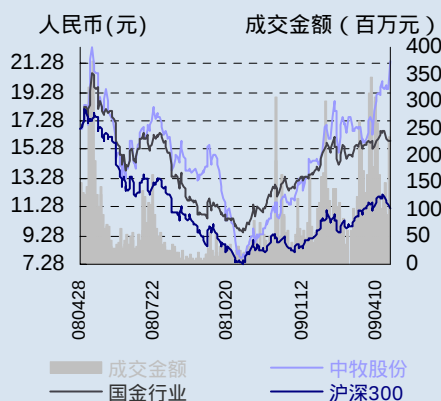


2009 年 04 月 27 日

市场数据(人民币)

市价(元)	21.45
已上市流通A股(百万股)	201.00
总市值(百万元)	8,365.50
年内股价最高最低(元)	22.41/7.66
沪深 300 指数	2513.29
上证指数	2405.35
2007 年股息率	1.36%


相关报告

- 1 《风格转换的动物疫苗国家队》，2009.4.16

医药行业研究小组
黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

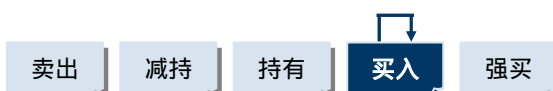
 (8621)61038315
 lilj@gjzq.com.cn

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)

——抓管理，见效益


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%	20.29%	3.02%	85.99%	28.55%	15.33%
先前预期每股收益(元)				0.772	0.992	1.144
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.587	0.752	N/A
市盈率(倍)	35.52	81.63	51.69	27.76	21.6	18.73
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
PE/G(倍)	0.33	4.02	17.12	0.32	0.76	1.22
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

- 公司公布 1 季报，2009 年 1 季度公司实现销售收入 4.85 亿元，较去年同期增长 4.5%；实现归属于上市公司股东的净利润 9680 万元，较去年同期增长 115.23%；实现每股收益 0.248 元，较去年同期增长 115.26%。
- 公司管理风格转换，经营效率提升。管理费率从去年同期的 10.2%下降为今年 1 季度的 7.47%；销售费率从去年同期的 15.4%下降为今年 1 季度的 10.5%。
- 从长期看，此次猪流感疫情将会使国家更加重视动物疾病防疫体系的投入，动物疫苗行业具有更大的发展前景。公司作为动物疫苗的“国家队”，将会最大程度受益于动物保健行业的发展。
- 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。

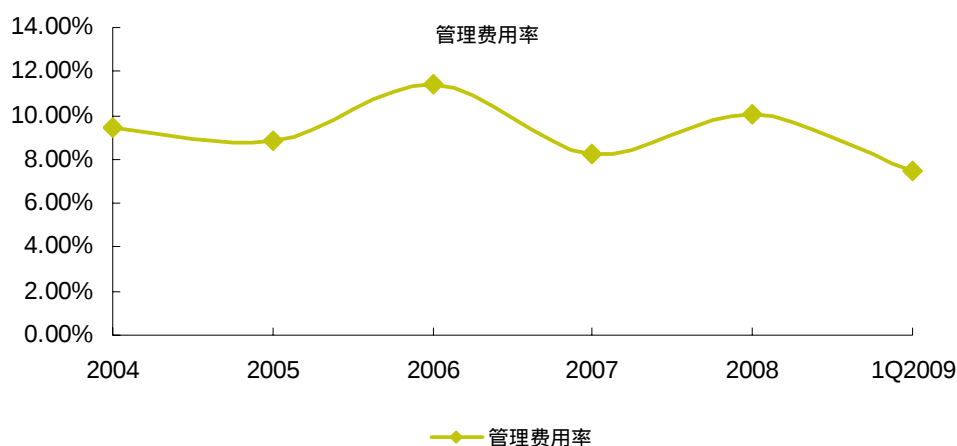
靓丽的 1 季报业绩

- 公司公布 1 季报，2009 年 1 季度公司实现销售收入 4.85 亿元，较去年同期增长 4.5%；实现归属于上市公司股东的净利润 9680 万元，较去年同期增长 115.23%；实现每股收益 0.248 元，较去年同期增长 115.26%。

