

大华农 (300186)

合理估值 19-22

动物保健品行业的新秀

市场数据

报告日期	2011-2-26
收盘价 (元)	
发行前股本 (百万股)	200.00
拟发行股本 (百万股)	67.00
总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
净资产 (百万元)	509.18
总资产 (百万元)	659.08
每股净资产	2.55

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	535	622	704	794
同比增长 (%)	11.3%	16.3%	13.3%	12.7%
净利润 (百万元)	116	141	172	201
同比增长 (%)	29.3%	21.6%	21.6%	17.1%
毛利率 (%)	49.8%	53.6%	53.2%	53.8%
净利率 (%)	21.7%	22.7%	24.4%	25.4%
净资产收益率 (%)	28.0%	22.7%	8.1%	8.6%
每股收益 (元)	0.44	0.53	0.64	0.75
每股经营现金流 (元)	0.49	0.72	0.41	0.96

相关报告

投资要点

- 大华农主要从事兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂与添加剂预混合饲料的生产和销售。2009 年公司在兽药企业中销售收入排名第二，仅次于中牧股份。公司兽用生物制品为核心业务，占销售收入的 61.29%。其中高致病性禽流感疫苗和高致病性猪蓝耳疫苗进入国家强制免疫，09 年市场占有率分别为 25% 和 6%。
- 大华农的竞争优势在于领先的研发能力和综合性的营销网络。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。公司拥有政府、集团公司、连锁店及出口等综合性的营销网络，保障了良好的营销能力。
- 募投项目解决公司发展瓶颈。公司募集资金拟投入现有产品的扩建，加强研发水平以及完善营销能力。募投项目 1-2 年后投产，届时高致命性禽流感疫苗、家禽多联灭活疫苗、猪蓝耳疫苗等增产放量，有望获得快速增长。
- 盈利预测。我们预测发行后，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.53，0.64 和 0.75 元。若按 2011 年 30-35 倍 PE，公司合理估值在 19-22 元。我们认为 22 元的发行价已经合理。
- 风险因素：政府招标价格下降。

分析师 王晔
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190200010075

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况	- 4 -
2、行业分析	- 4 -
2.1 兽药行业持续增长	- 4 -
2.2 畜牧业的发展带来机遇	- 5 -
3、公司分析	- 5 -
3.1 业绩增长稳定	- 5 -
3.2 产品齐全的兽药龙头	- 6 -
3.3 研发能力较为突出	- 7 -
4、募投资金项目分析	- 7 -
5、盈利预测与估值	- 8 -
 图 1、公司发行后股权结构	- 4 -
图 2、兽药行业稳定增长（单位：亿元）	- 4 -
图 3、报告期内公司营业收入与净利润情况（单位：万元）	- 5 -
图 4、2009 年各项业务收入（左）利润（右）占比	- 6 -
图 5、兽用生物制品比例逐年提高	- 6 -
图 6、近年来研发投入占比	- 7 -
 表 1：2008 年公司在兽药行业名列全国第二	- 6 -
表 2：募投项目一览表	- 7 -
表 3、公司盈利预测假设	- 8 -
表 4、公司盈利预测结果	- 8 -
表 5、同类上市公司估值比较	- 9 -
附表	- 10 -

投资概要

大华农主要从事兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂与添加剂预混合饲料的生产和销售。2009 年公司在兽药企业中销售收入排名第二，仅次于中牧股份。公司高致病性禽流感疫苗和高致病性猪蓝耳疫苗进入国家强制免疫，09 年市场占有率分别为 25%和 6%。

1、估值及投资建议

我们预测发行后，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.53, 0.64 和 0.75 元。若按 2011 年 30-35 倍 PE，公司合理估值在 19-22 元。我们认为 22 元的发行价已经合理。

2、关键假设

参见正文假设部分。

3、股价表现催化剂

新的疫情发生，国家增加采购品种

4、风险提示

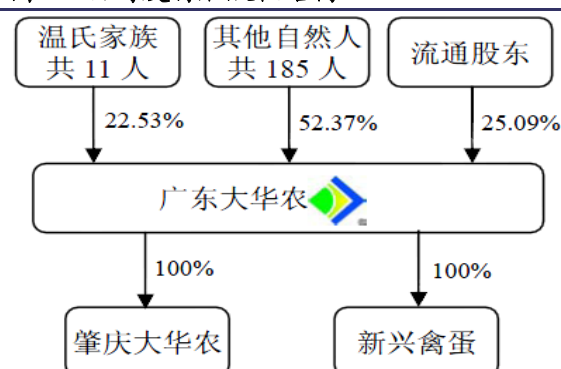
政府招标价格下降

1、公司基本情况

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，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，其中取得国家新兽药证书的产品 6 个，广东省重点新产品 3 个。

