

快速成长的兽药龙头企业

大华农
300186

投资要点

- 公司本次 IPO 计划公开发行为 6700 万股，募投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。
- 公司产品包括兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂及添加剂预混合饲料三大系列。2009 年公司销售收入居兽药行业第二位、兽用生物制品子行业第三位。
- 公司作为国家高致病性禽流感疫苗、高致病性猪蓝耳病疫苗的定点生产企业，兽用生物制品是公司收入和利润的主要来源。
- 随着我国畜牧养殖业的发展，05 年以来国内兽药总消费额保持了年均 15% 左右的增速。公司凭借出色的研发实力和产品质量、有效的原材料成本控制，以及多渠道、多层次的综合营销网络建设，在激烈的行业竞争中优势凸显。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.52 元、0.61 元和 0.72 元。公司作为国内兽药行业的龙头企业之一，在研发、生产、销售过程中具有较强的竞争优势，鉴于公司所处行业良好的市场前景、综合兽药行业上市公司的平均估值水平，我们认为公司的合理价位在 19.52 元-22.57 元，对应公司 2011 年的 EPS 市盈率为 32-37 倍。

首次

不评级

分析师：袁舰波，屈朕

投资咨询执业证书编号：

S0630208010052, S0630208010053

联系信息：

yjb@longone.com.cn

qy@longone.com.cn

联系人：李惜浣

010-59707110

日期

分析：2011 年 02 月 22 日

价格

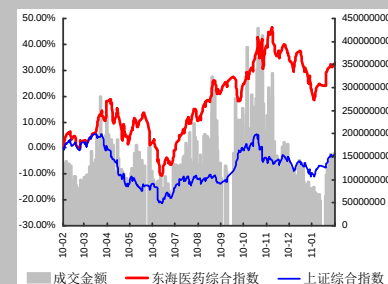
预测发行价：20 元

预测上市价：23 元

发行数据

发行前总股本(万股)	20,000
本次发行股数(万股)	6,700
发行后总股本(万股)	26,700

医药行业相对上证综指走势图



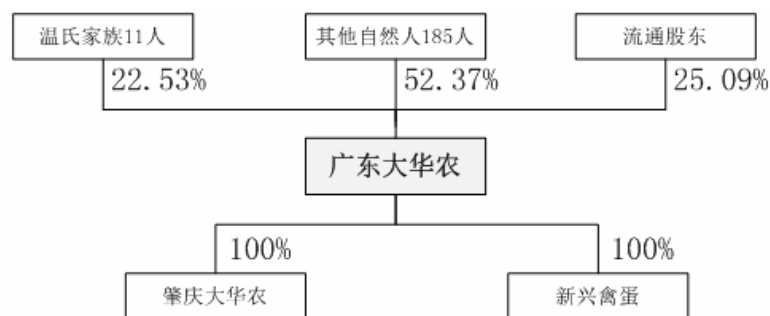
1、 公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司是一家家族型企业，公司股东温鹏程、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 位温氏家族成员，在本次发行前共持有公司股份 6,016.42 万股，占公司总股本的 30.08%，为公司的实际控制人。

本次计划发行 6,700 万股股票，占发行后公司总股本的 25.09%。发行后，温氏家族成员共持有公司总股本的 22.53%，仍然为公司的实际控制人。

图 1：IPO 后大华农股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司的主要产品包括兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂与添加剂预混合饲料。兽用生物制品是公司的收入和利润的主要来源，约占销售收入和毛利的 60%和 80%；兽用药物制剂主要包括兽用中药和兽用化药，约占公司销售收入的 25%。

2、 公司所处行业情况

公司产品主要涉及兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂和添加剂预混合饲料 3 大系列的 200 个品种，主要用于预防、治疗、诊断畜禽等动物疾病。

兽药行业的下游为畜牧业，畜牧业的发展规模、发展模式、发展质量以及养殖业本身的发展规律和赢利水平直接影响到兽药产品的需求量，兽药行业的发展直接依赖于畜牧业的发展情况。

2.1 我国动物保健品市场容量

随着畜牧养殖业的发展，国内兽药总消费额从 2005 年的 137.59 亿元增长至 2009 年的 236 亿元，保持了年均 15%左右的增长速度。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。

