

动态报告

农业

动物疫苗

中牧股份 (600195)
谨慎推荐

09 年中期财报点评

(维持评级)

2009 年 08 月 18 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	17.53
总股本/流通 A 股 (百万股)	390/201
流通 B 股/H 股 (百万股)	/
总市值/流通市值 (百万元)	6836.7/3523.53
上证综指/深圳成指	2870.63/11668.8
12 个月最高/最低 (元)	24.70/14.57

财务数据

净资产值 (百万元)	1224
每股净资产 (元)	2.82
市净率	6.2
资产负债率	43%
息率	1.9%

相关研究报告:

- 《中牧股份一季报点评: 有业绩, 有主题》
——2009.8.8
- 《8 月行业月报: 上调评级, 优选高弹性》
——2009.8.8

分析师 张如
 电话 021-68866233
 邮件 zhangru@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

成本控制助力公司业绩增长

●09 年中期业绩同比增长 63%, 超出预期

09 年 1~6 月中牧股份主营收入 9.51 亿, 同比增长 4.7%; 营业利润 2.15 亿, 同比增长 55.79%; 实现净利润 1.52 亿元, 同比增长 62.87%。2Q 环比增长 56%。上半年公司业绩超出我们的预期 11% (091H'E: 0.35 元)。公司盈利能力大幅提升的原因主要有三: 产品结构调整、费用控制良好、非经常性损益计提充分。

●产品结构调整提升公司毛利, 下半年期待猪蓝耳弱毒疫苗

上半年公司销货成本率为 53.7%, 同比减少 4.3%。公司的销货成本率下降的主要原因是上半年公司毛利较高的动物疫苗产品增加了比重, 盈利能力较差的兽药业务营业收入比重下降。下半年公司产品的亮点在于猪蓝耳弱毒疫苗, 目前只有中牧股份、金宇集团、吉林元亨和广东大华农等企业具有能力在国内 5 个省市试点运行, 预计催化时点将在 4Q。

●费用控制改善公司盈利能力

公司 09 年上半年各项费用率大幅下降。从公司中报披露的情况来看, 费用率的下降主要是由于公司管理改进, 费用控制所引导的结果。08 年全年公司计提不良资产近 0.5 亿元, 基本已将公司的历史遗留包袱卸除。对于公司而言, 09 年将不会面临资产减值带来的负面影响。

●风险提示

猪蓝耳弱毒疫苗试点情况不理想, 09 年可能无法进一步提升盈利能力; 下半年兽药业务扭亏进度低于预期。

●上调 09 年盈利, 维持评级“谨慎推荐”

根据对公司基本面的分析, 我们上调了公司疫苗和兽药业务的毛利率至 65%、8%, 下调管理费用率、销售费用率至 8.5%、14.5%。在这个假设基础之上, 我们上调公司 09-11 年的 EPS 分别至 0.8、0.89 和 1.09 元。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,721	1,825	2,279	2,528	2,847
(+/-%)	16.7%	6.0%	24.9%	10.9%	12.6%
净利润(百万元)	157	162	268	284	336
(+/-%)	9.1%	3.0%	65.4%	6.1%	18.2%
每股收益 (元)	0.40	0.41	0.69	0.73	0.86
EBIT Margin	17.61%	20.64%	18.74%	17.98%	18.61%
净资产收益率 (ROE)	14.32%	14.70%	23.17%	23.44%	25.58%
市盈率 (PE)	43.53	42.26	25.56	24.08	20.37
EV/EBITDA	23.09	18.54	16.48	15.48	13.56
市净率 (PB)	6.23	6.21	5.92	5.64	5.21

09 年中期业绩同比增长 63%，超出预期

09 年 1~6 月中牧股份主营收入 9.51 亿，同比增长 4.7%；营业利润 2.15 亿，同比增长 55.79%；实现净利润 1.52 亿元，同比增长 62.87%。2Q 环比增长 56%。上半年公司业绩超出我们的预期 11%（091H'E: 0.35 元）。公司盈利能力大幅提升的原因主要有三：产品结构调整、费用控制良好、非经常性损益计提充分。

09 年中期 EPS 为 0.39 元，同比增长 62.5%，2Q 实际盈利 0.14 元。

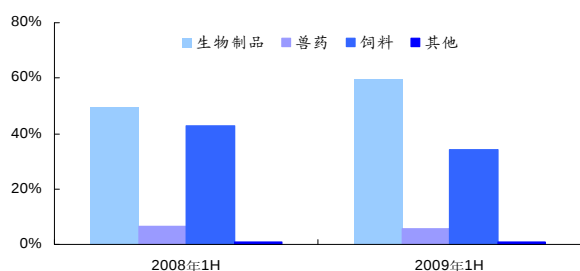
产品结构调整提升公司毛利

上半年公司销货成本率为 53.7%，同比减少 4.3%。公司的销货成本率下降的主要原因是上半年公司毛利较高的动物疫苗产品增加了比重，盈利能力较差的兽药业务营业收入比重下降。

公司上半年疫苗经营情况总体稳中有升。09 年上半年，国内禽流感疫苗价格同比大幅上涨，公司受益明显，销售量、销售价格齐升，这是公司疫苗业务上半年新增的主要利润点。下半年的亮点在于猪蓝耳弱毒疫苗，目前只有中牧股份、金宇集团、吉林元亨和广东大华农等企业具有能力在国内 5 个省市试点运行。由于新疫苗需有一段时间的试验期，目前没有办法准确预计盈利，预计催化时点将在 4Q。