公司本次发行前总股本 20,000 万股，本次拟发行 6,700 万股，占发行后总股本的 25.09%。温氏家族为公司实际控制人，持有发行后总股本比例为 22.53%，其余 185 名自然人持有公司发行后股本比例为 52.37%。

图 1、公司发行后股权结构



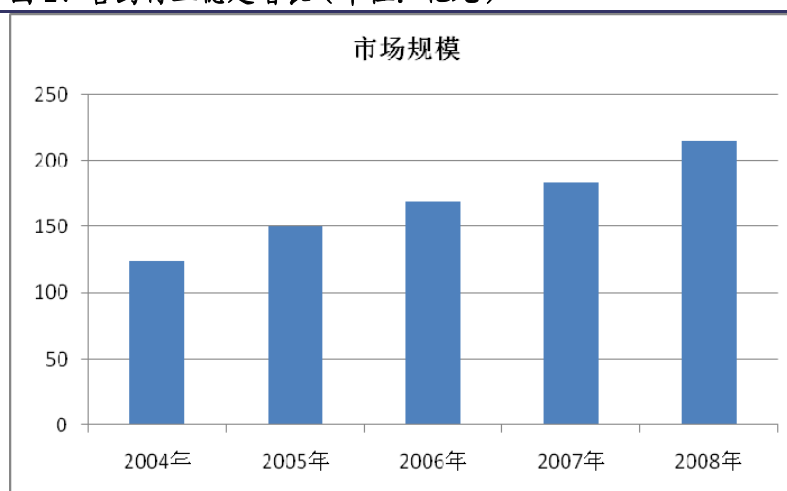
数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

2、行业分析

2.1 兽药行业持续增长

随着畜牧养殖业的发展，国内兽药总消费额保持年均 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。预计未来行业仍将保持稳定增长态势，到 2012 年兽药总产值可达 375 亿元以上。

图 2、兽药行业稳定增长（单位：亿元）



数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

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,2008年国内兽药总消费额 214.67 亿元中,兽用药物制剂的总消费额为 167.11 亿元,占兽药市场容量的 77.85%;兽用生物制品的总消费额为 47.56 亿元,占兽药市场容量的 22.15%。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。

2.2 畜牧业的发展带来机遇

中国是未来世界上最大的兽药消费市场之一,市场前景广阔。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。2009 年,我国肉类总产量达到 7,509 万吨,占全世界肉类总产量的近 30%,禽蛋总产量达到 2,638 万吨,畜禽产品总量规模巨大。但人均肉类消费仍然不高。2009 年,我国有 13.34 亿人口,人均肉类占有水平约为 56 千克,远低于美国的人均肉类消费量 123.5 千克,与消费习惯类似的台湾人均肉类消费量 74.4 千克也还有很大差距。随着人民生活水平的提高,我国的人均肉类占有水平与发达国家人均肉类占有水平的差距会进一步缩小,同时拉动对兽药的需求。

