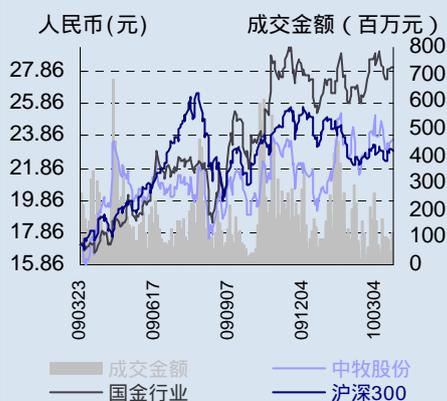


2010年03月23日

市场数据(人民币)

市价(元)	23.68
已上市流通A股(百万股)	201.00
总市值(百万元)	9,235.20
年内股价最高最低(元)	25.30/15.86
沪深 300 指数	3275.57
上证指数	3053.13
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《3 季报仍保持快速增长》，2009.11.2
- 2 《靓丽中报提振公司发展信心》，2009.8.18

分析师:黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

联系人:李龙俊

 (8621)61038315
 lij@gjzq.com.cn

李敬雷

 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中牧股份 (600195.SH)

——2010 年“两新”：新疫苗和新管理层


公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.403	0.415	0.585	0.775	0.981	1.168
净利润增长率	20.30%	3.02%	40.91%	32.54%	26.58%	19.09%
先前预期每股收益(元)				0.913	1.141	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.818	0.979	N/A
市盈率(倍)	81.63	28.35	34.68	30.55	24.14	20.27
行业优化市盈率(倍)	87.93	53.18	92.89	92.89	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	4.02	9.40	0.85	0.94	0.91	1.06
已上市流通A股(百万股)	162.00	181.50	201.00	201.00	201.00	201.00
总股本(百万股)	390.00	390.00	390.00	390.00	390.00	390.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

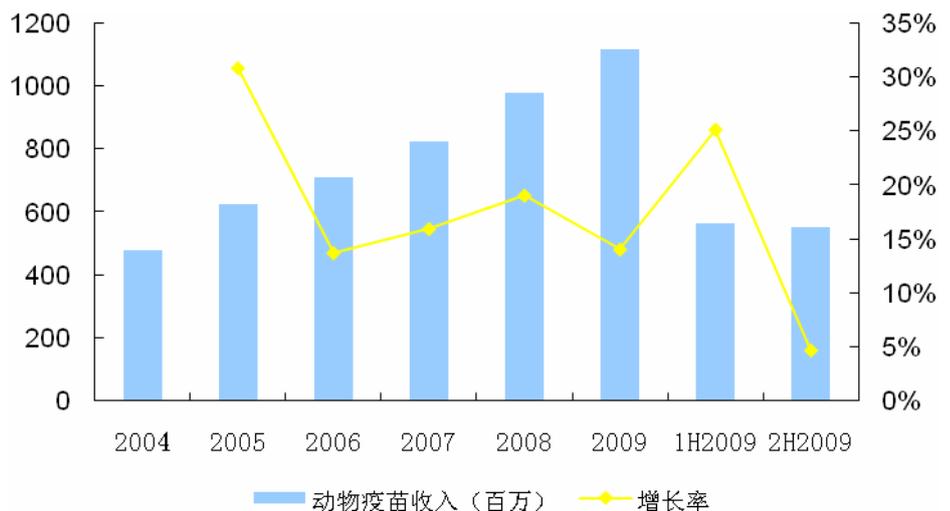
- 2009 年公司实现营业收入 21.04 亿元，较上年增长 15.08%；营业利润 2.99 亿元，较上年增长 38.85%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.28 亿元，较上年增长 47.96%。实现每股收益 0.585 元。
- 2009 年下半年公司业绩增速放缓，净利润较去年同期增长 13.89%；而 2009 年上半年公司净利润较去年同期增长 63%。业绩放缓的主要原因如下：
 - ◆ 公司利润贡献的主要板块动物疫苗业务在 2009 年下半年收入增速放缓；2009 年下半年动物疫苗收入仅同比增长 4.7%；
 - ◆ 2009 年下半年公司的费率较上半年有明显提升，全年的费率基本达到 2008 年的水平；
- 我们认为，公司 2010 年的发展点在于“两新”：新疫苗和新管理层。
 - ◆ 2010 年动物疫苗的强免规划中，已经将 A 型口蹄疫疫苗纳入强免范围，同时也积极推荐猪蓝耳病活疫苗；这两种疫苗将为公司提供新的增长点。
 - ◆ 2009 年中公司完成了管理层的更替调整，新的管理班子逐渐组建起来。我们期待新的管理层能抓住动物疫苗行业发展的好契机，带领公司步入全新的快速发展轨道。
- 我们预计公司 2010-2012 年净利润增长率分别为 32.54%、26.58% 和 19.09%，每股收益分别为 0.775 元、0.981 元和 1.168 元。
- 我们看好动物疫苗行业未来的发展前景，更看好作为“动物疫苗国家队”特殊身份的中牧股份在行业景气中所享受到的发展机遇，认为公司合理的估值

为 30 倍 PE，目前价值处于合理水平，从长期价值的角度维持“买入”的投资评级。

2009 年下半年净利润增速放缓

- 2009 年公司实现营业收入 21.04 亿元，较上年增长 15.08%；营业利润 2.99 亿元，较上年增长 38.85%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.28 亿元，较上年增长 47.96%。实现每股收益 0.585 元。
- 2009 年下半年公司业绩增速放缓，净利润较去年同期增长 13.89%；而 2009 年上半年公司净利润较去年同期增长 63%。业绩放缓的主要原因如下：
 - ◆ 公司利润贡献的主要板块动物疫苗业务在 2009 年下半年收入增速放缓；
 - ◆ 2009 年下半年公司的费率较上半年有明显提升。
- 公司动物疫苗业务在 2009 年下半年增速明显放缓：
 - ◆ 2009 年上半年，公司生物制品板块（动物疫苗）收入较上年同期增长 25.1%；2009 年下半年，公司动物疫苗收入较去年同期仅增长 4.7%。
 - ◆ 2009 年公司销售禽用疫苗 75.76 亿羽份（毫升）；销售各类畜用疫苗 11.95 亿头份（毫升）；销售口蹄疫疫苗 10.01 亿毫升；其中，口蹄疫合成肽苗、禽流感二价苗等增长较快。

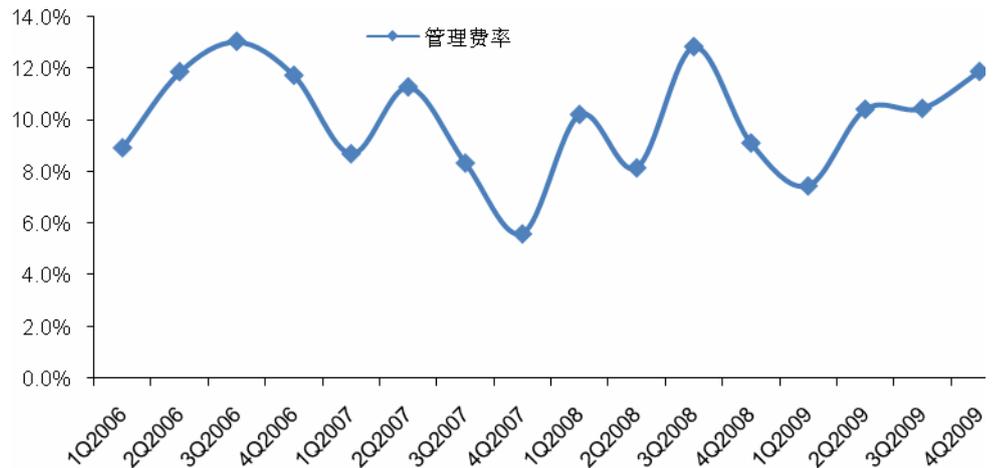
图表1：2009 年下半年动物疫苗收入增速放缓



来源：国金证券研究所

- 2009 年公司的营业费率为 13.65%，较 2008 年的 15.21%略降 1.5 个百分点，但较 2007 年的 10.85%提高了近 3 个百分点：
 - ◆ 从下表中我们可以看到，2008 年的营业费率较 2007 和 2006 年有显著上升。2009 年上半年的营业费率有所回落，但下半年的营业费率基本达到 2008 年下半年的水平。

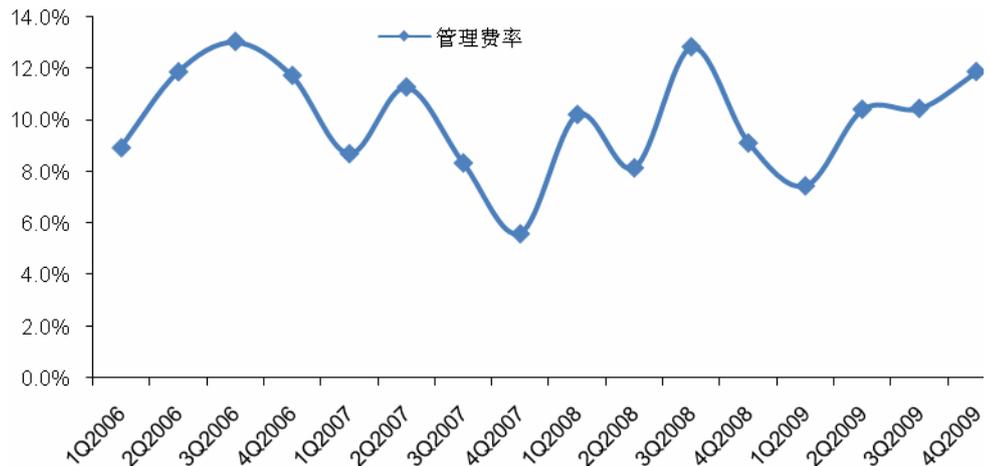
图表2：2009年下半年营业费率上升明显



来源：国金证券研究所

- 2009年公司的管理费率为10.16%，较2008年的10.03%略有提升，但较2007年的8.28%有比较显著地提升。

图表3：2009年公司管理费有所提升



来源：国金证券研究所

2010年的发展要点：新疫苗和新管理层

新疫苗将为公司提供新的增长点

- 国家农业部已经公布了2010年的动物强免规划方案，《2010年规划》相比较于《2009年规划》的最大不同在于容纳了两个新的疫苗品种：
 - ◆ 《2010年规划》指出“对所有奶牛和种公牛进行A型口蹄疫强制免疫；对广西、云南、西藏、新疆和新疆生产建设兵团边境地区的牛、羊进行A型口蹄疫强制免疫”。而《2009年规划》仅有“对受A型口蹄疫威胁地区，尤其是受威胁边境地区的牛、羊进行A型口蹄疫强制免疫”。
 - ◆ 《2009年规划》在规范猪蓝耳病疫苗时将灭活苗列在活疫苗（弱毒疫苗）之前，“使用疫苗种类：高致病性猪蓝耳病灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病弱毒疫苗”；《2010年规划》在规范猪蓝耳病疫苗时将活疫苗

列在灭活苗之前，“使用疫苗种类：高致病性猪蓝耳病活疫苗、高致病性猪蓝耳病灭活疫苗”。

- A 型口蹄疫进入强免范围将为动物疫苗新增一个市场，而猪蓝耳病活疫苗的全国推广则有望缓解灭活苗恶性竞争的局面。公司作为少数能生产 A 型口蹄疫和猪蓝耳病活疫苗的厂家，将明显受益于新疫苗的发展。

2009 年公司管理层进行较大调整

- 2008 年，公司管理层做了较大调整，原副董事长王志良接任董事长，原董事余涤非接任副董事长。
- 2009 年公司继续进行管理层的重大调整：常务副总经理张兴明先生，总会计师梁传玉先生，副总经理田连信先生、董事会秘书高伟先生等均于 2009 年到公司履职。
- 2009 年中公司完成了管理层的更替调整，新的管理班子逐渐组建起来。我们期待新的管理层能抓住动物疫苗行业发展的好契机，带领公司步入全新的快速发展轨道。

盈利预测和投资建议

盈利预测

- 我们对公司大产品的销售预测如下表所示：

图表4：公司分大类产品预测数据

项 目	2005年	2006年	2007年	2008年	2009	2010E	2011E	2011E
生物制品								
销售收入(百万元)	625.71	711.38	824.65	981.34	1,118.89	1,318.30	1,525.80	1,740.60
增长率(YOY)	30.79%	13.69%	15.92%	19.00%	14.02%	17.82%	15.74%	14.08%
毛利率	58.24%	62.50%	63.45%	63.26%	64.71%	65.01%	65.05%	65.05%
饲料								
销售收入(百万元)	883.42	688.15	780.20	721.39	852.05	1,000.00	1,150.00	1,310.00
增长率(YOY)	6.62%	-22.10%	13.38%	-7.54%	18.11%	17.36%	15.00%	13.91%
毛利率	7.14%	9.40%	5.29%	20.72%	14.27%	14.00%	14.00%	14.00%
兽药								
销售收入(百万元)	108.82	85.15	100.07	108.18	120.22	132.00	144.00	157.00
增长率(YOY)	889.27%	-21.75%	17.52%	8.10%	11.13%	9.80%	9.09%	9.03%
毛利率	13.82%	10.73%	0.69%	3.91%	7.39%	10.00%	13.00%	15.00%

来源：国金证券研究所

- 我们预计公司 2010-2012 年净利润增长率分别为 32.54%、26.58%和 19.09%，每股收益分别为 0.775 元、0.981 元和 1.168 元。

投资建议

- 随着国内动物防疫体系逐步完善并不断发挥作用、国家强制免疫范围持续增加、以及畜牧养殖业产业化程度逐步提高，我国动物疫苗产业将得到持续发展；2010 年 A 型口蹄疫疫苗和猪蓝耳病活疫苗将为公司注入新的增长动力，新的管理层也值得期待。

- 我们看好动物疫苗行业未来的发展前景，更看好作为“动物疫苗国家队”特殊身份的中牧股份在行业景气中所享受到的发展机遇，认为公司合理的估值为 30 倍 PE，目前价值处于合理水平，从长期价值的角度维持“买入”的投资评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,721	1,825	2,103	2,450	2,820	3,208
增长率		6.0%	15.2%	16.5%	15.1%	13.8%
主营业务成本	-1,153	-1,056	-1,266	-1,444	-1,648	-1,869
% 销售收入	67.0%	57.9%	60.2%	58.9%	58.5%	58.3%
毛利	569	769	837	1,006	1,172	1,338
% 销售收入	33.0%	42.1%	39.8%	41.1%	41.5%	41.7%
营业税金及附加	-10	-10	-11	-12	-14	-16
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-187	-278	-287	-319	-367	-417
% 销售收入	10.9%	15.2%	13.7%	13.0%	13.0%	13.0%
管理费用	-142	-183	-214	-245	-268	-289
% 销售收入	8.3%	10.0%	10.2%	10.0%	9.5%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	229	298	325	430	523	617
% 销售收入	13.3%	16.3%	15.5%	17.6%	18.5%	19.2%
财务费用	-19	-32	-13	-16	-8	-2
% 销售收入	1.1%	1.7%	0.6%	0.7%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-13	-53	-32	-20	-12	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	19	9	20	15	15	15
% 税前利润	9.1%	4.3%	6.3%	3.6%	2.9%	2.4%
营业利润	218	223	299	409	518	618
营业利润率	12.6%	12.2%	14.2%	16.7%	18.4%	19.3%
营业外收支	-5	-3	12	3	3	3
税前利润	212	220	312	412	521	621
利润率	12.3%	12.1%	14.8%	16.8%	18.5%	19.3%
所得税	-38	-34	-44	-62	-78	-93
所得税率	17.8%	15.4%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	174	186	268	350	442	527
少数股东损益	17	24	40	48	60	72
归属于母公司的净利润	157	162	228	302	382	455
净利率	9.1%	8.9%	10.8%	12.3%	13.6%	14.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	174	186	268	350	442	527
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	77	121	107	89	83	84
非经营收益	3	8	-19	54	-6	-11
营运资金变动	-123	124	-243	150	-14	-15
经营活动现金净流	131	439	113	644	506	586
资本开支	-84	-85	-69	-29	-46	-47
投资	31	-102	-7	-1	0	0
其他	8	4	34	15	15	15
投资活动现金净流	-45	-184	-42	-15	-31	-32
股权募资	3	0	0	0	-162	0
债权募资	-139	-18	244	-174	-149	-111
其他	-102	-131	-63	-26	-63	-58
筹资活动现金净流	-238	-149	182	-200	-375	-170
现金净流量	-152	107	253	429	100	384

