

2009 年 04 月 15 日

市价(人民币): 19.13元
目标(人民币): 23.20-24.80元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 201.00
总市值(百万元) 7,460.70
年内股价最高最低(元) 22.41/7.66
沪深 300 指数 2686.99
上证指数 2536.06



医药行业研究小组

黄挺

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

(8621)61038315
lijl@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@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)

——风格转换的动物疫苗“国家队”

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.335	0.403	0.415	0.772	0.992	1.144
净利润增长率	106.19%	20.30%	3.02%	85.99%	28.55%	15.33%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.576	0.719	N/A
市盈率(倍)	35.52	81.63	28.35	24.94	19.4	16.83
行业优化市盈率(倍)	34.77	67.79	40.81	40.81	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
股息率	1.68%	0.76%	N/A			
PE/G(倍)	0.33	4.02	9.40	0.29	0.68	1.10
净资产收益率	12.85%	14.32%	14.70%	22.27%	25.01%	22.97%
每股净资产(元)	2.61	2.81	2.82	3.464	3.965	4.979
市净率(倍)	4.56	11.69	4.17	5.56	4.85	3.87
每股经营性现金流(元)	0.19	0.33	1.13	0.806	1.240	1.432
已上市流通A股(百万股)	162.00	162.00	181.50	181.50	181.50	181.50
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、价值评估与投资建议

- 国家逐步加大对动物防疫的投入, 我国动物保健产业未来发展空间大:
 - ◆ 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。
 - ◆ 接种动物疫苗是当前环境下预防动物疫情的最有效手段。我国动物防疫水平还很低, 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。
- 长期来看, 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:
 - ◆ 公司是我国动物防疫体系的重要组成部分, 不仅具备一流的研发能力, 还拥有深厚的政府资源, 是最受益于动物保健产业发展的企业之一。
 - ◆ 公司坚持“新型兽药”的发展方向, 符合兽药行业的发展趋势。现有品种的放量还需等待政府出台更严格的产业监管政策。
- 2009 年 -2011 年公司的利润增长来自于: 国家进一步扩大强制免疫, 公司储备品种丰富, 有望获益于此; 新管理团队的上任加快公司管理风格转换, 进一步提升管理效率, 加强公司核心竞争力:
 - ◆ 2009 年初 A 型口蹄疫频繁的零散偶发疫情有助于国家进一步扩大强制免疫的品种, 公司在这一领域具有很强的竞争优势; 考虑到猪蓝耳病

弱毒疫苗具有更好地免疫效果，预计弱毒苗年内将形成部分政府采购。

- ◆ 公司新管理团队的上任，加快公司管理风格的转换，进一步提升管理效率，加强公司的核心竞争力。
- 我们预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.772 元、0.992 元和 1.144 元。考虑到公司在国内动物防疫体系的重要地位，以及未来 3 年净利润的高增长情况，我们认为公司合理目标价位为 23.20—24.80 元，给予买入建议。

内容目录

动物疫苗的“国家队”	5
公司是我国动物疾病防疫体系的重要组成部分	5
动物疫苗业务是公司的盈利支柱	5
动物保健行业：起点低，空间大	6
畜牧产业规模大，并呈缓慢增长态势	6
政府“买单”是疫苗盈利的关键因素	6
防疫对畜牧业发展至关重要	7
国家越来越重视动物防疫工作	8
强制防疫范围有望继续扩大	9
受动物疫情影响，动物疫苗需求弹性较大	10
动物疫苗业务仍是公司的主要增长点	10
口蹄疫疫苗有望受益于强制免疫范围扩大	10
猪蓝耳病疫苗喜忧参半	10
禽流感疫苗市场份额还有一定提升空间	11
猪瘟疫苗早已进入成熟阶段	11
饲料和兽药业务短期难有改善	11
饲料需求难有起色，还面临毛利率下行压力	11
公司兽药市场启动还需时日	12
新团队，新思路，再出发	12
新管理团队加快公司管理风格的转变	12
2008 年公司盈利存在非经常性减利因素	12
盈利预测与估值	13
公司 2009 - 2011 年销售收入保持平稳增长	13
管理效率有望提高	14
公司目前估值合理，给予买入评级	14
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1：中牧股份组织结构图	5
图表 2：生物制品业务贡献 50% 以上的主营收入	6
图表 3：生物制品业务贡献 80% 以上的主营业务利润	6
图表 4：我国牛养殖规模缓慢增长	6
图表 5：我国猪养殖规模缓慢增长	6
图表 6：前四大动物疫苗均属于国家强制免疫范围	7