规模化养殖也带来对兽药的需求。集约化和规模化养殖,畜群密度增大为动物疫病的传播创造条件。因此,随着规模养殖程度的提高,兽药的使用量也将增长。

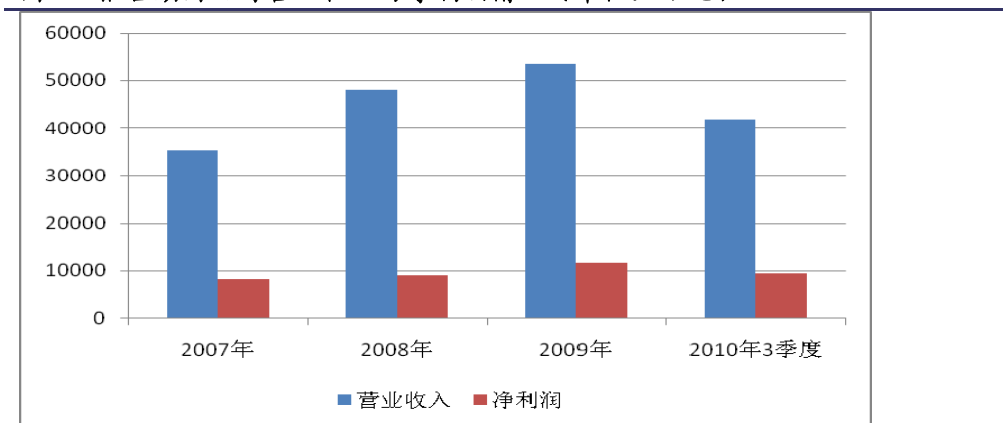
兽药行业自身的升级换代带来新需求。过去,人药和兽药不分,兽药中滥用抗生素,导致病菌耐药性严重,进而对人的健康产生危害。我国兽药行业与国外差距明显,未来绿色兽药开发,兽用生物制品增加,也将改变兽药行业的产品结构。

3、公司分析

3.1 业绩增长稳定

公司在过去几年中保持稳定增长,2007-2009 年复合增长率为 18.9%,高于行业平均 15%左右的水平。2010 年 1-9 月营业收入 41,943 万元,净利润 9,378.7 万元。

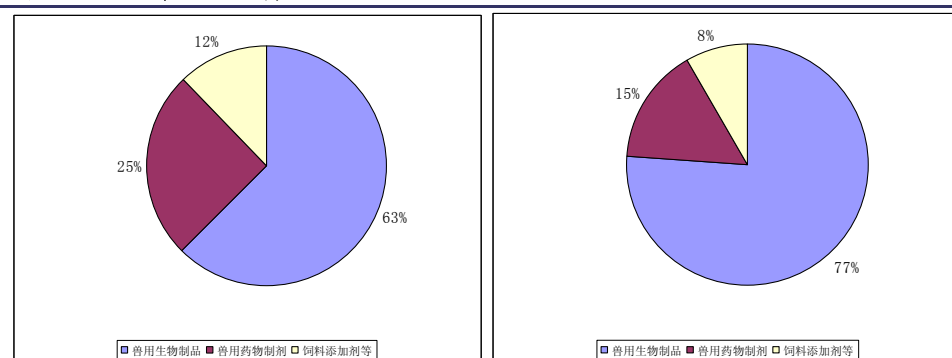
图 3、报告期内公司营业收入与净利润情况(单位:万元)



数据来源:招股说明书,兴业证券研究

各项业务中，兽用生物制品占公司收入和利润比重最大。

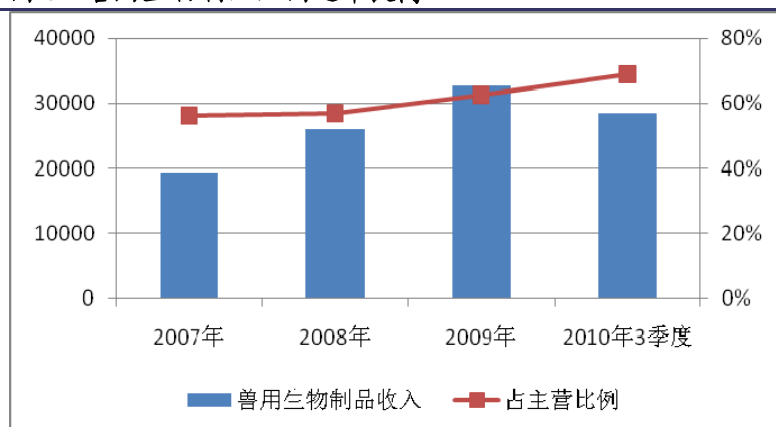
图 4、2009 年各项业务收入（左）利润（右）占比



数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

由于最近几年公司有新畜用疫苗获批，从而拉动生物制品板块的快速增长，提升在公司业务中的比重。

图 5、兽用生物制品比例逐年提高



数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

3.2 产品齐全的兽药龙头

大华农主要产品包括兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂和添加剂预混合饲料 3 大系列 200 个品种，主要用于预防、治疗、诊断畜禽等动物疾病。公司是国家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。

