

疫苗结构持续优化，养殖景气提升利好未来业绩

中牧股份 (600195.SH)

推荐 首次评级

核心观点：

1、事件

公司发布 2018 年年度报告与 2019 年一季报。

2、我们的分析与判断

1) 四项业务稳健发展，18 年业绩小幅上涨

2018 年公司实现营业收入 44.34 亿元，同比增长 8.96%，其中生物制品/贸易收入/饲料/兽药分别贡献收入 12.57 亿元/11.24 亿元/11.2 亿元/9.04 亿元，同比+7.1%/+7.56%/+13.96%/+6.77%。公司归母净利润 4.16 亿元，同比增长 3.94%，扣非后归母净利润 4.09 亿元，同比增长 37.18%。公司综合毛利率为 29.5%，比上年同期增加 1.31pct。期间费用占比为 21.78%，同比增加 0.06pct。分红预案：每 10 股派息 2.42 元（含税），每 10 股转增 4 股。

2) 投资受益大幅下滑，拖累 19Q1 业绩表现

2019Q1，公司实现营业收入 8 亿元，同比下降 14.85%；归母净利润 0.88 亿元，同比下降 29.25%；扣非后归母净利润 0.87 亿元，同比下降 29.98 亿元。Q1 公司投资净收益为 0.39 亿元，扣除投资净收益后的归母净利润为 0.49 亿元，相比于 2017Q1 投资净收益为 0.74 亿元，扣除投资净收益后的归母净利润为 0.51 亿元，同比下降 3.9%。我们认为 2019Q1 业绩大幅下滑受公司投资收益下滑 47.3%影响较大。19Q1 公司综合毛利率为 32.72%，同比增加 3.22pct，保持上行趋势。

3) 疫苗结构持续优化，新品上市利好未来增长

2018 年公司生物制品收入为 12.57 亿元，同比+7.1%，毛利率为 56.84%（比上年同期增加 4.85pct）。公司凭借“一户一策”、“百城百场”等策略持续打开市场化疫苗销售，实现疫苗收入结构进一步优化，从毛利率增长来看效果显著。2019 年 3 月公司获得猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗的新兽药证书，将弥补口蹄疫 OAI 三价苗停止销售后的空白；另外，18 年公司共获得 8 个新兽药证书、24 个生产批文，公司新品储备丰富。我们认为随着 2019H2 猪价快速上行，将带动养殖后周期行业销量提升，看好公司未来业绩增速。

3.投资建议

公司主业包括饲料和疫苗，均属于养殖后周期行业，受益于养殖景气度上行，我们认为未来将显著受益于上游行情，利好公司饲料及疫苗销量，带动公司业绩增长；此外，公司疫苗业务结构持续改进，带动板块毛利率显著提升。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别 0.78/0.93/1.1 元，对应 PE 为 16/13/11 倍，给予“推荐”评级。

分析师

谢芝优

☎：010-68597609

✉：xiezhuyou_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519020001

市场数据 时间 2019.4.30

A 股收盘价(元)	12.36
A 股一年内最高价(元)	23.73
A 股一年内最低价(元)	10.23
上证指数	3078.34
市净率	1.80
总股本(亿股)	6.02
实际流通 A 股(亿股)	6.02
限售的流通 A 股(亿股)	0
流通 A 股市值(亿元)	74.37

4. 风险提示

动物疫情风险、研发风险、质量风险、市场竞争风险等。

主要财务指标

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4434.24	4640.99	5230.58	6019.91
增长率%	8.96%	4.66%	12.70%	15.09%
净利润(百万元)	415.63	470.02	557.25	659.48
增长率%	3.94%	13.09%	18.56%	18.35%
每股收益 EPS(元)	0.69	0.78	0.93	1.10
净资产收益率 ROE	10.03%	10.36%	11.14%	11.86%
PE	18	16	13	11

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn