

中牧股份 (600195) 农产品

—领跑动物疫苗，做大饲料兽药

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 24.62 元

投资要点:

1、国家逐步开始重视动物防疫工作，持续加大对动物防疫的投入。

我国南方多省动物疫病频发，将为疫苗企业增加销量、疫苗价格持续回升带来良好的预期，行业景气将继续攀升：近年来我国动物疫情频频爆发，给畜牧业带来了巨大的损失。政府开始重视动物防疫工作，并持续加大对动物防疫的投入。农业部新闻办公室 3 月 1 日发布，广州市白云区发生 1 起猪 O 型口蹄疫疫情，目前有 8 千头猪被扑杀并作无害化处理。将为疫苗企业增加销量、疫苗价格持续回升带来良好的预期，行业景气将继续攀升。

每隔 1 年半有一个新品种进入国家定点采购：按照历史情况统计，约每隔 1 年半都会有一个新品种进入国家定点采购范围内。主要根据疫情和政府主导情况来确定。

蓝耳病疫苗市场将大幅提高：2009 年，农业部开始在 6 个省试点招标准蓝耳病弱毒活疫苗。弱毒疫苗目前定价约 1.6 元/头份，远高于现有的强毒灭活疫苗。而且弱毒疫苗生产企业只有 8 家，即中牧股份、扬州威克、广东大华农、北京世纪元亨等，远少于强毒苗的约 20 家生产企业。2010 年，开始在全国推广弱毒疫苗，如果能全部替代强毒灭活疫苗，意味着蓝耳病疫苗市场将大幅提高。我们预期中牧股份的市场份额也同步提升。

动物疫情频频爆发，给畜牧业带来了巨大的损失。政府开始重视动物防疫工作，并持续加大对动物防疫的投入。接种动物疫苗是当前环境下预防动物疫情的最有效手段。

目前我国动物防疫水平还很低：1999 年制定的《动物防疫法》中涉及的动物疫病共有 117 种，其中一类病有 15 种，二类病有 61 种，三类病有 41 种。而 2009 年免疫规划中仅有禽流感、口蹄疫等 7 种动物疫病列入全面强制免疫范围。可以防疫水平还很低。从长期来看，还将有更多类型的动物疫苗进入国家免疫范围。公司在动物疫苗行业的优势地位明显，主要兽药产品未来的市场前景看好。未来行业增长的动力较强，作为龙头的中牧股份自然必将首先分享到行业的景气。

2010 年 4 月 12 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	25.30/17.53
上证指数/深圳成指	3129.26/12399.20
50 日均成交额(百万元)	104.36
市净率(倍)	7.57
股息率	0.61%

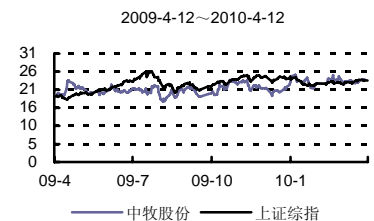
基础数据

流通股(百万股)	390.00
总股本(百万股)	390.00
流通市值(百万元)	9601.80
总市值(百万元)	9601.80
每股净资产(元)	3.25
净资产负债率	88.41%

股东信息

大股东名称	中国牧工商(集团)总公司
持股比例	58.46%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 刘晓明
 执业证书: S0020109021253
 电话: 021-51097188-1931
 电邮:
 联系人: 赵喜娟
 电话: (86-21) 51097188-1952
 电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn

表 1 2009 年农业部动物免疫工作规划

疾病种类	免疫对象	使用疫苗种类
口蹄疫	对所有猪进行 0 型口蹄疫强制免疫；对所有牛、羊、骆驼、鹿进行 0 型和亚洲 I 型口蹄疫强制免疫；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。	牛、羊、骆驼和鹿：口蹄疫 0 型-亚洲 I 型二价灭活疫苗、口蹄疫 0 型-A 型二价灭活疫苗和口蹄疫 A 型灭活疫苗。猪：口蹄疫 0 型灭活类疫苗，合成肽疫苗使用范围另行规定。
高致病性禽流感	对所有鸡、水禽（鸭、鹅）和人工饲养的鹌鹑、鸽子等禽只进行高致病性禽流感强制免疫。	禽流感—新城疫重组二联活疫苗（rL-H5），重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗（H5N1，Re-5+Re-4 株），禽流感灭活疫苗（H5N1，Re-4 株），禽流感灭活疫苗（H5N1，Re-5 株），H5-H9 二价灭活疫苗。
高致病性猪蓝耳病	所有猪	高致病性猪蓝耳病灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病弱毒疫苗。高致病性猪蓝耳病高发地区，根据监测情况，报经农业部兽医局批准后，可使用高致病性猪蓝耳病毒株弱毒疫苗进行免疫。
猪瘟	所有猪	政府招标专用猪瘟活疫苗；传代细胞源疫苗可在广东、广西、四川、河南、山东、江苏、辽宁、福建等省份试用。
新城疫	对所有鸡进行新城疫全面免疫	新城疫弱毒活疫苗和灭活疫苗。
狂犬病	对所有犬实施狂犬病全面免疫	狂犬病弱毒疫苗和灭活疫苗

