

2011-02-21

大华农 300186-SZ

动物保健行业后起之秀

报告起因：公司 IPO

◆国内第二大的兽药企业

大华农系一家专注于兽药的研制、生产和销售的高新技术企业。公司主要产品包括兽用生物制品、兽用药物制剂以及饲料添加剂及添加剂预混合饲料三大系列。大华农虽成立于 04 年，但目前市场占有率 2.04%，在兽药行业排名第 2 位；兽用生物制品销售收入排名行业第 3 位。

◆大华农竞争力体现在研发能力、品质与品牌以及规模优势

大华农为国家火炬计划重点高新技术企业，现有从事高新技术产品研发、开发的科技人员 98 人。公司组建了广东省动物保健品工程技术研究开发中心和首家由企业和高校合作的生物安全三级实验室；此外公司与众多高校和科研机构建立了长期合作关系。

大华农研发的新型安全高效疫苗佐剂筛选技术、鸡新城疫灭活苗种毒筛选技术等有利于提高疫苗的综合安全性、粘度及改进免疫效力，大幅提高了产品质量。公司获得行业众多殊荣，受到市场认可。

大华农的产能、产品种类已形成相当规模，是我国兽药产品种类最多的动物保健品企业之一。公司拥有 7 个按农业部 GMP 要求组建的生产车间，6 个国家新兽药证书，204 个国家产品批准文号，142 个种类的兽药产品，25 个疫苗产品，并拥有 3 个国家农业部定点生产的疫苗产品，以及年产 150 万枚 SPF 种蛋的实验动物中心，是我国首家拥有自主出口权的动物保健品高新技术企业。

◆募投项目解决公司发展瓶颈

大华农募集资金投资项目拟用于现有产品的扩建和技术改造、营销网络的完善、提升公司的研发和技术转化能力三个方面。

募投项目完全达产后，公司各产品产能增加 80%--300% 不等。本次募集资金投资项目的实施将有效提高本公司现有产品的产能和技术含量，完善产品结构，提升营销网络的效率，增强本公司科技成果的转化能力。

◆建议询价区间

我们预计大华农 2010-2012 年归属于母公司的净利润为 1.43 亿、1.78 亿和 2.24 亿元，同比增长 23%、24% 和 27%，对应发行后股本的 EPS 达 0.54 元、0.67 元和 0.84 元。

考虑行业整体估值水平，建议申购价格参考大华农 2011 年 30-35 倍 PE，对应 2011 年 EPS 的价格为 20.10-23.45 元。

预计大华农上市合理价格为 22.11-25.46 元，对应 2011 年 33-38 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	480	535	616	724	927
净利润（百万元）	90	116	143	178	224
每股收益（摊薄）	0.34	0.44	0.54	0.67	0.84
每股自由现金流（FCFF）	-0.76	0.25	0.46	0.07	-0.93
经营性 ROIC	21.53%	22.46%	24.81%	22.34%	17.52%
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.14%	27.97%	25.55%	7.61%	8.80%

合理申购价格 20.10-23.45 元

预计上市合理价 22.11-25.46 元

询价开始日期 2 月 18 日

分析师：

李婕

(执业证书编号：S0930511010001)

联系人

刘晓波

021-2216 9177

liuxb@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	67
发行后总股本(百万股)	200
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-02-25
主承销商	招商证券股份有限公司
主要股东	其他自然人股东
第一大股东持有比例(%)	58.75%

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
总金额	430
高致病性禽流感疫苗产	100
业化技术改造项目	
家禽多联系列灭活疫苗	70
产业化技术改造项目	
猪蓝耳病活疫苗产业化	70
技术改造项目	
年生产 8,000 吨中兽药产	70
业化技术改造项目	
动物保健品营销网络建	60
设及改造项目	
动物疫苗工程研发中心	60
技术改造项目	
其他与主营业务相关的	-
营运资金项目	

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、国内第二大的兽药企业

大华农是一家专注于兽药的研制、生产和销售的高新技术企业。公司主要产品包括兽用生物制品、兽用药物制剂以及饲料添加剂及添加剂预混合饲料三大系列 204 个品种。

大华农成立较晚，与 04 年成立，但公司发展较快。目前，大华农兽药市场占有率 2.04%，在兽药行业排名第 2 位，仅次于中牧股份；兽用生物制品销售收入排名行业第 3 位。

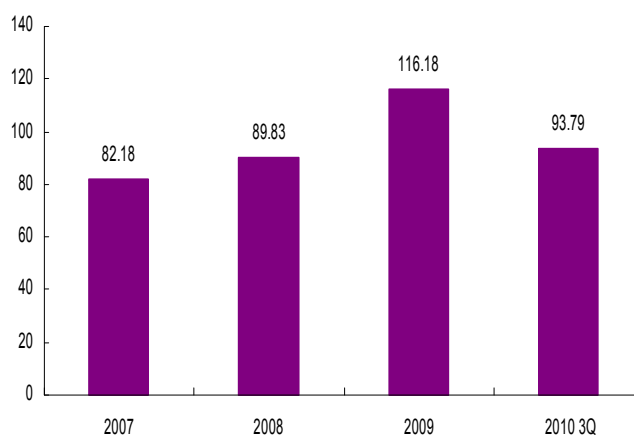
（一）公司历史经营情况介绍

图 1: 2007-2010 3Q 公司收入情况(单位: 百万元)



资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

图 2: 2007-2010 3Q 公司净利润情况 (单位: 百万元)



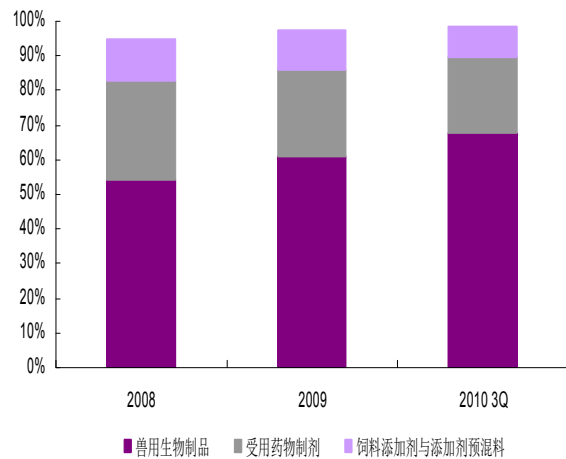
资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

兽用生物制品是大华农的主要产品,报告期内其销售收入占公司销售收入的平均比例为 61.29%。另一主要系列产品为兽用药物制剂,包括兽用中药和兽用化药,报告期内其销售收入占大华农销售收入的平均比例为 27.34%。

兽用生物制品收入近 3 年占比逐步提高,由于兽用生物制品毛利率 60% 左右,远高于其他产品,故产品结构的优化有利于提升公司盈利能力。

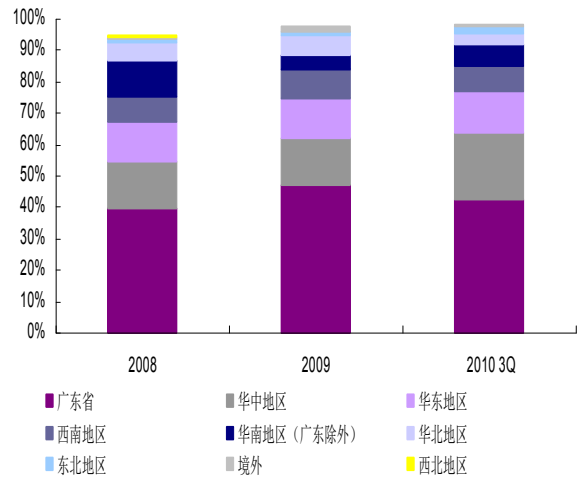
分区域看,大华农广东和华中地区贡献主营收入较大。由于公司产品质量稳定,客户认可度较高,产品目前已销往全国大多数省市,预计随着外围市场推进,上述两地区主营占比会有所下降。

图 3: 2007-2010 3Q 公司各产品占收入比例情况



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 4: 2007-2010 3Q 各区域销售额占总收入比例情况



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

大华农的产能、产品种类都已形成相当规模，是我国兽药产品种类最多的动物保健品企业之一。

表 1: 公司兽药产能情况

	产品类别	产能
兽用生物制品	细胞灭活疫苗	58 万升
	细胞活疫苗	7500 万头份
	胚毒灭活疫苗	150 万升
	口服溶液剂	33 万升
	粉针剂	1.2 万升
兽用药物制剂	消毒剂	50 万升
	粉剂/预混剂/散剂	372 万公斤
	颗粒剂	2 万公斤
	注射液	
	饲料添加剂与添加剂预混料	
	饲料添加剂	260 万公斤

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

(二) 公司股权结构

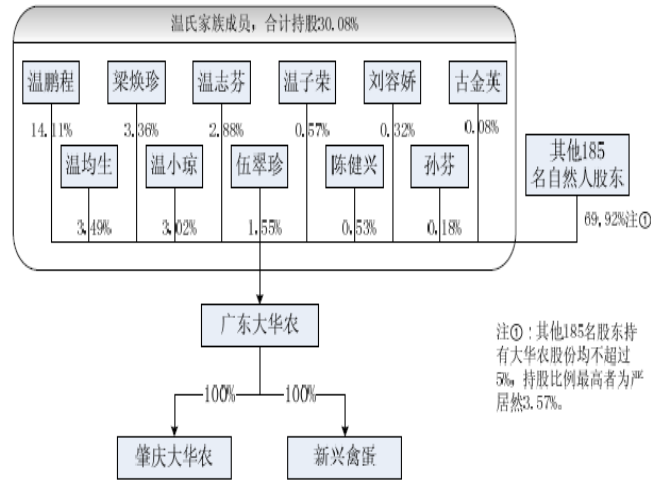
大华农为温氏集团下属疫苗企业发展而来的疫苗生产企业。温氏集团作为国内最大的禽畜饲养企业，年上市肉鸡超过 6 亿只，肉猪超过 300 万头，对兽用医药产品需求较大。因此公司与温氏集团在报告期内发生的关联交易金额较大。

2010 年 1-9 月、2009 年、2008 年、2007 年，大华农与温氏集团发生的关联方销售分别占公司同期营业收入的 15.66%、24.36%、50.29%、53.48%。

大华农股东温鹏程、温均生、梁焕珍、温小琼、温志芬、伍翠珍、温子荣、陈健兴、刘容娇、孙芬、古金英等 11 人为温氏家族成员，其合计持有大华农股份 6,016.42 万股，占公司总股本的 30.08%，为公司的实际控制人。其余 69.92% 上市前股份由公司另外 185 名自然人持有，有利于调