公司是行业里少数集兽用生物制品和兽用药物制剂为一体的兽药企业公司。在兽药行业的综合排名第 2，仅次于中牧股份。在兽用生物制品行业排名第 5(仅次于中牧、青岛益邦、金宇集团、洛阳普莱柯)。在兽用药物行业排名第 2(仅次于鲁抗舍里乐)。

表 1：2008 年公司在兽药行业名列全国第二

排名	厂商名称	按销售额计算的市场占有率 (%)
1	中牧实业股份有限公司	4.57%
2	广东大华农动物保健品股份有限公司	2.04%

3	青岛易邦生物工程有限公司	2.00%
4	内蒙古金宇集团股份有限公司	1.71%
5	山东鲁抗舍里乐药业有限公司	1.44%
6	洛阳普莱柯生物工程有限公司	1.20%
7	新疆天康畜牧生物技术股份有限公司	1.07%
8	中农威特生物科技股份有限公司	1.04%
9	河北远征药业有限公司	1.03%
10	佛山市南海北沙制药有限公司	1.00%

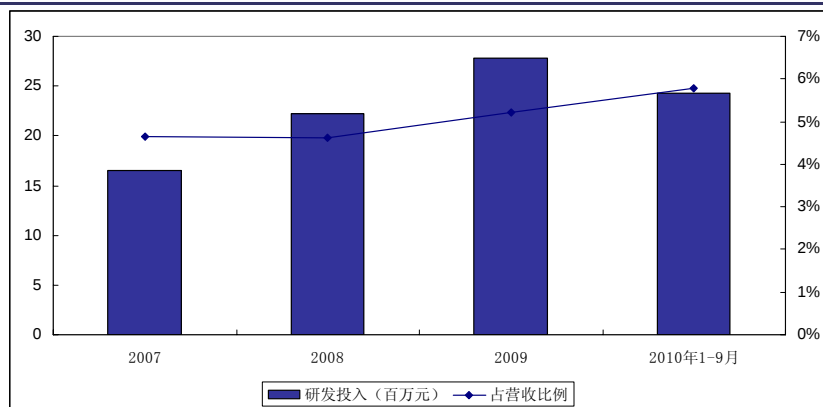
数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

3.3 研发能力较为突出

报告期内三年，公司共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。

同时，公司建立了较为完善的、多层级的研发平台。公司设有专门从事兽药日常研究的研发中心，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 and 高校合作的生物安全三级实验室，具有从事禽畜重要烈性传染病的病原学和防控技术研究以及动物源性人畜共患病的病原学和防控技术研究资格；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合作关系。

图 6、近年来研发投入占比



资料来源：招股说明书

4、募投资金项目分析

公司本次 IPO 计划公开发行 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。募集资金项目具体如下：

表 2：募投项目一览表

序号	项目类别	项目名称	投资总额(万元)
----	------	------	----------

1	兽用生物制品	高致病性禽流感疫苗产业化技术改造项目	10,000
2		家禽多联系列灭活疫苗产业化技术改造项目	7,000
3		猪蓝耳病活疫苗产业化技术改造项目	7,000
4	兽用中药	年生产 8000 吨中兽药产业化技术改造项目	7,000
5	营销网络	动物保健品营销网络建设及改造项目	6,000
6	研发类	动物疫苗工程研发中心技术改造项目	6,000

数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

募投项目中有 4 个项目为扩张生产线，3 个项目改造高毛利的兽用生物制品。预计 1-1.5 年投产，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，销售收入和净利润有望大幅增长；

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，壮大营销能力；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。

5、盈利预测与估值

我们对公司主要产品的销售预测如下表。

表 3、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
兽用生物制品	收入（百万元）	326.57	411.86	479.47	553.06
	同比增长	25.97%	26.12%	16.42%	15.35%
	毛利率	61.43%	65.00%	64.00%	64.00%
兽用药物制剂	收入（百万元）	131.94	139.84	148.27	157.26
	同比增长	-5.43%	5.99%	6.02%	6.06%
	毛利率	30.74%	30.30%	30.00%	30.00%
饲料添加剂等	收入（百万元）	63.90	57.05	62.75	69.03
	同比增长	10.96%	-10.73%	10.00%	10.00%
	毛利率	34.76%	33.00%	30.00%	30.00%
合计	总收入	534.92	621.88	704.28	793.82
	同比增长	11.34%	16.26%	13.25%	12.71%
	毛利率	50.06%	53.63%	53.25%	53.78%
销售费用/销售收入（%）		9.92%	11.00%	10.50%	10.50%
管理费用/销售收入（%）		13.52%	13.50%	13.50%	13.50%
财务费用/销售收入（%）		0.99%	0.82%	0.06%	-0.63%