资料来源：农业部、国元证券整理

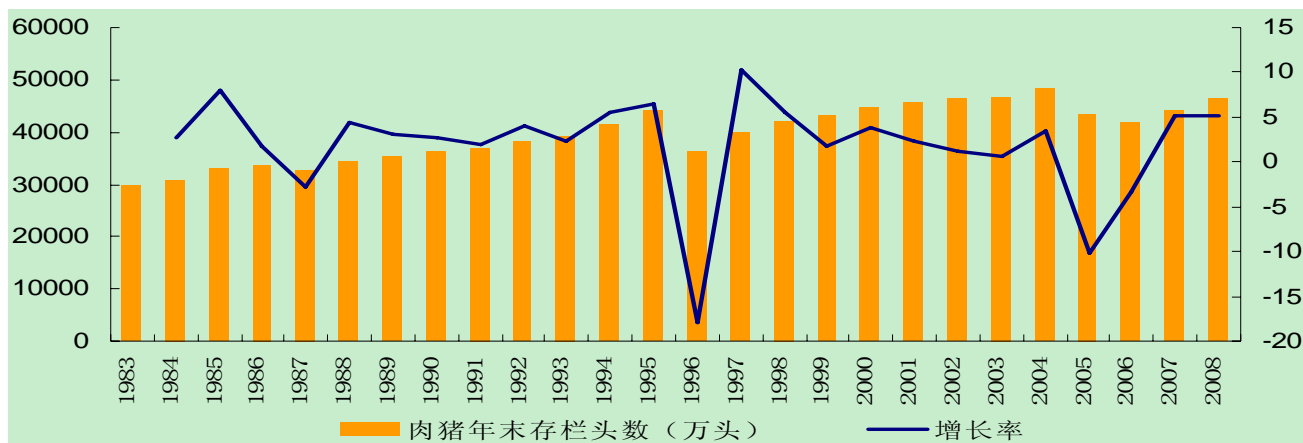
表 2 农业部定点疫苗生产厂商

农业部定点疫苗种类	相关厂商名称
口蹄疫疫苗生产厂商	新疆天康畜牧生物技术股份有限公司；中牧实业股份有限公司兰州生物药厂；中农威特生物科技股份有限公司；金宇保灵生物药品有限公司；申联生物医药（上海）有限公司；青岛易邦生物工程有限公司；中牧股份保山生物药厂；
禽流感疫苗生产厂商	肇庆大华农生物药品有限公司；广东永顺生物制药有限公司；齐鲁动物保健品有限公司；成都精华生物制品有限公司；哈尔滨维科生物技术开发公司；洛阳普莱柯生物工程有限公司；青岛易邦生物工程有限公司；浙江易邦生物技术有限公司；乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂；杨凌绿方生物工程有限公司；黑龙江省生物制品一厂；扬州威克生物工程有限公司；南京梅里亚动物保健有限公司；广州市华南农大生物药品有限公司；辽宁益康生物制品有限公司
猪蓝耳病疫苗生产厂商	上海海利生物药品有限公司；哈尔滨维科生物技术开发有限公司；浙江易邦生物技术有限公司；南京天邦生物科技有限公司；洛阳普莱柯生物工程有限公司；广东大华农动物保健品有限公司；中牧实业股份有限公司成都药械厂；北京市兽医生物药品厂；吉林正业生物制品有限公司；广东永顺制药有限公司；福州大北农生物技术有限公司；浙江荐量生物工程有限公司；乾元浩生物股份有限公司南京生物药厂；杨凌绿方生物工程有限公司；

