%	8.78%	7.97%	7.99%
ROE	9.96%	10.87%	9.73%	9.35%	10.01%
ROIC	14.55%	12.07%	9.49%	10.82%	14.24%
偿债能力					
资产负债率	38.74%	37.07%	31.90%	33.62%	33.27%
净负债率	8.05%	0.12%	13.33%	7.08%	-11.78%
流动比率	3.03	3.20	3.16	3.63	3.63
速动比率	2.51	2.60	2.49	3.01	2.94
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	6.23	6.42	6.56
总资产周转率	0.76	0.66	0.72	0.76	0.80
每股指标（元）					
每股收益	0.56	0.66	0.67	0.69	0.79
每股经营现金流	1.05	0.34	1.07	1.21	1.03
每股净资产	5.58	6.12	6.87	7.35	7.90
估值比率					
市盈率	18.80	15.72	15.64	15.22	13.21
市净率	1.87	1.71	1.52	1.42	1.32
EV/EBITDA	15.37	13.16	9.36	8.06	6.37
EV/EBIT	21.49	17.64	12.41	10.58	8.05

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