

# 内生性增长点不断的动物疫苗龙头

## 买入(首次)

### 投资要点:

- 📖 动物疫苗行业前景景气, 行业龙头净利润增长将超 40%
- 📖 公司的新产品上市抢占市场先机, 毛利润将得到提升
- 📖 期间费用控制良好, 净利润增长率将远大于营业收入增长率

### 报告摘要:

- **动物疫苗行业处于黄金发展时期。**一、国家关注疫情、加大对动物疫情防控资金投入, 2006-2008 年动物防疫建设费用与 2004-2006 年同比增长 77%。二、我国 09 年生猪存栏量为 4.7 亿头, 家禽 90 亿羽份, 还有大量的牛羊, 动物疫苗需求远比每年 1700~1800 万新生儿所需疫苗要多得多。未来有更多的疫病纳入国家强制免疫范围, 行业前景景气。
- **资源重组将提升禽流感、口蹄疫疫苗竞争能力。**保山厂收购交接工作即将结束, 未来将继续从事特种疫苗生产, 可强化公司口蹄疫疫苗业务的优势。子公司乾元浩准备收购南京梅里亚, 如果资源整合成功, 乾元浩将专营禽流感疫苗, 竞争力将得到提升。预计未来 1+1>2 的内生性增长将拉动禽流感疫苗、口蹄疫疫苗分别保持 30%、5~8% 的快速增长。
- **高毛利产品销售比重加大, 盈利能力提升。**公司加大了毛利率高的合成肽口蹄疫疫苗和猪蓝耳弱毒苗的销售, 猪蓝耳弱毒苗保持 1.3-1.4 元/羽份的价格远比 0.5-0.6 元/羽份的灭活苗毛利率高, 预计下半年生产企业增至 10 家, 但公司仍维持 30% 的市场占有率, 且增长稳定。
- **新产品抢占市场先机。**明年公司在研的牛羊 I 型-0 型二价苗、新获批生产的狂犬疫苗有望投放市场成疫苗业务新亮点。A 型口蹄疫有望在 1~2 年内成为最先获得生产许可的企业之一, 每年可为公司带来约一个亿的收入。
- **4 亿融资券的发行降低财务费用率, 提升盈利空间。**2010 年第一季期间费用率控制良好为 9.39%, 同比下降了 5.81%, 其中财务费用率同比增长 137.34%, 环比增长 85.84%, 影响了公司的期间费用率, 拖累业绩增长, 2010 年年公司将发行 4 亿融资券, 将降低财务费用率及降低期间费用率, 提高公司净利润。
- **风险提示:** 弱毒疫苗的产品质量以及疫情不确定性导致国家政策的不确定。
- 预测 2010 年暂不考虑 A 型口蹄疫的贡献, 生物制品增长 15%, 兽药

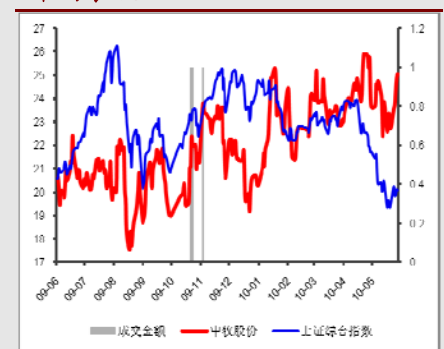
### 分析师

孙伟娜、胡朝凤 (实习)

电话: 010-88085975

Email: sunweina@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100331	15847.86	71.74%
20091231	9967.54	66.12%
20090930	18797.90	

数据来源: 港澳资讯

### 机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股	54512196	42732154
占流通 A 股比	13.98%	21.26%
持股家数	11	28

数据来源: 港澳资讯

增长 7%，饲料增长 8%，营业收入增长 12.9%，净利润增长 39.46%，预测 2009~2011 年 EPS 分别为 0.82, 1.09, 1.22 元，对应 PE 为 28.7, 21.5, 19.4，估值较低。考虑到公司行业龙头地位可以享受一定的估值溢价，给予 38 倍 PE，10 年目标价 31.16，首次给予买入评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收	<b>1,825</b>	<b>2,103</b>	<b>2,382</b>	<b>2,672</b>	<b>2,964</b>
同比增长率	6.0%	15.2%	13.3%	12.2%	10.9%
净利润	<b>161.8</b>	<b>228.0</b>	<b>321.4</b>	<b>424.9</b>	<b>474.5</b>
同比增长率	3.02%	40.91%	41.00%	32.19%	11.67%
每股收益(元)	<b>0.41</b>	<b>0.58</b>	<b>0.82</b>	<b>1.09</b>	<b>1.22</b>
净资产收益率	15.2%	18.9%	21.0%	22.1%	20.4%

## 目录

一、动物疫苗业务行业龙头.....	5
1.1 公司介绍及股权结构 .....	5
1.2 动物疫苗行业龙头 .....	5
二、动物疫苗行业处于黄金发展时期 .....	6
2.1 国家政策支持是动物疫苗行业持续增长的保证.....	6
2.2 动物疫苗市场远比人疫苗市场需求大 .....	8
三、公司盈利能力分析 .....	10
3.1 生物制品业务驱动业绩持续增长 .....	10
(1) 公司的央企背景优势.....	10
(2) 内部整合促内生性发展，禽流感、口蹄疫疫苗竞争优势得到加强.....	11
(3) 高毛利产品销售比重加大提升公司盈利能力.....	12
(4) 猪瘟疫苗无优势 .....	13
(5) 常规疫苗未来存在爆发式增长机会 .....	13
(6) 其他看点：狂犬疫苗、合成肽牛羊 I 型-0 型二价合成肽疫苗、A 型口蹄疫.....	13
3.2 兽药和饲料：未来重点发展的方向 .....	14
(1) 兽药：低毒无残留药物，看好长期发展.....	14
(2) 饲料：预混料比例加大，毛利率得到提升.....	15
四、4 亿融资券的发行降低财务费用率，提升盈利空间.....	16
五、盈利预测 .....	17

## 插图

市场表现 .....	1
图 1: 股权结构图 .....	5
图 2: 公司主营业构成 .....	5
图 3: 疫苗市场前三营业收入 (百万) .....	6
图 4: 公司国家强制免疫疫苗比例构成 .....	6
图 5: 公司国家强制免疫疫苗各产品比例构成 .....	6
图 6: 生猪出栏量变化 .....	8
图 7: 年末生猪存栏量变化 .....	9
图 8: 主营业务收入构成 .....	10
图 9: 主营业务利润构成 .....	10
图 10: 生物制品营业收入及增长率 .....	10
图 11: 生物制品毛利率变化 .....	10
图 12: 国家强制免疫疫苗采购流程 .....	11
图 14: 口蹄疫疫苗市场占比 .....	12
图 15: 销售部门构成 .....	14
图 16: 公司兽药业务收入及增长率 .....	15
图 17: 公司饲料业务收入及增长率 .....	15
图 18: 饲料生产工艺流程图 .....	15
图 19: 全国不同种类饲料市场需求占比 .....	16
图 20: 全国 22 省市猪粮比价 .....	16
图 21: 全国饲料企业销售饲料总量及增长率 .....	16
图 16: 公司期间费用率比较 .....	17