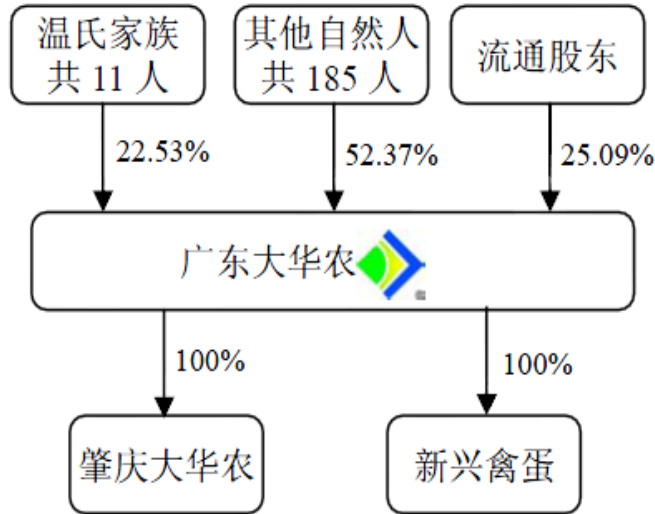
动公司员工的积极性。

图 5：大华农公司发行前股权结构关系图



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图 6：大华农公司发行后股权结构关系图



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

本次 IPO 发行前公司总股本为 20000 万股。本次公开发行的股份为 6700 万股，发行后公司的总股本为 26700 万股，占发行后总股本的 25.09%。

表 2：公司发行前和发行后持股情况

股东姓名	持股数量（万股）	发行前占总股本比例	发行后占总股本比例	在本公司任职
温鹏程	2,821.35	14.11%	10.57%	董事
严居然	714.6	3.57%	2.68%	无
温均生	698.05	3.49%	2.61%	董事长
梁焕珍	671.53	3.36%	2.52%	无
黎沃灿	605.37	3.03%	2.27%	监事会主席
温小琼	604.06	3.02%	2.26%	董事
温志芬	575.96	2.88%	2.16%	董事
严居能	525.65	2.63%	1.97%	无
黄伯昌	524.9	2.62%	1.97%	无
温木桓	508.57	2.54%	1.90%	无
合计	8,250.03	41.25%	30.90%	

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

二、国内兽药行业整体情况

我国畜牧业快速发展，从劳动密集型的传统畜牧养殖方式向现代化的规模养殖转变，带动了国内兽药行业的快速发展。

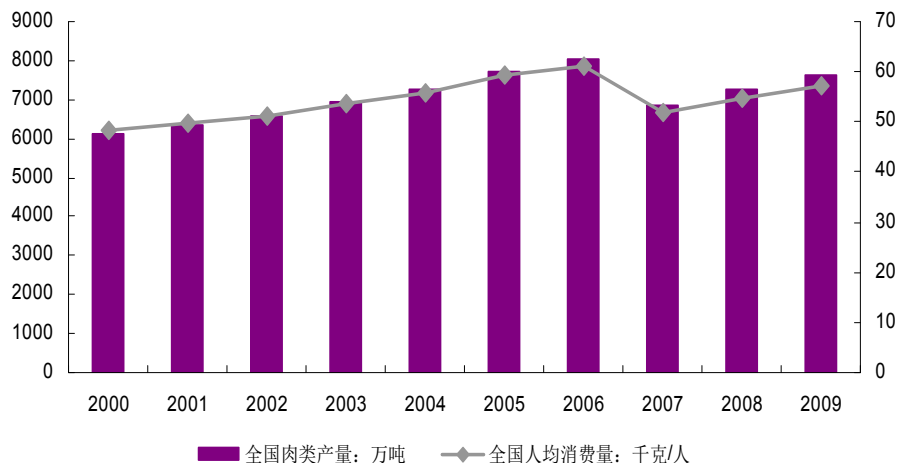
2004 年，我国大约有 2800 家兽药生产企业。自 2006 年，国家强制实施兽药 GMP 以来，大量中小兽药企业退出市场，企业数量急剧减少，兽药企业正在由成长期向成熟期过渡。截止 2009 年 5 月，全国共有 1,588 家兽药生产企业，其中生药企业 73 家，化药企业 1,486 家，生药兼化药企业 7 家，外企 22 家。

1、高速增长，市场容量巨大

庞大的人口规模和人均肉类消费量的增长直接影响着禽畜产品需求量，畜牧业规模决定了兽药行业巨大的市场容量。

从产业链看，兽药行业的发展直接依赖于畜牧业的发展，而国家宏观经济的持续健康发展在一定程度上会刺激肉类消费量，从而推动畜牧业和兽药行业的整体发展。随着我国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入水平提高，城乡居民对肉类消费的巨大需求拉动我国畜牧业持续稳定发展。

