



生物制品有效产能扩张，进一步提升公司盈利能力

——中牧股份（600195）2013年年度财报点评

2014年03月26日

推荐/首次

中牧股份

财报点评

吴桢培

分析师

执业证书编号：S0070513090002

wuzp@dxzq.net.cn 010-66554063

事件：

2014年3月25日公司公布2013年年度报告，报告期公司实现营业收入3,639.75百万元，比上年同期增长17.07%；归属于上市公司股东的净利润235.76百万元，比上年同期增长0.51%；基本每股收益0.59元，比上年同期增长-1.17%。

公司2013年利润分配和公积金转增股本预案为：以2013年末总股本42,980万股为基数，向全体股东每10股派发1.65元(含税)，共计派发现金红利70,917,000元。剩余可供股东分配的利润结转下一年度。本年度不进行资本公积转增股本。

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入(百万元)	614.05	869.13	925.24	723.72	762.94	936.57	1216.52
增长率(%)	1.33%	2.10%	-0.02%	3.30%	24.25%	7.76%	31.48%
毛利率(%)	18.80%	30.73%	21.92%	39.19%	17.67%	26.98%	17.53%
期间费用率(%)	13.86%	17.99%	24.22%	16.54%	12.49%	16.79%	19.67%
营业利润率(%)	7.36%	12.75%	-1.92%	22.95%	6.36%	10.44%	-1.65%
净利润(百万元)	47.31	90.41	-17.36	137.52	48.57	81.44	-20.25
增长率(%)	-30.29%	-05.08%	-111.03%	12.51%	02.66%	-09.92%	16.63%
每股盈利(季度,元)	0.11	0.22	-0.03	0.32	0.13	0.20	-0.04
资产负债率(%)	26.68%	31.58%	27.49%	27.91%	28.28%	35.76%	23.62%
净资产收益率(%)	2.09%	4.12%	-0.80%	5.93%	2.05%	3.43%	-0.71%
总资产收益率(%)	1.53%	2.82%	-0.58%	4.27%	1.47%	2.21%	-0.55%

观点：

➤ 公司2013年主营业务收入同比增加17.37%，但生物制品占主营业务利润81.29%

2013年公司主营业务收入362,476.49万元，同比增加17.37%，主营业务利润88,059.26万元，同比增加7.02%，实现归属于上市公司股东的净利润23,575.9万元，同比增加0.51%。业务收入来源于生物制品、化药和饲料及饲料贸易业务。其中：2013年饲料添加剂产品销售收入56,736.94万元同比增长0.06%；贸易产品实现销售收入163,432.89万元同比增长42.87%。但公司主营利润主要来源于生物制品，其全年实现71,586.65万元，占主营业务利润的比例为81.29%。2013年，国内动物疫病表现为复杂多变，养禽业遭

遇H7N9疫情而元气大伤, 同时棉粕、菜粕等大宗原料价格上升, 国内畜牧养殖行业整体低迷, 从而导致复合维生素、预混合饲料以及化药的市场需求下降; 行业管理和市场对于产品质量标准的要求不断提升, 增加了公司经营成本。

➤ **丰富的产品、领先的技术、最具影响力的品牌, 使公司继续处于行业领先地位**

公司是国内动物疫苗行业的龙头企业, 拥有国家认证的国内规模居前、设备和工艺先进的 GMP 生产集群, 已建成亚洲生产规模领先、国际先进技术水平的家禽疫苗生产基地、畜用疫苗生产基地, 拥有国内产品品种齐全的猪用疫苗及诊断试剂生产基地, 这为公司继续保持行业龙头地位奠定了扎实基础。2013 年, 公司在政府采购类产品市场位势继续保持领先, 其中口蹄疫和禽流感疫苗产品保持了行业第一的市场占有率, 蓝耳和猪瘟疫苗产品等市场占有率较上年有所提升, 处于行业领先地位。2013 年, 公司在生物制品、化药和饲料等领域所实施的新产品研发、工艺转化、引进产品和技术的消化吸收等研发项目 50 余项, 其中 16 个项目已完成结题验收, 其余正在有序推进过程中。2013 年, 公司共取得“一种家禽冻干活疫苗耐热保护剂及其制备方法”、“亚洲一型口蹄疫合成肽疫苗”、“用于提高斑贝链霉菌素产量的方法及菌株”、“一种蛋鸡用复合维生素”、“一种用于预防鸡疾病的四联灭活疫苗”、“一种抗球虫化合物及其制备方法和应用”、“一种兽用 T4 溶菌酶预混剂及其制备方法”、“抗球虫化合物及其制备方法和应用”、“鸡新城疫、传染性支气管炎二联灭活疫苗及其制造方法”、“一种抗畜禽球虫化合物及其制备方法”等 10 项发明专利授权和“兽用包装盒”1 项外观设计专利; 同时受理的专利申请共有 11 项, 领先的技术优势为公司参与市场竞争打下坚实基础。

➤ **增发募投项目顺利实施, 有利于产品结构调整和缓解公司产能不足**

为进一步提升兽药与饲料业务的竞争力, 中牧股份拟借助资本市场的力量, 通过非公开发行股票筹措资金加大对兽用生物制品业务、兽药制剂以及饲料业务的投入, 有利于进一步提高公司产品产能、优化现有产品结构、提升公司核心竞争力、增强公司盈利能力, 实现可持续发展。2013 年公司共向 10 名特定对象发行了 3,980 万股 A 股股票, 募集资金总额 4.86 亿元, 募集资金净额为 4.66 亿元。募集资金扣除发行费用后将全部用于投资以下项目:

业务板块	序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
生物制品 业务板块	1	保山生物药厂悬浮培养工艺口蹄疫疫苗生产车间新建项目	9,270.00	9,241.06
	2	兰州生物药厂家畜疫苗灭活苗车间(技改)项目	11,597.00	11,597.00
	3	成都药械厂高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗车间项目	7,997.00	7,992.75
	4	兰州生物药厂研发及质检综合设施项目	7,410.00	7,219.20
小计			36,274.00	36,050.01
兽药制剂 业务板块	1	黄冈兽药制剂生产基地项目	11,000.00	10,993.00
	小计			11,000.00
饲料业务 板块	1	武汉华罗预混料厂建设项目	8,439.54	6,224.34
	2	长春华罗预混料厂建设项目	8,031.52	7,237.88
	小计			16,471.06
合计			63,745.06	60,505.23

结论：

公司以动物保健品、动物营养品为主导产业，是国内最大的动物保健品生产企业。公司主业包括生物制品、饲料和兽药三大板块。在生物制品领域，公司产品包括禽用疫苗、兽用疫苗、特种疫苗（口蹄疫疫苗）三大类，品种近170种，是业内产品品种最全、生产能力和产量最大的企业。公司饲料业务分为自产饲料与饲料贸易两大类，其中自产的多维饲料产量位居国内第二。公司兽药产品先后建成化学合成、发酵、中草药萃取三个兽药原料药生产基地。公司拥有禽用疫苗研究所、猪用生物制品研究所、口蹄疫研究所和兽药研究所五个研究所，科研实力领先。根据我们的盈利预测，公司2014年、2015年营业收入分别为4,080.00百万元、4,346.00百万元，分别同比增长12.11%、6.51%。归属母公司净利润分别为307.00百万元、393.00百万元，分别同比增长30.18%、28.00%，基本每股收益分别为0.71元和0.91元，对应2014年、2015年的市盈率为18.51倍、14.46倍，首次给予“推荐”评级。

风险提示：

国家疫苗招标政策变动风险；

原材料价格变动风险；

项目产能如期释放风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	1614	2063	2948	3291	3671	营业收入	3109	3640	4080	4346	4486
货币资金	543	954	1637	1799	2033	营业成本	2278	2755	3001	3115	3131
应收账款	360	404	460	493	512	营业税金及附加	12	12	14	15	16
其他应收款	111	89	100	106	110	营业费用	308	343	382	406	440
预付款项	203	124	240	361	483	管理费用	268	265	322	342	353
存货	392	473	512	531	534	财务费用	-3	3	5	5	7
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4.20	7.98	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1395	1651	1500	1368	1236	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	399	418	418	418	418	投资净收益	41.43	39.45	40.44	42.54	42.54
固定资产	719.52	707.16	817.88	707.36	596.83	营业利润	283	292	393	499	577
无形资产	183	215	194	172	151	营业外收入	11.04	8.45	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.26	3.22	50.00	50.00	50.00
资产总计	3009	3714	4448	4659	4907	利润总额	290	298	383	489	567
流动负债合计	711	782	761	839	889	所得税	48	50	63	81	93
短期借款	20	65	0	0	0	净利润	243	247	320	408	474
应付账款	210	170	191	212	213	少数股东损益	8	12	13	15	16
预收款项	81	91	136	183	232	归属母公司净利润	235	236	307	393	458
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	537	585	530	636	715
非流动负债合计	117	95	-163	-201	-201	BPS (元)	0.60	0.59	0.71	0.91	1.06
长期借款	0	0	-166	-205	-205	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	827	877	599	638	688	成长能力					
少数股东权益	247	253	266	281	297	营业收入增长	9.38%	17.07%	12.11%	6.51%	3.21%
实收资本(或股本)	390	430	430	430	430	营业利润增长	-46.77	3.14%	34.50%	26.89%	15.57%
资本公积	284	735	1613	1613	1613	归属于母公司净利润	30.18%	28.00%	30.18%	28.00%	16.47%
未分配利润	1023	1181	996	756	479	获利能力					
归属母公司股东权	1935	2584	3584	3740	3922	毛利率(%)	26.72%	24.30%	26.46%	28.32%	30.21%
负债和所有者权	3009	3714	4448	4659	4907	净利率(%)	7.80%	6.79%	7.85%	9.38%	10.56%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.79%	6.35%	6.90%	8.43%	9.32%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	12.12%	9.12%	8.56%	10.50%	11.67%
经营活动现金流	-35	253	244	405	479	偿债能力					
净利润	243	247	320	408	474	资产负债率(%)	27%	24%	13%	14%	
折旧摊销	257.07	288.82	0.00	132.07	132.07	流动比率	2.27	2.64	3.87	3.92	4.13
财务费用	-3	3	5	5	7	速动比率	1.72	2.03	3.20	3.29	3.53
应收账款减少	0	0	-55	-34	-18	营运能力					
预收帐款增加	0	0	44	47	49	总资产周转率	1.08	1.08	1.00	0.95	0.94
投资活动现金流	-114	-279	55	38	38	应收账款周转率	13	10	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.12	19.21	22.64	21.60	21.16
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	41	39	40	43	43	每股收益(最新摊薄)	0.60	0.59	0.71	0.91	1.06
筹资活动现金流	-58	437	385	-281	-282	每股净现金流(最新)	-0.53	0.96	1.59	0.38	0.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.96	6.01	8.34	8.70	9.13
长期借款增加	0	0	-166	-39	0	估值比率					
普通股增加	0	40	0	0	0	P/E	21.98	22.24	18.51	14.46	12.42
资本公积增加	15	451	878	0	0	P/B	2.66	2.20	1.59	1.52	1.45
现金净增加额	-207	411	683	162	235	EV/EBITDA	8.63	8.20	7.32	5.78	4.82

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

吴桢培

中央财经大学金融学硕士、中国农业科学院农业经济学博士、中国注册会计师，6 年会计师事务所审计、7 年央企财务管理、3 年证券研究从业经验。具有很强的财务会计报表阅读能力，善于从公司会计报表中挖掘公司的投资价值；具有较高的农业经济政策理论水平，能准确把握行业的发展趋势。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。