## 表格

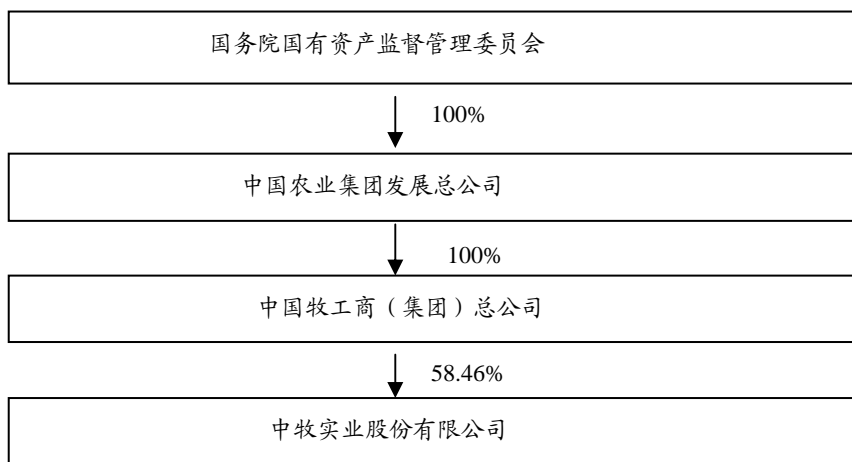
股东户数 .....	1
机构持股汇总 .....	1
表 1: 国家动物防疫体系建设相关政策 .....	7
表 2: 2010 年动物免疫规划 .....	8
表 3: 国家禽流感疫苗指定生产企业 .....	11
表 4: 国家口蹄疫疫苗定点生产企业 .....	12
表 5: 猪蓝耳弱毒苗市场容量测算 .....	13

## 一、动物疫苗业务行业龙头

### 1.1 公司介绍及股权结构

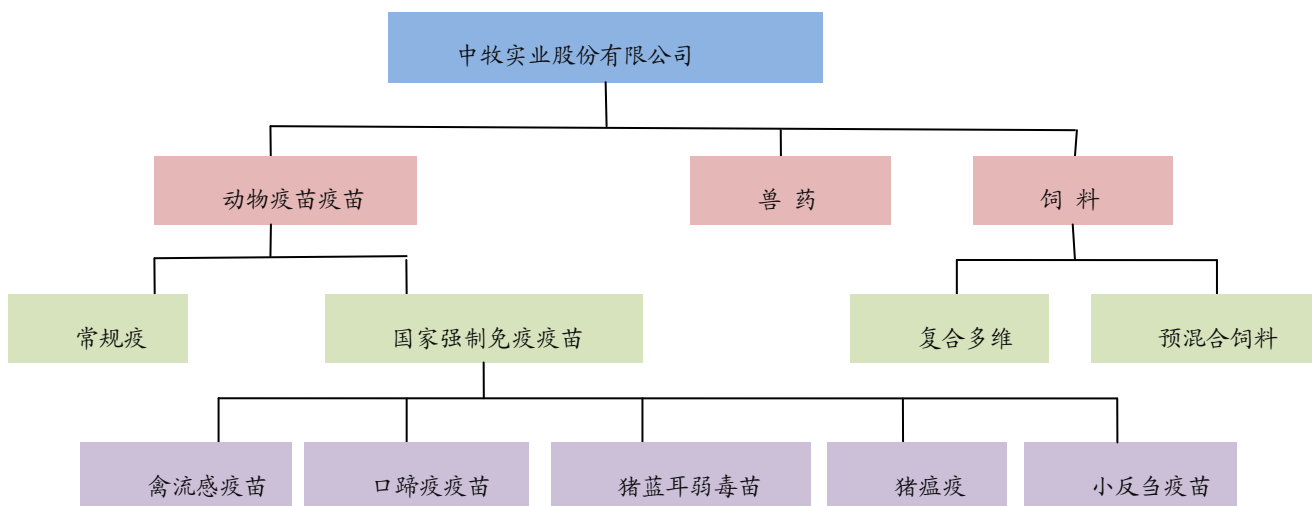
中牧实业股份有限公司是由中国牧工商（集团）总公司作为独家发起人，以募集方式于1998年12月25日成立的股份制有限公司，直接控制人中国牧工商（集团）公司，实际控制人国务院国有资产管理委员会。主营动物疫苗的生产销售，兽药以及饲料的生产销售、贸易等。

图 1：股权结构图



资料来源：宏源证券

图 2：公司主营业构成

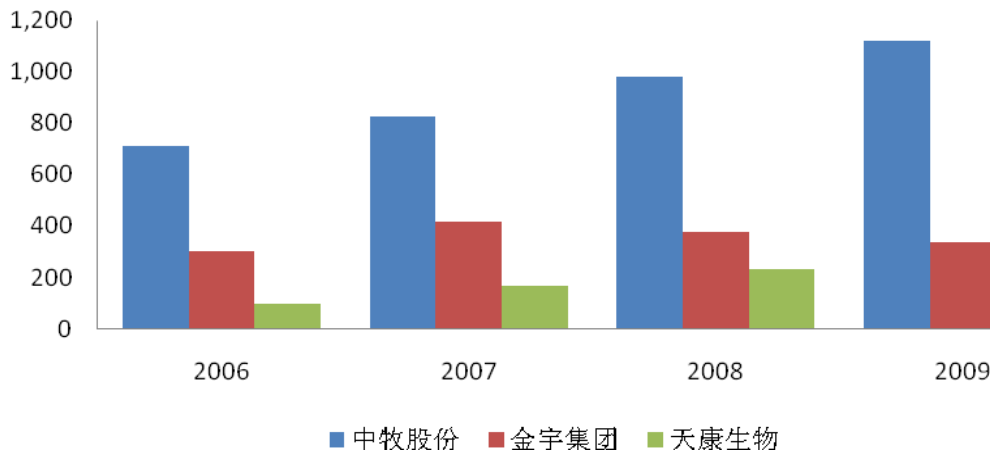


资料来源：宏源证券

### 1.2 动物疫苗行业龙头

公司疫苗产品丰富，质量稳定，优质优价，市场占有率约为 30%，位居第一位，排名第二、第三的金宇集团，天康生物的市场不及公司的一半。公司主要产品中禽流感疫苗，猪瘟疫苗以及口蹄疫疫苗、猪蓝耳疫苗均为国家强制免疫品种，优势明显。禽流感市场占有率为 23%，仅次于青岛易帮。口蹄疫市场占有率第一，约为 30%。猪蓝耳自去年推行使用弱毒苗之后市场占有率超过 10%。

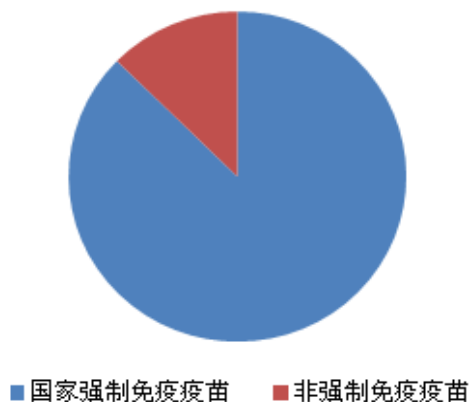
图 3: 疫苗市场前三营业收入 (百万)



资料来源: 中牧股份、金宇集团、天康生物公司年报、宏源证券

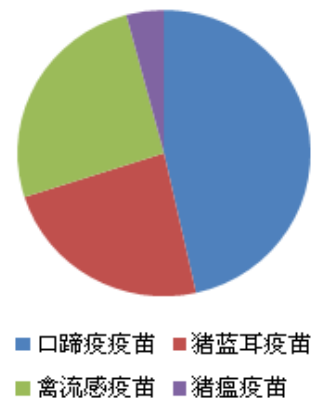
国家强制免疫疫苗进入壁垒高，一是国家出于动物疫苗安全以及行业的良性竞争考虑，控制获批生产的企业数目。二是生产的车间要通过国家 GMP 认证，前期资金投入多，技术要求高，进入难度大。因此目前的竞争格局能够长期维持。目前公司的强制免疫疫苗约占所有疫苗产品的 87%左右，且市场优势明显，所以公司的行业龙头地位将能够长期保持。