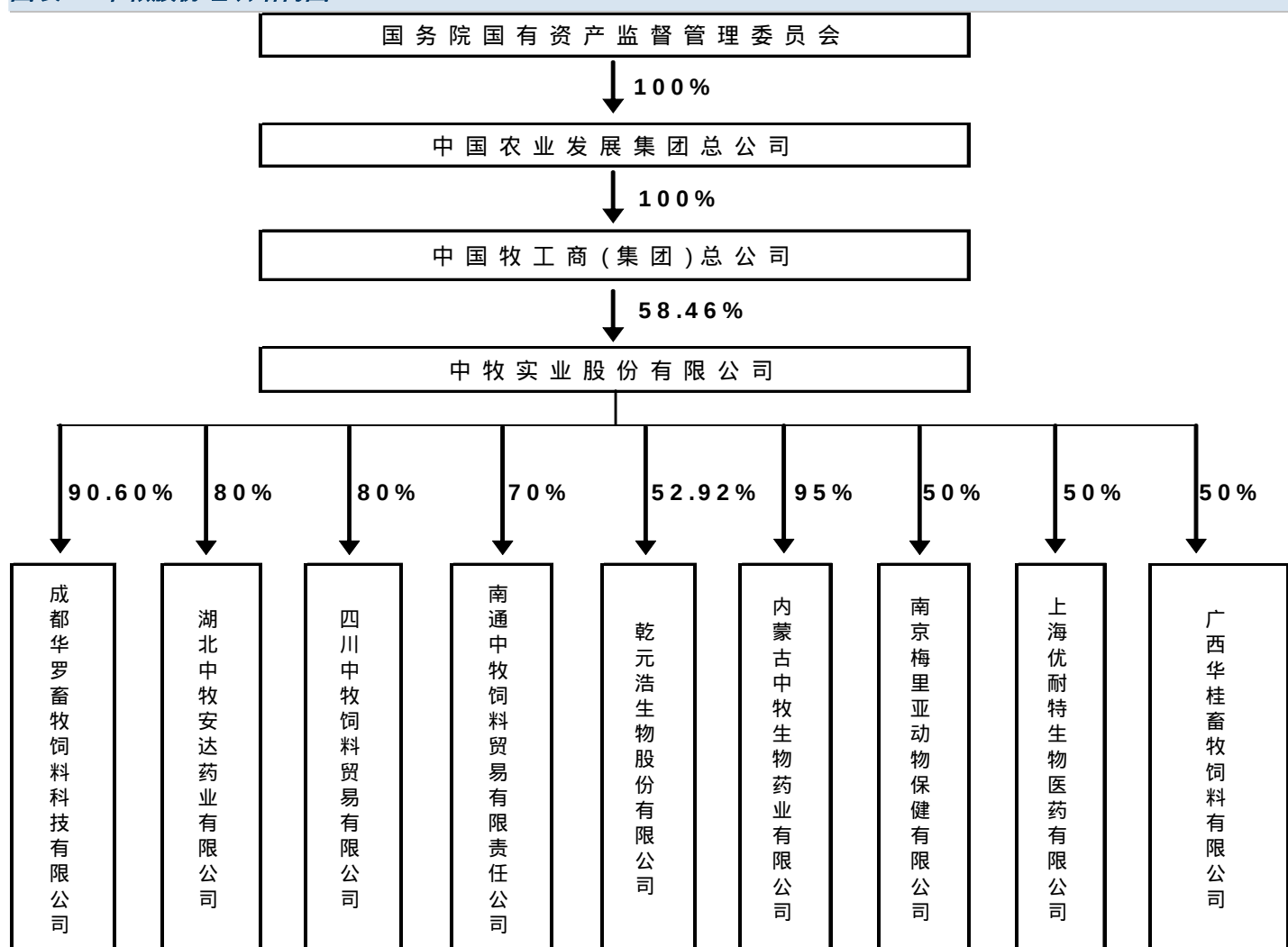
图表 7：近 3 年我国动物疫情频频爆发.....	8
图表 8：2009 年农业部动物免疫工作规划.....	9
图表 9：农业部定点口蹄疫疫苗生产厂商.....	10
图表 10：农业部定点猪蓝耳病疫苗生产厂商.....	11
图表 11：农业部定点禽流感疫苗生产厂商.....	11
图表 12：2008 年公司销售费率陡增.....	13
图表 13：公司管理费率保持平稳.....	13
图表 14：公司大类产品销售数据.....	14
图表 15：预计公司销售费率回归到正常水平.....	14
图表 16：预计公司管理费率略有下降.....	14

动物疫苗的“国家队”

公司是我国动物疾病防疫体系的重要组成部分

- 公司由改制后的原农业部成都药械厂、南京药械厂、兰州药械厂和郑州药械厂等四大动物生物制品企业为基础组建起来，并于 1998 年底上市。
- 公司是我国最大的动物疫苗生产企业，有 33 条 GMP 认证生产线和 170 多种动物疫苗产品种类，是农业部动物疫病防治重点参与企业。2006 年数据显示：公司销售禽用疫苗 137 亿羽份，市场占有率 32%，排名第一；销售畜用疫苗 13.6 亿头份，市场占有率 42%，排名第一；销售特种疫苗 12.9 亿毫升，市场占有率 48%，排名第一。
- 公司的实际控制企业为中国农业发展集团总公司（简称“中农发集团”）。中农发集团是国务院国有资产监督管理委员会直接管理的中央农业企业，在原中国水产总公司和中国牧工商总公司基础上组建而成，是我国规模最大、综合性、国际化的国有中央农业企业。