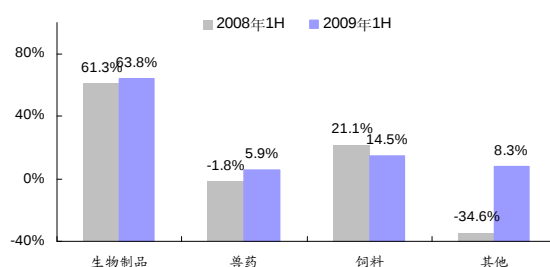
此外，兽药业务的收入规模虽然下降，但是经营情况明显好转，亏损已得到了扭转。上半年公司加大兽药业务的经营力度，专业组建的兽药销售团队已初见成效。预计 09 年能够基本完成扭亏为盈的任务。

图 1：公司各部分业务营业收入占比



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：公司各部分业务毛利率变动



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

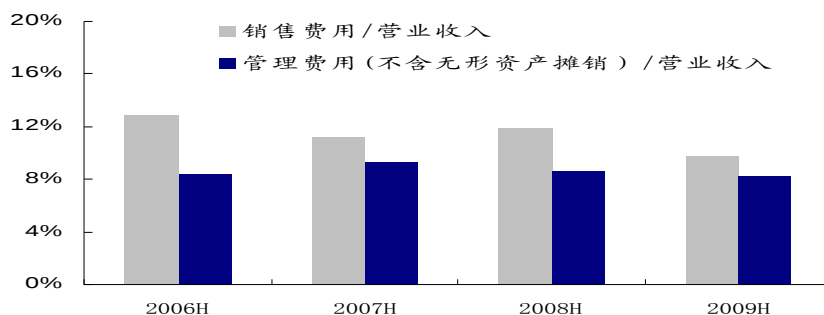
费用控制改善公司盈利能力

公司 09 年上半年各项费用率大幅下降。我们曾在今年 1Q 财报点评中提及公司费用率同比大幅下降可能是时间递延确认的关系。从公司中报披露的情况来看，费用率的下降主要是由于公司管理改进，费用控制所引导的结果。

08 年全年公司计提不良资产近 0.5 亿元，基本已将公司的历史遗留包袱卸除。对于公司而言，09 年将不会面临资产减值带来的负面影响。这也是同比增厚公司

上半年业绩的重要原因。

图 3: 公司费用率变动



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

上调 09 年盈利 16%，维持评级“谨慎推荐”

根据对公司基本面的分析，我们上调了公司疫苗和兽药业务的毛利率至 65%、8%，下调管理费用率、销售费用率至 8.5%、14.5%。在这个假设基础之上，我们上调公司 09-11 年的 EPS 分别至 0.8、0.89 和 1.09 元。

。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	216	414	345	350	营业收入	1825	2279	2528	2847
应收款项	157	187	208	312	营业成本	1056	1330	1479	1630
存货净额	327	346	386	425	营业税金及附加	10	16	18	20
其他流动资产	133	137	177	256	销售费用	278	365	404	455
流动资产合计	833	1085	1115	1344	管理费用	183	232	270	318
固定资产	770	853	915	982	财务费用	32	6	6	11
无形资产及其他	132	127	123	119	投资收益	9	10	10	10
投资性房地产	53	53	0	0	资产减值及公允价值变动	(53)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	138	130	125	120	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1926	2249	2279	2564	营业利润	223	330	350	413
短期借款及交易性金融负债	145	200	200	346	营业外净收支	(3)	(4)	(4)	(4)
应付款项	180	242	193	213	利润总额	220	326	346	409
其他流动负债	370	520	540	557	所得税费用	34	59	62	74
流动负债合计	696	962	933	1116	少数股东损益	24	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	162	268	284	336
其他长期负债	7	10	12	14					
长期负债合计	7	10	12	14					
负债合计	702	972	945	1129					
少数股东权益	123	123	123	123	现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
股东权益	1101	1154	1211	1312	净利润	162	268	284	336
负债和股东权益总计	1926	2249	2279	2564	资产减值准备	40	(53)	0	0
					折旧摊销	68	87	93	101
					公允价值变动损失	53	10	10	10
					财务费用	32	6	6	11
					营运资本变动	152	125	(74)	(184)
					其它	(35)	53	0	0
					经营活动现金流	439	489	314	263
					资本开支	(57)	(140)	(161)	(173)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(33)	(132)	(156)	(168)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(131)	(214)	(227)	(235)
					其它融资现金流	(34)	55	0	146
					融资活动现金流	(297)	(159)	(227)	(89)
					现金净变动	109	198	(70)	5
					货币资金的期初余额	107	216	414	345
					货币资金的期末余额	216	414	345	350
					企业自由现金流	460	347	151	91
					权益自由现金流	425	397	146	228

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔 嵘	021- 68866202	高 健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖 喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵 谦	021-68866295		
银行		房地产		计算机	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	凌 晨	021-68866233
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	电子元件	
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	王俊峰	010-82254205
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭 波	0755-82133909	李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱 伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆 震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
		张栋梁	0755-82130532		
石油与石化		电力设备		传媒	
李 晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021- 68866253	皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁 丹	0755-82130678
				陈 栋	021-68866235
通信		造纸		家电	
严 平	021- 68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 峰	021-68864599				
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨 昕	021-68864596	廖绪发	021-68866237
		徐蔚昌	021-68866233	刘智景	021-68866233
中小股票		食品饮料		农业	
高芳敏	021-68864586	黄 茂	0755-82133476	张 如	021-68866233
陈爱华	0755-82133397	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		固定收益与基金	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-68866233
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				杨 涛	0755-82133339
金融工程		金融工程		金融工程	
葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297	焦健	0755-82131822
董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532	赵学昂	0755-82131822
戴 军	021-68864585	林晓明	021-68866946		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn		盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn		马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn		刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		李锐	010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn		叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn		徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn							