

中牧股份（600195）：疫苗领跑 饲料发力 利润快速增长

增持（维持）

医药行业/生物制品

当前股价：24.15 元

报告日期：2011 年 3 月 22 日

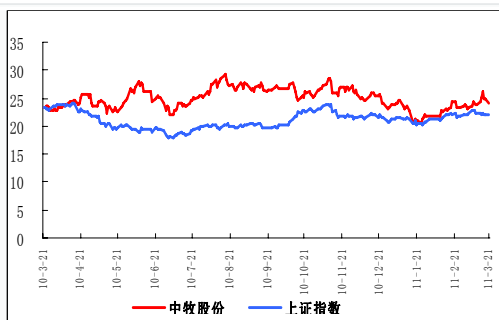
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2103	2661	3108	3648
(+/-)	15.08%	26.54%	16.78%	17.38%
营业利润	299	383	414	463
(+/-)	38.85%	27.81%	8.16%	11.84%
归属于母公司				
的净利润	228	310	310	347
(+/-)	47.96%	36.05%	0.10%	11.84%
每股收益（元）	0.58	0.80	0.80	0.89
市盈率（倍）	41	30	30	27

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	39,000/39,000
流通市值（亿元）	93.02
每股净资产（元）	3.89
资产负债率（%）	40.33

股价表现（最近一年）



证券分析师 彭晓

执业证书编号：A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

联系人 温燕

010-66045760 weny@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年，公司实现营业收入 26.61 亿元，同比增长 26.54%，营业利润 3.83 亿元，同比增长 27.81%，实现归属于母公司净利润 3.10 亿元，同比增长 36.05%。实现每股收益 0.80 元。分配预案为每 10 股派现 3.0 元（含税）。
- 2010 年，公司综合毛利率同比下降 2.61 个百分点至 37.17%，主要原因为毛利率低的饲料业务大幅增长拉低了综合毛利率。期间费用率同比微降 0.56 个百分点至 23.89%，其中管理费用率同比微增 0.34 个百分点，主要原因为公司加大了研发费用投入。
- **疫苗业务稳步增长。**在行业竞争加剧的情况下，公司 2010 年销售禽用疫苗 78.14 亿羽份（毫升）、各类畜用疫苗 11.83 亿头份（毫升）、口蹄疫疫苗 11.42 亿毫升，主导产品继续保持了行业领先地位。实现营业收入 12.69 亿元，同比增长 13.42%，毛利率增加 3.65 个百分点至 65.96%。其中毛利率较高的合成肽口蹄疫疫苗和猪蓝耳弱毒疫苗可能是未来的增长点。
- **饲料业务快速增长。**2010 年，由于国外饲料市场需求增加以及原材料价格上涨推高饲料价格双重影响，公司实现饲料业务收入 12.34 亿，同比大幅增长 44.87%，而毛利率同比下滑 3.55 个百分点至 10.72%。
- **厦门金达威集团股份有限公司**为公司持股 35.55%的参股公司，主要从事饲料添加剂、食品添加剂如维生素等的生产和销售。2010 年，由于产品价格上涨及销售形势较好，实现营业收入 5.36 亿元，净利润 1.42 亿元，同比增长 169.76%，公司以权益法列入投资收益 5122 万元。公司对金达威投资成本 5353 万元，期末帐面值 1.43 亿元，若金达威成功上市，可为公司带来可观收益。
- **盈利预测与评级。**假设 2011-2012 投资收益均为 2000 万元，预计公司 2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.80 元和 0.89 元，以 3 月 21 日收盘价 24.15 元计算，对应的动态市盈率分别为 30 倍和 27 倍，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；动物疫情波动的风险。

图表 1 中牧股份盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	210,298	266,116	310,774	364,796
增长率(%)	15.08%	26.54%	16.78%	17.38%
减：营业成本	126,646	167,204	194,865	230,686
毛利率(%)	39.78%	37.17%	37.30%	36.76%
减：营业税金及附加	1,052	1,319	1,554	1,824
销售费用	28,713	34,023	40,401	47,424
管理费用	21,362	27,946	32,631	38,304
财务费用	1,344	1,612	1,927	2,262
期间费用率	24%	24%	24%	24%
资产减值损失	3,208	878	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1,976	5,141	2,000	2,000
营业利润	29,947	38,273	41,397	46,298
增长率(%)	38.85%	27.81%	8.16%	11.84%
加：营业外收入	1,443	2,242	0	0
减：营业外支出	204	339	0	0
利润总额	1,239	1,903	41,397	46,298
增长率(%)	31,185	40,176	3.04%	11.84%
利润率(%)	0.59%	0.71%	13.32%	12.69%
减：所得税	4,408	5,981	6,210	6,945
实际税负比率(%)	14%	15%	15.00%	15.00%
净利润	26,777	34,195	35,187	39,353
归属于母公司所有者净利润	22,797	31,015	31,048	34,723
增长率(%)	48%	36%	0.10%	11.84%
净利润率(%)	10.84%	11.65%	9.99%	9.52%
少数股东损益	3,980	3,180	4,140	4,630
总股本(万股)	39,000	39,000	39,000	39,000
每股收益(元)	0.58	0.80	0.80	0.89

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040