

## 并购重组 大幕或已开启

### 中牧股份 (600195)

股价: 16.60 元 评级: 增持(维持) 年报点评

2009 年 3 月 17 日 星期二

消费品小组

刘 革

010-66216231-807

liuge@longone.com.cn

农林牧渔行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

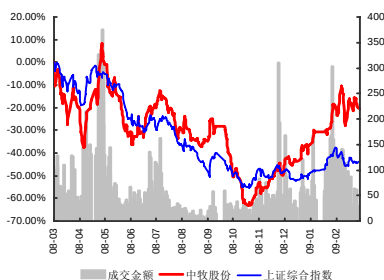
#### 重要数据

|          |       |
|----------|-------|
| 总股本(亿股)  | 3.9   |
| 流通股本(亿股) | 1.82  |
| 总市值(亿元)  | 64.74 |
| 流通市值(亿元) | 30.21 |

#### 市场表现

|      | 绝对涨幅(%) | 相对涨幅(%) |
|------|---------|---------|
| 1 个月 | -2.47   | 4.75    |
| 3 个月 | 57.64   | 48.02   |
| 6 个月 | 20.38   | 16.84   |

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《重民生 政策护航 平滑经济影响》

\*\*2008 年 12 月 19 日

#### 投资要点

- **公司业绩** 2008 年公司实现主营业务收入 18.25 亿元, 同比增长 5.98%, 实现营业利润 2.23 亿元, 同比增长 3.06%, 实现利润总额及净利润分别为 2.20 亿元及 1.86 亿元, 同比分别增长 4.44% 及 7.64%, 实现基本每股收益 0.415 元。分配预案为, 每 10 股派发现金红利 1.2 元 (含税)。
- **综合毛利率上升主要是受销售业务结构占比变化影响。** 报告期公司主营业务综合毛利率为 42%, 同比增加 9 个百分点。公司综合毛利率上升主要是由于主营业务的结构调整, 主要表现在三个方面, 一是减少了大宗饲料原料的销售, 二是多维产品受维生素涨价影响毛利同比有较大幅度上升, 三是口蹄疫双联苗等高端产品销售增加抵消了猪蓝耳等疫苗毛利率降低的影响, 使得生物制品毛利率仍保持在 63.2% 的较高水平的基础上, 实现销售收入增长 19%, 几个因素的作用, 使综合毛利率有所提高。
- **净利润增长低于预期主要受期间费用增长较快以及资产减值计提影响。** 报告期公司实现净利润低于我们的预期, 其主要原因是报告期内公司计提存货跌价损失 3752 万元, 主要因为成都药械厂部分疫苗即将到期以及对部分多维库存产品计提减值准备; 同时, 计提包括对济南华鲁、华农财险等长期股权投资减值损失 2149 万元。在期间费用方面, 报告期公司实行销售奖励以及加强疫苗售前、售中、售后技术服务使得营业费用同比增长了 48.54%, 管理费用增长了 27.79%, 08 年一~三季度短期贷款大幅度增加, 使得财务费用同比增长了 70.18%。计提资产减值损失以及期间费用大幅增长, 发生在公司新任董事长执掌帅印的第一年, 夯实基础是为了更好的发展。
- **报告期公司动物疫苗市场占有率略有下滑, 但仍是行业第一。** 2008 年全国禽流感、口蹄疫、猪蓝耳、猪瘟四大强制免疫品种销售规模分别为 13

亿元、12.9 亿元、10 亿元、2.6 亿元，公司各项均获第一，占全国四大强制免疫疫苗市场总份额的 24.15%，占比略有下降。

- **疫苗产品结构升级，对公司发展非常有利。**行业预计 09 年国家将把猪蓝耳弱毒疫苗及 A 型口蹄疫疫苗纳入强制疫苗品种范畴，据我们了解，A 型口蹄疫纳入强制免疫范围还没有明确的消息，但纳入强制免疫可能只是时间问题。而猪蓝耳弱毒苗的推广使用，则已基本明确。公司此前生产的猪蓝耳灭活苗是同业中品质最好的，因此推广弱毒苗，公司入选首发阵容，基本没有悬念。弱毒苗本身是活体毒株，其散毒的可能性要高于灭活苗，但防疫效果要远好于灭活苗，预计未来弱毒苗的市场份额要大于灭活苗的份额。同时，未来猪蓝耳弱毒苗生产厂商数量的减少，市场竞争缓和将使其毛利率有所回升，成为公司盈利较好的产品。
- **市场竞争的不断升级，公司加大研发、并购投入的动力超强。**08 年由于行业竞争的激烈程度有所提升，公司动物强制免疫疫苗各品种虽排名还是第一，但市场占有率有所下降。而通过并购方式实现外延式扩张来保障公司在行业的龙头地位，是切实可行的方式。为此，2009 年公司计划在生物制品等主营业务方面继续加大投资力度，计划在研发及其他构建固定资产等资本性支出约 6-7 亿元，大大超过 08 年 1.9 亿元的投资总额，公司并购重组的大幕或已徐徐开启。
- **投资建议** 公司作为国内最大的动物保健品生产企业，08 年同样感受到了竞争的压力，我们认为，报告期资产减值的计提，为公司未来的发展夯实了基础，同时随着新董事长的上任，未来包括提升技术、市场扩张、打造核心竞争力的战略举措将会不断呈现。预计公司 09、10 年每股收益为 0.55 元及 0.65 元，对应 09、10 年 PE 为 30.2 倍及 25.5 倍，我们维持公司长期“增持”的评级。鉴于近期公司股价已有大幅上涨，已高于我们在策略报告中给出的 15 元的目标价，二级市场股价存在一定回调压力，我们建议逢低介入，长期密切关注。

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

刘革, 农林牧渔行业分析师, 中国农业大学农业系统工程与管理工程硕士, 对行业有一定的认识。

重点跟踪公司: 好当家 东方海洋 中牧股份 天康生物 绿大地 敦煌种业 登海种业 新中基 北大荒等。

**一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122