

**生物制品 II**

# 中牧股份 (600195. SH) / 18.22 元

## 猪蓝耳高基数影响消除，三季度业绩大幅增长 56%

### 事项

公司前三季度共实现收入20.33亿元，同比增长2.08%；净利润2.87亿元，同比增长16.09%，对应EPS为0.74元，基本符合预期。

### 主要观点

**1. 业绩平稳增长，基本符合预期。**公司前三季度共实现收入20.33亿元，同比增长2.08%；成本上升5.38%；净利润2.87亿元，同比增长16.09%，对应EPS为0.74元。每股经营活动现金流为-0.95元。第三季度单季度实现收入8.12亿元，同比增长22.86%；净利润9457万元，同比增长55.86%，对应EPS为0.24元。扣非后每股收益0.22元，同比增长65.80%。

**2. 费用减少为全年实现业绩增长奠定基础。**公司前三季度收入和净利润分别增长2.08%；16.09%；而毛利率为34.46%同比减少2.05个百分点，公司前三季度净利润增速大于收入增速主要是由于期间费用的下降以及投资收益和营业外收入的增加。公司前三季度期间费用为3.77亿元，同比减少2866万元，期间费用率为18.53%，同比减少1.82个百分点，公司加强内部管理费用压缩，实现业绩的平稳增长。

**3. 猪蓝耳疫苗高基数影响逐渐消除，三季度单季度净利润增长 55.86%，动物疫苗增长仍有看点。**由于 2010 年猪蓝耳弱毒苗进入国家强制免疫规划，导致上半年基数较高；但是由于下半年高基数逐渐减少，三季度净利润恢复高增长，同比上涨 55.86%，符合预期。我们分析认为虽然强制免疫规划疫苗竞争越来越激烈，但是国家每年都会鼓励高技术含量、高效率的新疫苗的研发和市场化，未来像合成肽、细胞悬浮技术有望成为市场的主流。公司是掌握猪口蹄疫合成肽关键技术的三家企业之一，细胞悬浮工艺改进也在积极推进中，由于公司是动物疫苗龙头企业，新技术的革新公司有望成为最大的受益者。且狂犬疫苗的上市和地方招标的不断推广有望成为公司动物疫苗发展的新亮点。

**4. 寻求新的利润增长点初见端倪。**我们分析认为，今年是集团双百计划的考核元年，公司管理层的考核压力较大，中报中我们看到除之前的合成肽抗原生产车间的技改项目之外，公司董事会又审议通过在武汉、长春建设预混料厂的议案。基本符合我们之前的判断：公司有望通过外延式扩张和内生式的发展两手模式，积极拓展现有业务和开发新业务，努力实现业绩的平稳增长。而且我们分析认为，目前公司的募投资金使用完毕，合成肽抗原车间改造投资 859 万元，如果要开展武汉、长春投资项目以及开展其他投资活动的话融资可能性较大。

证券分析师：廖万国  
执业编号：S0360210100002

联系人：胡朝凤  
Tel: 010-59370816  
Email: huchaofeng@hczq.com

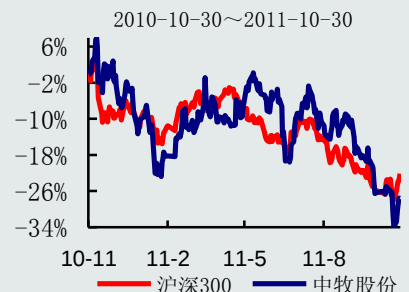
### 投资评级

投资评级：强推  
评级变动：维持

### 公司基本数据

|                |            |
|----------------|------------|
| 总股本(万股)        | 39000      |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 39000/0    |
| 资产负债率(%)       | 36.57      |
| 每股净资产(元)       | 4.33       |
| 市盈率(倍)         | 24.71      |
| 市净率(倍)         | 4.21       |
| 12 个月内最高/最低价   | 29.5/16.33 |

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 《金达威将上市，西藏口蹄疫疫情有望加大疫苗需求》 | 2011-10-12 |
| 《寻找新的利润增长点已初见端倪》         | 2011-08-09 |
| 《山羊痘活疫苗事件不影响公司长期投资价值》    | 2011-06-15 |
| 《参股公司金达威上市获批通过》          | 2011-05-17 |
| 《猪蓝耳弱毒苗抬高基数，狂犬疫苗发展值得期待》  | 2011-05-02 |
| 《狂犬疫苗获批，未来市场前景看好》        | 2011-04-26 |