图 4: 公司国家强制免疫疫苗比例构成



资料来源: 公司资料、宏源证券

图 5: 公司国家强制免疫疫苗各产品比例构成



资料来源: 公司资料、宏源证券

## 二、动物疫苗行业处于黄金发展时期

### 2.1 国家政策支持是动物疫苗行业持续增长的保证

### (1) 国家关注疫情、加大资金投入

我国目前动物防疫水平低，基层动物防疫机制不健全体制不顺设备落后，不能开展必要的预防诊断和检测工作，很难落实防疫的国家指导要求。一部分养殖户对免疫重要性缺乏认识，尤其是对于动物免疫后的副反应了解不够，经常对国家强制免疫政策有抵触情绪。一旦疫情爆发，就会给养殖户造成重大的经济损失，国家相关部门对此高度重视，建立了以农业部兽医局、中国动物疫病预防控制中心、中国兽医药品监察所、中国动物卫生与流行病学中心及 4 个分中心为主体的国家级动物疫病防控管理和技术支持体系。此外 2006 年农业部发布了《全国动物防疫体系建设规划(2004-2008)》，明确 2006-2008 年的动物防疫体系防治经费为 13.7 亿元，较 2004-2005 年的投资金额增长 77%，确定基层防疫体系、设施的建设目标。《规划（2009-2013）》正在筹划中，预计国家会加大资金投入，完善现有的动物防疫体系。

**表 1: 国家动物防疫体系建设相关政策**

政策名称	时间	主要内容
《国家突发重大动物疫情应急预案》	2006 年	动物疫情划分为特别重大（Ⅰ级）、重大（Ⅱ级）、较大（Ⅲ级）和一般（Ⅳ级）四级。
《全国动物防疫体系建设规划（2004-2008 年）》	2006 年	分析了我国动物防疫体系现状，确定未来的建设方向和具体的措施，分配体系建设经费。
《中华人民共和国动物防疫法》	2007 年	规范国内动物疾病控制和扑灭、动物检疫制度、动物防疫监督的基本法律法规。
《关于开展全国动物防疫体系建设项目（2004-2009 年）检查和总结的通知》	2010 年	全面全面总结全国动物防疫体系建设规划成效、经验和做法，进一步做好《规划(2009-2013)》的计划准备。

资料来源：农业部、宏源证券

### (2) 未来会有更多疫病进入强制免疫范围

农业部兽医局制定的一二三类动物疫病共有 157 种，其中常见疫病的绝大多数是人畜共患疫病，一旦疫情暴发不仅仅影响畜牧业的发展，也会威胁人类的健康。目前每隔一到两年就有一种新疫病加入国家强制免疫范围。2010 年的强制免疫疫病只有五种，随着新疫病疫情的不断爆发，未来国家扩大强制免疫范围的可能较大，行业前景景气。



表 2: 2010 年动物免疫规划

	免疫对象	使用疫苗种类
高致病性禽流感	所有鸡、水禽（鸭、鹅）和人工饲养的鹌鹑、鸽子等禽只	禽流感灭活疫苗(H5N1, Re-4株), 禽流感灭活疫苗(H5N1, Re-5株), 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), H5-H9 二价灭活疫苗。
口蹄疫	对所有猪进行 O 型口蹄疫强制免疫; 对所有牛、羊、骆驼、鹿进行 O 型和亚洲 I 型口蹄疫强制免疫; 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。	猪: 口蹄疫 O 型灭活类疫苗, 口蹄疫 O 型合成肽疫苗(双抗原); 牛、羊、骆驼和鹿: 口蹄疫 O 型-亚洲 I 型二价灭活疫苗、口蹄疫 O 型-A 型二价灭活疫苗和口蹄疫 A 型灭活疫苗。
高致病性猪蓝耳	所有猪	高致病性猪蓝耳病活疫苗、高致病性猪蓝耳病灭活疫苗
猪瘟	所有猪	政府招标专用猪瘟活疫苗; 传代细胞源疫苗在广东、广西、四川、河南、山东、江苏、辽宁、福建等批准省份使用
小反刍	对西藏自治区等受威胁地区羊进行小反刍兽疫强制免疫	小反刍兽疫活疫苗

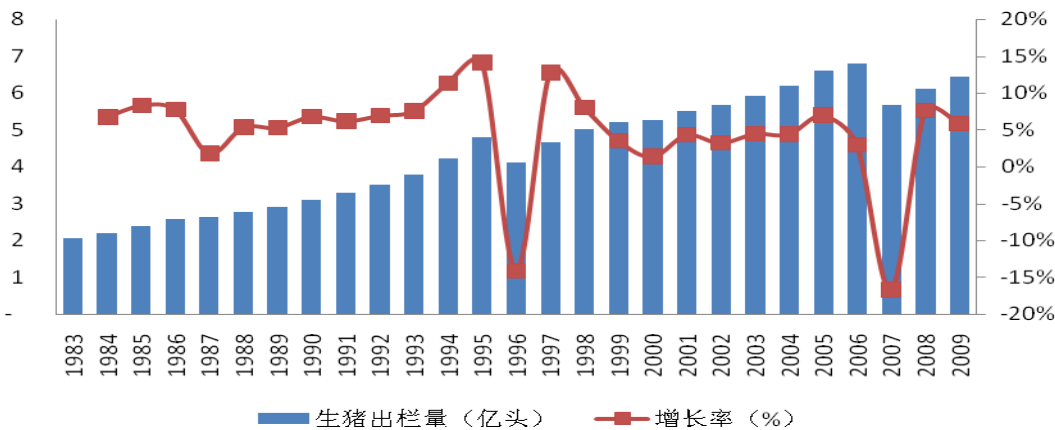
资料来源: 农业部、宏源证券

## 2.2 动物疫苗市场远比人疫苗市场需求大

### (1) 我国是畜牧养殖大国，动物疫苗需求非常大

我国是牲畜饲养大国，猪年出栏量超过 6.4 亿头，牛的出栏量超过五千万头，羊出栏量超过 2 亿头，家禽出栏量超过 90 亿羽，还养殖了大量的蛋禽和奶牛，相较于的 1.7-1.8 万的新生儿数量而言，动物疫苗市场要更为可观。而且因为目前人的疫苗安全直接威胁人的生命，因此有一部分人会排斥注射疫苗。但是动物疫病的广泛传播会直接威胁人类的健康，例如禽流感，所以人们还是愿意选择使用免费的疫苗对动物进行免疫，减少饲养过程中因为疫病而产生的损失，所以动物疫苗市场远比人疫苗市场大的多。

图 6: 生猪出栏量变化



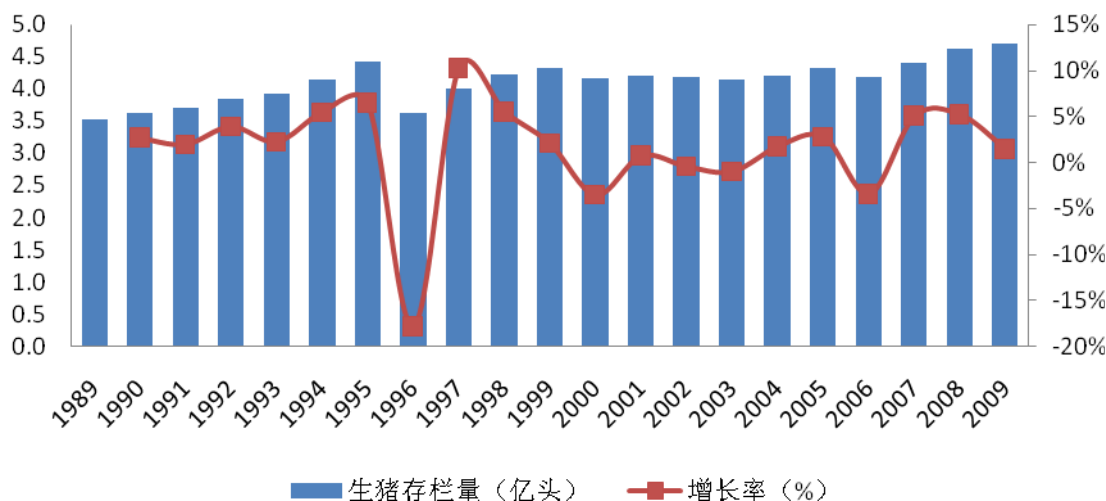
资料来源: 农业部、统计局、宏源证券



## (2) 规模化养殖程度提高，促进疫苗的需求增长

高效率的畜牧生产必须依赖于高密度，大规模的工厂化养殖，畜禽标准化规模养殖是现代畜牧业发展的必由之路。目前我国的畜牧养殖方式正经历着由农户散养为主逐渐向规模化、现代化养殖转变的关键过程，目前全国生猪规模化比重比 07 年增长了 22% 达到 60%，蛋鸡的规模化养殖已经达到 76.9%。规模化的养殖，特别是高密度养殖加大了动物疫病感染的机会，一旦一只动物感染疾病，其他动物就必须扑杀损失巨大，因此就需要进行免疫预防，从而增加了动物疫苗的需求。