2.2 畜牧业规模化发展趋势促进兽药消费增长

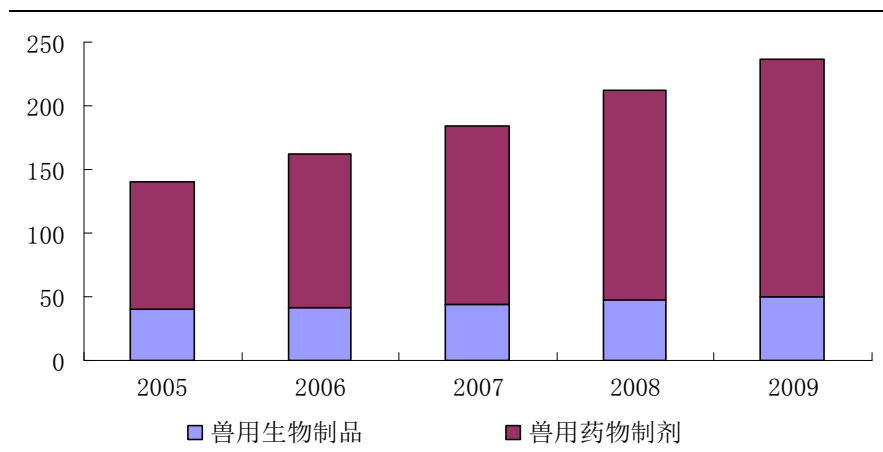
近年来，畜牧业逐渐向现代化、集约化和规模化发展，畜群密度增大、流动频繁等特征为动物传染病、寄生虫病、中毒病和营养代谢等疾病的流行创造了条件，而兽药在降低畜禽发病率与死亡率、提高饲料利用率、促生长和改善产品品质方面起到十分显著的作用，畜牧业的规模化发展将直接促进兽药消费量的增长。

规模化养殖是畜牧业的发展趋势，在宏观经济继续稳步发展和人均可支配收入持续提高的背景下，我国畜牧业仍处于高速发展期。畜牧业的持续发展将继续促进兽药的市场需求，预计未来兽药行业仍将保持15%左右的增长速度。

2.3 兽用生物制品的市场容量将继续扩大

目前国内的兽药市场以兽用药物制剂为主，根据中国动物保健品协会的统计，2009 年国内兽药总消费额 236 亿元中，兽用药物制剂的总消费额为 184 亿元，占兽药市场容量的 78.06%；兽用生物制品的总消费额为 47.56 亿元，占兽药市场容量的 21.94%。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 2：2005-2009 年我国兽药市场规模及产品结构



单位：亿元；资料来源：中国动物保健品协会、东海证券研究所

2.4 行业集中度有待进一步提升

2004 年我国大约有 2800 家兽药生产企业，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，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，市场恶性竞争得到一定程度的缓解。

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%。随着兽药生产、流通环节监管力度的逐渐加强、行业自身的结构调整，未来兽药行业的市场集中度有望进一步提高。

3、 公司核心竞争能力分析

3.1 品种最多的兽药龙头企业之一

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 3 大系列 204 个品种，是农业部指定的高致病禽流感疫苗、高致病性猪蓝耳病灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗定点生产企业，也是我国首家拥有自主出口权的动物保健品高新技术企业。

2009 年公司收入 5.35 亿元，在兽药企业中销售收入排名第二，仅次于中牧股份；在兽用生物制品销售收入排名行业第三，较 08 年排名上升两位，仅次于中牧股份及青岛易邦。

3.2 研发实力保证产品质量

公司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。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。

同时，公司具有较强的产业化能力，多次按照农业部指定种毒和生产规程快速、高质量地实现产业化生产，率先完成农业部科研成果产业化任务。通过优化和创新，公司生产的禽流感疫苗的稳定性和粘度技术指标大大优于国内同类产品，达到国际领先水平。本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。

3.3 自有禽蛋场降低原料成本

公司主要疫苗产品的胚毒苗均采用非免蛋生产，其它少量活疫苗采用更严格的 SPF 蛋生产。胚蛋约占疫苗成本的 1/3 以上，SPF 蛋占比更高，2009 年胚蛋成本已超过 5000 万。

公司目前有纲地和齐洞 2 个非免蛋场和 1 个 SPF 蛋场，年产能为 2900 万枚非免蛋和 150 万枚 SPF 蛋，其中非免蛋可满足公司自身胚毒苗需求的 36%。自产的非免蛋价格略低于外购价，有效降低了疫苗成本的同时更保证了疫苗原材料的质量。

此外，公司作为国内最大、硬件最好的 SPF 蛋供应基地，是其他疫苗科研机构及厂家的指定供应商。未来随着国家对疫苗质量的要求越来越严格，公司在原材料上的技术及成本优势将进一步得到体现。

3.4 多渠道、多层次的综合营销网络

近年来，公司采取了一系列优化产品结构、扩大非关联交易业务、降低关联交易的有效措施。已经建立了以政府采购网络、大集团网络、连锁店网络、国际贸易网络的为核心的多渠道、多层次的综合营销网络体系，通过政府招标、直销、经销等方式全面覆盖了散户、集团养殖、国际客户等各类客户，在激烈的行业竞争中具备了营销网络优势。

目前,公司政府采购业务占全部销售收入比重从 07 年的 38%提升至 2010 年前三季度的 54%;大集团直销作为第二大销售渠道,约占全部销售额的 40%;2008 年以来,公司陆续在全国各地开设了 24 家直销服务点,连锁店(GSP)网络逐步覆盖全国终端养殖客户,随着募投项目的建设未来 GSP 经营店的推广将继续加速。

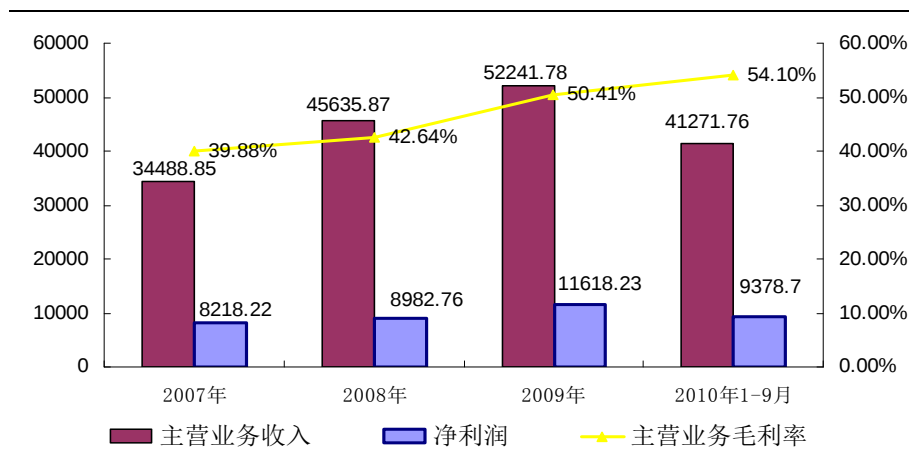
4、公司财务分析

4.1 主营业务保持快速增长

公司的主营业务主要来自兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂及添加剂预混合饲料的生产和销售。2004 年以来,公司抓住禽流感大规模爆发后政府要求强制免疫带来的市场机会,实现了公司主营业务收入和净利润的快速增长。

2007 年-2009 年公司营业收入平均年增长率为 23.01%;净利润平均年增长率为 18.90%;毛利率实现快速增长,主要由于公司主营业务结构调整,高毛利的兽用生物制品业务在产品结构中的比例快速提升。

图 3: 2007 年-2010 年 1-9 月公司主营业务收入、净利润及毛利率情况

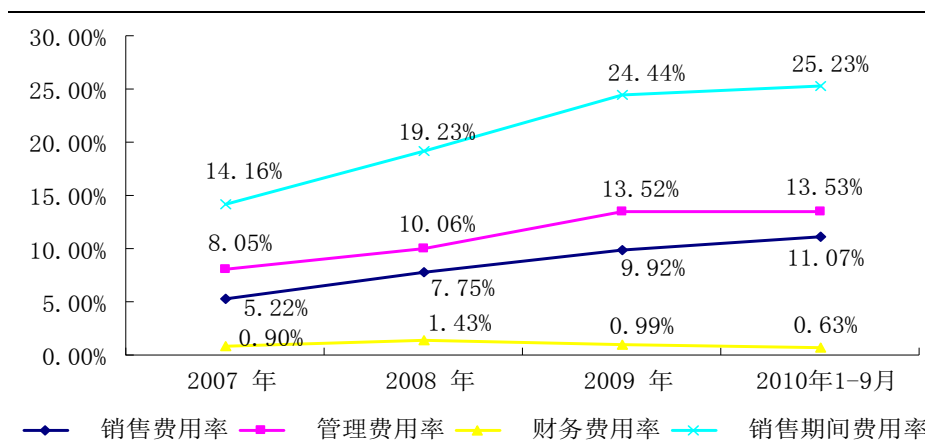


资料来源: wind、东海证券研究所

4.2 期间费用控制良好

07 年以来,随着公司经营规模的扩大、市场开拓力度的增强、招标采购业务比重的提升,公司销售费用率及管理费用率呈上升趋势,期间费用率总的增长情况与公司营业收入和利润规模的增长基本匹配。

图 4：2007 年-2010 年 1-9 月公司期间费用情况



资料来源：wind、东海证券研究所

5、 公司主要风险

5.1 关联交易风险

公司与温氏集团及其控制的其他企业因同时受温氏家族控制而形成了关联方关系，导致公司与温氏集团（国内最大的禽畜饲养企业）的业务往来构成了关联交易，关联交易对公司的生产经营带来一定不确定性。

5.2 主要产品降价风险

目前国内兽药企业仍处于小规模、低层次竞争阶段，价格竞争使公司产品存在降价风险。公司已经通过优化产品结构、控制成本等方式积极应对产品价格的波动。

5.3 重大疫情风险

兽药行业与下游畜牧养殖业的关联性较大，禽流感、猪蓝耳病等重大疫情的发生，将对养殖业造成较大冲击，进而影响兽药产品的需求及公司的盈利情况。

6、 募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人 6,700 万股，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。募集资金具体投向如下：

表 1: 募投项目情况

项目名称	投资总额 (百万元)	目前产能	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	-	-

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

募投投向中的 4 个项目为扩张生产线, 预计 1-1.5 年投产、3-5 年完全达产, 届时高致病性禽流感疫苗、家禽多联灭活疫苗、猪蓝耳活疫苗及中兽药产能增加 80%-300% 不等, 预期销售收入和净利润均可翻番; 营销网络建设则为响应国家新出台的 GSP 制度及完善公司销售短板, 未来 3 年在 6 省设立 120 个直销店; 研发中心项目则为进一步加强后续产品研发实力及完善现有技术服务体系。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、未来 2 年期间费用率略有下降
- 2、公司税收政策保持不变
- 3、募投项目如期达产

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.52 元、0.61 元和 0.72 元。

表 2：大华农盈利预测

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	48045	53493	61332	71623	86167
增长率	35.9%	11.3%	14.7%	16.8%	20.3%
营业成本	27671	26857	29733	35962	43204
营业税金及附加	258	274	307	358	431
销售费用	3721	5308	5827	6446	7755
管理费用	4835	7234	7973	8953	11202
财务费用	685	530	285	42	28
营业利润	10487	13275	16008	18861	22547
营业外收入	(304)	208	200	200	200
利润总额	10183	13483	16208	19061	22747
所得税费用	1200	1865	2431	2859	3412
归属于母公司净利润	8983	11618	13776	16202	19335
EPS（摊薄）	0.34	0.44	0.52	0.61	0.72

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

作为国内兽药行业的龙头企业之一，公司在研发、生产、销售过程中具有较强的竞争优势，在兽药行业、兽药生物制品子行业中拥有较高的市场占有率；鉴于公司所处行业良好的市场前景及公司在行业中的地位和优势，综合兽药行业上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 19.52 元-22.57 元，对应公司 2011 年的 EPS 市盈率为 32-37 倍。

作者简介

袁舰波：东海证券医药行业高级分析师，南京大学理学学士，复旦大学 MBA，拥有十多年的医药及证券行业从业经历，具备丰富的营销、管理及证券分析经验，对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。重点跟踪公司：益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

屈昶：东海证券医药行业分析师，中山大学硕士，主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。重点跟踪公司：浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗。

评级定义

市场指数评级

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897