**5. 投资建议：强烈推荐（维持）。**维持 2011~2013 年 EPS 分别为 1.06/1.36/1.73 元的盈利预测，对应 PE 为 17X/14X/11X。2011 年是集团“双百计划”的元年，也是对新组建领导层考核的“元年”，我们认为公司存在通过内生式的增长和外延式扩张相结合的办法解决合成肽抗原生产等技术、实现产品升级、提高盈利水平的可能性。狂犬疫苗上市销售成为业绩增长新亮点长期发展值得期待，继续维持“强烈推荐”评级。

**6.风险提示：**

疫苗质量风险；动物疫苗竞争激烈部分疫苗具有降价风险。

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1674 | 1926  | 2492  | 3043  |
| 现金             | 909  | 640   | 1095  | 1912  |
| 应收账款           | 200  | 681   | 800   | 560   |
| 其它应收款          | 69   | 77    | 84    | 77    |
| 预付账款           | 35   | 120   | 80    | 60    |
| 存货             | 460  | 406   | 433   | 433   |
| 其他             | 2    | 1     | 1     | 1     |
| <b>非流动资产</b>   | 1231 | 1122  | 1077  | 1033  |
| 长期投资           | 211  | 166   | 176   | 184   |
| 固定资产           | 751  | 682   | 623   | 565   |
| 无形资产           | 172  | 180   | 184   | 191   |
| 其他             | 96   | 94    | 94    | 93    |
| <b>资产总计</b>    | 2905 | 3048  | 3569  | 4076  |
| <b>流动负债</b>    | 1133 | 958   | 1035  | 1004  |
| 短期借款           | 400  | 315   | 372   | 362   |
| 应付账款           | 185  | 174   | 174   | 177   |
| 其他             | 549  | 469   | 490   | 465   |
| <b>非流动负债</b>   | 38   | 27    | 34    | 33    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 38   | 27    | 34    | 33    |
| <b>负债合计</b>    | 1171 | 985   | 1068  | 1037  |
| 少数股东权益         | 214  | 246   | 281   | 314   |
| 股本             | 390  | 390   | 390   | 390   |
| 资本公积金          | 270  | 270   | 270   | 270   |
| 留存收益           | 859  | 1157  | 1560  | 2065  |
| 归属母公司股东权益      | 1519 | 1817  | 2219  | 2725  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2905 | 3048  | 3569  | 4076  |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 520  | -65   | 498   | 942   |
| 净利润            | 342  | 447   | 567   | 706   |
| 折旧摊销           | 81   | 74    | 74    | 75    |
| 财务费用           | 16   | -1    | -4    | -23   |
| 投资损失           | -51  | -34   | -40   | -48   |
| 营运资金变动         | 131  | -646  | -80   | 251   |
| 其它             | 2    | 94    | -18   | -19   |
| <b>投资活动现金流</b> | -39  | 1     | 24    | 31    |
| 资本支出           | 87   | 11    | -2    | -2    |
| 长期投资           | -10  | 5     | 2     | -3    |
| 其他             | 38   | 16    | 23    | 26    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -43  | -204  | -67   | -155  |
| 短期借款           | 0    | -85   | 57    | -9    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -42  | -119  | -123  | -146  |
| <b>现金净增加额</b>  | 438  | -268  | 454   | 817   |

资料来源：公司报表、华创证券

### 利润表

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2661 | 3458  | 4531  | 5901  |
| 营业成本            | 1672 | 2198  | 2908  | 3873  |
| 营业税金及附加         | 13   | 11    | 12    | 12    |
| 营业费用            | 340  | 422   | 557   | 714   |
| 管理费用            | 279  | 334   | 444   | 561   |
| 财务费用            | 16   | -1    | -4    | -23   |
| 资产减值损失          | 9    | 17    | 9     | 5     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 51   | 34    | 40    | 48    |
| <b>营业利润</b>     | 383  | 510   | 645   | 807   |
| 营业外收入           | 22   | 13    | 17    | 17    |
| 营业外支出           | 3    | 4     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 402  | 520   | 659   | 821   |
| 所得税             | 60   | 73    | 92    | 115   |
| <b>净利润</b>      | 342  | 447   | 567   | 706   |
| 少数股东损益          | 32   | 32    | 35    | 33    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 310  | 415   | 532   | 673   |
| <b>EBITDA</b>   | 480  | 584   | 716   | 859   |
| <b>EPS（元）</b>   | 0.80 | 1.06  | 1.36  | 1.73  |

### 主要财务比率

|                | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 26.5%  | 30.0%  | 31.0%  | 30.2%  |
| 营业利润           | 27.8%  | 33.4%  | 26.5%  | 25.0%  |
| 归属母公司净利润       | 36.1%  | 33.8%  | 28.2%  | 26.5%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 37.2%  | 36.4%  | 35.8%  | 34.4%  |
| 净利率            | 11.7%  | 12.0%  | 11.7%  | 11.4%  |
| ROE            | 20.4%  | 22.8%  | 24.0%  | 24.7%  |
| ROIC           | 35.3%  | 30.1%  | 36.8%  | 55.6%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 40.3%  | 32.3%  | 29.9%  | 25.5%  |
| 净负债比率          | 34.15% | 31.99% | 34.78% | 34.92% |
| 流动比率           | 1.48   | 2.01   | 2.41   | 3.03   |
| 速动比率           | 1.07   | 1.56   | 1.97   | 2.58   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.98   | 1.16   | 1.37   | 1.54   |
| 应收帐款周转率        | 10     | 8      | 6      | 9      |
| 应付帐款周转率        | 9.63   | 12.26  | 16.75  | 22.07  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.80   | 1.06   | 1.36   | 1.73   |
| 每股经营现金         | 1.33   | -0.17  | 1.28   | 2.41   |
| 每股净资产          | 3.89   | 4.66   | 5.69   | 6.99   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 23.21  | 17.35  | 13.53  | 10.70  |
| P/B            | 4.74   | 3.96   | 3.24   | 2.64   |
| EV/EBITDA      | 14     | 11     | 9      | 8      |

## 医药组分析师廖万国介绍

解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

## 医药组分析师胡朝凤介绍：

理学博士，毕业于武汉大学，2010 年加入华创证券。主要负责生物制药、医疗服务研究。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 职务     | 姓名  | 电话            | 邮箱                    |
|----|--------|-----|---------------|-----------------------|
| 北京 | 销售总监   | 杨晓昊 | 010-66500808  | yangxiaohao@hczq.com  |
|    | 销售总监助理 | 申林英 | 010-66500810  | shenlinyong@hczq.com  |
|    | 销售经理   | 刘小玄 | 010-66500807  | liuxuan@hczq.com      |
|    | 销售经理   | 石翌飞 | 010-66500811  | shizhaofei@hczq.com   |
|    | 销售经理   | 胡晓琼 | 010-66500806  | huxq@hczq.com         |
|    | 销售助理   | 赵翌帆 | 010-66500809  | zhaoyifan@hczq.com    |
| 广深 | 销售总监   | 李 涛 | 0755-82027736 | litao@hczq.com        |
|    | 销售经理   | 张 娟 | 0755-82828570 | zhangjuan@hczq.com    |
|    | 销售经理   | 孔令瑶 | 0755-83715429 | konglingyao@hczq.com  |
|    | 销售助理   | 汪丽燕 | 0755-88283119 | wangliyan@hczq.com    |
|    | 销售助理   | 杨 茜 | 0755-82027566 | yangxi@hczq.com       |
| 上海 | 销售总监   | 魏媛红 | 021-50589152  | weiyuanhong@hczq.com  |
|    | 销售经理   | 王维昌 | 021-50111907  | wangweichang@hczq.com |
|    | 销售经理   | 李茵茵 | 021-50589862  | liyinyin@hczq.com     |
|    | 销售助理   | 吴丽平 | 021-50581878  | wuliping@hczq.com     |

# 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

## 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

## 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

# 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

# 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

# 华创证券研究所

## 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

## 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号  
财富广场 B 座二楼  
邮编:518040  
传真:0755-82027731

## 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558