图 7：年末生猪存栏量变化



资料来源：农业部、Wind、宏源证券

## (3) 食品安全及进出口需求扩容疫苗市场空间

肉食食品的强劲需求进一步拉动了我国畜牧业的持续快速发展。但是由于我国畜禽疾病防治体系的不健全和欠缺用药指导和规范管理，很多养殖者滥用抗菌素和药物，造成抗菌素和农药残留。食用抗菌素污染的食品具有潜在致畸致癌的威胁，直接影响人类的健康。发达国家早在 20 世纪 80 年代就予以关注并开始监控，并对我国的出口产品形成了严格的贸易技术壁垒，抑制我国肉食产品的出口。我国这方面的研究相对落后，但是随着我国牲畜出口量的加大以及食品安全问题的日益突出，实现“绿色肉食”消费要求推行使用疫苗，采用比较安全的生物防治疫病的办法。2009 年，《食品安全》的出台实施，也为安全养殖、动物疾控以及动物疫苗带来新的发展机遇。

## (4) 技术的革新带来额外的市场扩容

我国经常从周边国家进口肉食以及饲养卫生状况差等多种原因，加大了动物疫病交叉感染的机会，疫情变得复杂，一只动物经常同时感染多种疫病，并且各种并发症、继发症增多。过去很长一段时间一直使用的是灭活的单价苗，一种疫苗只能针对一种疫病，并且灭活苗的副反应大，动物经常有厌食，没有精神等表现，限制了疫苗的推广。未来，为了更好的防控未来副反应小，免疫效果强的弱毒苗、合成肽疫苗尤其是二价、多价的合成肽疫苗将成为市场的主流，一种疫苗可以同时针对几种疫病，这将节约疫苗注射成本，降低疫苗生产企业的生产成本，带来动物疫苗新的市场。

### 三、公司盈利能力分析

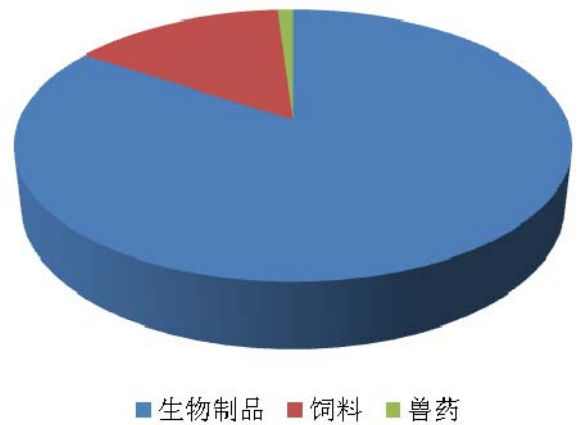
#### 3.1 生物制品业务驱动业绩持续增长

2009 年公司生物制品实现营业收入 1118.87 亿元，约占主营收入的 53.51%，贡献利润 6.97 亿元，占总利润的 84.23%。生物制品业务是公司营业收入及利润的主要来源。

图 8: 主营业务收入构成



图 9: 主营业务利润构成

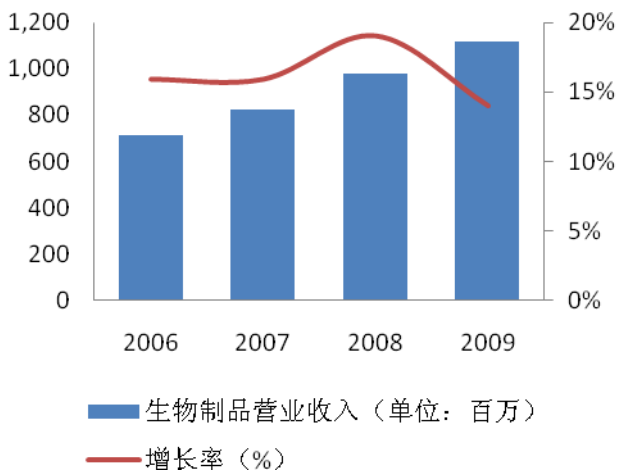


资料来源: 公司年报、宏源证券

资料来源: 公司年报、宏源证券

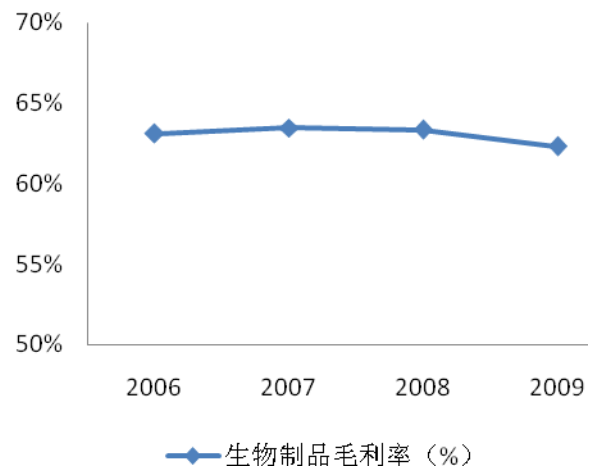
2006-2009 年公司生物制品的复合增长率达到 19.09%，毛利润基本稳定在 63% 左右，是公司收入不断增长的驱动力。公司疫苗业务主要为国家强制免疫品种，受国家政策以及下游牲畜存出栏量影响较大。未来公司将分享下半年饲养业务回暖带来疫苗需求加大，同时公司具有竞争优势的产品猪蓝耳弱毒苗以及猪 O 口蹄疫合成肽疫苗的快速发展，未来 A 型口蹄疫扩大免疫范围以及正在研发的牛羊 I-O 型合成肽二价疫苗投入市场都是提升公司业绩的积极因素。

图 10: 生物制品营业收入及增长率



资料来源: 公司年报、宏源证券

图 11: 生物制品毛利率变化

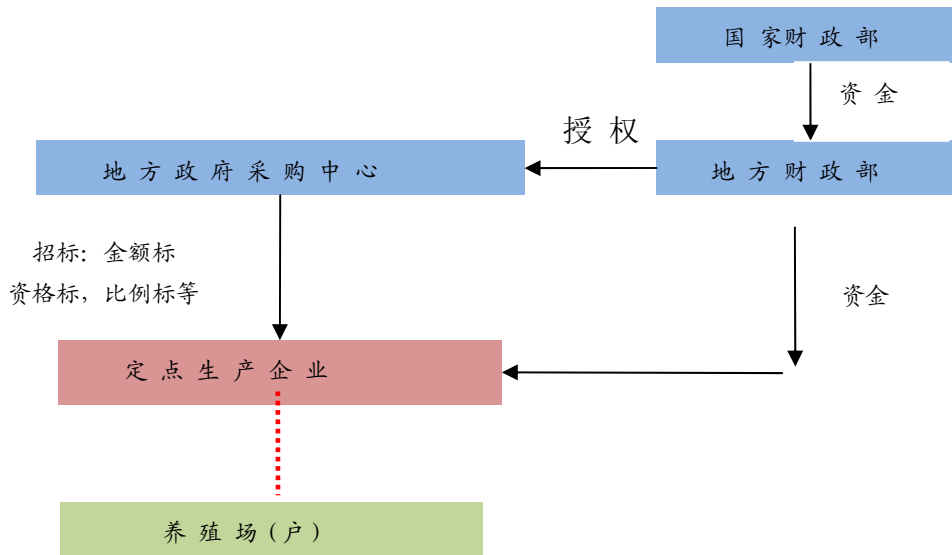


资料来源: 公司年报、宏源证券

#### (1) 公司的央企背景优势

国家强制免疫疫苗是由国家统一拨款地方配套资金，并由地方招标采购。作为动物疫苗的国家队，实际控制人是国务院国有资产管理委员会。公司的央企背景优势，以及良好的政府合作关系，有助于公司疫苗业务的开展，在各级地方政府的招标过程中成为动物疫苗招标重要参与者，有时还会受到招标单位的约标，是公司疫苗业务持续增长的保障。

图 12: 国家强制免疫疫苗采购流程



资料来源: 农业部, 宏源证券

## (2) 内部整合促内生性发展，禽流感、口蹄疫疫苗竞争优势得到加强

目前公司禽流感疫苗市场占有率为 23%，在易帮之后。价格一直维持在 0.15 元/毫升。子公司乾元浩和南京梅里亚是农业部指定 9 家禽流感生产企业中的 2 家，乾元浩乾元浩可生产动物生物制品 50 余类、近 200 个规格，年动物疫苗产能 300 亿羽（头）份，产品国内市场占有率居行业首位。梅里亚是亚洲最大的禽流感生产企业，南京梅里亚具有 10 个成熟的禽流感灭活疫苗品种，并且拥有多项先进技术。目前子公司乾元浩正在积极谈判收购南京梅里亚，如果收购成功后集团内的优势资源将得到整合，乾元浩就拥有四家禽流感生产企业，以后专营禽流感业务，产能大幅提升，盈利能力加强。未来公司禽流感业务的竞争力将得到提升。预计 1+1>2 的内生性增长将拉动禽流感业务保持 30% 以上的快速增长。

表 3: 国家禽流感疫苗指定生产企业

乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂；

南京梅里亚动物保健有限公司；

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；

肇庆大华农生物药品有限公司；

辽宁益康生物药品厂；

广东永顺生物制药有限公司；

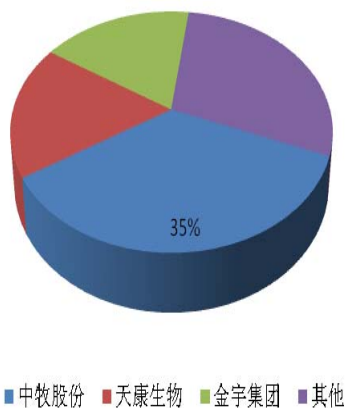
青岛易邦生物工程有限公司；

资料来源: 农业部, 宏源证券

口蹄疫是猪、牛、羊的一种恶性传染病，具有流行快、传播广、发病急、危害大等流行病学特点，疫区发病率可达 50%—100%，是人畜共患疫病，主要侵害偶蹄兽，偶见于人和其他动物。口蹄疫疫苗目前主要用在猪上，牛和羊也有一部分，产品主要受猪牛存栏量的影响较大。目前有七家企业可以生产，公司占有其中两家（中牧实业股份有限公司兰州生物药厂；中牧保山生物药厂），产品的市场占有率为 35%左右，优势明显。

保山生物药厂原属于子公司乾元浩，公司已经通过内部资源整合，收购了保山生物药厂，目前保山厂的交接工作已经结束，未来保山厂将继续生产特种疫苗。保山生物药厂共有 3 个品种 4 个成熟的特种疫苗产品，产能达到 3 亿毫升，公司内部优势资源的整合将使公司口蹄疫疫苗的龙头优势得到巩固。

图 13: 口蹄疫疫苗市场占比



资料来源：宏源证券

表 4: 国家口蹄疫疫苗定点生产企业

中牧实业股份有限公司兰州生物药厂；
中牧保山生物药厂；
中农威特生物科技股份有限公司；
中联生物医药（上海）有限公司；
新疆天康畜牧生物技术股份有限公司；
金宇保灵生物药品有限公司；

资料来源：商务部、宏源证券

### (3) 高毛利产品销售比重加大提升公司盈利能力

公司销售的口蹄疫中合成肽疫苗比重加大，合成肽疫苗是利用人工合成的肽断替换病毒毒株，生产出来的疫苗，安全性和疫苗的免疫效果都要比灭活苗有优势。

市场需求较大，毛利高，合成肽的价格为 0.88 元/羽份，灭活苗一般为 0.3-0.4 元/羽份左右。目前国内 60%的口蹄疫疫苗招标合成肽口蹄疫疫苗，而目前只有上海申连和公司可以生产，公司占有率约为 40%，上海申连 60%，加上灭活苗公司的口蹄疫疫苗市场占有率为 30%左右。我们预计随着今年下半年饲养业的逐渐恢复，2010 年口蹄疫业务能够保持 5-8%的增长，贡献收入超过 4 亿元。

猪蓝耳灭活苗目前只有 8 家企业生产，相对于猪蓝耳灭活苗众多生产企业，竞争较小，价格具有优势。目前猪蓝耳弱毒苗价格维持在 1.2-1.3 元/羽份，灭活苗价格约为 0.5-0.6 元/羽份之间。今年春防招标中公司产品的市场占有率为 30%。猪蓝耳弱毒苗目前只替换了 75%的灭活疫苗，按照 10.3 亿头猪计算，我国猪蓝耳疫苗的市场容量约为 25-29 亿元。猪蓝耳弱毒苗免疫效果明显好于灭活苗，未来有望逐步替换现有灭活苗，进一步扩大市场。但是今年有可能在秋防中共有十家企业可以生产，竞争会加剧，价格也会有所降低，公司扩展猪蓝耳疫苗市场难度很大，估计可以保持现有的市场并分享畜牧业发展带来的平均增长，但高毛利弱毒苗逐渐替换灭活苗，该产品的盈利能力将到提升。

**表 5: 猪蓝耳弱疫苗市场容量测算**

	免疫数量 (按照猪总头 10.3 亿头计算)	价格	免疫次数、单位	市场容量 (亿元)
弱疫苗	8.025 亿头	1.3-1.4 元/羽份	2 次, 1 羽份/次	20.852-22.47
灭活苗	2.675 亿头	0.5-0.6 元/羽份	2 次, 2 羽份/次	4.137-6.42
合计				25-29 亿元

资料来源: 宏源证券

#### (4) 猪瘟疫苗无优势

目前猪瘟生产企业众多, 竞争激烈, 毛利率只能维持在 40% 左右, 远比猪蓝耳以及口蹄疫疫苗要低。猪瘟疫苗方面公司没有什么优势, 而且今年春季南方大规模爆发猪瘟扑杀 8 千多头生猪, 影响猪瘟疫苗的销售, 一季度销售同比下降约 10%, 考虑下半年因为猪肉价格提升而带来饲养业务的回暖, 估计 10 年只有 2% 以内的增长。

#### (5) 常规疫苗未来存在爆发式增长机会

常规疫苗方面, 公司拥有 30 多种禽用活疫苗, 40 多种灭活疫苗。2007 年公司的禽用疫苗市场占有率为 33%, 畜用疫苗市场占有率 42%, 近期常规疫苗没有得到足够的重视, 生产线在减少, 市场份额也在减少。公司目前重点关注猪流行性乙脑, 伪球菌, 伪狂犬疫苗等重点品种, 如有需要可能会腾出生产线进行生产, 估计 10 年能够稳定现有的市场。目前还有很多人畜共患疾病没有纳入国家强制免疫范围, 但是疫情具有不可预期性, 一旦大规模爆发, 国家就有可能纳入强制免疫范围, 公司丰富的常规疫苗储备就有可能为公司带来利润爆发式增长。

#### (6) 其他看点: 狂犬疫苗、合成肽牛羊 I 型-O 型二价合成肽疫苗、A 型口蹄疫

公司和中国农科院等我五家单位一起申请了狂犬疫苗生产许可, 明年有望投放市场。国外的宠物保健品市场占动物保健品市场的 40%, 我国只占到 3%, 我国的宠物保健品市场扩容空间非常大。近两年宠物饲养量加大, 目前北京登记的宠物犬数量达到了 53.4 万只, 如果加上未注册的犬数和宠物猫等的数量, 北京宠物总量已经超过了 100 万只, 从养宠物的数量和消费能力上看, 北京、上海、广州、重庆和武汉已经成为我国五大“宠物城市”, 据统计我国宠物以每年 15% 的增速在增长, 疫苗需求量加大。新颁布的《动物防疫法》中也针对我国饲养宠物越来越普遍的现象, 重点加强了对动物诊疗的机构和活动的监管。目前农村宠物饲养者疫情防范意识不够, 城市宠物饲养者处于疫苗安全和质量问题的顾虑, 更愿意使用进口疫苗, 国产疫苗只占有 1-5% 左右的市场。公司狂犬疫苗投放市场初期可能具有一定的难度, 但是进口疫苗价格高, 未来如果公司产品质量得到市场的认同, 有望部分替代城市使用的进口疫苗, 市场潜力巨大能够带来公司疫苗业务新发展。

合成肽牛羊 I 型-O 型二价合成肽疫苗有望投明年放市场, 部分替代现有的一价灭活疫苗以及合成肽疫苗, 避免了口蹄疫疫苗的同质化竞争, 投产后有望扩大产品的市场份额。

目前已知口蹄疫病毒在全世界有七个主型 A、O、C、南非 1、南非 2、南非 3 和亚洲 1 型, 以及 65 个以上亚型。O 型口蹄疫为全世界流行最广的一个血清型, 我国流行的口蹄疫主要为 O、A、C 三型及 ZB 型(云南保山型)。2007 年 O 型 I 型被纳入全面免疫, 《国家强制免疫规划 2010》中明确指出: 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。A 型口蹄疫主要侵害牛、羊、猪及野生偶蹄兽, 人也可感染。2010 年韩国大规模



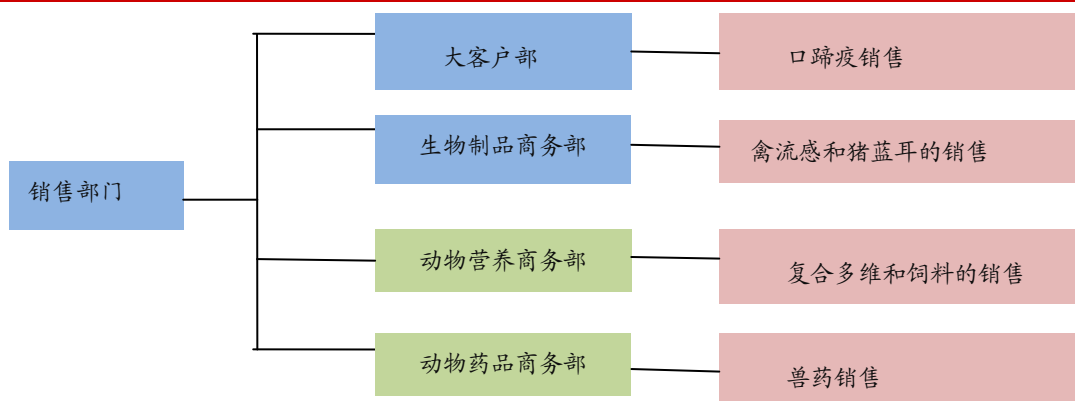
爆发猪的 A 型口蹄疫疫情，所以我们预测未来 1-2 年内我国 A 型口蹄疫存在扩容的可能性较大，如果完全扩容后参照口蹄疫 2010 年 15 亿的市场计算，A 型口蹄疫扩容之后可以带来大约 4-5 亿的市场，大约可以为公司带来年收入约为一个亿。目前 A 型口蹄疫具有目前只有兰州兽药研究所一家获得生产许可，如果兰州兽药研究所的生产的疫苗不够供货，公司的兰州生物药厂做好了充分的准备，公司只要获得毒株，能够最快生产出疫苗

公司每年科研开发投入已超过五千万元，占公司年销售收入的 5% 以上，与中国农业大学、扬州大学、中国农业科学院哈尔滨兽医研究所、军事医学科学院等单位所联合组建了研发基地，并自建了中牧泰州生物制品有限公司，目前公司已经注册完成，短期公司可能会在疫苗储备上获得更多的国家补贴，长远而言中牧泰州的建立有助于提升公司新产品的研发能力，以及加快新产品申请以及成果转化的速度，使新产品能够抢占先机占领市场，提升了企业核心竞争力，利于中长期发展。

### 3.2 兽药和饲料：未来重点发展的方向

公司疫苗业务市场占有率第一，但是公司兽药业务 2008 年还处于亏损状态，盈利能力提升空间较大。公司 2009 年专门成立动物药品商务部专营兽药的销售，动物营养品商务部专营饲料、复合多维的销售，表明公司新领导做好兽药和饲料业务的决心，未来会通过改造旧厂房、寻找合作者等多种方式扩大产能提升兽药和饲料的产品竞争能力。

图 14：销售部门构成



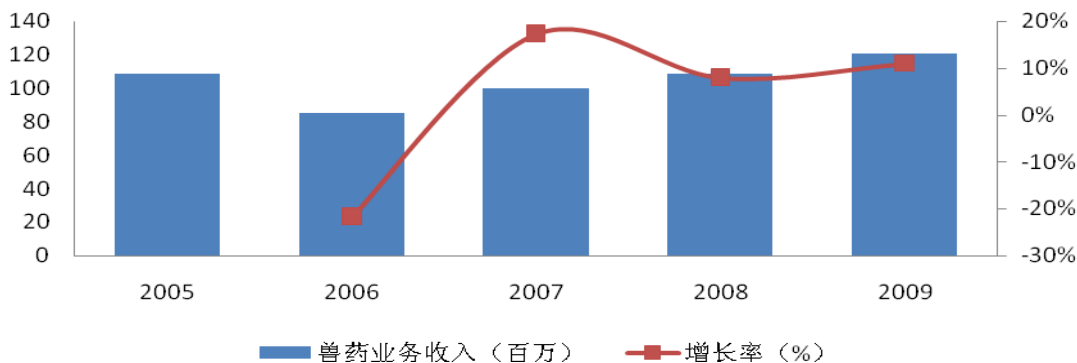
资料来源：公司年报、宏源证券

#### (1) 兽药：低毒无残留药物，看好长期发展

目前内蒙古厂生产的黄霉素预混剂，新黄冈厂生产的喹啉酮、中牧安达生产的氟苯尼考符合市场需求的低毒、无残留的新药，其中喹啉酮是国家一类新药，定价高，市场份额较小。

我国兽药生产企业众多约有 1550 多家，多数兽药生产企业规模小，产品技术含量不高。加之我国在养殖业一直在规范养殖上的执行力度不够，目前饲养成本加大，养殖户盈利空间小，出于降低成本考虑，饲养者更愿意使用价格低廉的中低档药品，导致公司高端兽药显得曲高和寡。2009 年饲料安全问题得到重视，国家加大了对饲料安全的监管力度，加速行业的整合力度，淘汰落后产能，培育了高端兽药市场，公司 09 年兽药业务增长 11.1%。长期看公司兽药符合市场发展的需要，低毒、无残留。而且公司兽药与饲料联合打造动物营养添加剂，培育兽药新市场，我们预计未来公司兽药能够保持 8% 左右的小幅增长。

