

中牧股份(600195.sh)

兽用疫苗业务具有竞争优势，兽药业务有望扭亏

葛峰 研究员 李平祝 研究助理 吴晓雯 研究助理
 电话：0755-82083888-816 电话：010-68058790
 eMail：gz2@gf.com.cn eMail：lpz@gf.com.cn

核心观点：

公司是我国畜牧行业的龙头企业，公司的主要收入和利润来自定点生产的国家强制免疫动物疫苗。公司生产的国家强制免疫疫苗有禽流感疫苗、口蹄疫疫苗、猪蓝耳苗和猪瘟疫苗四个品种，公司这几类产品的市场占有率均较高。公司生物制品增长的推动因素依次主要有以下几方面：国家强制免疫疫苗品种的增加、畜禽的存栏量及规模化养殖率。由于国家强制免疫品种的调整难以预期，我们暂不考虑。考虑到公司的产品具有一定优势，同时畜禽的存栏量和规模化养殖率长远来看仍将持续上升，我们认为公司的生物制品业务将保持稳定增长。

兽用疫苗品种丰富,优势品种竞争力强

公司的生物制品涵盖了四种国家强制免疫疫苗：禽流感疫苗、口蹄疫疫苗、猪蓝耳苗和猪瘟疫苗，以及一些市场上比较看好的常规疫苗，例如狂犬疫苗、猪伪狂犬苗、猪乙型脑炎活疫苗。

兽药销售力度加大,今年有望扭亏

为了一扭过去两年连续亏损的局面，公司加大了技术培训力度，实施了专人专攻的销售策略，公司在兽药销售上的一系列举措有望助其扭亏为盈。

盈利预测和投资评级

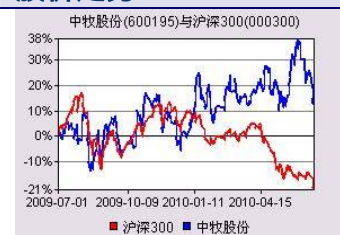
我们预测公司未来三年将实现 EPS 分别为 0.69 元、0.80 元和 0.93 元，以 7 月 6 日收盘价 22.74 元计算，对应的动态市盈率分别为 33 倍、28 倍、24 倍。我们暂时给以公司“持有”的投资评级。考虑到公司拥有优秀的动物疫苗及兽药产品，及良好的行业环境，我们将对公司保持跟踪，及时调整公司的评级。

公司评级

持有

当前价格(元) 23.68
 目标价格(元) 25.00
 前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-9.92%	3.29%	17.40%
沪深 300	-6.60%	-24.44%	-20.84%

股票数据

总股本(万股) 39,000.00
 流通 A 股(万股) 39,000.00
 主要股东:

中国牧工商(集团)总公司
 主要股东持股比例 58.46%
 流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE 17.97%
 ROA 14.57%
 资产负债率 44.15%
 每股净资产(元) 3.25

2009 年报数据。

我们的观点

公司是我国畜牧行业的龙头企业，公司的主要收入和利润来自定点生产的国家强制免疫动物疫苗。公司生产的国家强制免疫疫苗有禽流感疫苗、口蹄疫疫苗、猪蓝耳苗和猪瘟疫苗四个品种，公司这几类产品的市场占有率均较高。公司生物制品增长的推动因素依次主要有以下几方面：国家强制免疫疫苗品种的增加、畜禽的存栏量及规模化养殖率。由于国家强制免疫品种的调整难以预期，我们暂不考虑。考虑到公司的产品具有一定优势，同时畜禽的存栏量和规模化养殖率长远来看仍将持续上升，我们认为公司的生物制品业务仍将保持稳定增长。

公司的兽药业务有望实现扭亏为盈。公司拥有优秀的，高效低毒的兽药产品。公司加大了兽药业务的支持力度，聘请专业人士对公司的兽药业务进行专业化管理。公司有望今年一改前两年兽药连续亏损的局面，实现扭亏为盈。

我们预测公司未来三年将实现EPS分别为0.69元、0.80元和0.93元，以7月6日收盘价22.74元计算，对应的动态市盈率分别为33倍、28倍、24倍。我们暂时给以公司“持有”的投资评级。考虑到公司拥有优秀的动物疫苗及兽药产品，及良好的行业环境，我们将对公司保持跟踪，及时调整公司的评级。

公司是畜牧业龙头企业

中牧股份主营动物生物制品、饲料、兽药和畜牧业生产资料贸易以及相关产品的进出口贸易，是我国畜牧行业的龙头企业。公司主要产品占有全国三分之一以上的市场份额，其销售量和市场占有率居全国第一。

公司收入和毛利主要来源于动物生物制品，其次是饲料。其中，动物生物制品的毛利率最高，2007-2009年连续高达60%以上。

图1：营业收入构成情况

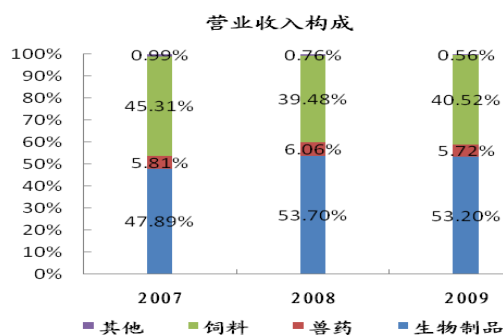
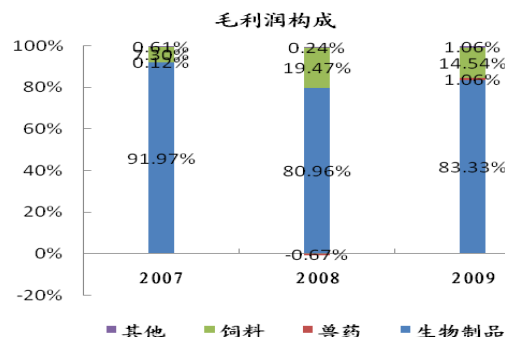
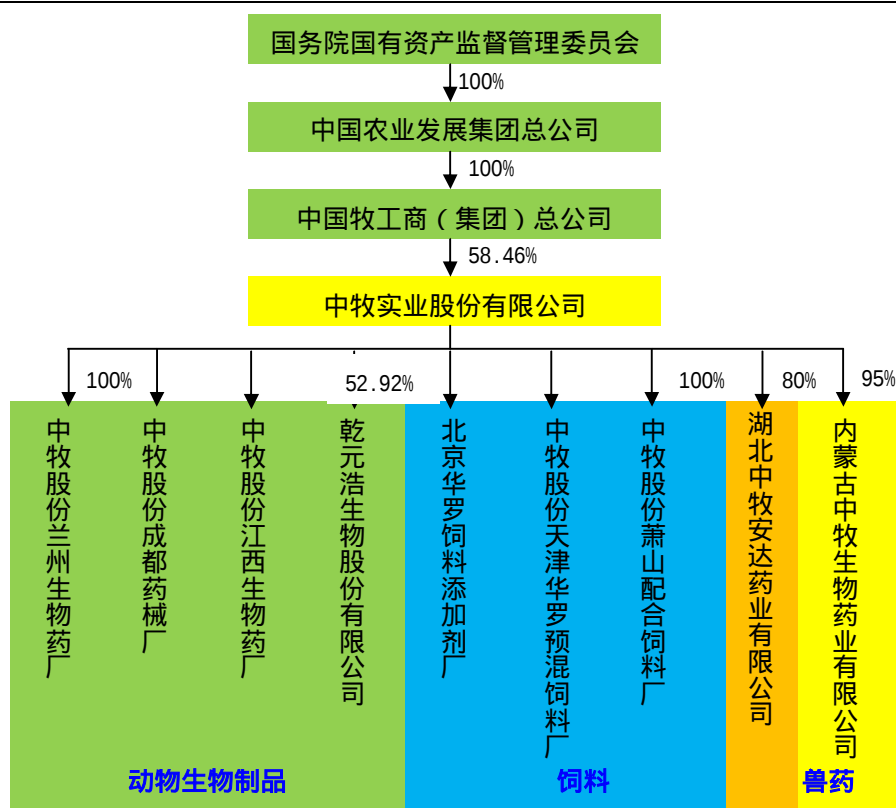


图2：毛利润构成情况



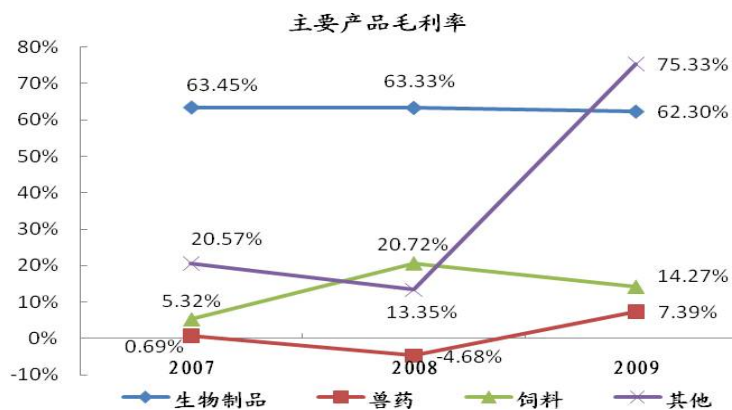
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图3：中牧股份股权结构图



数据来源：公司网页、广发证券发展研究中心

图4：主要产品毛利率情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

生物制品品种丰富,优势品种竞争力强

公司生产的动物生物制品主要是动物疫苗,包括国家强制免疫疫苗和常规疫苗。公司生物制品收入中约有90%来自四个定点采购的国家强制免疫疫苗。

公司生产的国家强制免疫疫苗有禽流感疫苗、口蹄疫疫苗、猪蓝耳苗

和猪瘟疫苗四个品种。目前，国内生产禽流感疫苗的企业共有8家，其中2010年第一季度，公司生产的禽流感疫苗在同类产品的市场占有率达到第一；国内生产口蹄疫疫苗的企业共有5家，生产猪蓝耳弱毒疫苗的企业有8家，生产猪瘟疫苗的企业有32家，而且公司在这三类市场上的占有率均位于前列。

公司的猪蓝耳弱毒苗较猪蓝耳灭活疫苗更有竞争力。其中，猪蓝耳弱毒苗与猪蓝耳灭活疫苗相比，免疫效果好，免疫抗体可持续的时长更长，副作用可降低到较小的范围内，因此发达国家预防高致病性猪蓝耳病一般都使用弱毒苗。公司是国内首批获得弱毒苗生产批件的四家企业之一，且市场份额比较高，及时地抢占了猪蓝耳弱毒苗市场。目前公司在成都生产蓝猪耳弱毒苗。

公司的猪口蹄疫合成肽疫苗和口蹄疫O型-亚洲I型二价灭活疫苗具有竞争优势。口蹄疫O型-亚洲I型二价灭活疫苗可以同时针对多种疫病，节约了疫苗注射成本，也降低了疫苗的生产成本，均具有较强的竞争优势，是未来市场的主流。目前，口蹄疫合成肽苗的厂家只有公司和上海申联生物科技有限公司。

常规疫苗中值得关注的是公司研制的狂犬疫苗。现阶段，该疫苗处于复核阶段。目前，国内的狂犬疫苗市场绝大部分被进口疫苗所占据。我们认为公司的疫苗要顺利投放市场并打破现在进口狂犬疫苗一统天下的局面还是有一定难度的。

兽药销售力度加大,今年力争扭亏

公司的兽药产品定位高端。目前，公司拥有1个国家一类新兽药，1个国家二类新兽药（暂未上市）和3个国家三类新兽药，其中喹啉酮、黄霉素预混剂和氟苯尼考具有低毒、无残留的特点，代表了未来兽药的发展方向。

其中，喹啉酮，相对于市面上价格较为低廉的中低档药品而言定价比较高，但是疗效比较好，目前，公司产喹啉酮主要集中在四川、广东、广西、湖南、湖北等地销售。

目前市场上有一些企业仿制喹啉酮且售价低廉，如果国家进一步加大对饲料安全的监管，公司的优势将会逐步显现。

另外，在喹啉酮、黄霉素预混剂和氟苯尼考的营销方面，公司还采取了专人专攻措施。

公司有望今年一改前两年兽药连续亏损的局面。

乾元浩与南京梅里亚的内部整合仍在进行中

南京梅里亚原是法国梅里亚集团和公司共同组建的生产和销售高品质家禽灭活疫苗的高科技合资公司，其生产厂房严格按国际GMP标准设计、施工和安装，生产工艺设备全部从欧美进口，并在梅里亚原厂经验的基础上，采用更先进可靠的型号，以保持全球领先水平。乾元浩是公司生

产禽苗的子公司。

整合完成后,乾元浩将与法国梅里亚集团分别持有南京梅里亚50%的股权。这有利于整合公司资源,实现生产工艺、资源上的共享,进一步推动公司生产工艺水平的提高。

公司将发行4亿元短期融资券

公司于2010年6月17日召开的2010年第二次临时股东大会上全票通过公司继续发行4亿元一年期短期融资券的决议,这将有助于降低财务费用。此外,这4亿元将全部用于生产方面。

盈利预测与投资评级

- 1、 假设不论2010年乾元浩能否成功收购南京梅里亚,都暂不会2010年公司业绩产生影响;
- 2、 假设今后三年公司执行15%的所得税税率;子公司乾元浩执行15%减半征收的所得税税率,其他控股子公司执行25%的所得税率;
- 3、 假设不考虑狂犬疫苗对公司业绩的影响