公司管理风格转变，经营效率提升

- 我们在 4 月 15 日发布的《中牧股份投资价值分析报告》中提出中牧股份 2009 年“新团队，新思路，再出发”。2008 年公司管理层做了较大调整，新管理团队的上任加快了公司管理风格的转变。
- 新上任的副董事长余涤非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。公司 1 季报的费用情况明显反映了公司管理层狠抓管理的成效。
- 09 年 1 季度公司的管理费用为 3625.48 万元，较上年同期下降了 23.67%；管理费率从去年同期的 10.2%下降为今年 1 季度的 7.47%。

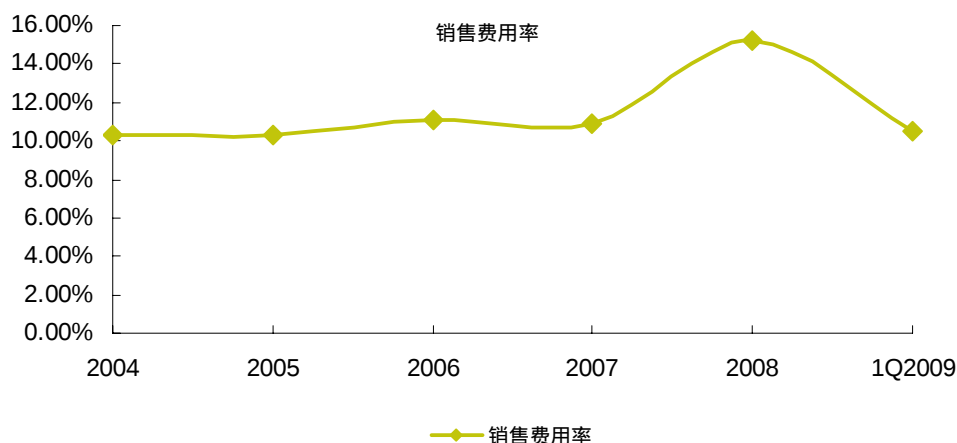
图表1：09 年 1 季度公司管理费率明显下降



来源：国金证券研究所

- 09 年 1 季度公司的销售费用为 5108.66 万元，较上年同期下降了 28.36%；销售费率从去年同期的 15.4%下降为今年 1 季度的 10.5%。我们在《价值分析报告》中已经指出，2009 年公司管理效率提升，费用率将回归到较低水平。

图表2：09 年 1 季度公司销售费率明显下降



来源：国金证券研究所

长期看好动物保健行业的发展

- 近期，墨西哥和美国爆发人感染猪流感（A/H1N1）疫情。由于此次疫情的病毒可以在人际间传播，所以防疫形势非常严峻。世界卫生组织、美国疾控中心、以及我国质检总局均对此次疫情高度重视，作出了快速反应。
- 此次流行的病毒属人畜共患疾病，并且为“杂交病毒”，这再次给我们的动物保健工作敲响了警钟。我国动物疾病防疫体系还比较薄弱，动物养殖的卫生状况还比较恶劣，动物保健投入还处于较低的水平。我们认为国家会通过此次事件进一步加大对动物防疫的投入。目前，我国还没有应用猪流感疫苗。从长期来看，国家会更加重视动物疾病的防治工作，动物疫苗行业具有更大的发展前景。
- 公司是动物疫苗行业的“国家队”，我国动物防疫系统的重要组成部分。我们认为公司将会最大程度受益于整个动物疫苗行业的发展。

盈利预测与投资建议

- 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。
- 近期，墨西哥和美国爆发的人感染猪流感（A/H1N1）疫情将有效促进国家对动物疾病防疫的重视，未来加大对动物防疫的投入。公司将明显受益于此次猪流感疫情的爆发。

图表3：公司1季报经营指标分析

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	点评
营业收入	464.50	443.93	423.39	493.03	485.30	收入增长平稳，A型口蹄疫疫苗和弱毒猪蓝耳病疫苗尚未贡献收入
增长率 (YOY)	34.64%	27.61%	-24.58%	5.53%	4.48%	
营业成本	273.86	278.34	231.04	273.04	261.90	毛利率提高5个点，与产品结构有关系
% 营业收入	59.0%	62.7%	54.6%	55.4%	54.0%	
增长率 (YOY)	26.84%	14.31%	-36.80%	-16.76%	-4.37%	
毛利	190.64	165.58	192.35	219.98	223.40	毛利率提高5个点，与产品结构有关系
% 营业收入	41.0%	37.3%	45.4%	44.6%	46.0%	
增长率 (YOY)	47.69%	58.65%	-1.79%	58.03%	17.18%	
销售费用	71.31	36.83	63.87	105.55	51.09	公司狠抓管理，费用控制严格，销售费率和管理费率均有较大幅度下降
% 营业收入	15.4%	8.3%	15.1%	21.4%	10.5%	
增长率 (YOY)	74.26%	-0.02%	12.56%	101.59%	-28.36%	
管理费用	47.50	36.25	54.38	44.99	36.25	公司狠抓管理，费用控制严格，销售费率和管理费率均有较大幅度下降
% 营业收入	10.2%	8.2%	12.8%	9.1%	7.5%	
增长率 (YOY)	58.06%	-7.71%	15.96%	71.41%	-23.68%	
财务费用	4.35	6.14	8.82	12.31	1.03	财务费用大幅降低，主要由于提高资金运用效率和贷款利率下调
% 营业收入	0.9%	1.4%	2.1%	2.5%	0.2%	
增长率 (YOY)	25.92%	41.38%	148.92%	71.11%	-76.33%	
投资收益 (损失以“-”号填列)	4.40	4.34	8.17	-7.55	1.00	厦门金达威去年同期经营情况很好，今年一季度由于维生素景气下降而盈利下滑
% 税前利润	7.0%	5.8%	19.4%	-18.8%	13365.0%	
增长率 (YOY)	381.02%	-35.26%	628.01%	-172.04%	-77.27%	
营业利润	62.82	76.58	42.54	41.43	133.75	毛利率提升、费用率下降，导致营业利润快速增长
% 营业收入	13.5%	17.3%	10.0%	8.4%	27.6%	
增长率 (YOY)	38.44%	163.27%	-50.89%	-26.61%	112.90%	
利润总额	62.65	75.30	42.06	40.21	133.65	由于子公司经营状况差异导致合并报表税率变化
% 营业收入	13.5%	17.0%	9.9%	8.2%	27.5%	
增长率 (YOY)	38.98%	160.33%	-51.85%	-20.70%	113.34%	
减：所得税费用	8.37	17.81	7.63	0.15	24.22	由于子公司经营状况差异导致合并报表税率变化
% 税前利润	13.4%	23.7%	18.1%	0.4%	18.1%	
增长率 (YOY)	156.20%	108.72%	-56.61%	-98.17%	189.51%	
合并报表的净利润	54.28	57.48	34.44	40.06	109.43	实现大幅增长
% 营业收入	11.7%	12.9%	8.1%	8.1%	22.5%	
增长率 (YOY)	29.83%	181.93%	-50.66%	-5.25%	101.60%	
净利润 (归属于母公司所有者的)	44.98	49.83	30.04	36.94	96.80	实现大幅增长
增长率 (YOY)	33.20%	193.71%	-54.75%	-7.49%	115.22%	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2001	2002	2003	2004E	2005E
销售收入	304,347	324,184	417,191	542,348	694,206
增长率		6.5%	28.7%	30.0%	28.0%
销售成本	-236,135	-251,182	-323,104	-368,797	-472,060
% 销售收入	77.6%	77.5%	77.4%	68.0%	68.0%
税金及附加	-11,863	-11,852	-13,371	-17,382	-22,249
% 销售收入	3.9%	3.7%	3.2%	3.2%	3.2%
主营业务利润	56,349	61,150	80,716	156,169	199,897
主营业务利润率	18.5%	18.9%	19.3%	28.8%	28.8%
其他业务利润	1,535	889	856	856	856
% 税前利润	6.0%	3.4%	2.4%	0.9%	0.6%
营业费用	-12,300	-13,279	-14,582	-18,957	-24,264
% 销售收入	4.0%	4.1%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-14,369	-17,253	-21,219	-27,585	-35,308
% 销售收入	4.7%	5.3%	5.1%	5.1%	5.1%
财务费用	-3,596	-4,327	-4,129	-4,649	-2,551
% 销售收入	1.2%	1.3%	1.0%	0.9%	0.4%
营业利润	27,619	27,180	41,642	105,835	138,629
营业利润率	9.1%	8.4%	10.0%	19.5%	20.0%
投资收益	546	505	548	548	548
% 税前利润	2.1%	1.9%	1.5%	0.5%	0.4%
补贴收入	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业外收支	-2,739	-1,310	-6,042	-6,042	-6,042
% 税前利润	-10.8%	-5.0%	-16.7%	-6.0%	-4.5%
税前利润	25,426	26,375	36,148	100,341	133,135
利润率	8.4%	8.1%	8.7%	18.5%	19.2%
所得税	-7,092	-6,809	-9,361	-25,985	-34,477
所得税率	27.9%	25.8%	25.9%	25.9%	25.9%
少数股东损益	-541	-1,082	-1,886	-5,235	-6,946
% 税前利润	2.1%	4.1%	5.2%	5.2%	5.2%
净利润	17,793	18,484	24,901	69,121	91,712
净利率	5.8%	5.7%	6.0%	12.7%	13.2%
增长率		3.9%	34.7%	177.6%	32.7%
EPS (元/股)	0.205	0.213	0.287	0.797	1.058

资产负债表 (人民币百万元)

	2001	2002	2003	2004E	2005E
货币资金	22,854	18,712	17,405	55,912	147,357
应收款项	38,447	35,364	34,598	38,361	43,795
存货	45,448	44,932	44,915	51,267	65,622
其他流动资产	16	0	0	0	0
流动资产	106,765	99,008	96,918	145,540	256,774
长期资产	253,529	269,367	293,295	313,718	331,826
资产总计	360,294	368,375	390,213	459,258	588,600
循环贷款	49,211	35,552	29,079	0	0
应付款项	65,811	72,905	80,107	96,228	121,042
其他流动负债	14,339	12,668	11,606	19,597	25,524
流动负债	129,361	121,125	120,792	115,825	146,566
其他长期负债	68,486	76,626	80,398	80,053	79,997
负债	197,847	197,751	201,190	195,878	226,563
少数股东权益	23,408	24,109	26,077	31,312	38,258
股东权益	139,039	146,515	163,189	232,310	324,022
负债股东权益合计	360,294	368,375	390,456	459,501	588,843

现金流量表 (人民币百万元)

	2001	2002	2003	2004E	2005E
净利润	17,793	18,484	24,901	69,121	91,712
少数股东损益	541	1,082	1,886	5,235	6,946
非现金支出	24,919	26,613	29,573	27,829	30,194
非经营收益	3,804	4,852	5,325	10,579	10,057
营运资金变动	16,410	11,630	4,695	13,997	10,952
经营活动现金净流	63,467	62,661	66,380	126,762	149,861
资本开支	-59,398	-44,416	-44,582	-53,746	-53,796
其他	15,430	1,171	-4,978	-56	-56
投资活动现金净流	-43,968	-43,245	-49,560	-53,802	-53,852
募集资金	11,935	230	580	0	0
股息	-12,451	-14,717	-12,520	-5,374	-4,563
银行贷款变动	-9,856	-5,452	-960	-29,079	0
其他	-3,633	-209	-4,466	0	0
筹资活动现金净流	-14,005	-20,148	-17,366	-34,453	-4,563
现金净流量	5,494	-732	-546	38,507	91,446

来源：公司年报、国金证券研究所

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	6	8	20
买入	0	2	7	7	8
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.69	1.63	1.49

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	19.69	23.20 ~ 24.80

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。