

中牧股份(600195)2020年中报点评

业绩增长好于预期,产品布局日益完备,加码混改静待释放活力

推荐(维持)

目标价区间:20.7-23.6元

当前价:18.24元

事项:

❖ 公司发布2020年中报:2020H1实现营收22.70亿元,同增23.69%;实现归母净利润3.56亿元,同增119.51%;扣非后归母净利润2.33亿元,同增44.52%。

评论:

❖ **各业务条线营收均稳健增长。**2020H1公司实现营收22.70亿元,同增23.69%。分板块来看,①**疫苗业务收入6.41亿元,同增21.27%**。其中猪苗方面,口蹄疫OA二价3B标记苗主要定位政府招采,上市后销售业绩取得突破,口蹄疫市场苗客户满意度和市场份额稳步提高。除此之外,圆环、伪狂等常规猪苗产品收入也取得显著提升。禽苗方面,在巩固禽流感招采苗的份额基础上,市场苗产品收入也再创新高。此外,公司口蹄疫OAI三价苗成功实现对巴基斯坦出口,海外拓展取得新突破。②**化药业务收入4.15亿元,同增13.77%**。包括原料药泰万菌素在内的多个产品销售实现大幅增长,胜利生物顺利实现对美国出口的突破,拉动国际业务增长20%。③**饲料业务收入5.35亿元,同增24.79%**。预混料方面,其中蛋鸡预混料销量实现25%+增长,反当预混料受益新品投放,全区域实现销售增长,猪料凭借专销措施也取得良好销售进展。维生素方面,收入、利润指标完成情况均超预期。④**贸易业务收入6.76亿元,同增33.68%**。

❖ **减持金达威股票收益大幅增厚业绩,主业净利润同比大增八成。**2020H1公司实现归母净利润3.56亿元,同增119.51%,其中减持816万股金达威股票获得投资收益1.42亿元,此外,剔除对联营企业和合营企业(主要是金达威)的投资收益影响(1.08亿元),公司主业实现净利润1.05亿元,同增81%,业绩复苏势头强劲。2020H1公司销售毛利率26.10%,同降2.27个pct,判断主因系报告期内新冠疫情导致物流运输成本显著抬升。费用端来看,2020H1销售/管理/财务/研发费用率分别为8.52%/6.34%/2.99%/-0.06%,同比分别-2.67/-1.72/+0.21/-0.56个pct。销售净利率为16.45%,同增6.88个pct。

❖ **产品管线日益完备,营销工作成效突出。**①产品端,在去年上市口蹄疫OA二价3B标记苗的基础上,上半年公司又陆续获批猪口蹄疫双O+A二价灭活疫苗、猪口蹄疫OA二价合成肽疫苗以及猪口蹄疫OA二价灭活疫苗(OHM/02株+AKT-III株,为控股子公司中普生物所有)3个新产品文号,口苗大单品管线进一步丰富完善。②营销端,通过持续推进渠道布局优化、加大集团客户开发力度、加大线上宣传和专业的技术服务支撑,公司在市场化疫苗、化药和饲料各业务条线推广销售上都取得突出成效。后续随疫情影响逐步解除、口蹄疫双O+A等重磅新品上市,有望进一步打开销售局面,高速增长可期。

❖ **国企混改迈出重要一步,静待改革活力释放。**乾元浩是公司旗下重要禽苗平台,2020H1实现营收2.66亿元,净利润3323万元。公司7月21号发布公告,乾元浩拟实施混改,引进战投并同步实施员工持股,其中战略投资者的持股比例将不超过25%,乾元浩员工的持股比例将不超过7%。初步测算增资后公司+中国牧工商集团+员工持股平台合计持股比例约为48.31%。混改措施落地不仅可以优化乾元浩资产负债结构,支持禽苗业务发展,同时能够将核心团队与公司实现利益绑定,优化治理结构,进一步激发企业活力,释放管理和经营效率。

❖ **周期反转,改革助力,公司增长动力强劲,维持“推荐”评级。**考虑金达威投资收益及公司经营变革节奏,我们上调2020-2022年盈利预测,预计实现归母净利润5.46/6.00/7.41(前值3.72/4.72/5.96)亿元,对应EPS为0.54/0.59/0.73元,对应PE为34/31/25倍,给予2021年35-40倍PE,上调目标价区间至20.7-23.6元,维持“推荐”评级。

❖ **风险提示:**下游生猪行业产能恢复不及预期,市场竞争加剧,研发进程受阻。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	4,118	4,818	5,331	5,881
同比增速(%)	-7.1%	17.0%	10.6%	10.3%
归母净利润(百万)	256	546	600	741
同比增速(%)	-38.5%	113.7%	9.8%	23.6%
每股盈利(元)	0.25	0.54	0.59	0.73
市盈率(倍)	60	34	31	25
市净率(倍)	4	4	4	3