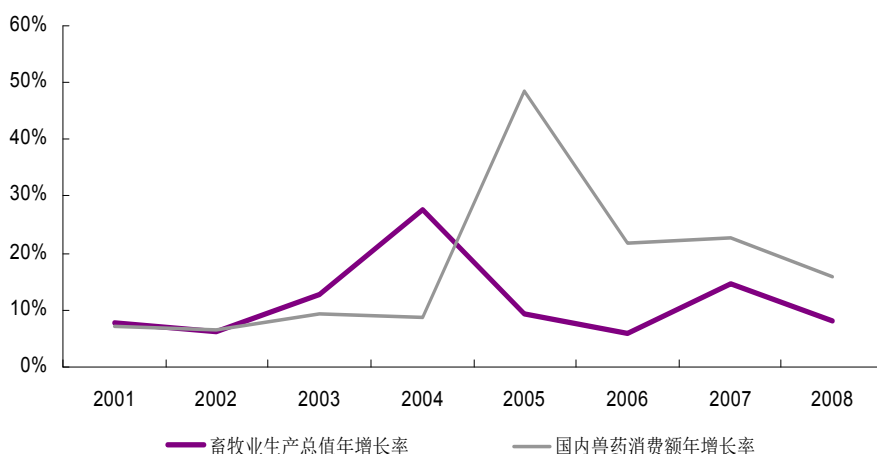
图 7：国内肉类消费量



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

随着畜牧养殖业的发展，国内兽药总消费额从 2004 年的 150.70 亿元增长至 2008 年的 214.67 亿元，保持了年均 15% 左右的增长速度。

图 8：畜牧业生产总值增长率与国内兽药消费额年增长率紧密相关



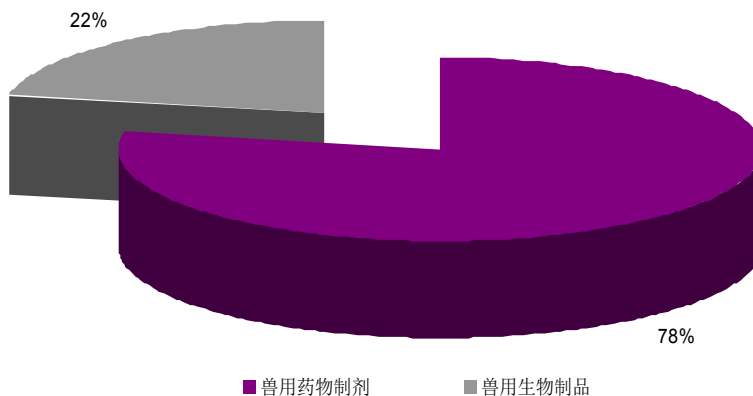
资料来源：国家统计局、光大证券研究所

目前，我国已成为继美国之后的第二大动物保健品消费国。预计未来几年随着我国畜牧业的发展，动物保健品行业仍将保持增长态势，到 2012 年兽药总产值可达 375~402 亿元。

2、兽用生物制品市场将进一步扩大

目前国内的兽药市场以兽用药物制剂为主，占据国内兽药市场的 78%。但预计未来几年，随着强制免疫范围的扩大以及规模化养殖比例的提高，兽用生物制品的市场容量将进一步扩大。

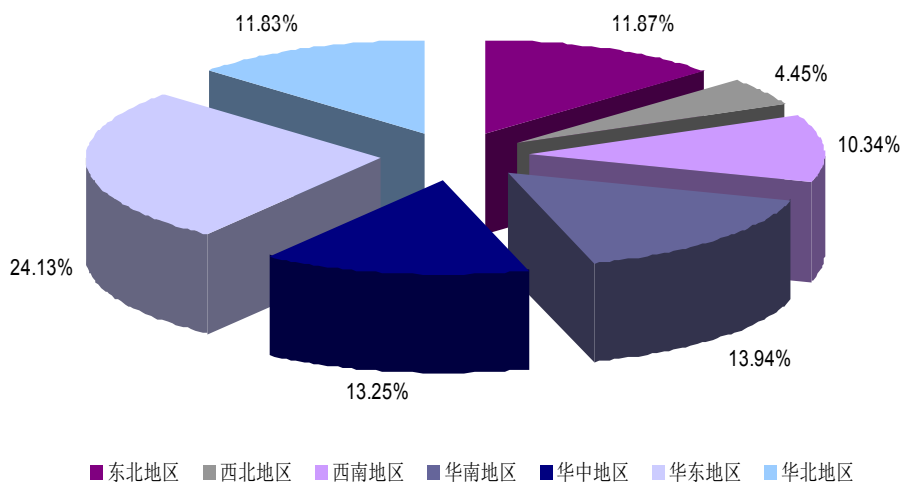
图 9：国内兽药市场消费比例



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

区域上看，2009 年，我国兽药消费主要集中在华东、华中、华北、东北和西南地区，其中华东最高为 56.95 亿元，占比为 24%，华南次之为 32.91 亿元，占比为 14%，西北最低为 10.50 亿元，占比为 4%。

图 10：2009 年国内分区域兽药市场销售比重



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

3、未来兽药市场前景分析

（1）对动物安全的重视程度及规模化养殖发展进一步提升兽药市场需求

随着我国经济的发展和整体福利水平的提高，人们对食品品质的要求越来越高，消费选择也从数量型向质量型转变。兽用中药在保障动物源食品安全工程中将发挥优势，开发和利用兽用中药不仅解决了抗生素的药物残留问题，而且能显著提高畜牧业生产水平和产品质量，使我国禽畜产品顺利进入国际市场。

此外，随着畜牧业规模化养殖比例的上升，养殖企业免疫意识的提高，兽药行业对畜牧业的保障作用日益凸显，兽药市场的空间会进一步提升。

表 3：我国生猪养殖规模化程度

按出栏数分类		2008 年		2007 年		2006 年	
		年出栏数	占比	年出栏数	占比	年出栏数	占比
散养	1-49 头	37,511.38	43.30%	41,418.37	51.54%	45,732.29	58.95%
	50-99 头	10,284.85	11.87%	10,424.39	12.97%	10,565.82	13.62%
	100-499 头	11,652.69	13.45%	10,995.64	13.68%	10,375.64	13.37%
规模	500-2999 头	17,000.08	19.62%	10,293.90	12.81%	6,066.56	7.82%
	3000-9999 头	6,048.97	6.98%	4,110.20	5.12%	2,792.83	3.60%
	10000-49999 头	3,659.86	4.22%	2,736.14	3.41%	2,045.56	2.64%
	50000 头以上	466.96	0.54%	378.72	0.47%	-	-
规模化养殖情况总计		49,113.33	56.70%	38,938.99	48.46%	31,846.41	41.05%