资料来源：兴业证券研究所整理

根据以上假设，得出盈利预测，如下。

表 4、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	535	622	704	794
增长率 %	11.3%	16.3%	13.3%	12.7%
营业利润（百万元）	133	163	198	232
增长率 %	26.6%	22.7%	21.8%	17.2%
净利润（百万元）	116	141	172	201
增长率 %	29.3%	21.6%	21.6%	17.1%

最新摊薄每股收益（元）	0.44	0.53	0.64	0.75
每股净资产（元）	1.56	2.34	7.97	8.73
动态市盈率（倍）	50.56	41.57	34.17	29.19
市净率（倍）	14.14	9.42	2.76	2.52

数据来源：兴业证券研发中心整理

如果以 2011 年动态 PE30-35 倍计算，公司合理估值在 19-22 元。大华农此次发行价格为 22 元，估值合理。与已上市同类企业相比，公司估值也处于中间范围。

表 5、同类上市公司估值比较

证券简称	2010EPS(元)	2011EPS(元)	2010PE	2011PE	总市值(亿元)
中牧股份	0.79	0.97	29.3	23.9	90.6
金宇集团	0.41	0.48	32.3	27.3	36.8
瑞普生物	1.33	1.83	47.4	34.5	46.8
天康生物	0.47	0.83	47.4	26.6	50.2
大华农	0.53	0.64	41.6	34.2	58.7

资料来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	358	428	1277	1045
货币资金	200	272	1099	846
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	68	59	67	75
其他应收款	7	9	10	11
存货	66	72	82	92
非流动资产	251	448	903	1341
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	178	321	721	1124
在建工程	19	50	105	128
油气资产	0	0	0	0
无形资产	48	53	58	64
资产总计	608	876	2180	2386
流动负债	172	221	22	26
短期借款	80	100	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	65	55	0	0
其他	26	67	22	26
非流动负债	21	31	30	30
长期借款	20	30	30	30
其他	1	1	0	0
负债合计	190	252	51	55
股本	200	267	267	267
资本公积	29	29	1362	1362
未分配利润	174	306	466	654
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	415	624	2129	2330
负债及权益合计	608	876	2180	2386

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	116	141	172	201
折旧和摊销	23	28	47	76
资产减值准备	0	4	0	1
无形资产摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	5	1	-3
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	10	-28	120	16
经营活动产生现金流量	136	192	109	257
投资活动产生现金流量	-45	-212	-513	-513
融资活动产生现金流量	-45	92	1232	3
现金净变动	46	72	828	-253
现金的期初余额	194	200	272	1099
现金的期末余额	240	272	1099	846

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	535	622	704	794
营业成本	269	288	329	367
营业税金及附加	3	3	4	4
销售费用	53	68	74	83
管理费用	72	84	95	107
财务费用	5	5	1	-3
资产减值损失	0	10	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	133	163	198	232
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	135	164	199	233
所得税	19	23	28	32
净利润	116	141	172	201
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	116	141	172	201
EPS (元)	0.44	0.53	0.64	0.75

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.3%	16.3%	13.3%	12.7%
营业利润增长率	26.6%	22.7%	21.8%	17.2%
净利润增长率	29.3%	21.6%	21.6%	17.1%
盈利能力(%)				
毛利率	49.8%	53.6%	53.2%	53.8%
净利率	21.7%	22.7%	24.4%	25.4%
ROE	28.0%	22.7%	8.1%	8.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	31.3%	28.8%	2.3%	2.3%
流动比率	2.08	1.93	59.27	39.94
速动比率	1.70	1.61	55.45	36.43
营运能力(次)				
资产周转率	0.91	0.84	0.46	0.35
应收帐款周转率	8.17	9.58	10.62	10.60
每股资料(元)				
每股收益	0.44	0.53	0.64	0.75
每股经营现金	0.49	0.72	0.41	0.96
每股净资产	1.56	2.34	7.97	8.73
估值比率(倍)				
PE	50.56	41.57	34.17	29.19
PB	14.14	9.42	2.76	2.52

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。