表1:主要产品销售预测

单位:百万元		2009A	2010E	2011E	2012E
生物制品	收入	1,118.89	1,275.53	1,466.86	1,694.23
	增速	14.02%	14.00%	15.00%	15.50%
	毛利率	62.30%	63.00%	63.00%	63.00%
兽药	收入	120.22	132.24	146.79	162.94
	增速	8.59%	10.00%	11.00%	11.00%
	毛利率	7.39%	8.00%	8.20%	8.40%
饲料	收入	852.05	1,005.42	1,191.42	1,411.83
	增速	18.11%	18.00%	18.50%	18.50%
	毛利率	14.27%	14.50%	13.50%	13.50%
其他业务收入	收入	11.82	10.28	9.26	8.79
	增速	-15.09%	-13.00%	-10.00%	-5.00%
	毛利率	75.33%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	收入	2,102.98	2,423.48	2,814.33	3,277.79
	增速	15.08%	15.24%	16.13%	16.47%
	毛利率	39.78%	39.70%	39.05%	38.85%

数据来源:广发证券发展研究中心

基于上述假设,我们预测未来三年公司将实现EPS分别为0.69元、0.80元、0.93元,以7月6日收盘价22.74元计算,对应的动态市盈率分别为33倍、28倍、24倍。我们暂时给以公司“持有”的投资评级。考虑到公司拥有优秀的动物疫苗及兽药产品,及良好的行业环境,我们将对公司保持跟踪,及时调整公司的评级。

资产负债表简表					利润简表				
单位：百万元					单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	401.88	914.24	934.51	1496.03	营业收入	2102.98	2423.48	2814.33	3277.79
应收账款	338.43	68.26	404.02	146.03	营业成本	1266.46	1461.36	1715.33	2004.37
预付款项	43.65	199.74	85.95	247.88	营业税金及附加	10.52	11.39	12.66	14.75
应收利息	0.01	0.01	0.01	0.01	销售费用	287.13	327.17	374.31	432.67
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	213.62	242.35	281.43	327.78
其他应收款	104.56	88.78	135.75	125.75	财务费用	13.44	7.65	1.85	(4.46)
存货	431.65	460.38	586.68	636.81	资产减值损失	32.08	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	1320.18	1731.41	2146.91	2652.51	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	149.34	149.34	149.34	149.34	投资收益	19.76	0.00	0.00	0.00
固定资产	780.34	682.48	578.86	474.24	营业利润	299.47	373.57	428.74	502.69
在建工程	14.76	10	10	10	营业外收入	14.43	0.00	0.00	0.00
无形资产	150.13	130.20	110.16	90.03	营业外支出	2.04	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	1.15	0.57	0.00	0.00	利润总额	311.85	373.57	428.74	502.69
递延所得税资产	3.69	3.30	2.91	2.5	所得税费用	44.08	56.04	64.31	75.40
非流动资产合计	1099.40	975.89	851.27	726.13	净利润	267.77	317.53	364.43	427.29
资产总计	2419.58	2707.30	2998.19	3378.64	归属于母公司净利润	227.97	270.33	310.26	363.77
短期借款	400	400	400	400	少数股东损益	39.80	47.20	54.17	63.52
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	0.59	0.69	0.80	0.93
应付账款	231.18	260.89	316.70	358.21	数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心				
预收款项	168.17	226.21	231.78	301.63	现金流量简表	单位：百万元			
应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00	报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量	126.69	647.36	166.63	724.61
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量	-41.72	-11.00	-11.00	-11.00
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量	181.74	-123.99	-135.37	-152.09
其他应付款	166.06	166.06	166.06	166.06	现金及现金等价物净增加额	266.71	512.37	20.27	561.52
流动负债合计	965.42	1053.16	1114.54	1225.91	期末现金余额	401.88	914.24	934.51	1496.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营活动现金流(元)	0.33	1.66	0.43	1.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心				
长期应付款	35.69	35.69	35.69	35.69	主要财务指标				
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	15.24%	15.24%	16.13%	16.47%
非流动负债合计	35.69	35.69	35.69	35.69	营业利润增长率	34.06%	24.75%	14.77%	17.25%
负债合计	1001.11	1088.85	1150.24	1261.60	毛利率	39.78%	39.70%	39.05%	38.85%
股本	390	390	390	390	营业利润率	14.24%	15.41%	15.23%	15.34%
资本公积	270.70	270.70	270.70	270.70	净利润率	12.73%	13.10%	12.95%	13.04%
盈余公积	414.67	607.65	760.42	935.75	净资产收益率	17.97%	19.02%	19.43%	20.19%
未分配利润	181.17	152.77	175.33	205.57	总资产收益率	12.89%	14.04%	14.31%	14.70%
少数股东权益	150.13	197.33	251.50	315.02	流动比率	136.75%	265.08%	300.46%	321.16%
负债股东权益总计	2419.58	2707.30	2998.19	3378.64	资产负债率	41.38%	40.22%	38.36%	37.34%
每股净资产(元)	3.25	3.64	4.09	4.62	所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

天坛生物 (600161.sh)	李平祝	2010-01-02
天坛生物(600161.sh)	杨挺	2008-11-17

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。