

中牧股份 (600195)

证券研究报告

2019 年 08 月 22 日

猪用疫苗业务降幅较大，禽用兽药、饲料业务高增长

事件：公司发布 2019 年半年报，报告期内公司实现营收 18.35 亿元，同比下滑 3.21%，归属于上市公司股东的净利润 1.62 亿元，较上年同期下滑 15.65%。

禽用疫苗高速增长，猪用疫苗有望持续改善

上半年，受非洲猪瘟疫情影响，生猪存栏量锐减，养殖户补栏意愿不积极，影响了公司猪用疫苗产品整体的销量。具体到不同类别的产品中，由于口蹄疫疫苗强制免疫且公司市场苗正处于放量阶段，我们预计上半年公司口蹄疫疫苗收入整体持平而非下滑。另一方面，由于禽养殖的高度景气以及政策禽流感疫苗因毒株更换推动产品价格提升，公司禽用疫苗收入与去年同期相比增幅明显，我们预计同比增长超 30%。看下半年，禽用疫苗收入仍有望保持高速增长，而公司猪 OA 二价苗有望三季度获批，从而带动公司口蹄疫市场苗收入的增长。

化药板块短期承压，饲料业务表现亮眼

其他板块方面，1) 化药板块：由于行业政策以及非洲猪瘟的影响，虽然禽用兽药收入实现了增长，但是化药板块整体收入仍然下滑。此外，公司子公司胜利生物通过了美国 FDA 现场审计，为化药产品扩大出口创造了有利条件；2) 饲料板块：公司继续保持蛋鸡饲料产品市场竞争优势，并顺势加快开发和推广其他家禽饲料产品，叠加下游高景气度，上半年公司预混料销量和收入增幅明显；3) 贸易板块：公司上半年加大库存销售，销量同比增幅较大，通过稳定上游供应渠道、把握行情波动机会，利润表现较好。

业绩机制有望双双改善，未来或将受益非瘟疫苗商业化

禽养殖的景气度有望持续，叠加下游猪养殖规模厂的陆续补栏及公司猪 OA 疫苗的上市，公司未来业绩有望持续得到改善，另一方面公司持续推进股权层面的混合所有制改革以及经营机制的市场化改革，经营机制有望释放活力。此外，目前国内非瘟疫苗的研究已经取得阶段性进展，未来若成功实现商业化，公司作为行业内龙头公司有望受益。当前公司已获得非洲猪瘟第三方检测实验室资质，非洲猪瘟病毒快速诊断试剂盒也已实现上市销售，有望给公司带来部分增量。

盈利预测与投资建议

考虑到公司禽用兽药及禽饲料收入高速增长，我们略微上调公司业绩。预计 19-21 年，公司营收 41.32/46.03/51.30 亿元，同比-6.82%/11.41%/11.44%，上调归母净利润 3.94/4.99/5.92 亿元（前值 3.28/3.70/4.19 亿元），同比-5.23%/26.61%/18.74%，EPS 分别为 0.47/0.59/0.70 元，对应 PE 分别为 33/26/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情风险，猪价不及预期，产能不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,069.73	4,434.24	4,131.73	4,603.31	5,129.97
增长率(%)	2.41	8.96	(6.82)	11.41	11.44
EBITDA(百万元)	825.75	886.34	639.51	766.03	889.54
净利润(百万元)	399.87	415.63	393.90	498.72	592.18
增长率(%)	19.57	3.94	(5.23)	26.61	18.74
EPS(元/股)	0.47	0.49	0.47	0.59	0.70
市盈率(P/E)	32.55	31.31	33.04	26.10	21.98
市净率(P/B)	3.54	3.26	2.90	2.69	2.48
市销率(P/S)	3.20	2.94	3.15	2.83	2.54
EV/EBITDA	11.32	7.96	20.64	16.76	13.99

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	15.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	842.41
流通 A 股股本(百万股)	842.41
A 股总市值(百万元)	13,015.20
流通 A 股市值(百万元)	13,015.20
每股净资产(元)	6.91
资产负债率(%)	19.13
一年内最高/最低(元)	17.56/9.90

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
魏振亚	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004	
weizhenya@tfzq.com	
王聪	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001	
wcong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中牧股份-年报点评报告:非瘟疫情下短期业绩承压，看好公司未来发展》
2019-04-30
- 《中牧股份-公司点评:新兽药证书靴子落地，产品有望秋防前上市》
2019-03-15
- 《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



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	495.51	840.82	1,256.65	1,652.13	2,083.00
应收票据及应收账款	268.26	366.91	436.48	484.18	541.81
预付账款	180.16	121.96	164.25	167.98	218.13
存货	653.30	769.88	820.14	840.97	896.53
其他	1,870.23	1,622.14	1,635.40	1,649.34	1,652.96
流动资产合计	3,467.46	3,721.71	4,312.93	4,794.60	5,392.42
长期股权投资	588.89	709.50	709.50	709.50	709.50
固定资产	1,467.36	1,401.42	1,400.08	1,430.18	1,448.51
在建工程	40.07	101.63	75.81	112.91	106.45
无形资产	574.66	633.92	588.08	542.24	496.39
其他	144.50	274.60	271.16	267.71	264.27
非流动资产合计	2,815.47	3,121.07	3,044.63	3,062.54	3,025.13
资产总计	6,282.93	6,842.78	7,357.55	7,857.14	8,417.55
短期借款	51.17	84.08	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	261.93	263.25	293.26	336.22	358.78
其他	768.92	1,953.49	2,002.69	2,078.37	2,163.89
流动负债合计	1,082.02	2,300.81	2,295.94	2,414.59	2,522.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,192.97	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.35	56.83	56.83	56.83	56.83
非流动负债合计	1,247.32	56.83	56.83	56.83	56.83
负债合计	2,329.34	2,357.64	2,352.77	2,471.42	2,579.50
少数股东权益	273.20	489.84	514.98	546.81	584.61
股本	429.80	601.72	842.41	842.41	842.41
资本公积	1,006.05	854.14	854.14	854.14	854.14
留存收益	3,248.06	3,371.66	3,647.39	3,996.50	4,411.03
其他	(1,003.52)	(832.22)	(854.14)	(854.14)	(854.14)
股东权益合计	3,953.59	4,485.14	5,004.78	5,385.72	5,838.05
负债和股东权益总	6,282.93	6,842.78	7,357.55	7,857.14	8,417.55

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	425.59	450.03	393.90	498.72	592.18
折旧摊销	183.43	171.60	123.00	128.65	133.97
财务费用	44.13	42.80	37.25	31.46	34.04
投资损失	(290.21)	(217.23)	(220.00)	(220.00)	(220.00)
营运资金变动	(689.08)	(234.15)	(92.72)	35.89	(55.43)
其它	528.65	(26.66)	25.15	31.83	37.80
经营活动现金流	202.50	186.38	266.58	506.55	522.55
资本支出	237.00	341.27	50.00	150.00	100.00
长期投资	41.30	120.62	0.00	0.00	0.00
其他	(787.34)	(328.38)	119.99	(80.00)	20.00
投资活动现金流	(509.04)	133.50	169.99	70.00	120.00
债权融资	1,244.14	1,279.18	1,195.11	1,195.11	1,195.11
股权融资	(8.68)	2.41	181.52	(31.46)	(34.04)
其他	(1,495.15)	(1,257.60)	(1,397.35)	(1,344.72)	(1,372.76)
筹资活动现金流	(259.68)	23.99	(20.73)	(181.08)	(211.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(566.23)	343.88	415.84	395.48	430.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,069.73	4,434.24	4,131.73	4,603.31	5,129.97
营业成本	2,922.42	3,126.23	2,862.04	3,147.37	3,474.99
营业税金及附加	32.16	34.33	31.81	35.45	39.50
营业费用	466.54	479.21	462.75	487.95	528.39
管理费用	262.06	275.56	285.09	303.82	318.06
研发费用	115.48	166.59	173.53	193.34	215.46
财务费用	39.87	44.24	37.25	31.46	34.04
资产减值损失	31.33	18.05	20.00	18.00	18.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.01	(0.00)	(0.00)
投资净收益	290.21	217.23	220.00	220.00	220.00
其他	(581.35)	(439.76)	(440.01)	(440.00)	(440.00)
营业利润	491.00	512.55	479.26	605.92	721.54
营业外收入	5.61	9.62	10.00	14.00	15.00
营业外支出	2.00	1.14	2.00	3.00	4.00
利润总额	494.61	521.04	487.26	616.92	732.54
所得税	69.02	71.01	68.22	86.37	102.56
净利润	425.59	450.03	419.04	530.55	629.98
少数股东损益	25.72	34.40	25.14	31.83	37.80
归属于母公司净利润	399.87	415.63	393.90	498.72	592.18
每股收益（元）	0.47	0.49	0.47	0.59	0.70

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	2.41%	8.96%	-6.82%	11.41%	11.44%
营业利润	18.52%	4.39%	-6.50%	26.43%	19.08%
归属于母公司净利润	19.57%	3.94%	-5.23%	26.61%	18.74%
获利能力					
毛利率	28.19%	29.50%	30.73%	31.63%	32.26%
净利率	9.83%	9.37%	9.53%	10.83%	11.54%
ROE	10.87%	10.40%	8.77%	10.31%	11.27%
ROIC	12.07%	10.55%	9.55%	11.73%	13.94%
偿债能力					
资产负债率	37.07%	34.45%	31.98%	31.45%	30.64%
净负债率	18.94%	9.77%	-1.23%	-8.49%	-15.21%
流动比率	3.20	1.62	1.88	1.99	2.14
速动比率	2.60	1.28	1.52	1.64	1.78
营运能力					
应收账款周转率	17.16	13.96	10.29	10.00	10.00
存货周转率	6.69	6.23	5.20	5.54	5.91
总资产周转率	0.66	0.68	0.58	0.61	0.63
每股指标（元）					
每股收益	0.47	0.49	0.47	0.59	0.70
每股经营现金流	0.24	0.22	0.32	0.60	0.62
每股净资产	4.37	4.74	5.33	5.74	6.24
估值比率					
市盈率	32.55	31.31	33.04	26.10	21.98
市净率	3.54	3.26	2.90	2.69	2.48
EV/EBITDA	11.32	7.96	20.64	16.76	13.99
EV/EBIT	14.48	9.83	25.55	20.14	16.47

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