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	107	216	471	900	1,000	1,384
应收款项	213	157	443	324	369	418
存货	331	327	432	427	482	541
其他流动资产	86	133	44	74	84	95
流动资产	737	833	1,389	1,725	1,935	2,439
% 总资产	40.9%	43.2%	54.7%	61.9%	65.0%	70.5%
长期投资	166	141	153	154	153	153
固定资产	759	770	795	757	734	709
% 总资产	42.0%	40.0%	31.3%	27.2%	24.6%	20.5%
无形资产	121	142	151	150	153	156
非流动资产	1,068	1,093	1,151	1,063	1,042	1,019
% 总资产	59.1%	56.8%	45.3%	38.1%	35.0%	29.5%
资产总计	1,805	1,926	2,540	2,788	2,977	3,458
短期借款	163	145	400	262	112	0
应付款项	374	475	565	618	706	800
其他流动负债	68	75	120	191	211	232
流动负债	605	696	1,086	1,070	1,029	1,033
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	7	36	0	0	0
负债	606	702	1,121	1,070	1,029	1,034
普通股股东权益	1,097	1,101	1,268	1,520	1,689	2,094
少数股东权益	102	123	150	198	258	330
负债股东权益合计	1,805	1,926	2,540	2,788	2,977	3,458

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.403	0.415	0.585	0.775	0.981	1.168
每股净资产	2.812	2.823	3.252	3.897	4.331	5.369
每股经营现金净流	0.331	1.126	0.290	1.651	1.296	1.502
每股股利	0.100	0.200	0.250	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.32%	14.70%	17.97%	19.88%	22.64%	21.75%
总资产收益率	8.70%	8.40%	8.98%	10.84%	12.85%	13.17%
投入资本收益率	13.84%	18.43%	15.36%	18.48%	21.58%	21.61%
增长率						
主营业务收入增长率	15.95%	6.01%	15.24%	16.52%	15.08%	13.75%
EBIT增长率	23.73%	29.97%	9.07%	32.35%	21.49%	17.92%
净利润增长率	20.30%	3.02%	40.91%	32.54%	26.58%	19.09%
总资产增长率	-3.18%	6.70%	31.87%	9.77%	6.77%	16.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.4	24.8	37.5	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	98.5	113.6	109.3	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	50.0	60.4	48.4	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	151.8	148.4	132.5	107.5	87.8	72.0
偿债能力						
净负债/股东权益	4.66%	-5.83%	-4.99%	-37.16%	-45.58%	-57.07%
EBIT利息保障倍数	12.4	9.4	24.2	26.8	62.6	247.9
资产负债率	33.56%	36.47%	44.15%	38.38%	34.58%	29.89%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	2	6
买入	0	0	0	0	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.00	1.27

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-04-16	买入	19.66	23.20 ~ 24.80
2 2009-04-28	买入	23.36	N/A
3 2009-08-17	买入	17.53	N/A
4 2009-08-18	买入	18.30	N/A
5 2009-11-02	买入	23.38	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。