齐鲁动物保健品有限公司；青岛澳兰百特生物工程有限公司；
武汉中博生化有限公司；北京信得威特科技有限公司；
瑞普（保定）生物药业有限公司

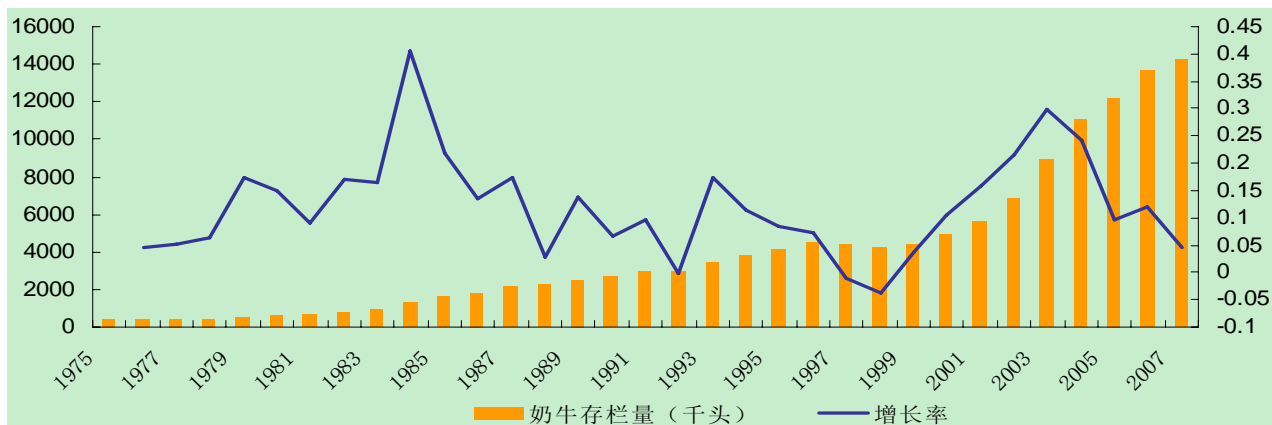
资料来源：农业部、国元证券整理

图 1 1985 年-2008 年肉猪年末存栏头数



资料来源：中国统计年鉴、国家统计局、国元证券整理

图 2 1975 年-2008 年奶牛存栏量



资料来源：中国统计年鉴、国家统计局、国元证券整理

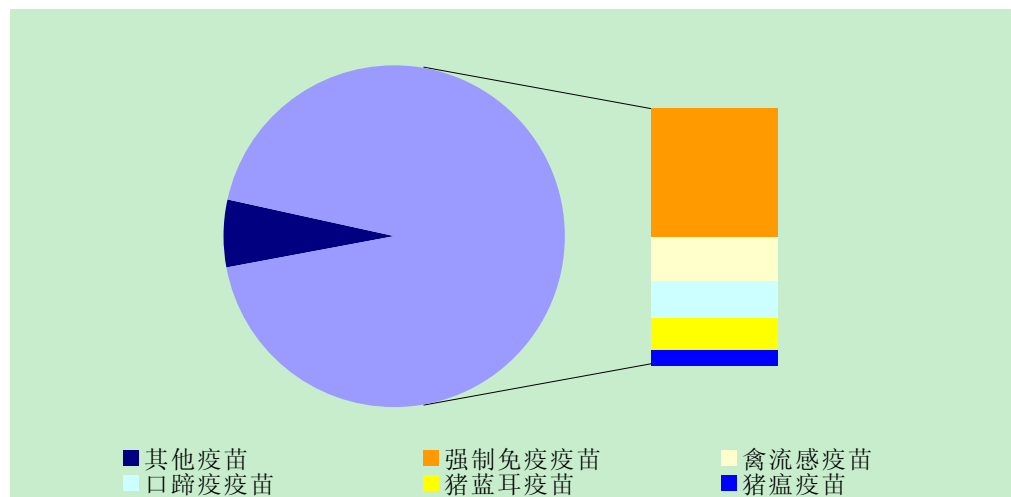
2、公司已经是动物疫苗行业龙头，一直保持优质优价。

强制免疫的 4 个品种占到公司疫苗业务 85%以上，常规苗目前的重点产品包括人畜共患的乙脑疫苗等产品。目前生产线有限，整个行业的产能不足是结构性的不足。公司每年都会增加部分投资改造生产线来解决部分产能问题，收购也是另一种渠道，但一直在努力寻找合适的对象。

公司疫苗品牌较好，有较强的定价能力：公司疫苗价格多年来基本保持不变，竞标的时候不参加价格战，因此多年来价格都比较稳定。

每年政府采购疫苗，公司各项采购疫苗的占有率都是保持绝对领先的：公司口蹄疫占有率超过 30%，去年中牧股份和青岛易邦生物工程有限公司占禽流感份额的 50%，在 18 家猪蓝耳疫苗和 32 家猪瘟疫苗生产企业中，公司都是排名第一。

图 3 强制免疫疫苗占公司生物制品收入比例



资料来源：公司公告、国元证券整理

3、公司对产品毛利率有较强的控制能力

公司生物制品的毛利率一直保持稳定：主要由于公司疫苗工业较稳定（都是六七十年的工艺），品牌较好，在各项竞标中从不参与无序的价格战，产品竞标价一直保持稳定。

09 年公司饲料业务的毛利率下降远低于行业毛利率下降幅度：09 年公司持续、稳定增长，略高于行业增长幅度，多维饲料由于原材料价格上涨，去年毛利率下降较快，而中牧毛利下降比行业少一半多。

公司毛利下降少的原因：（1）、调整自身产品价格。（2）、公司不断开发新客户，去年公司开发新客户上百个，收入明显增加，即量的增加，因此规模效应导致毛利比同行业下降的少。（3）、公司采取一些新的销售政策，如一条龙销售政策、大客户服务等。如广西华桂畜牧饲料有限公司、北京华都肉鸡联营公司、新希望等都是公司的大客户。

4、公司未来发展或将尝试略偏重于饲料和兽药。

生物制品收入占比 62%，利润占比 84%，公司已经成为生物疫苗龙头，相比之下饲料兽药发展空间会更大。

兽药是中牧安达和黄冈药厂在做。黄冈药厂主要生产喹烯酮；中牧安达主要生产氟苯尼考，黄霉素在内蒙中牧生产，以后做大此块业务将依托这些厂。

组织机构：

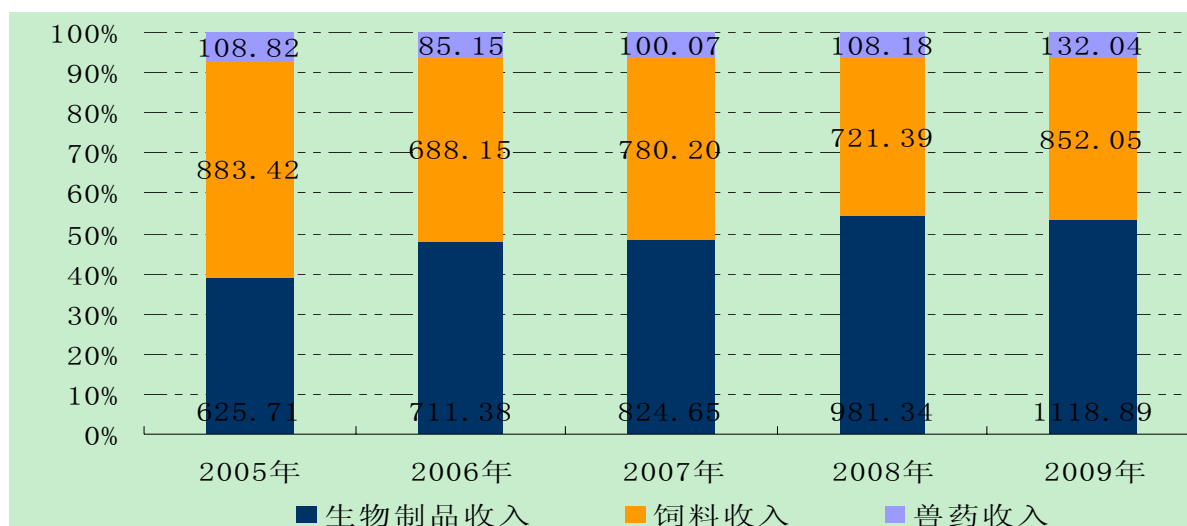
公司根据行业特点、业务发展、管理目标和职责划分结合公司实际情况，按照业务管理要求，设置了大客户部、生物制品商务部、动物营养商务部、动物药品商务部、采购与出口部、营运中心。其中：

- 动物营养品商务部——专注饲料-多维和预混；
- 大客户部——专注口蹄疫；
- 生物制品部——专注蓝耳和常规苗；
- 动物药品商务部——兽药，是去年新成立的。

原来饲料跟兽药一起销售的，现在是分线销售，更专业，但是渠道是基本共享的，分线销售表明公司决心做大饲料跟兽药的决心。

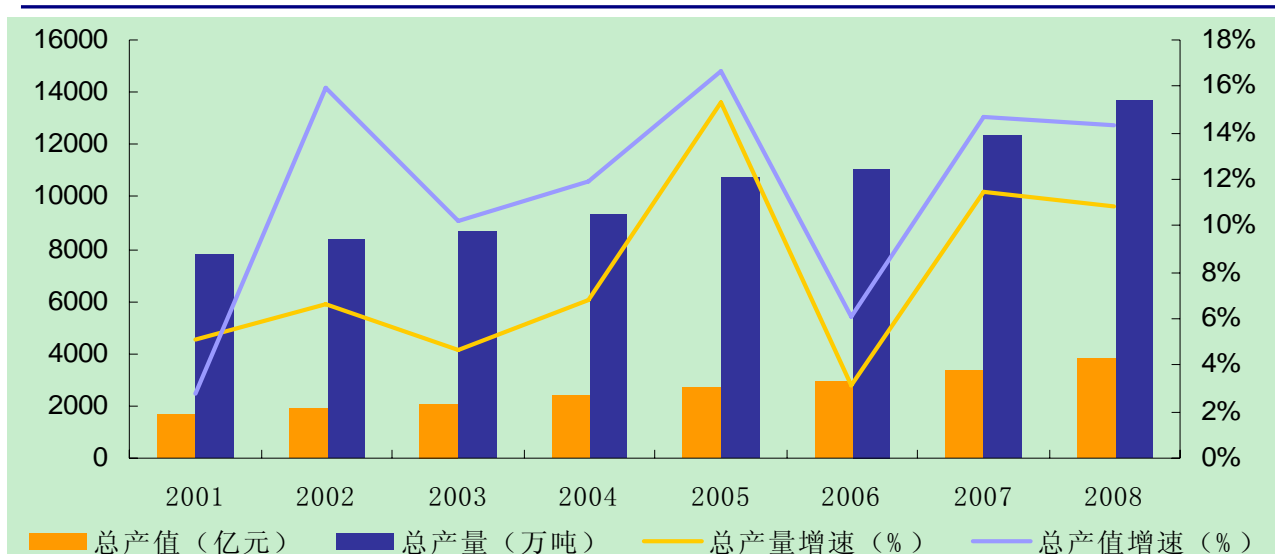
但是根据目前猪牛羊等牲畜的存栏量数据，预计未来一段时期内畜牧业整体对饲料的需求都将处于比较低迷的状况。公司的饲料业务短期内难有改善。

图 4 2005 年-2009 年公司主营业务占比情况



资料来源：公司公告、国元证券整理

图 5 2001 年-2008 年中国饲料总产量、总产值变化情况



资料来源：中国饲料行业信息网、国元证券整理

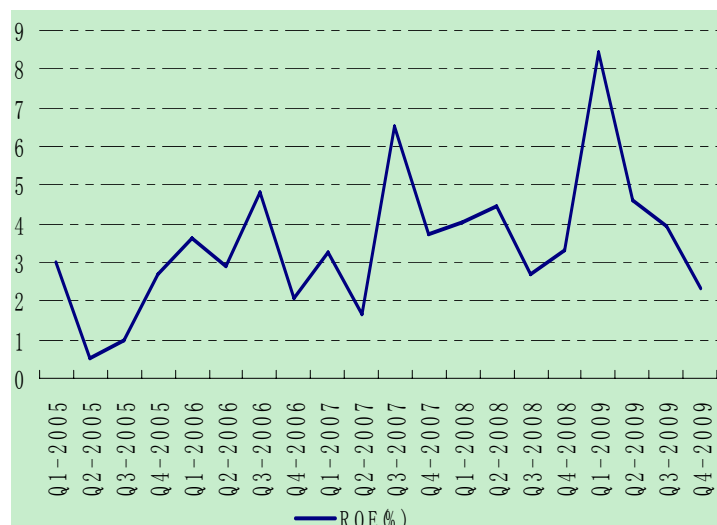
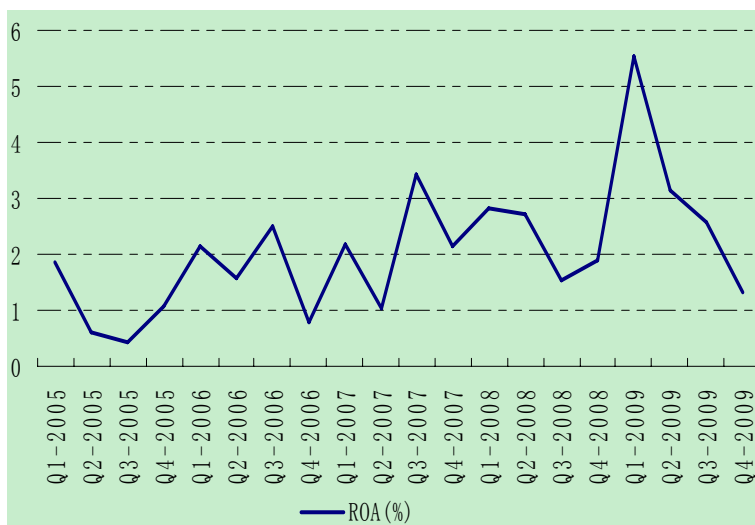
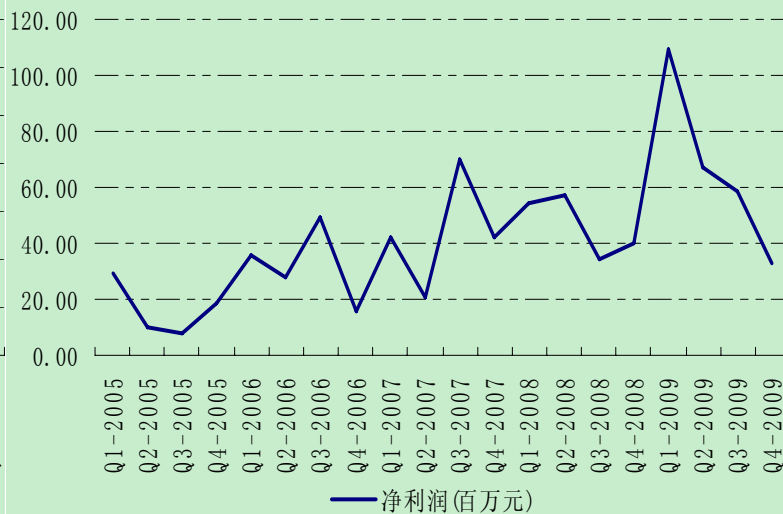
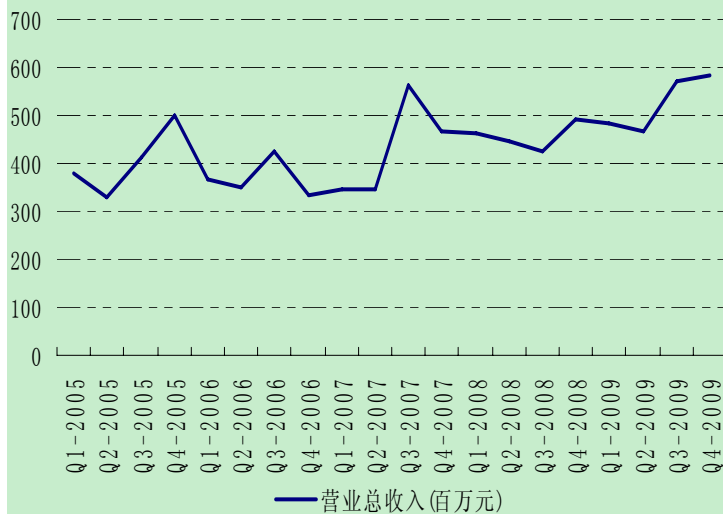
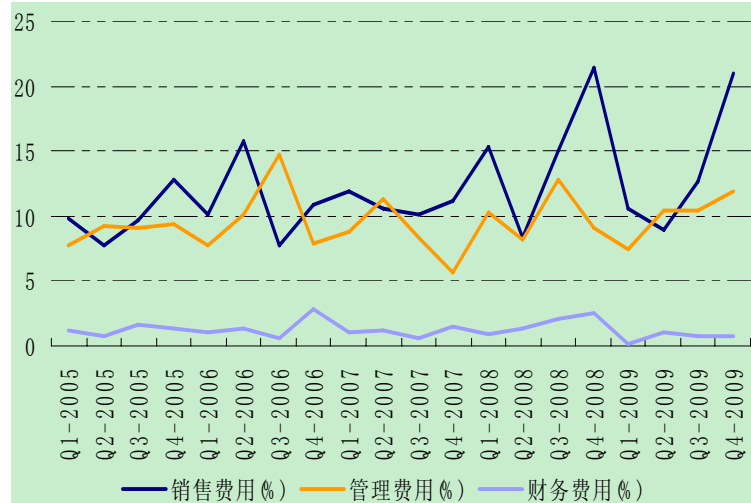
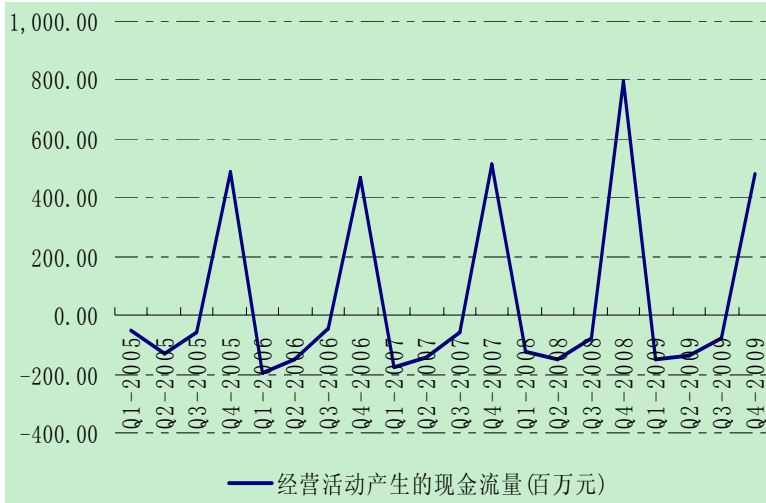
5、打造中国畜牧业第一安全品牌

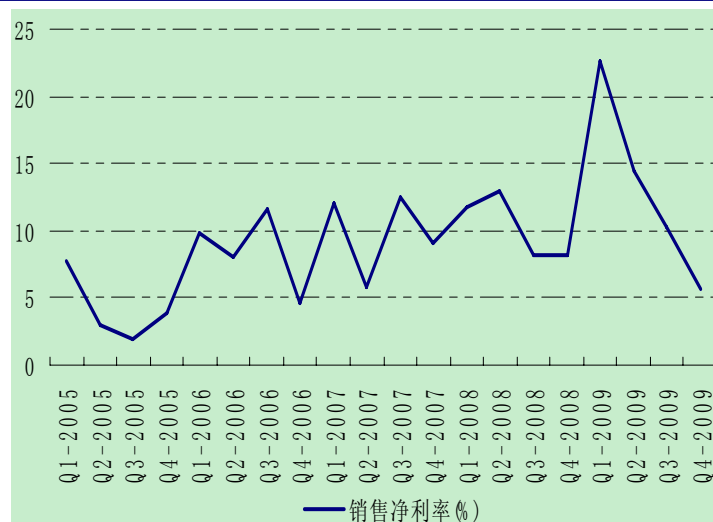
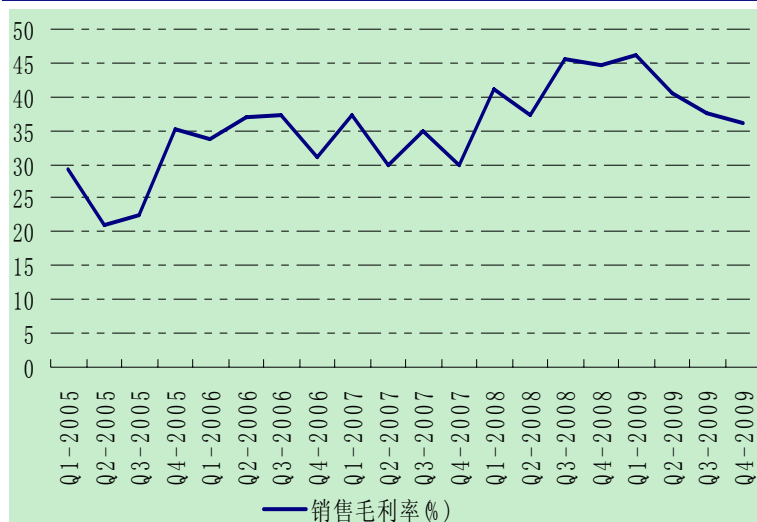
今年 2 月初，在中牧股份上市 10 周年庆典上，农业部领导要求该公司围绕“打造中国畜牧业第一安全品牌”的战略目标，继续领跑国内，这显示了上级主管部门以及大股东对中牧股份的坚定支持。

在本届高管上任之际，当时也确定了本届经营班子任期工作目标是：力争到 2012 年，再造一个新的中牧公司。到 2012 年，中牧公司企业规模要翻一番，收入要翻一番，可比口径利润要翻一番，使中牧公司成为结构合理、机制灵活、动作规范、技术先进、市场占有率较高的，有影响力、战斗力、发展力、竞争优势明显、效益良好的企业。

6、公司业绩回顾

从 2005 年-2009 年的数据中可以看出，公司近几年各项财务指标，其中营业总收入和净利润都增长较快，毛利率和净利率 08 年保持较高的水平，09 年开始略有下降，预计随着饲料和兽药的业务比重增加，毛利率依然不会恢复到 08 年的高水平。三费中的销售费用率 08 和 09 年都保持较高的水平，都高于以往年份，拓展新的业务，进行分线销售增加费用是一方面，另一方面是公司做了较大的费用预留，预计 2010 年开始营业费用率可能回到正常水平。





7、盈利预测

公司是弱毒蓝耳疫苗与 A 型口蹄疫推广后行业扩容的最大受益者, 预计 2010 年兽药继续盈利, 因此 2010 年公司业绩增长相对较确定。预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为, 0.87、1.06 和 1.23 元。按照今年 0.87 元的业绩, 对应本报告当天数据收盘价 24.62 元, PE 为 28 倍, 参考公司所在行业生物制药-动物疫苗行业明显估值偏低, 如参考农业-饲料行业的平均水平, 估值优势更加明显, 因此给予公司“推荐”的投资评级。

主要财务报表预测

资产负债表					利润表					
		单位:百万元						单位:百万元		
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
流动资产	1389	1483	2011	2603	营业收入	2103	2343	2574	2829	
现金	471	643	1070	1575	营业成本	1266	1402	1529	1667	
应收账款	338	204	226	260	营业税金及附加	11	12	13	14	
其它应收款	105	87	104	120	营业费用	287	281	283	311	
预付账款	44	110	121	107	管理费用	214	211	232	255	
存货	432	439	490	541	财务费用	13	1	-17	-34	
其他	0	0	0	0	资产减值损失	32	15	15	15	
非流动资产	1151	1160	1176	1184	公允价值变动					
长期投资	149	150	146	148	收益	0	0	0	0	
固定资产	763	788	804	808	投资净收益	20	16	15	17	
无形资产	147	146	150	152	营业利润	299	437	534	617	
其他	91	75	77	76	营业外收入	14	7	8	10	
资产总计	2540	2642	3188	3788	营业外支出	2	2	2	2	
流动负债	1086	904	990	1059	利润总额	312	442	540	625	
短期借款	400	236	260	299	所得税	44	66	81	94	
应付账款	163	208	224	235	净利润	268	375	459	531	
其他	523	460	506	525	少数股东损益	40	38	46	53	
非流动负债	36	3	3	3	归属母公司净利润	228	338	413	478	
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	388	512	599	671	
其他	36	3	3	3	EPS (元)	0.58	0.87	1.06	1.23	
负债合计	1121	907	993	1062	主要财务比率					
少数股东权益	150	188	234	287	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
股本	390	390	390	390	成长能力					
资本公积	271	271	271	271	营业收入	15.1%	11.4%	9.9%	9.9%	
留存收益	608	887	1300	1778	营业利润	38.9%	45.9%	22.3%	15.5%	
归属母公司股东权益	1268	1548	1961	2439	归属于母公司净利润	48.0%	48.2%	22.3%	15.7%	
负债和股东权益	2540	2642	3188	3788	获利能力					
益					毛利率	39.8%	40.1%	40.6%	41.1%	
					净利率	10.8%	14.4%	16.1%	16.9%	
					ROE	18.0%	21.8%	21.1%	19.6%	
					ROIC	29.7%	41.9%	47.3%	50.5%	
					偿债能力					
					资产负债率	44.2%	34.3%	31.2%	28.0%	
					净负债比率	35.67%	26.03%	26.21%	28.13%	

现金流量表				
		单位:百万元		
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金				
流	113	479	469	510
净利润	268	375	459	531
折旧摊销	75	74	81	88
财务费用	13	1	-17	-34

投资损失	-20	-16	-15	-17	流动比率	1.28	1.64	2.03	2.46
营运资金变动	-243	23	-60	-55	速动比率	0.85	1.11	1.48	1.90
其它	19	23	20	-3	营运能力				
投资活动现金流					总资产周转率	0.94	0.90	0.88	0.81
资本支出	-42	-74	-83	-77	应收账款周转率	8	7	9	9
长期投资	70	83	82	79	应付账款周转率	7.54	7.57	7.07	7.25
其他	0	-8	1	2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流					每股收益(最新摊薄)	0.58	0.87	1.06	1.23
短期借款	182	-233	41	72	每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	1.23	1.20	1.31
长期借款	255	-164	24	38	每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.97	5.03	6.25
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	42.17	28.46	23.26	20.11
其他	-25	0	0	0	P/B	7.58	6.21	4.90	3.94
现金净增加额					EV/EBITDA	25	19	16	14

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn