

证券研究报告—调研简报

农业

动物疫苗

中牧股份（600195）

调研简报

谨慎推荐

（维持评级）

2011年7月13日

三驾马车驱动下一轮增长

证券分析师： 张如 021-60933151 zhangru@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120033

事项：

近日我们调研了上市公司中牧股份，就公司的经营情况与上市公司高管进行了沟通交流。

评论：

■ 动物疫苗业务平稳运营，禽流感疫苗价格稳中有升

从上半年的实际运营情况综合来看，公司的动物疫苗板块运行比较平稳。以公司的三大主营产品为例：今年猪蓝耳疫苗的价格争夺比较激烈，市场上部分小厂家的灭活疫苗报价已经低于 0.2 元/ml，公司虽然作为行业标杆，但是蓝耳疫苗品种的销量仍然受到了一定的影响。但是另两大主营产品口蹄疫和禽流感的销量和售价较平稳。

对于动物疫苗行业而言，经过前几年的爆发性增长后，未来 1~2 年是行业平稳增长的阶段。小的疫苗企业在标准日趋严格、价格竞争日趋激烈的市场环境下将逐步退出市场舞台。从行业趋势来看，经营模式的改变是必然的。大企业最终强者恒强，在市场平稳增长期能够储备更多的后备品种、能够挺过激烈的价格争夺战生存下来。当行业进入下一阶段爆发性增长长期时能够取得继续扩大自己的先发优势。

■ 化药经营情况逐渐好转，今年有望产生正贡献

公司自 09 年开始对兽药业务进行改革，由原有的传统管理模式转型为事业部管理制度。经过近 2 年的探索，化药事业部已经逐渐走向正规。从 1~7 月份的经营情况来看，销售收入同比有所增长，今年很有希望产生盈利。

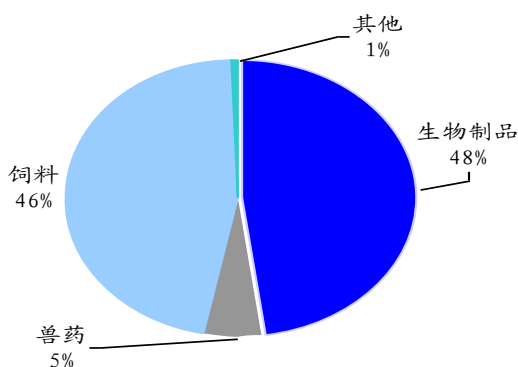
■ 预混料有望成为公司业务新的增长点

饲料板块将会明确成为公司未来要重点发展的板块。10 年公司多维饲料和预混料销售收入超过 5 亿元，同比增速低于行业龙头公司，主要是与公司之前“重生化，轻饲料”的经营策略有关。但是，目前公司将更倾向于打造全方位动物营养、保健产业链，所以将全产业链均衡发展。未来公司将重拾预混料的优势，重点提升猪料比例（原先猪料占比不足 50%）。公司的饲料品牌华罗在行业中有良好的口碑，在北方地区有较高的市场占有率，这两年生猪养殖行业景气程度较高，我们判断公司重新切入饲料的时点较好，实现目标难度不大。

■ 行业正步入稳定增长期，强者恒强，维持公司“谨慎推荐”评级

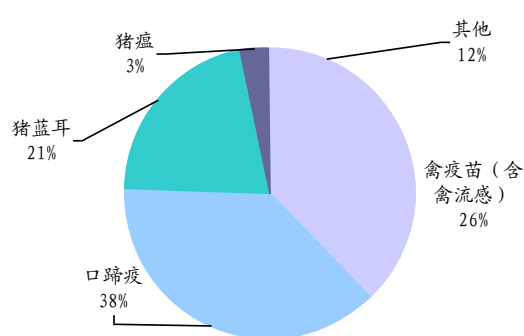
虽然动物疫苗进入平稳增长期，但是强者恒强，市场激烈的竞争给公司带来的业绩影响是短暂的。行业环境的肃清对规范企业带来的正面影响更长远。同时，作为国有体制的企业，趋紧的市场环境也促使公司治理能够更近一层：管理模式变革、费用率压缩等都可为之。综合行业基本面和公司实际经营情况，我们维持公司“谨慎推荐”投资评级。预测 2011、2012 年 EPS 分别为 1.01 元、1.22 元。

图 1：2010 年公司三大主营业务收入占比（%）



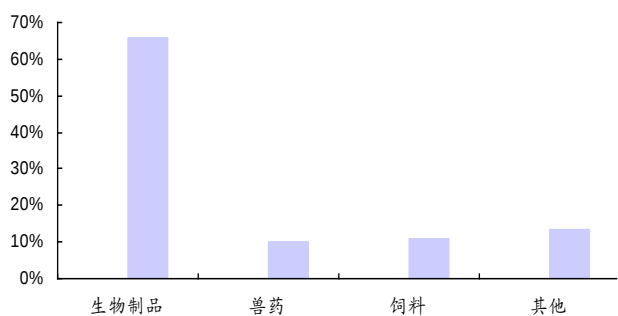
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：2010 年公司三大主疫苗品种收入占比（%）



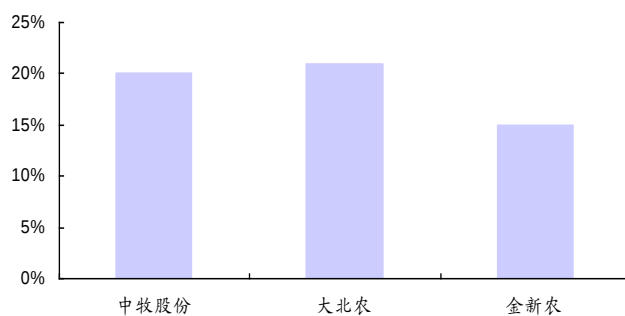
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 3：公司毛利率水平（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 4：公司饲料业务毛利率水平与行业比较（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	909	1263	1575	2032	营业收入	2661	3246	3781	4443
应收款项	271	267	311	365	营业成本	1672	2001	2355	2771
存货净额	460	459	481	568	营业税金及附加	13	19	23	31
其他流动资产	35	195	265	311	销售费用	340	403	461	538
流动资产合计	1674	2183	2632	3277	管理费用	279	314	350	406
固定资产	774	800	945	969	财务费用	16	9	8	7
无形资产及其他	172	166	161	155	投资收益	51	10	30	30
投资性房地产	73	73	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	211	203	198	193	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2905	3426	3937	4594	营业利润	383	501	604	710
短期借款及交易性金融负债	400	400	500	550	营业外净收支	19	10	10	10
应付款项	234	357	301	355	利润总额	402	511	614	720
其他流动负债	500	591	690	812	所得税费用	60	77	92	108
流动负债合计	1133	1348	1491	1717	少数股东损益	32	38	46	52
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	310	396	476	560
其他长期负债	38	41	43	45					
长期负债合计	38	41	43	45	现金流量表（百万元）				
负债合计	1171	1389	1534	1762		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	214	241	273	310	净利润	310	396	476	560
股东权益	1519	1796	2129	2522	资产减值准备	(23)	(9)	0	0
负债和股东权益总计	2905	3426	3937	4594	折旧摊销	80	166	188	215
					公允价值变动损失	9	10	10	10
					财务费用	16	9	8	7
					营运资本变动	182	55	(18)	(10)
					其它	46	35	32	36
					经营活动现金流	604	653	688	812
					资本开支	(29)	(188)	(337)	(242)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(91)	(180)	(332)	(237)
					权益性融资	48	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(89)	(119)	(143)	(168)
					其它融资现金流	55	0	100	50
					融资活动现金流	(75)	(119)	(43)	(118)
					现金净变动	438	354	313	457
					货币资金的期初余额	471	909	1263	1575
					货币资金的期末余额	909	1263	1575	2032
					企业自由现金流	588	466	335	556
					权益自由现金流	643	458	429	600

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.80	1.02	1.22	1.44
每股红利	0.23	0.30	0.37	0.43
每股净资产	3.89	4.61	5.46	6.47
ROIC	18%	23%	25%	28%
ROE	20%	22%	22%	22%
毛利率	39%	43%	42%	42%
EBIT Margin	13%	16%	16%	16%
EBITDA Margin	16%	21%	21%	21%
收入增长	27%	22%	16%	18%
净利润增长率	36%	28%	20%	18%
资产负债率	48%	48%	46%	45%
息率	0.9%	1.2%	1.5%	1.7%
P/E	31.6	24.7	20.6	17.5
P/B	6.5	5.5	4.6	3.9
EV/EBITDA	25.1	16.6	14.5	12.7

资料来源：公司资料，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

分析师承诺:

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。

风险提示:

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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。