

业绩受“非瘟”影响有限，生物制品业务企稳



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——中牧股份（600195）2019 年半年度报告点评

❖ 事件

8月21日，中牧股份发布2019年半年度报告，2019年上半年公司实现营业收入18.35亿元，同比减少3.21%；归属于上市公司股东的净利润1.62亿元，同比减少15.65%；基本每股收益0.27元，同比减少39.76%。

❖ 点评

上半年禽链景气度高，禽苗业务表现突出。2019年上半年，公司禽用疫苗收入与去年同期相比增幅明显。一方面，公司大型集团客户开发效果逐步显现，实现高附加值产品收入大幅增长；另一方面，政府采购禽流感疫苗因毒株更换推动产品价格提升，同时叠加上半年禽养殖行业景气，养殖户养殖积极性较高，公司禽用疫苗销量增加，业绩增长。预计下半年禽链景气度还将持续，公司禽苗业务盈利能力有望保持。

公司肩负行业使命，受益于非洲猪瘟各项产品。2019年6月受非洲猪瘟疫情影响，全国能繁母猪存栏量同比下降26.7%，生猪供给产能持续大幅收缩，非洲猪瘟防控愈发严峻，公司参与非洲猪瘟检测试剂生产及疫苗的试验研发，初步测算非洲猪瘟疫苗市场规模约100亿，公司有望率先受益。回顾2007年蓝耳疫苗出现，公司在疫苗上市后的两年内生物制品营业收入达12.69亿元，相比2008年的9.81亿元，年复合增长率为8.95%。

猪用口蹄疫市场苗空间大，关注养殖后周期机会。生猪供给产能逐步恢复，对猪用生物制品需求将大幅提升，短期来看，三季度公司猪OA二价苗有望获批，使得公司口蹄疫市场苗业务业绩增加，中长期来看，随着养殖结构改变，大规模养殖场占比增加，猪用口蹄疫疫苗市场苗空间较大，公司市占率有望进一步提升，业绩上升空间较大。

❖ 维持增持评级

考虑养殖后周期公司业绩改善，预计2019-2021年EPS分别为0.52、0.64、0.84元，对应8月21日收盘价15.45元，PE分别为30、24、18倍，维持增持评级。

❖ 风险提示：疫病风险；价格不达预期；市场需求低于预期。

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4434	4230	4550	5027
+/-%	9.0%	-4.6%	7.6%	10.5%
归属母公司净利润(百万)	416	441	541	705
+/-%	3.9%	6.0%	22.8%	30.4%
EPS(元)	0.69	0.52	0.64	0.84
PE	32	30	24	18

资料来源：公司公告，川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司动态

所属行业 | 农林牧渔

报告时间 | 2018/08/22

前收盘价 | 15.45元

公司评级 | 增持评级

👤 分析师

周豫

证书编号：S1100518090001
010-66495927
zhouyu@cczq.com

👤 联系人

关雪

证书编号：S1100118070003
010-66495927
guanxue@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3722	4268	4992	5838	营业收入	4434	4230	4550	5027
现金	841	1783	2350	3039	营业成本	3126	3069	3197	3360
应收账款	260	230	248	277	营业税金及附加	34	32	35	38
其他应收款	56	76	78	86	营业费用	479	472	510	564
预付账款	122	151	152	158	管理费用	276	254	319	402
存货	770	700	729	770	财务费用	44	45	13	-13
其他流动资产	1672	1328	1435	1507	资产减值损失	18	17	18	19
非流动资产	3121	2630	2443	2258	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	710	586	603	614	投资净收益	217	196	207	215
固定资产	1401	1204	1007	810	营业利润	513	538	666	871
无形资产	540	555	565	574	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	470	285	268	260	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	6843	6898	7435	8096	利润总额	521	547	675	880
流动负债	2301	1482	1558	1645	所得税	71	80	98	126
短期借款	84	63	66	67	净利润	450	467	577	754
应付账款	263	257	271	286	少数股东损益	34	27	36	49
其他流动负债	1953	1163	1222	1293	归属母公司净利润	416	441	541	705
非流动负债	57	609	638	640	EBITDA	728	823	920	1100
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.69	0.52	0.64	0.84
其他非流动负债	57	609	638	640					
负债合计	2358	2091	2196	2285	主要财务比率				
少数股东权益	490	517	553	601	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	602	842	842	842	成长能力				
资本公积	854	613	613	613	营业收入	9.0%	-4.6%	7.6%	10.5%
留存收益	2518	2834	3230	3754	营业利润	4.4%	4.9%	23.8%	30.8%
归属母公司股东权益	3995	4290	4685	5210	归属于母公司净利润	3.9%	6.0%	22.8%	30.4%
负债和股东权益	6843	6898	7435	8096	获利能力				
					毛利率(%)	29.5%	27.4%	29.7%	33.2%
					净利率(%)	9.4%	10.4%	11.9%	14.0%
					ROE(%)	10.4%	10.3%	11.5%	13.5%
					ROIC(%)	11.9%	14.8%	17.7%	23.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	34.5%	30.3%	29.5%	28.2%
					净负债比率(%)	54.26%	22.04%	23.55%	24.64%
					流动比率	1.62	2.88	3.20	3.55
					速动比率	1.27	2.39	2.72	3.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.62	0.63	0.65
					应收账款周转率	13	13	14	14
					应付账款周转率	11.91	11.81	12.13	12.09
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.49	0.52	0.64	0.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	1.24	0.58	0.77
					每股净资产(最新摊薄)	4.74	5.09	5.56	6.18
					估值比率				
					P/E	31	30	24	18
					P/B	3.26	3.03	2.78	2.50
					EV/EBITDA	18	16	14	12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	186	1048	485	652
净利润	450	467	577	754
折旧摊销	172	240	241	242
财务费用	44	45	13	-13
投资损失	-217	-196	-207	-215
营运资金变动	-307	427	-147	-130
其他经营现金流	45	65	7	14
投资活动现金流	134	348	157	161
资本支出	217	-51	-25	-13
长期投资	4	-130	18	11
其他投资现金流	355	167	149	159
筹资活动现金流	24	-454	-74	-123
短期借款	33	-22	3	1
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	172	241	0	0
资本公积增加	-152	-241	0	0
其他筹资现金流	-29	-433	-77	-124
现金净增加额	345	942	567	689

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明