资料来源：农业部、光大证券研究所

（2）行业集中度提高，细分市场壁垒较强

国家行业政策监管趋严，兽药行业准入门槛进一步提高，落后的产品及产能逐步被淘汰，市场的集中度进一步提高。

日趋严格的行业监管政策一方面淘汰了规模小、生产技术水平低的企业，落后产能，另一方面也为业内优秀企业的市场拓展提供了良好契机，有利于市场集中度的提高。

根据中国动物保健品行业协会的统计，2008 年销售额前十名的兽药生产企业，其市场占有率为 17%，行业内规模最大的企业中牧股份，其市场份额也不超过 5%，随着落后的产品及产能逐步被淘汰，市场集中度有望进一步提高。

表 4：兽药行业排名

兽药行业综合排名		兽药行业兽用生物制品分类排名	
厂商名称	按销售额计算的 市场占有率%	厂商名称	按销售额计算的 市场占有率%
中牧实业股份有限公司	4.57%	中牧实业股份有限公司	19.45%
广东大华农动物保健品股份有限公司	2.04%	青岛易邦生物工程有限公司	9.29%
青岛易邦生物工程有限公司	2.00%	内蒙古金宇集团股份有限公司	7.93%
内蒙古金宇集团股份有限公司	1.71%	洛阳普莱柯生物工程有限公司	5.61%
山东鲁抗舍里乐药业有限公司	1.44%	广东大华农动物保健品股份有限公司	5.34%
洛阳普莱柯生物工程有限公司	1.20%	新疆天康畜牧生物技术股份有限公司	4.92%
新疆天康畜牧生物技术股份有限公司	1.07%	中农威特生物科技股份有限公司	4.84%
中农威特生物科技股份有限公司	1.04%	广东永顺生物制药有限公司	4.39%
河北远征药业有限公司	1.03%	瑞普（保定）生物药业有限公司	3.32%
佛山市南海北沙制药有限公司	1.00%	武汉中博生化有限公司	2.84%

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

由于兽用生物制品生产对技术、工艺、资金等方面的要求较高，普通生产企业进入难度大，其竞争相对有序。在禽畜疫苗等部分细分市场上，少数企业经过多年发展，其技术水平和生产规模都远超过同行其他企业，这些企业注重产品的研发创新，产品技术含量较高，由于技术、工艺、规模、品牌等多方面因素形成的自然垄断，一般企业难以进入该领域。

从长期来看，这部分产品的生产企业将逐步控制细分市场，市场集中度提高。2008 年销售额前十名的兽用生物制品生产企业，其市场占有率已达到 68%，行业内规模最大的中牧股份，其市场份额已接近 20%。

三、公司在行业内处于领先地位

1、研发能力优势

大华农建立了较为完善的、多层级的自主创新平台。公司设有专门从事兽药日常研究的研发中心，并组建有广东省动物保健品工程技术研究开发中心；公司与中山大学合作组建的生物安全三级实验室是我国首家由企业和高校合作的生物安全三级实验室；此外，公司与中国兽医药品监察所、中山大学、华南农业大学、中国动物疫病预防控制中心等高校和科研机构建立了长期产学研合作关系。

同时，大华农拥有一支专业的研发队伍，形成了一套较完善的自主创新体制和激励制度。公司为国家火炬计划重点高新技术企业，现有从事高新技术产品研究、开发的科技人员 98 人（包括博士、硕士研究生 42 人，高级技术职称 9 人，中级技术职称 30 人）。

近三年公司获得国家新兽药证书 6 项，广东省重点新产品 3 个，专有技术 17 项等一批拥有自主知识产权的产品和技术，获得研发成果转化 38 项。目前公司正在研发的项目中有国家火炬项目 2 项、国家星火计划 1 项、国家的重点课题 3 项、国家 863 计划项目 1 项。

2、产品质量与品牌优势

大华农通过不断地进行技术创新，促进公司生产工艺逐渐成熟。公司通过优化和创新，掌握了禽流感疫苗乳化配方的优化技术，使生产出来的禽流感疫苗的稳定性 and 粘度技术指标大大优于国内同类产品，达到国际领先水平。

公司研发的新型安全高效疫苗佐剂筛选技术、鸡新城疫灭活苗种毒筛选技术等有利于提高疫苗的综合安全性、粘度及改进免疫效力，大幅提高了产品质量。

2008 年 8 月，经中国兽医药品监察所（中监所）检验，公司的高致病性蓝耳病活疫苗免疫保护率高于其他 6 个企业的同类产品。2008 年 12 月，中监所组织全国禽流感灭活疫苗效力会检，公司的禽流感疫苗位于 8 家定点生产企业的前列。

近三年大华农先后被中国动物保健品协会评为“消费者最信赖、生物药品行业十大质量品牌”、“广东省名牌产品”、“动物保健品行业最具影响力品牌”、“动物保健品行业突出贡献奖”、“2009 年度广东省最佳优秀自主品牌”等称号。公司品牌因此得到了市场的高度认可。