图表1：中牧股份组织结构图

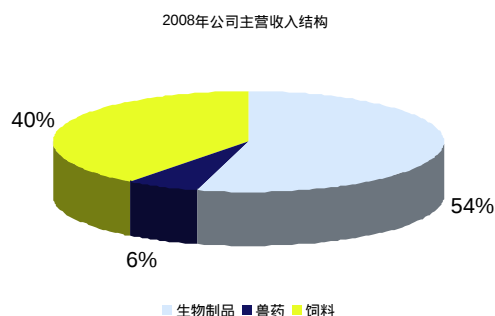


来源：国金证券研究所

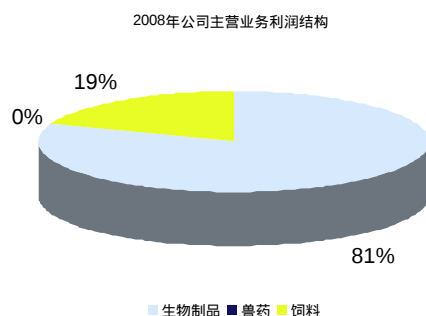
动物疫苗业务是公司的盈利支柱

- 2008 年年报数据显示，生物制品业务（即动物疫苗业务）销售收入 9.8 亿元，主营业务利润 6.2 亿元，分别占公司销售收入的 54%和主营业务利润的 81%。
- 公司兽药业务仍处于微亏状态，2008 年亏损 423 万元。

图表2：生物制品业务贡献50%以上的主营收入



图表3：生物制品业务贡献80%以上的主营业务利润



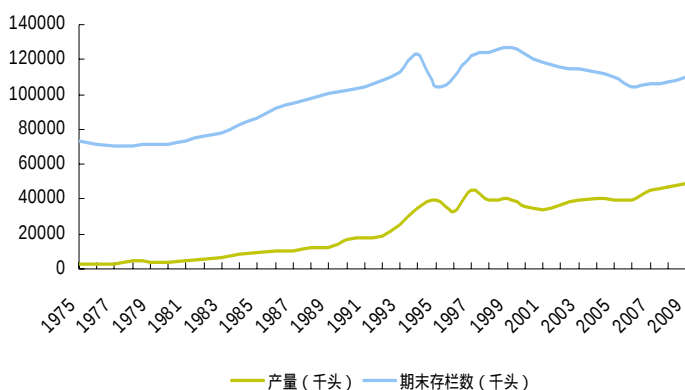
来源：国金证券研究所

动物保健行业：起点低，空间大

畜牧产业规模大，并呈缓慢增长态势

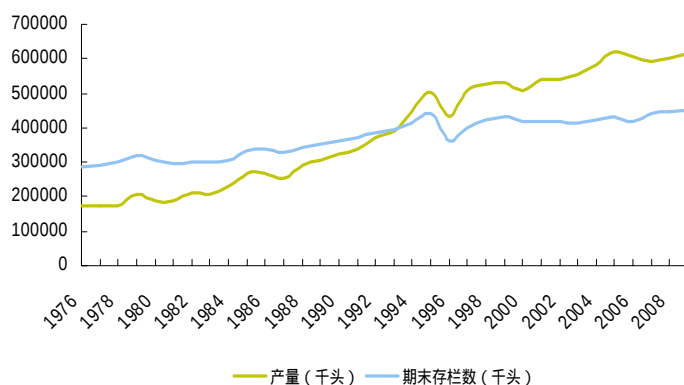
- 2000 年畜牧业总产值为 7393.1 亿元，占农业总产值的 29.67%，占国内 GDP 的 7.45%；2007 年畜牧业总产值已经增加到 16124.9 亿元，占农业总产值的 33%，占国内 GDP 的 6.46%。
- 过去 30 年以来，我国猪和牛的养殖数量持续增长：
 - ◆ 2008 年底我国牛存栏数为 1.1 亿头，较 1976 年增长了 55.6%，年复合增长率为 1.35%；2008 年底我国猪存栏数为 4.53 亿头，较 1976 年增长了 55.34%，年复合增长率为 1.34%。
 - ◆ 由于养殖技术的提高和规模化养殖的发展，我国猪和牛的饲养周期明显缩短。2008 年我国牛肉产量为 636 万吨，较 1976 年增长了 19 倍，年复合增长率为 9.5%；2008 年我国猪肉产量为 4600 万吨，较 1976 年增长了 5.5 倍，年复合增长率为 5.8%。

图表4：我国牛养殖规模缓慢增长



来源：国金证券研究所

图表5：我国猪养殖规模缓慢增长



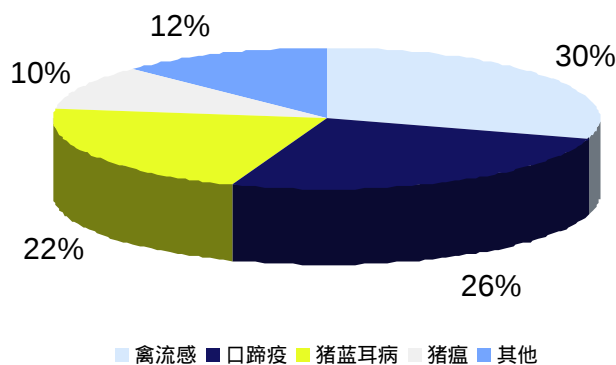
政府“买单”是疫苗盈利的关键因素

- 对于动物疫苗的具体品种而言，能否进入国家强制免疫范围，让政府“买单”，是该疫苗能否有利润空间的关键因素：
 - ◆ 动物疫苗与人用疫苗的最大不同在于消费者对防疫重要性的认识不同。由于对自身或亲人患病的风险非常敏感，消费者甚至愿意自掏腰

包接种计划免疫外的高价疫苗；而目前我国规模化养殖普及率还比较低，养殖利润也比较薄，大多数养殖户的动物防疫意识淡薄，存在侥幸的心理，不愿意因为防疫而提高养殖成本。

- ◆ 因此，未纳入国家强制免疫范围的动物疫苗销量非常有限。如我国动物疫苗市场近 90% 份额都属于国家强制免疫品种。

图表6：前四大动物疫苗均属于国家强制免疫范围



来源：国金证券研究所

防疫对畜牧业发展至关重要

- 畜牧业作为农业经济的中枢产业，其作用和地位日显突出，影响范围和深度也越来越大。
 - ◆ 《第二次全国农业普查主要数据公报》显示，2006 年末，从事畜牧业的农户达到 990 万户，从事畜牧业的农业生产单位达到 4.4 万个。再考虑畜牧服务业以及下游肉类加工等行业的从业人员，预计国内畜牧业影响的群体超过 1 亿人。
 - ◆ 国内畜牧业发达地区，畜牧业现金收入约占农业现金收入的 50%，畜牧业纯收入约占农民纯收入的 30%。畜牧业对相当一部分农民的经济影响非常明显。
- 近几年来，我国动物疫情愈演愈烈，影响范围越来越大。如 2006 年爆发禽流感期间，被扑杀的家禽超过 270 万只。
 - ◆ 我国频发动物疫情的主要原因是，我国的畜牧产业仍处于非常低的水平，大多数还是粗放经营状态。由于经济条件有限，大多数养殖环境非常恶劣，如牲畜过于拥挤、排风条件差，卫生环境恶劣等。这种环境容易滋生病菌，特别是一旦有牲畜染病后，很快就能传播开来。

图表7：近3年我国动物疫情频频爆发

病种	时间	疫情主要地区	疫情（数据仅包括之前所列地区）
禽流感（家禽）	2006年6月至2006年9月	山西、宁夏、新疆、湖南、内蒙古	死亡15278只，捕杀2707333只
	2007年12月至2008年3月	新疆、西藏、贵州、广东	死亡10357只，捕杀291093只
	2008年6月	广东	死亡3873只，捕杀318431只
猪瘟	2006年7月	江西、广东	发病14170头，死亡2834头，捕杀482头
	2007年4月	广东	发病72605头，死亡1111头，捕杀1头
新城疫	2006年1月至2006年3月	广东	发病434022只，死亡58253只，捕杀21456只
禽霍乱	2006年3月至2006年4月	湖北、广东、广西	发病456008只，死亡76369只
	2007年3月至2007年9月	湖北	发病1010523只，死亡50668只
猪蓝耳病	2006年8月至2006年9月	江苏、浙江、江西、湖北	发病79242头，死亡23346头
	2007年4月至2007年7月	宁夏、广西、陕西、湖北、重庆、湖南	发病44981头，死亡11550头
A型口蹄疫	2009年1月	湖北武汉（奶牛）	捕杀9858头
	2009年2月	上海奉贤（奶牛）	捕杀440头

来源：国金证券研究所

- 动物疫情对畜牧产业的冲击非常大，对养殖户等相关人员的经济影响更是巨大的。
 - ◆ 上世纪 90 年代中后期，英国疯牛病大暴发，世界各国因此宣布停止从英国进口牛羊及其产品，这一突来的动物传染病几乎挖空了英国的国库。
 - ◆ 1997 年 3 月生猪口蹄疫袭击我国台湾岛，直接经济损失达 15 亿美元，间接经济损失近 103 亿美元。
 - ◆ 1997 年末，荷兰爆发猪瘟，3 个月内紧急处理活猪 1000 万头，占荷兰养猪总数的 2 / 3。仅政府和欧共体杀猪补贴就达到 30 亿美元。
 - ◆ 1998 年，香港发生禽流感，特别行政区政府下令扑杀了 6000 万只鸡，顿时香港的养禽业陷入低谷，损失惨重。
- 接种动物疫苗是当前环境下预防动物疫情的最有效手段。在目前畜牧业仍以养殖户为主体的情况下，改善养殖环境是件非常艰难的工作，动物流行病的爆发风险仍然时刻威胁着畜牧业的产业安全，动物防疫工作对我国畜牧产业的发展具有关键作用。

国家越来越重视动物防疫工作

- 针对越来越严峻的疫情形势和严重落后的防疫体系，国家紧急构建了动物疫情防控体系。
 - ◆ 2004 年 7 月，农业部兽医局正式成立，这是加强动物防疫工作的标志性事件。
 - ◆ 2005 年 6 月，中国动物疫病预防控制中心正式运行，从而形成以农业部兽医局、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。
- 2006 年底，农业部发布了《全国动物防疫体系建设规划（2004-2008）》。

- ◆ 《计划》明确了动物疫病防治体系建设的框架。动物防疫体系由动物疫病监测预警、预防控制、防疫检疫监督、兽药质量监察和残留监控，以及防疫技术支撑和物资保障等 6 个子系统组成，这 6 个方面相互作用、环环相扣，构成动物防疫体系的整体。
- ◆ 同时，《计划》明确了 2006-2008 年动物防疫体系建设的投资金额为 41.1 亿元，平均每年投入 13.7 亿元；而 2004-2005 年总投资为 15.5 亿元，平均每年投入 7.75 亿元。2006-2008 年政府年均支出较 2004-2005 年年均支出增长了 77%。
- 目前，农业部正在积极制定《全国动物防疫体系建设规划（2009-2013 年）》。政府对动物防疫方面的投入有望继续增加。

图表8：2009 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
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。
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。猪：口蹄疫O型灭活类疫苗，合成肽疫苗使用范围另行规定。
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

来源：国金证券研究所

强制防疫范围有望继续扩大

- 口蹄疫共有 5 种亚型，我国主要流行和防治的是 O 型和亚洲 I 型。今年以来 A 型口蹄疫陆续在我国的武汉、上海、黑龙江等地出现，引起了相关部门的高度重视。
 - ◆ 相关部门已经采取了一系列应对措施：一方面国家实验室正在和国际动物卫生组织做 A 型口蹄疫在中国的流行病学研究；另一方面国家实验室将 A 型口蹄疫的毒株交给个别厂家进行试生产，为将来大规模采购做准备。
 - ◆ 我们预计 A 型口蹄疫在年内会形成一定规模的政府采购，并有望于不久的将来进入国家强制免疫范围。
- 2009 年《高致病性猪蓝耳病免疫方案》中农业部规定使用的疫苗种类为：“高致病性猪蓝耳病灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病弱毒疫苗”，较去年的《方案》新增了“高致病性猪蓝耳病弱毒疫苗”。
 - ◆ 相比较于蓝耳病灭活苗，蓝耳病弱毒苗的防疫效果会更好一些。
 - ◆ 目前政府基本采购灭活苗进行防疫。据了解，农业部有望从今年“秋防”起，采用调拨的方式先在湖北等六个省份试用弱毒苗。
- 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。

- ◆ 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。

受动物疫情影响，动物疫苗需求弹性较大

- 动物疫苗的需求来自于两部分，即常规免疫部分和应急接种部分。常规免疫基本上服从于农业部每年制定的动物免疫工作规划，应急接种则与动物疫情高度相关。
- 当国内发生动物疫情时，农业部会紧急调拨相应的动物疫苗对疫情区域的相应动物进行应急接种。疫情规模越大，影响范围越大，应急接种对动物疫苗的需求就越大。大规模的疫情暴发往往会造成相应动物疫苗出现供不应求的局面。这也是动物疫苗需求具有较高弹性的原因。

动物疫苗业务仍是公司的主要增长点

口蹄疫疫苗有望受益于强制免疫范围扩大

- 公司在口蹄疫疫苗领域的优势非常明显，2008 年数据显示，公司的市场占有率达到 35%。
- 考虑到口蹄疫疫苗行业的健康发展，国家目前严格限制口蹄疫疫苗产业的进入门槛，不仅有地域上的限制，还有技术上的限制。因此，口蹄疫疫苗产业可以在较长一段时间内维持目前的竞争格局
- 考虑到公司口蹄疫疫苗业务的竞争力，我们预计中牧股份将是第一批获得 A 型口蹄疫定点生产资格的单位之一。2009 年公司有望受益于 A 型疫苗的增长。

图表9：农业部定点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
乾元浩生物股份有限公司保山生物药厂	

来源：国金证券研究所

猪蓝耳病疫苗喜忧参半

- 公司作为猪蓝耳病弱毒苗的四家生产企业之一，将明显受益于弱毒苗市场的启动。同时，由于弱毒苗竞争相对比较宽松，利润空间也会比较大。
- 蓝耳病灭活苗竞争激烈，价格有所下降：
 - ◆ 目前从事蓝耳病灭活苗生产的企业达到 17 家之多，由于产品的同质性，厂商之间的竞争非常激烈。从一季度的情况来看，价格较去年全年仍有下降，行业整体的平均价格约为 0.45 元。

图表10：农业部定点猪蓝耳病疫苗生产厂商

上海海利生物制品有限公司	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

来源：国金证券研究所

禽流感疫苗市场份额还有一定提升空间

- 禽流感疫苗的生产企业比较大，大约有 15 家。其中，由于禽流感国家实验室建在哈尔滨兽医研究所，哈尔滨兽医研究所在禽流感疫苗行业的优势地位非常突出，其行业主导地位几乎不会被撼动。
- 2008 年数据显示，公司在禽流感疫苗市场的占有率为 16%。我们认为，考虑到公司在国内动物防疫体系中的重要地位，公司在禽流感疫苗领域的市场份额有望达到 25% 的水平。预计未来公司的市场占有率将呈现缓慢提高的态势。

图表11：农业部定点禽流感疫苗生产厂商

肇庆大华农生物制品有限公司	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制品有限公司
辽宁益康生物制品有限公司	

来源：国金证券研究所

猪瘟疫苗早已进入成熟阶段

- 猪瘟疫苗是一个非常成熟的疫苗品种。我国在 20 世纪 50 年代后期，成功研制出猪瘟兔化弱毒疫苗，并在我国防治猪瘟疫情的工作中起到非常关键的作用。
- 目前有能力生产猪瘟疫苗的企业比较多，猪瘟疫苗的盈利空间也越来越窄。预计公司的猪瘟疫苗业务未来处于平稳状态。

饲料和兽药业务短期难有改善

饲料需求难有起色，还面临毛利率下行压力

- 考虑到金融危机对畜牧业的影响以及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。

- 同时，由于 2008 年 VE 等维生素产品大幅涨价，公司提前进行相关产品的备货工作，导致 2008 年公司饲料业务毛利率大幅提升。2009 年公司饲料业务有毛利率下降压力。

公司兽药市场启动还需时日

- 兽药业务是公司一项传统业务，有两个主要生产基地。内蒙金河以生物发酵为主要工艺，重点品种包括黄霉素和超级泰乐等；湖北安达（或中农发药业）以化学合成为主要工艺，主要品种包括喹乙醇、替米考星、氟苯尼考等，以及一类新药喹啉酮。
- 公司的黄霉素、超级泰乐和喹啉酮等主要产品都属于“新型兽药”，具有毒副作用小、无残留、无公害等优势，但同时也存在价格和成本高的劣势。由于目前国家并没有在食品安全方面出台非常严厉的限制政策，故公司“新型兽药”业务的市场启动还需时日。

新团队，新思路，再出发

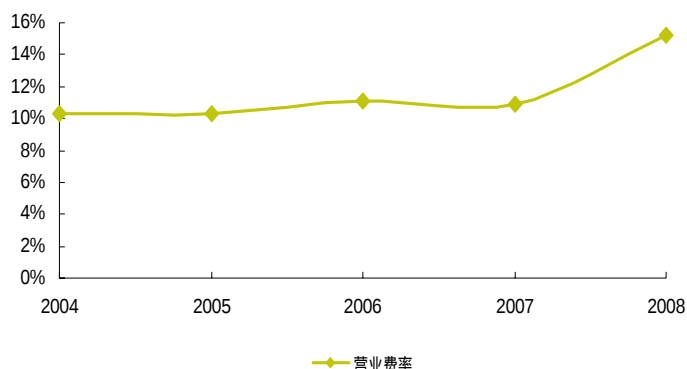
新管理团队加快公司管理风格的转变

- 2008 年，公司的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。
- 新管理团队的上任加快了公司管理风格的转变，在行业大环境变好的同时，公司有望再次进入快速发展阶段：
 - ◆ 公司作为一个老国企，一直存在管理粗放的问题。余董明确要求公司要加强精细化管理，减少不必要的开支和浪费，。
 - ◆ 余董严抓公司的管理，对员工要求非常严格。员工明显感觉到工作节奏有所加快，工作效率有所提高，工作强度有所增加。
 - ◆ 同时，公司在经营目标制定上也表现出积极的态度，提出在三、四年内实现“再创一个中牧”的目标，即营业收入和总资产均翻番。

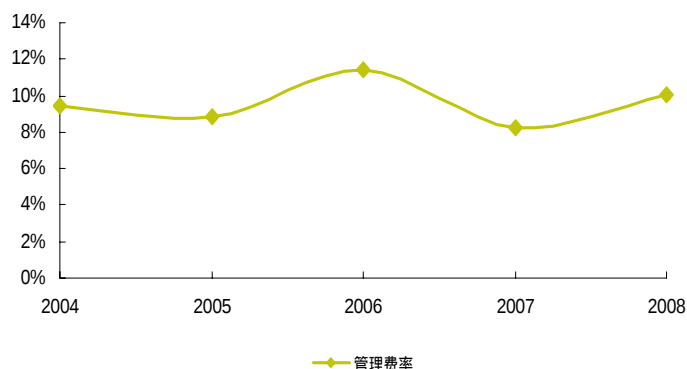
2008 年公司盈利存在非经常性减利因素

- 2008 年公司销售费用高达 2.78 亿，较 2007 年增长了 24.8%。销售费率则从 2007 年的 10.85% 突增到 2008 年的 15.21%。公司认为主要原因是：
 - ◆ 一是 2007 年蓝耳病疫苗为政府调拨，基本不产生销售费用，而 2008 年进入正常政府采购程序，导致销售费用上升。
 - ◆ 二是在竞争加剧的情况下，公司主要不是产品降价，而是加大服务力度，导致销售费用大幅增加。

图表12：2008 年公司销售费率陡增



图表13：公司管理费率保持平稳



来源：国金证券研究所

- 公司大幅计提减值准备。2008 年全年计提减值约 5300 万元。主要有两个来源：
 - ◆ 一是参股企业（如华农财险等）亏损计提相应减值 2149 万元。
 - ◆ 二是存货跌价准备较期初增加 3142 万元，增加原因主要为：成都药械厂部分疫苗即将到期，对外销售可能性较小而计提减值准备；公司采购的部分维生素及生产的多维产品市价下跌而计提的减值准备。

盈利预测与估值

公司 2009 - 2011 年销售收入保持平稳增长

- 动物疫苗业务（生物制品）仍是公司的主要利润增长点。疫苗业务这块我们只考虑了常规免疫部分，并预期 A 型口蹄疫疫苗和猪蓝耳病弱毒疫苗于今明两年进入国家强制免疫范围。由于应急接种需求与动物疫情紧密相关，动物疫情的爆发存在一定不确定性，故我们在销售预测时暂不考虑应急接种的需求。
- 饲料业务仍处于比较低迷的状态，主要原因是需求不振。2008 年公司的饲料业务毛利率存在虚高情况，因为公司于 VE 等维生素产品大幅涨价前备了较多的货。2009 年饲料业务的毛利率将回归正常水平。
- 我们预期公司的兽药将慢慢被市场所接受，毛利率水平缓慢提升。但兽药业务真正要有大的突破，还得依赖于国家的相关行业政策。

图表14：公司大类产品销售数据

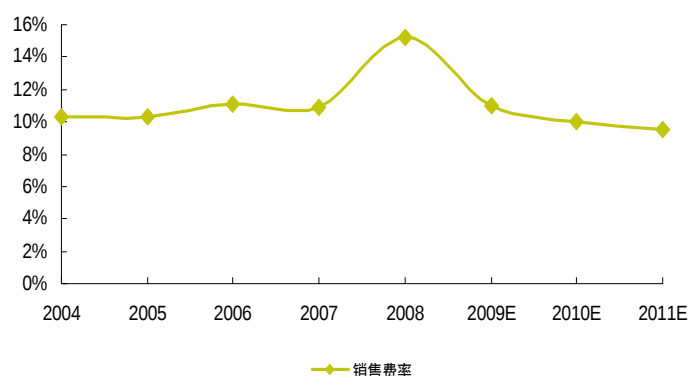
项 目	2005年	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
生物制品							
销售收入（百万元）	625.71	711.38	824.65	981.34	1,124.90	1,266.60	1,365.60
增长率（YOY）	30.79%	13.69%	15.92%	19.00%	14.63%	12.60%	7.82%
毛利率	58.24%	62.50%	63.45%	63.26%	64.59%	65.01%	65.05%
饲料							
销售收入（百万元）	883.42	688.15	780.20	721.39	755.00	790.00	825.00
增长率（YOY）	6.62%	-22.10%	13.38%	-7.54%	4.66%	4.64%	4.43%
毛利率	7.14%	9.40%	5.29%	20.72%	10.00%	10.00%	10.00%
兽药							
销售收入（百万元）	108.82	85.15	100.07	108.18	120.00	135.00	150.00
增长率（YOY）	889.27%	-21.75%	17.52%	8.10%	10.93%	12.50%	11.11%
毛利率	13.82%	10.73%	0.69%	3.91%	5.00%	7.50%	10.00%

来源：国金证券研究所

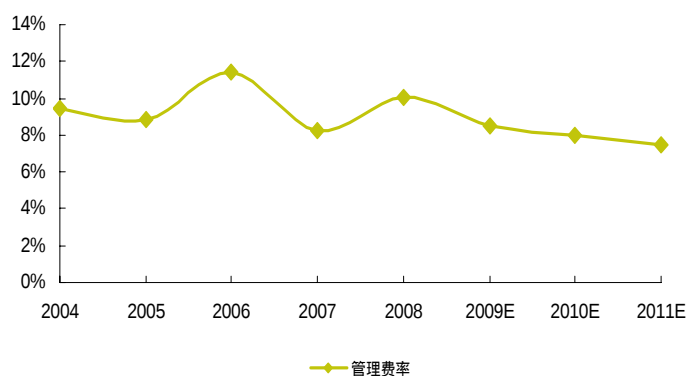
管理效率有望提高

- 2008 年公司销售费率激增，我们认为这是公司战略布局的短期投入，从长期来看将逐步回归平均水平。同时，新管理团队的上任，有望提高公司的管理效率，在公司精细化管理下，我们预计公司管理费率也会有所下降。

图表15：预计公司销售费率回归到正常水平



图表16：预计公司管理费率略有下降



来源：国金证券研究所

公司目前估值合理，给予买入评级

- 我们预计公司 2009-2011 年净利润增长率分别为 85.99%、28.55%和 15.33%，每股收益分别为 0.772 元、0.992 元和 1.144 元。
- 考虑到公司在国内动物防疫体系的重要地位，以及未来 3 年净利润的高增长情况，我们认为公司合理目标价位为 2009 年 30 倍 PE、2010 年 25 倍 PE，即 23.2—24.8 元，给予买入建议。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,485	1,721	1,825	2,000	2,192	2,341
增长率		15.9%	6.0%	9.6%	9.6%	6.8%
主营业务成本	-960	-1,153	-1,056	-1,192	-1,279	-1,355
% 销售收入	64.6%	67.0%	57.9%	59.6%	58.4%	57.9%
毛利	525	569	769	808	912	986
% 销售收入	35.4%	33.0%	42.1%	40.4%	41.6%	42.1%
营业税金及附加	-6	-10	-10	-10	-11	-12
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-165	-187	-278	-220	-219	-222
% 销售收入	11.1%	10.9%	15.2%	11.0%	10.0%	9.5%
管理费用	-170	-142	-183	-170	-175	-176
% 销售收入	11.4%	8.3%	10.0%	8.5%	8.0%	7.5%
息税前利润（EBIT）	183	229	298	408	507	576
% 销售收入	12.4%	13.3%	16.3%	20.4%	23.1%	24.6%
财务费用	-22	-19	-32	-21	-17	-11
% 销售收入	1.5%	1.1%	1.7%	1.1%	0.8%	0.5%
资产减值损失	0	-13	-53	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	19	9	10	12	13
% 税前利润	7.3%	9.1%	4.3%	2.5%	2.3%	2.3%
营业利润	173	218	223	395	502	578
营业利润率	11.7%	12.6%	12.2%	19.8%	22.9%	24.7%
营业外收支	-7	-5	-3	0	0	0
税前利润	166	212	220	395	502	578
利润率	11.2%	12.3%	12.1%	19.8%	22.9%	24.7%
所得税	-33	-38	-34	-59	-75	-87
所得税率	19.7%	17.8%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	133	174	186	336	427	491
少数股东损益	3	17	24	35	40	45
归属于母公司的净利	131	157	162	301	387	446
净利率	8.8%	9.1%	8.9%	15.0%	17.6%	19.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	131	174	186	336	427	491
少数股东损益	5	0	0	0	0	0
非现金支出	51	77	121	62	65	69
非经营收益	30	3	8	49	5	-2
营运资金变动	-144	-123	124	-133	-13	0
经营活动现金净流	72	131	439	314	484	558
资本开支	-127	-84	-85	-56	-79	-80
投资	0	31	-102	-1	0	0
其他	1	8	4	10	12	13
投资活动现金净流	-126	-45	-184	-47	-68	-67
股权募资	5	3	0	0	-141	0
债权募资	264	-139	-18	-62	-58	21
其他	-39	-102	-131	-22	-67	-62
筹资活动现金净流	231	-238	-149	-84	-266	-41
现金净流量	176	-152	107	184	150	450

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	263	107	216	400	550	1,000
应收款项	188	213	157	262	257	274
存货	291	331	327	343	350	371
其他流动资产	84	86	133	121	117	110
流动资产	827	737	833	1,126	1,275	1,756
% 总资产	44.4%	40.9%	43.2%	51.7%	54.5%	62.0%
长期投资	182	166	141	142	141	141
固定资产	732	759	770	770	782	790
% 总资产	39.3%	42.0%	40.0%	35.4%	33.4%	27.9%
无形资产	124	121	142	136	139	142
非流动资产	1,037	1,068	1,093	1,050	1,064	1,075
% 总资产	55.6%	59.1%	56.8%	48.3%	45.5%	38.0%
资产总计	1,864	1,805	1,926	2,176	2,339	2,831
短期借款	319	163	145	90	32	51
应付款项	355	374	475	451	430	456
其他流动负债	104	68	75	126	133	138
流动负债	778	605	696	667	595	646
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	3	1	7	0	0	0
负债	781	606	702	667	595	647
普通股股东权益	999	1,097	1,101	1,351	1,546	1,942
少数股东权益	85	102	123	158	198	243
负债股东权益合计	1,864	1,805	1,926	2,176	2,339	2,831

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.335	0.403	0.415	0.772	0.992	1.144
每股净资产	2.561	2.812	2.823	3.464	3.965	4.979
每股经营现金净流	0.185	0.331	1.126	0.806	1.240	1.432
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	13.07%	14.32%	14.70%	22.27%	25.01%	22.97%
总资产收益率	7.00%	8.70%	8.40%	13.83%	16.54%	15.76%
投入资本收益率	10.61%	13.84%	18.43%	21.70%	24.27%	21.90%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.24%	15.95%	6.01%	9.59%	9.59%	6.80%
EBIT增长率	37.38%	23.73%	29.97%	36.85%	24.25%	13.64%
净利润增长率	106.19%	20.30%	3.02%	85.99%	28.55%	15.33%
总资产增长率	16.16%	-3.18%	6.70%	12.97%	7.50%	21.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.3	30.4	24.8	35.0	30.0	30.0
存货周转天数	98.5	98.5	113.6	105.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	56.8	50.0	60.4	55.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	162.6	151.8	148.4	136.5	124.8	116.5
偿债能力						
净负债/股东权益	5.16%	4.66%	-5.83%	-20.55%	-29.72%	-43.39%
EBIT利息保障倍数	8.3	12.4	9.4	19.4	30.6	50.9
资产负债率	41.88%	33.56%	36.47%	30.66%	25.43%	22.85%

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	4	8	8	20
买入	1	6	6	6	7
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.63	1.60	1.49

来源：朝阳永续

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。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。