

中牧股份 (600195)

证券研究报告

2019年03月15日

新兽药证书靴子落地，产品有望秋防前上市

事件：根据《兽药管理条例》和《兽药注册办法》规定，经农业农村部审查，批准了公司与其他单位联合申报的猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株)为三类新兽药，并核发了《新兽药注册证书》。

新产品将提高公司口蹄疫市场苗竞争力的预期。我们对这次公司联合研发获得的新兽药解读如下：第一，2018 年口蹄疫疫苗行业政策变革导致公司因缺少猪口蹄疫 OA 二价疫苗而市场竞争力有所削弱，新兽药证书的获得对稳定经销渠道和客户预期有积极作用，我们预计新产品有望在今年秋防前上市。第二，新兽药证书在毒株上做出了创新，疫苗中含有两个 O 型口蹄疫疫苗毒株，较业内主流产品增加 O 型泛亚毒株，因此 O 型抗原谱广，保护范围广。此外，同时兼备与流行毒株匹配度高和用反向遗传定向设计构建高产能和高效 A 型毒株的优点。可能存在的不足是：1) 如果疫苗抗原纯度不够高可能无法用于区分疫苗毒感染还是野毒感染；2) 公司累计投入研发费用 6500 万元，相比其它企业转让同类产品的转让费用相对较高。

后续产品工艺提升仍是提高产品竞争力的关键。公司近年来一直在积极推动技术工艺改进，每头份口蹄疫市场苗抗原含量明显提高、内毒素降低、杂蛋白减少，2017 年底加速进入国内部分养猪集团企业，2018 年受制于缺少猪口蹄疫 OA 二价疫苗产品，口蹄疫市场苗收入增速同比有所放缓。如果新产品不能做到抗原纯度足够高，就无法做猪场净化，那么还是有可能在产品功能性上跑输竞品。而要做到这一点还需要两方面准备：1) 产能足够大，2020 年口蹄疫疫苗生产企业均需完成生物安全三级防控标准，目前公司新产能仍在建设中，预计 2020 年底之前仍有望投入生产；2) 纯化等工艺足够好，由于毒株自身并不带有标记性，因此区分感染源需要通过工艺提升实现，这在一定程度上能反应企业真实的技术工艺水平。

低价策略并不一定是最主动的市场竞争策略。公司为获得猪口蹄疫 OA 二价疫苗新兽药证书已经支付 6500 万元，这一数额高于生物股份受让兰研所同类新兽药证书 1188 万元，高于海利受让新兽药同类新兽药证书 3500 万元，高于普莱柯受让新兽药同类产品 1600 万元。此外，受生猪养殖非洲猪瘟疫情的影响，下游客户对价格的敏感性较低，从产品生命周期和潜在卖点的角度考虑，我们预计公司新产品定价大概率不会以价格战形式出现，同时在下游客户存量存在不确定性的背景下，国有企业大概率会加强对客户账期的管理，因此大概率会以利润导向考核而非收入增速。

预计公司 2019 年口蹄疫市场苗收入预计 1.5 亿元。一方面考虑下游存量减少；另一方面，考虑公司 19 年新老产品更替可能会对存货有一定影响。

投资建议：考虑到疫情影响下游需求增速放缓，我们预计，2018-20 年公司实现归属于母公司净利润由 4.0/4.1/4.8 亿元调整为 4.4/3.1/3.3 亿元，对应 EPS 0.73/0.52/0.55 元。其中，2017-19 年主业贡献净利润 2.34/2.2/2.55 亿元。给予“买入”评级。

风险提示：产品上市时间不达预期，产品销量不达预期，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	4,492.83	4,516.21	4,949.19
增长率(%)	(6.15)	2.41	10.40	0.52	9.59
EBITDA(百万元)	621.96	710.27	722.63	568.86	608.55
净利润(百万元)	334.42	399.87	440.59	311.92	328.64
增长率(%)	21.31	19.57	10.18	(29.20)	5.36
EPS(元/股)	0.56	0.66	0.73	0.52	0.55
市盈率(P/E)	22.53	18.84	17.10	24.15	22.92
市净率(P/B)	2.24	2.05	1.81	1.72	1.64
市销率(P/S)	1.90	1.85	1.68	1.67	1.52
EV/EBITDA	15.37	13.16	8.20	9.69	8.60

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	12.52 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)	7,533.53
流通 A 股市值(百万元)	7,533.53
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

- 《中牧股份-公司点评:打破僵局，公司间接获得猪口蹄疫疫苗新兽药证书》
2019-02-02
- 《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
- 《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

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	2,580.83	3,279.93	3,531.63
应收账款	260.25	320.78	324.30	304.99	397.28
预付账款	93.82	180.16	160.43	161.91	188.88
存货	563.52	653.30	737.30	656.44	842.77
其他	1,326.96	1,817.71	21.20	35.08	28.09
流动资产合计	3,310.20	3,467.46	3,824.05	4,438.36	4,988.65
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	6,445.06	6,895.51	7,282.12
短期借款	75.05	51.17	0.00	0.00	0.00
应付账款	647.40	624.38	676.57	699.98	781.64
其他	371.31	406.47	469.29	390.92	489.53
流动负债合计	1,093.77	1,082.02	1,145.86	1,090.90	1,271.17
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	1,990.71	2,202.54	2,339.11
少数股东权益	336.58	273.20	296.39	316.67	336.59
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	3,556.24	3,774.58	4,004.70
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	4,454.35	4,692.96	4,943.01
负债和股东权益总	6,030.68	6,282.93	6,445.06	6,895.51	7,282.12

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	360.62	425.59	440.59	311.92	328.64
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)	(200.00)	(100.00)	(80.00)
营运资金变动	(1,016.66)	(689.52)	1,866.09	30.05	(119.80)
其它	1,243.04	529.09	23.19	20.27	19.92
经营活动现金流	633.40	202.50	2,312.37	447.75	352.77
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)	196.11	101.92	80.01
投资活动现金流	(1,390.35)	(509.04)	200.23	100.00	79.92
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)	(1,380.86)	(894.70)	(1,164.34)
筹资活动现金流	1,115.64	(259.68)	(427.28)	151.35	(181.00)
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)	2,085.32	699.10	251.69

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	4,492.83	4,516.21	4,949.19
营业成本	2,806.21	2,922.42	3,130.01	3,194.54	3,467.87
营业税金及附加	23.76	32.16	25.28	29.37	33.05
营业费用	486.39	466.54	539.14	541.94	593.90
管理费用	374.54	377.54	426.82	429.04	470.17
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	200.00	100.00	80.00
其他	(341.45)	(581.35)	(400.00)	(200.00)	(160.00)
营业利润	414.28	491.00	540.12	383.35	404.55
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	545.62	390.81	410.07
所得税	66.91	69.02	81.84	58.62	61.51
净利润	360.62	425.59	463.77	332.19	348.56
少数股东损益	26.20	25.72	23.19	20.27	19.92
归属于母公司净利润	334.42	399.87	440.59	311.92	328.64
每股收益(元)	0.56	0.66	0.73	0.52	0.55

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-6.15%	2.41%	10.40%	0.52%	9.59%
营业利润	27.82%	18.52%	10.00%	-29.02%	5.53%
归属于母公司净利润	21.31%	19.57%	10.18%	-29.20%	5.36%
获利能力					
毛利率	29.38%	28.19%	30.33%	29.26%	29.93%
净利率	8.42%	9.83%	9.81%	6.91%	6.64%
ROE	9.96%	10.87%	10.60%	7.13%	7.13%
ROIC	14.55%	12.07%	10.38%	13.42%	15.98%
偿债能力					
资产负债率	38.74%	37.07%	30.89%	31.94%	32.12%
净负债率	8.05%	0.12%	13.24%	-29.51%	-43.23%
流动比率	3.03	3.20	3.34	4.07	3.92
速动比率	2.51	2.60	2.69	3.47	3.26
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	6.46	6.48	6.60
总资产周转率	0.76	0.66	0.71	0.68	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.66	0.73	0.52	0.55
每股经营现金流	1.05	0.34	3.84	0.74	0.59
每股净资产	5.58	6.12	6.91	7.27	7.66
估值比率					
市盈率	22.53	18.84	17.10	24.15	22.92
市净率	2.24	2.05	1.81	1.72	1.64
EV/EBITDA	15.37	13.16	8.20	9.69	8.60
EV/EBIT	21.49	17.64	10.65	13.68	11.82

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