图 15: 公司兽药业务收入及增长率

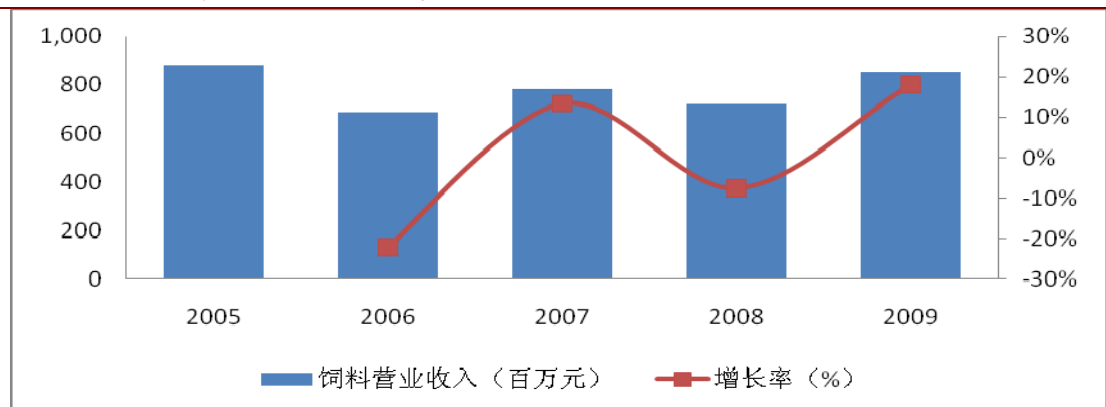


资料来源: 公司年报、宏源证券

## (2) 饲料: 预混料比例加大, 毛利率得到提升

公司的饲料业务占主营业务收入的 50%，利润约在 14.7%。公司饲料的经 09 年剥离鱼粉业务，09 年增长了 18.11%，2010 年公司将集中优势资源发展复合多维以及预混合饲料，也在积极准备通过改造旧的生产线以及寻找合作者等多种方式扩大产能，结合多种具有特色的营销方式，做大预混料市场。

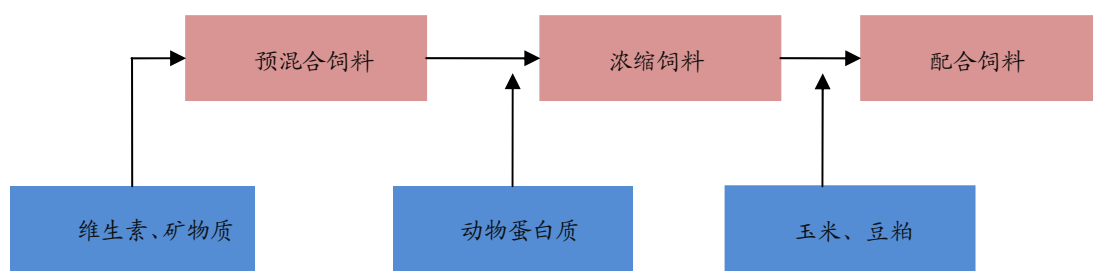
图 16: 公司饲料业务收入及增长率



资料来源: 公司年报、宏源证券

饲料行业按照各种饲料分类不同主要可以分为预混饲料，浓缩饲料，和配合饲料。公司的饲料业务主要为预混饲料（复合多维饲料），预混饲料市场规模相对较小，市场占比小、技术门槛较高，竞争相对小，盈利水平要高于配合饲料，2009 年公司饲料业务毛利为 14.3%，我们预测未来随着预混饲料比重的加大，饲料业务毛利率将会有小幅提升。

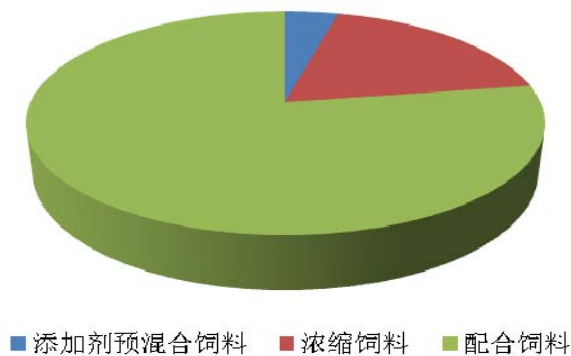
图 17: 饲料生产工艺流程图



资料来源: 饲料信息网、宏源证券



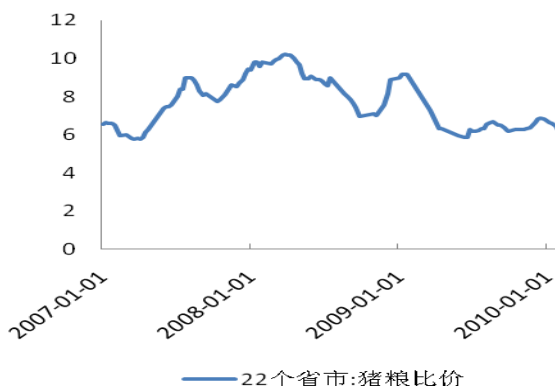
图 18: 全国不同种类饲料市场需求占比



资料来源: 饲料信息网, 宏源证券

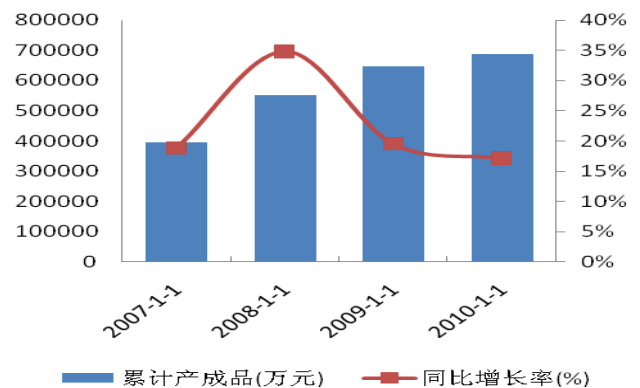
饲料业务发展受下游养殖业影响较大。目前国内 22 省市的猪肉价格: 粮食价格已经低于饲养的盈亏平衡比例 6:1, 养殖户基本处于亏损状态, 补栏积极性不高, 未来有可能导致猪肉供不应求最终导致猪肉价格的升高。2010 年第一季度国内生猪存栏量同比增长 1.5%, 但是我国肉食的需求每年保持 5-10% 的增长速度, 市场存栏量的增长明显不够市场的需求, 补栏量又不够, 我们预测下半年猪肉市场会出现供不应求的局面, 猪肉价格上涨, 能够调动养殖户补栏积极性, 养殖业将逐渐恢复, 也将拉动饲料业务需求量。10 年二月份以来全国饲料企业主营业务收入同比增长 16% 左右, 下半年养殖业回暖后, 未来饲料的需求会更大。我们也期待公司新的领导层能够把握饲料市场逐渐扩大的契机, 带动公司的饲料业务稳步发展

图 19: 全国 22 省市猪粮比价



资料来源: Wind, 宏源证券

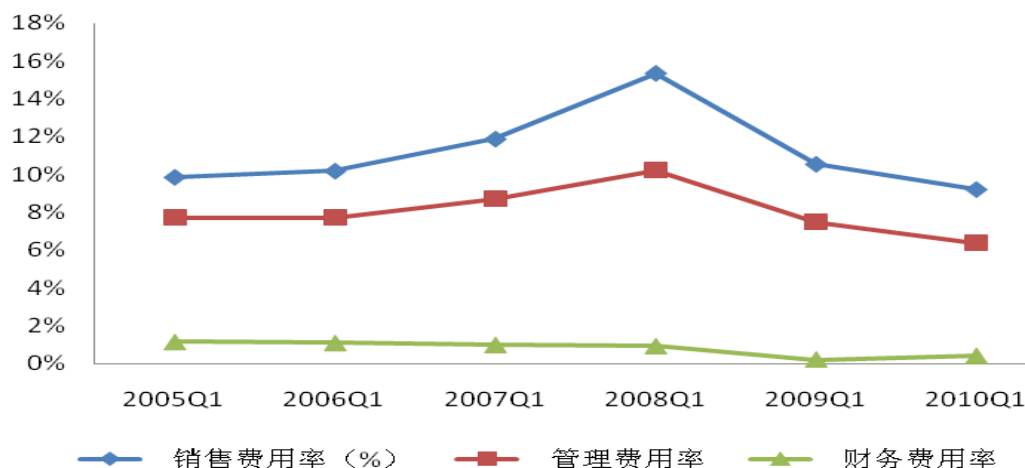
图 20: 全国饲料企业销售饲料总量及增长率



资料来源: Wind, 宏源证券

#### 四、 4 亿融资券的发行降低财务费用率, 提升盈利空间

2010 年第一季期间费用率控制良好为 9.39%, 同比下降了 5.81%, 其中销售费用率下降 12.74%, 管理费用下降 14.57%, 但是财务费用率同比增长 137.34%, 环比增长 85.84%, 影响了公司的期间费用率, 拖累业绩增长, 2010 年年公司将发行 4 亿融资券, 将降低财务费用率及降低期间费用率, 提升公司净利润增长速度。