3、规模优势

大华农拥有 7 个按农业部 GMP 要求组建的生产车间，6 个国家新兽药证书，204 个国家产品批准文号，142 个种类的兽药产品，25 个疫苗产品，

并拥有 3 个国家农业部定点生产的疫苗产品,以及年产 150 万枚 SPF 种蛋的实验动物中心,是我国首家拥有自主出口权的动物保健品高新技术企业。

大华农产能、产品种类都已形成相当规模,是我国兽药产品种类最多的动物保健品企业之一。公司硬件设施完善、设备齐全,引进有新加坡先进的乳化机及德国技术制造的乳化装置、自动接种收获机、分装轧盖贴标联动线,先进的设备和高度的生产自动化为提高产品质量、提高生产效率提供了良好的物质条件。优质的产品创造了良好的经营业绩,促进了生产规模的进一步扩大,成果转化能力在同行更显优势。

四、募集资金投向分析

大华农募集资金拟用于现有产品的扩建和技术改造、营销网络的完善、提升公司的研发和技术转化能力三个方面。

其中现有产品的扩建和技术改造主要涉及生药和中兽药类产品,营销网络的完善主要是根据公司业务发展的需要建立销售分支机构和 GSP 连锁店,研发和技术转化能力的提升则主要通过动物保健品工程研发中心的技术改造实现。

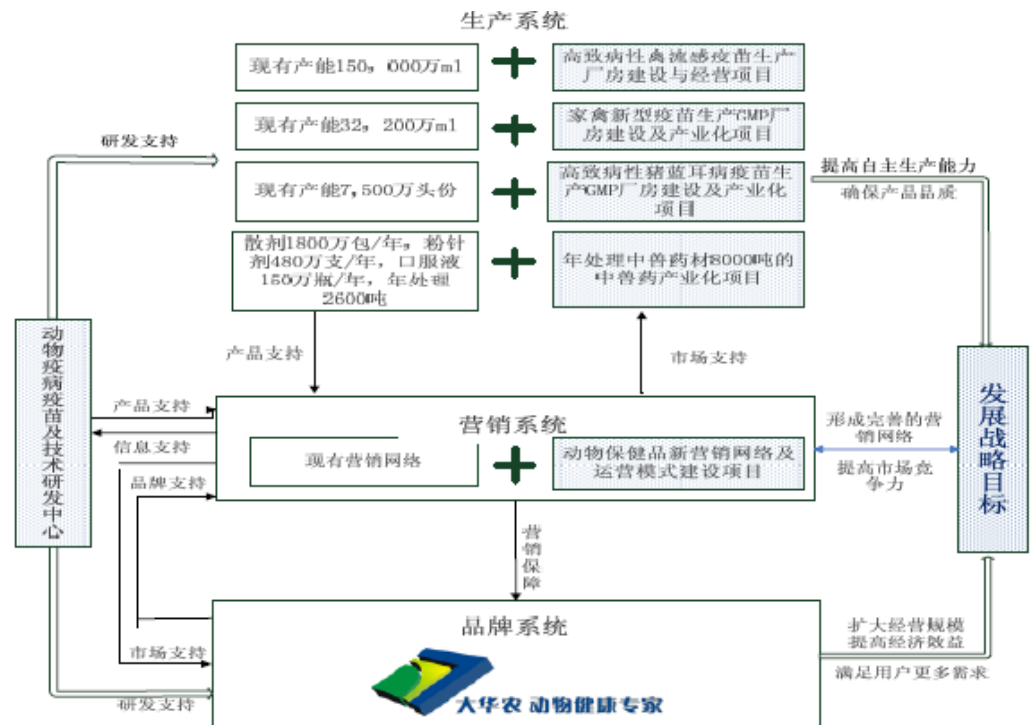
表 5：大华农募集资金投向

项目名称	拟使用募集资金投资额(百万元)	目前产能	募投后 新增产能
高致病性禽流感疫苗产业化技术改造项目	100	15 亿 ml	12 亿 ml
家禽多联系列灭活疫苗产业化技术改造项目	70	3.22 亿 ml	5.7 亿 ml
猪蓝耳病活疫苗产业化技术改造项目	70	7500 万头份	2 亿头份
年生产 8000 吨中兽药产业化技术改造项目	70	2600 吨	8000 吨
动物保健品营销网络建设及改造项目	60		
动物疫苗工程研发中心技术改造项目	60		
合计	430		

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

本次募集资金投资项目的实施将有效提高本公司现有产品的产能和技术含量,完善产品结构,提升营销网络的效率,增强本公司科技成果的转化能力。

图11：大华农募投项目与公司发展战略关系示意图



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

五、公司盈利预测

我们预计大华农 2010-2012 年归属于母公司的净利润为 1.43 亿、1.78 亿和 2.24 亿元，同比增长 23%、24%和 27%，对应发行后股本的 EPS 达 0.54 元、0.67 元和 0.84 元。

(一) 公司未来业绩增长点：

(1) 受益行业整合兼并带来的机会，兽药行业整体而言，随着准入标准提高，整合兼并在所难免，在未来 3 年企业数量将减少，集中度不断加强，规模化竞争是大趋势。

(2) 除了规模外，我们认为，专注细分化领域也是竞争的重要一面，大华农突出以兽用生物制品核心产品的战略规划，有利于公司保持较高的盈利能力。

(3) 产能扩张，解决产能瓶颈，抢占市场份额，公司在未来 3 年进入高成长期。

(二) 前提假设与盈利预测：

(1) 募集资金预计 2011 年 1 季度末到位，募投项目于 2011 年到 2013 年陆续达产；

(2) 兽药行业在下游景气度较高时候，具有一定提价能力，我们认为未来 3 年，公司产品价格基本维持小幅上涨，基本消化成本上涨；

(3) 毛利率方面，参考历史因素，产品价格的小幅上涨基本消化成本压力，毛利率保持一定的稳定性；

(4) 公司 2010-2012 年销售费用分别为 6103 万、7169 万和 9178 万；

(5) 公司 2010-2012 年管理费用分别为 8630 万、10138 万和 12980 万；

(6) 公司 2010-2012 年财务费用分别为 296 万、-1778 万和-1817 万；

(7) 公司 2010-2012 年实际税率为 14%；

(8) 公司 IPO 不超过 6700 万股，盈利预测按发行后 26700 万股总股本计算。

表 6：公司具体业务的盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入	53494	61643	72413	92712	119037	133320
生物制品	32657	39785	46790	63097	85980	95679
兽药	13194	13768	17347	21067	24159	28430
饲料添加剂及添加剂预混合						
饲料	6391	6820	6976	7234	7568	7897
其他	1252	1270	1300	1314	1330	1314
销售收入增长率	11%	15%	17%	28%	28%	12%
毛利	26636	31581	36520	46696	60954	68199
生物制品	20061	24786	28867	37778	50961	57289
兽药	4056	4197	5089	6248	7196	7978
饲料添加剂及添加剂预混合						
饲料	2221	2157	2114	2210	2330	2460
其他	298	441	450	460	467	472
毛利率	49.8%	51.2%	50.4%	50.4%	51.2%	51.2%
生物制品	61.4%	62.3%	61.7%	59.9%	59.3%	59.9%
兽药	30.7%	30.5%	29.3%	29.7%	29.8%	28.1%
饲料添加剂及添加剂预混合饲料	34.8%	31.6%	30.3%	30.6%	30.8%	31.2%
其他	23.8%	34.7%	34.6%	35.0%	35.1%	35.9%
毛利增长率	31.0%	19.0%	15.0%	27.0%	27.0%	127.0%
生物制品	33%	24%	16%	31%	35%	12%
兽药	35%	3%	21%	23%	15%	11%
饲料添加剂及添加剂预混合饲料	62%	-3%	-2%	5%	5%	6%
其他	-67%	48%	2%	2%	2%	1%

资料来源：光大证券研究所

六、公司估值

绝对估值评价

表 7：绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8

长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β (Blevered)	0.83
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	10.98%
税率	14.00%
Kd	4.57%
Ve	509.2
Vd	80.0
目标资本结构	13.58%
WACC	10.11%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	222.59	3.63%
第二阶段	2,291.32	37.41%
第三阶段 (终值)	3,611.36	58.96%
企业价值 AEV	6,125.26	100.00%
加: 非经营性净资产价值	-86.07	-1.41%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	80.00	-1.31%
总股本价值	5,959.19	97.29%
股本 (百万股)	267.00	-
每股价值 (元)	22.32	-
PE (隐含)	31.31	-

资料来源：光大证券研究所

从绝对估值来看，根据 DCF 估值，公司的合理价值为 22.32 元。

相对估值评估

表 8：兽药行业估值表

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益			市盈率 PE		
			TTM	10E	11E	TTM	10E	11E
600195	中牧股份	24.33	0.71	0.79	0.97	34.29	30.73	25.10
600201	金宇集团	13.51	0.40	0.41	0.48	33.39	33.33	28.11
300119	瑞普生物	66.31	0.83	1.33	1.83	61.45	49.80	36.18
002100	天康生物	21.56	0.43	0.47	0.81	50.14	45.87	26.62

注：股价是指 2011 年 2 月 18 日收盘价。

资料来源：万德、光大证券研究所

考虑行业整体估值水平，同时考虑绝对估值，建议申购价格参考大华农 2011 年 30-35 倍 PE，对应 2011 年 EPS 的价格为 20.10-23.45 元。

预计大华农上市合理价格为 22.11-25.46 元，对应 2011 年 33-38 倍 PE。

七、风险分析

（一）自主研发及技术创新可能导致的风险

大华农已经建立了一整套较为完善的自主研发和持续创新体制，并取得了一系列的突出成果，但是对于研发和创新而言，其本身就是一项高技术、高风险的事业。

如果出现公司的研发方向不适应市场的需求，或者没有产生预期的研发成果，或者研发成果无法进行产业化，或者公司核心技术人员流失，或者与合作研究方的合作关系发生变化、或研发经费投入不足等情况，将对公司的生产经营产生不利的影响。

（二）产业政策变化可能导致的风险

大华农已取得高致病禽流感及高致病性猪蓝耳病两种重大动物疫病疫苗的国家定点生产资格。2010年1~9月，公司销售强制免疫范围的政府采购收入占比已从2007年的37.88%上升至53.97%。如果国家强制免疫政策发生变化，将可能对公司的生产经营产生不利的影响。

（三）重大疫情可能导致的市场波动风险

大华农主要业务以兽药的研制、生产和销售为主，与畜牧养殖业的关联性较大。我国作为养殖大国，庞大的动物群体意味着存在相当数量的动物疾病。其中有一些疫病如禽流感、猪蓝耳病等疫情发生后，短期内会给养殖业造成较大经济损失，也对相关饲料、兽药、屠宰等行业产生不利影响。