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2020年8月25日收盘价

华创证券研究所

证券分析师:董广阳

电话:021-20572598

邮箱:dongguangyang@hcyjs.com

执业编号:S0360518040001

联系人:陈鹏

电话:021-20572518

邮箱:chenpeng1@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	101,561
已上市流通股(万股)	101,561
总市值(亿元)	185.25
流通市值(亿元)	185.25
资产负债率(%)	18.0
每股净资产(元)	4.4
12个月内最高/最低价	19.65/8.76

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《中牧股份(600195)2019年中报点评:非瘟疫情拖累短期业绩,或迎拐点到来》

2019-08-22

《中牧股份(600195)2019年三季报点评:业绩符合预期,核心产品系列不断完备,看好公司明年增长》

2019-10-30

《中牧股份(600195)2019年报点评:业绩底部区域,积极应对,静待拐点》

2020-04-21

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	674	1,249	1,671	2,245
应收票据	118	70	77	85
应收账款	407	320	354	391
预付账款	89	104	113	122
存货	843	821	887	961
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	139	113	124	132
流动资产合计	2,270	2,677	3,226	3,936
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	736	736	736	736
固定资产	1,282	1,650	1,671	1,700
在建工程	432	282	232	182
无形资产	625	563	507	456
其他非流动资产	345	344	341	341
非流动资产合计	3,420	3,575	3,487	3,415
资产合计	5,690	6,252	6,713	7,351
短期借款	50	56	62	68
应付票据	0	0	0	0
应付账款	217	253	274	297
预收款项	231	0	0	0
合同负债	0	224	248	274
其他应付款	322	349	349	349
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	139	148	159	167
流动负债合计	959	1,030	1,092	1,155
长期借款	40	40	40	40
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	51	51	51	51
非流动负债合计	91	91	91	91
负债合计	1,050	1,121	1,183	1,246
归属母公司所有者权益	4,123	4,565	4,910	5,418
少数股东权益	517	566	620	687
所有者权益合计	4,640	5,131	5,530	6,105
负债和股东权益	5,690	6,252	6,713	7,351

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	27	341	452	572
现金收益	473	798	887	1,036
存货影响	-73	22	-67	-73
经营性应收影响	-109	128	-42	-46
经营性应付影响	-58	-166	21	23
其他影响	-207	-441	-347	-368
投资活动现金流	1,185	-303	-120	-130
资本支出	-472	-336	-121	-131
股权投资	-27	0	0	0
其他长期资产变化	1,684	33	1	1
融资活动现金流	-1,385	537	90	132
借款增加	-1,189	6	6	6
股利及利息支付	-193	-305	-287	-377
股东融资	2	2	2	2
其他影响	-5	834	369	501

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,118	4,818	5,331	5,881
营业成本	2,988	3,492	3,776	4,088
税金及附加	26	31	34	38
销售费用	431	482	522	559
管理费用	303	313	336	353
研发费用	173	193	213	235
财务费用	6	24	27	26
信用减值损失	-4	0	0	0
资产减值损失	-17	-8	-8	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	139	400	330	350
其他收益	9	6	6	6
营业利润	329	687	756	936
营业外收入	17	13	12	13
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	344	698	766	947
所得税	53	103	112	139
净利润	291	595	654	808
少数股东损益	35	49	54	67
归属母公司净利润	256	546	600	741
NOPLAT	296	615	677	830
EPS(摊薄) (元)	0.25	0.54	0.59	0.73

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-7.1%	17.0%	10.6%	10.3%
EBIT 增长率	-38.1%	105.9%	10.0%	22.7%
归母净利润增长率	-38.5%	113.7%	9.8%	23.6%
获利能力				
毛利率	27.4%	27.5%	29.2%	30.5%
净利率	7.1%	12.4%	12.3%	13.7%
ROE	5.5%	10.6%	10.8%	12.1%
ROIC	8.2%	14.6%	14.7%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	18.5%	17.9%	17.6%	17.0%
债务权益比	3.0%	2.9%	2.8%	2.6%
流动比率	236.7%	259.9%	295.4%	340.8%
速动比率	148.8%	180.2%	214.2%	257.6%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	29	27	23	23
应付账款周转天数	29	24	25	25
存货周转天数	97	86	81	81
每股指标(元)				
每股收益	0.25	0.54	0.59	0.73
每股经营现金流	0.03	0.34	0.45	0.56
每股净资产	4.06	4.49	4.83	5.33
估值比率				
P/E	60	34	31	25
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	32	19	17	14

农业组团队介绍

助理研究员：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500