**图 21: 公司期间费用率比较**


资料来源: 公司年报、宏源证券

## 五、盈利预测

预测 2010 年暂不考虑 A 型口蹄疫的贡献, 生物制品增长 15%, 兽药增长 7%, 饲料增长 8%, 收入增长 15%, 净利润增长 39.46%, 预测 2010~2012 年 EPS 分别为 0.82, 1.09, 1.20 元, 对应 PE 为 28.4, 21.1, 19.2, 估值较低。考虑到公司行业龙头地位可以享受一定的估值溢价, 给予 38 倍 PE, 10 年目标价 31.16, 首次给予买入评级。

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,824.8	2,103.0	2,383.7	2,673.4	2,966.0
减: 营业成本	1,056.3	1,266.5	1,431.1	1,536.4	1,694.5
营业税费	9.7	10.5	11.9	13.4	14.8
销售费用	277.6	287.1	309.9	347.5	400.4
管理费用	183.1	213.6	190.7	213.9	237.3
财务费用	31.6	13.4	12.3	7.0	0.1
资产减值损失	52.6	32.1	20.0	20.0	20.0
加: 公允价值变动收益	-	-	0.0	-	-
投资和汇兑收益	9.4	19.8	15.0	15.0	15.0
<b>营业利润</b>	<b>223.4</b>	<b>299.5</b>	<b>422.8</b>	<b>550.2</b>	<b>613.9</b>
加: 营业外净收支	-3.2	12.4	2.8	3.3	3.9
<b>利润总额</b>	<b>220.2</b>	<b>311.9</b>	<b>425.5</b>	<b>553.6</b>	<b>617.8</b>
减: 所得税	34.0	44.1	63.8	83.0	92.7
<b>净利润</b>	<b>161.8</b>	<b>228.0</b>	<b>321.2</b>	<b>425.1</b>	<b>474.7</b>
EPS(元)	0.41	0.58	0.82	1.09	1.22
PE(X)	56.3	40.0	28.4	21.4	19.2
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
货币资金	216.3	470.7	732.7	594.8	777.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

应收帐款	156.6	443.0	381.4	481.2	563.5
应收票据	0.6	-	-	-	-
预付帐款	132.7	43.7	95.3	106.9	148.3
存货	326.7	431.7	390.5	462.2	539.8
其他流动资产	0.0	0.0	-	-	-0.0
可供出售金融资产	0.3	0.8	0.8	0.8	0.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	137.8	149.3	155.3	166.4	177.4
投资性房地产	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9
固定资产	741.7	763.3	753.7	825.4	907.9
在建工程	11.8	14.8	16.7	26.7	59.3
无形资产	131.9	147.0	154.9	173.8	192.8
其他非流动资产	59.2	71.9	34.0	33.7	33.3
<b>资产总额</b>	<b>1,926.0</b>	<b>2,539.8</b>	<b>2,723.2</b>	<b>2,879.9</b>	<b>3,408.6</b>
短期债务	145.0	400.0	400.0	100.0	100.0
应付帐款	303.4	328.6	286.0	320.8	355.9
应付票据	6.8	68.7	47.7	53.5	59.3
其他流动负债	239.0	278.2	300.8	297.2	317.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	6.7	35.7	52.5	69.9	87.5
<b>负债总额</b>	<b>702.4</b>	<b>1,121.4</b>	<b>992.7</b>	<b>752.9</b>	<b>837.8</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>122.7</b>	<b>150.1</b>	<b>184.6</b>	<b>223.2</b>	<b>266.1</b>
股本	390.0	390.0	390.0	390.0	390.0
留存收益	710.9	878.3	1,151.4	1,512.7	1,916.2
<b>股东权益</b>	<b>1,223.6</b>	<b>1,418.5</b>	<b>1,725.9</b>	<b>2,125.9</b>	<b>2,572.2</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	186.3	267.8	361.7	470.5	525.1
加: 折旧和摊销	68.4	75.2	68.4	78.3	77.1
资产减值准备	52.6	32.1	20.0	20.0	20.0
公允价值变动损失	-	-	0.0	-	-
财务费用	19.2	31.7	11.7	12.3	7.0
投资收益	-9.4	-19.8	-15.0	-15.0	-15.0
少数股东损益	24.5	39.8	40.5	45.4	50.4
营运资金的变动	114.0	-217.4	53.0	-130.1	-123.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>439.2</b>	<b>113.2</b>	<b>541.0</b>	<b>476.2</b>	<b>533.9</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-183.6</b>	<b>-41.7</b>	<b>-36.6</b>	<b>-137.7</b>	<b>-144.8</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-148.8</b>	<b>181.7</b>	<b>-44.5</b>	<b>-349.5</b>	<b>-47.6</b>
<b>财务指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>

<b>成长性</b>					
营业收入增长率	6.0%	15.2%	13.4%	12.2%	10.9%
营业利润增长率	2.7%	34.1%	41.2%	30.1%	11.6%
净利润增长率	3.0%	40.9%	40.9%	32.3%	11.7%
EBITDA 增长率	7.7%	20.0%	34.2%	26.2%	8.7%
EBIT 增长率	8.0%	22.7%	39.1%	28.1%	10.2%
NOPLAT 增长率	13.0%	29.1%	32.4%	28.0%	10.2%
投资资本增长率	-8.1%	17.0%	3.3%	17.1%	16.2%
净资产增长率	2.0%	15.9%	21.7%	23.2%	21.0%
<b>利润率</b>					
毛利率	42.1%	39.8%	40.0%	42.5%	42.9%
营业利润率	12.2%	14.2%	17.7%	20.6%	20.7%
净利润率	8.9%	10.8%	13.5%	15.9%	16.0%
EBITDA/营业收入	17.1%	17.8%	21.1%	23.8%	23.3%
EBIT/营业收入	14.0%	14.9%	18.3%	20.8%	20.7%
<b>运营效率</b>					
固定资产周转天数	144	129	115	106	105
流动营业资本周转天数	25	26	42	53	65
流动资产周转天数	155	190	226	218	223
应收帐款周转天数	24	37	47	44	48
存货周转天数	70	72	68	63	67
总资产周转天数	368	382	397	377	382
投资资本周转天数	236	213	206	203	213
<b>投资回报率</b>					
ROE	15.2%	18.9%	21.0%	22.1%	20.4%
ROA	9.7%	10.5%	13.3%	16.3%	15.4%
ROIC	17.4%	24.5%	27.7%	34.3%	32.3%
<b>费用率</b>					
销售费用率	15.2%	13.7%	13.0%	13.0%	13.5%
管理费用率	10.0%	10.2%	8.0%	8.0%	8.0%
财务费用率	1.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.0%
三费/营业收入	44.1%	42.3%	42.6%	45.0%	44.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.5%	44.2%	36.5%	26.2%	24.6%
负债权益比	57.4%	79.1%	57.5%	35.4%	32.6%
流动比率	1.20	1.28	1.70	2.41	2.70
速动比率	0.66	0.85	1.25	1.67	1.91
利息保障倍数	8.06	23.27	35.27	79.32	5,456.53

**分析师简介:**

**孙伟娜:** 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 天方药业、天士力、福瑞股份、同仁堂、亚宝药业、千金药业等。

**宏源证券机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>李晔</b> 010-88085956 liye@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
<b>牟晓凤</b> 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。