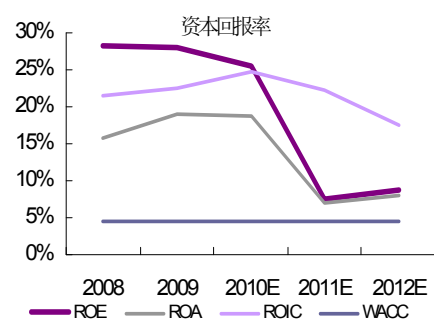
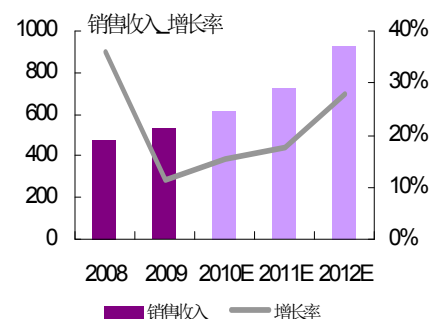
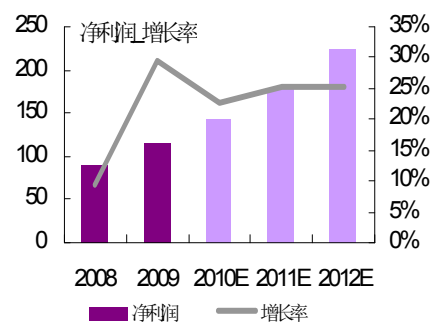
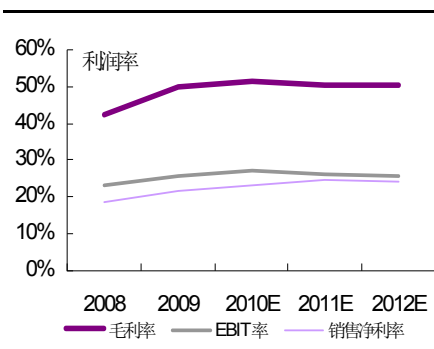
此外，当疫情发生时人们出于对食品安全的考虑往往减少该类食品的消费，从而引起其市场短期内波动。2004年爆发的大规模禽流感曾对整个养殖行业及兽药等相关行业的业绩造成较大冲击。本公司不排除今后如2004年的大规模禽流感等重大疫情爆发对整个养殖行业及兽药等相关行业及本公司构成重大影响的可能性。

（四）关联交易风险

大华农与温氏集团发生的关联方销售分别为6,567.65万元、13,028.96万元、24,159.69万元、18,905.50万元，分别占公司同期营业收入的15.66%、24.36%、50.29%、53.48%。

如果出现公司实际控制人利用其控制地位对关联交易价格进行控制等不公平现象，或温氏集团经营出现重大变化，或公司与温氏集团的合作关系发生变化，将对公司的生产经营产生较为重大的影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	480	535	616	724	927
营业成本	277	269	301	359	460
折旧和摊销	26	23	25	30	43
营业税费	3	3	3	4	5
销售费用	37	53	61	72	92
管理费用	48	72	86	101	130
财务费用	7	5	3	-18	-18
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	105	133	164	206	258
利润总额	102	135	166	207	260
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	89.83	116.18	142.55	178.39	223.55

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	567	608	762	2,552	2,800
流动资产	356	358	447	2,168	2,057
货币资金	194	200	247	1,930	1,753
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	63	68	80	94	121
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	10	7	9	11	14
存货	81	66	90	108	138
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	145	178	231	290	579
无形资产	35	48	46	44	41
总负债	248	193	204	208	258
无息负债	108	93	182	188	238
有息负债	140	100	22	20	20
股东权益	319	415	558	2,344	2,541
股本	200	200	200	267	267
公积金	33	41	55	1,614	1,636
未分配利润	86	174	303	463	638
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	35	131	217	159	231
净利润	90	116	143	178	224
折旧摊销	26	23	25	30	43
净营运资金增加	192	33	-14	75	98
其他	-273	-41	64	-124	-132
投资活动产生现金流	-104	-59	-89	-100	-400
净资本支出	87	59	89	100	400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-191	-118	-178	-200	-800
融资活动现金流	224	-66	-81	1,624	-9
股本变化	188	0	0	67	0
债务净变化	140	-40	-78	-2	0
无息负债变化	-98	-15	90	6	50
净现金流	155	6	47	1,683	-177

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	35.91%	11.34%	15.23%	17.47%	28.03%
净利润增长率	9.30%	29.34%	22.70%	25.14%	25.32%
EBITDA 增长率	25.27%	17.05%	19.90%	13.34%	29.54%
EBIT 增长率	17.81%	23.57%	21.13%	12.51%	27.71%
盈利能力 (%)					
毛利率	42.41%	49.79%	51.23%	50.43%	50.37%
EBITDA 率	28.57%	30.04%	31.25%	30.15%	30.51%
EBIT 率	23.25%	25.81%	27.13%	25.98%	25.92%
税前净利润率	21.19%	25.20%	26.89%	28.65%	28.04%
税后净利润率 (归属母公司)	18.70%	21.72%	23.13%	24.64%	24.11%
ROA	15.84%	19.10%	18.70%	6.99%	7.99%
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.14%	27.97%	25.55%	7.61%	8.80%
经营性 ROIC	21.53%	22.46%	24.81%	22.34%	17.52%
偿债能力					
流动比率	1.44	2.08	2.44	11.59	8.66
速动比率	111.23%	169.98%	194.92%	1101.47%	808.28%
归属母公司权益/有息债务	2.28	4.15	25.63	117.22	127.06
有形资产/有息债务	3.77	5.59	32.81	125.34	137.81
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS (摊薄)	0.34	0.44	0.54	0.67	0.84
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.10	0.13
每股经营现金流	0.17	0.65	1.09	0.60	0.87
每股自由现金流(FCFF)	-0.76	0.25	0.46	0.07	-0.93
每股净资产	1.60	2.08	2.79	8.78	9.52
每股销售收入	2.40	2.67	3.08	2.71	3.47

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。