

大华农 (300186): 兽药行业的一颗新星

医药行业/生物制品

合理价: 22.52-25.74 元

报告日期: 2011 年 2 月 25 日

主要财务指标 (单位: 万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	535	573	668	795
(+/-)	11.34%	7.16%	16.59%	18.93%
营业利润	133	152	205	272
(+/-)	26.59%	14.16%	35.54%	32.58%
归属于母公司				
的净利润	116	129	175	231
(+/-)	29.34%	10.88%	35.54%	32.58%
每股收益 (元)	0.44	0.48	0.65	0.87

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2006.12.08/2006.12.22
发行后总股本 (万股)	26700
发行股数 (万股)	6700
发行价格 (元)	22.00
发行市盈率 (倍)	38.6
发行动态市盈率 (倍)	-
行业滚动市盈率 (倍)	-
第一大股东	温鹏程
第一大股东持股比例 (发行前/发行后)	14.11%/10.57%
发行前每股净资产 (元)	2.55
发行前资产负债率	22.74%

注: 发行市盈率 = 发行价 / 发行前一年度摊薄后 EPS;

发行动态市盈率 = 发行价 / 发行当年预测摊薄后 EPS;

证券分析师: 彭晓
执业证书编号: A0140511010008
010-66045453 pengx@txsec.com
联系人: 温燕
010-66045760 weny@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 6700 万股, 发行后总股本为 26700 万股。公司第一大股东持股 10.57%, 实际控制人为温氏家族。
- 公司从事兽药的研制、生产和销售。包括兽用生物制品、兽用药物制剂和饲料添加剂及添加剂预混饲料。2009 年公司收入 5.35 亿元, 在兽药行业综合排名中位列第二, 兽用生物制品排名中位列第三。
- 生物制品是主要收入及利润来源, 猪蓝耳病疫苗和禽流感疫苗贡献最大。公司的利润主要来自主营业务, 其中生物制品毛利率高且发展迅速, 销售占比逐年增大, 09 年生物制品收入 3.27 亿, 毛利 2 亿, 是收入和利润的主要来源, 尤其是猪蓝耳病疫苗和禽流感疫苗两大品种贡献了主要利润。
- 三大核心竞争力: 管理优势: 管理层在畜牧业及兽药行业经营多年经验丰富; 研发优势: 建立了多层次的研发平台、拥有省级动物保健品研发中心以及民营企业首家生物安全三级实验室, 研发实力居全国前列, 产业化能力强; 规模优势: 产能、产品线具有相当规模, 拥有 3 大系列 204 个产品品种、6 个国家新兽药证书、3 个国家强制免疫疫苗产品以及年产 150 万枚 SPF 种蛋的实验动物中心, 产品质量及生产效率高。
- 募股项目分三方面围绕主业进行: 一是扩大生产能力, 包括 4 个扩张生产线项目; 二是完善营销网络, 主要是重点省市的 GSP 经营店铺设; 三是提高研发水平, 完善新产品储备, 提高竞争力。未来增长可期。
- 风险提示。关联交易风险; 自主研发及技术创新风险; 重大疫情导致市场波动风险。
- 盈利预测及估值。预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.48、0.65、0.87 元; 我们认为公司的合理市盈率水平应在 35-40 倍之间。按照预测的 2011 年业绩计算, 公司股票上市后的合理价值区间应在 22.52~25.74 元之间。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 公司股本结构	3
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位	3
2. 行业概况	4
2.1 国际兽药行业发展状况	4
2.2 我国兽药行业发展状况	4
2.3 市场前景分析	5
3. 公司主营业务分析	6
3.1 主要产品介绍	6
3.2 主营业务收入及利润	8
4. 公司竞争力分析	9
4.1 管理优势	9
4.2 研发及品牌优势	9
4.3 规模优势	10
5. 募集资金项目分析	10
6. 盈利预测与估值分析	11
6.1 关键假设	11
6.2 盈利预测	11
6.3 估值区间	12
7. 风险提示	12

图表目录

图表 1 发行后股权结构图	3
图表 2 2008 年兽药行业排名	4
图表 3 我国兽药市场产品结构及区域结构	5
图表 4 人均肉类消费量各地区比较	6
图表 5 大华农产品系列及用途（兽药三大系列+上游胚蛋产品）	6
图表 6 2010 年国家动物疫病强制免疫计划	7
图表 7 2010 年 1-9 月大华农主营业务收入及毛利构成	8
图表 8 大华农历年收入及利润变化趋势	9
图表 9 大华农募集资金项目	10
图表 10 大华农分产品盈利预测	11
图表 11 大华农盈利预测	11

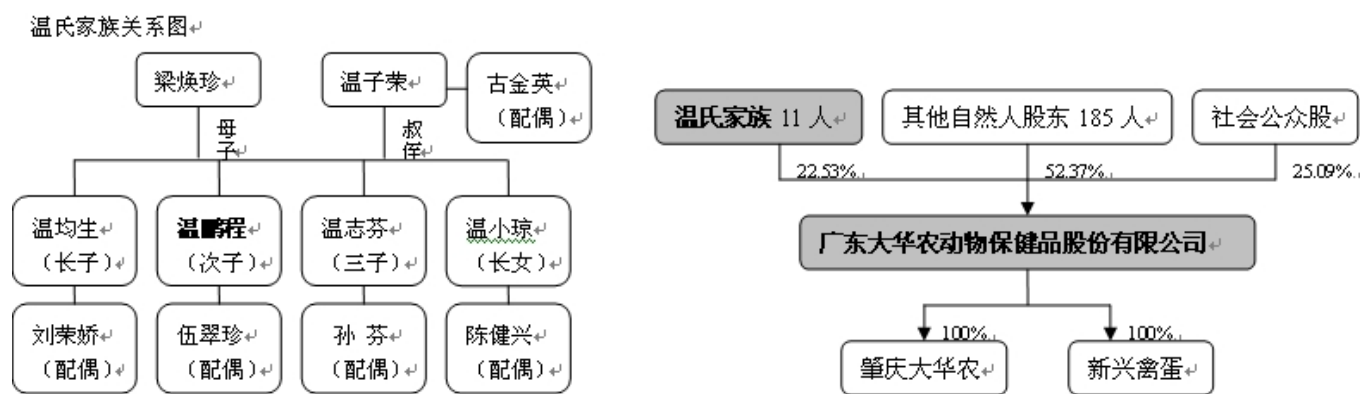
1. 公司概况

1.1 公司股本结构

公司前身为2004年8月9日成立的新华农有限，2005年4月7日更名为大华农有限，2008年7月15日整体变更为股份有限公司。变更时注册资本为人民币1.35亿元，2008年8月26日定向增发6500万股，注册资本增至2亿元。本次IPO公司采用网下询价与网上申购结合的方式发行6700万股A股，公司总股本增至2.67亿股，其中新发股票占发行后总股本的25.09%。

公司第一大股东为温鹏程先生，持有公司股份2821.35万股，实际控制人为温氏家族，包括温鹏程等11人，合计持有公司上市后22.53%（上市前为30.08%）的股份。温氏家族同时为国内最大的禽畜养殖企业温氏集团的大股东。大华农及温氏集团股权结构均较为分散，员工持股较多，利于提高工作的积极能动性。

图表 1 发行后股权结构图



资料来源：招股说明书 天相投顾

1.3 公司主营业务构成状况及行业地位

公司是一家民营家族型高新技术企业，由温氏集团控股的兽药企业发展而来，专注于兽药的研制、生产和销售。主要产品包括兽用生物制品、兽用药物制剂和饲料添加剂及添加剂预混饲料，共3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，2009年3月15日公司被认定为国家火炬计划重点高新技术企业。本公司还被中国动物保健品协会评为“2009年度兽用生物制品生产企业10强”等。

公司近年来发展迅速，是我国兽药行业冉冉升起的新星，2009年公司在兽药行业销售收入综合排名中位列第二，在兽药行业兽用生物制品中排名第三，较2008年的第五名上升两位，仅次于中牧股份及青岛易邦。

图表 2 2008 年兽药行业排名

排名	兽药综合排名		兽用生物制品排名		兽用药物制剂排名	
	厂商名称	占有率	厂商名称	占有率	厂商名称	占有率
1	中牧实业股份有限公司	4.57%	中牧实业股份有限公司	19.45%	山东鲁抗舍里乐药业有限公司	1.90%
2	广东大华农	2.04%	青岛易邦生物工程有限公司	9.29%	广东大华农	1.52%
3	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%	河北远征药业有限公司	1.36%
4	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%	佛山市南海北沙制药有限公司	1.32%
5	山东鲁抗舍里乐药业有限公司	1.44%	广东大华农	5.34%	浦城正大生化有限公司	0.90%
6	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%	保定冀中药业有限公司	0.75%
7	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%	上海公谊兽药厂	0.71%
8	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%	上海诺华动物保健有限公司	0.65%
9	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%	大连三仪动物药品有限公司	0.63%
10	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%	华北制药集团爱诺有限公司	0.61%

资料来源：招股说明书 天相投顾

2. 行业概况

据国家统计局行业分类标准，公司所处行业为医药制造业中的兽用药品制造，近年来，兽药行业扩大为与动物健康和安全相关产业的总和，也称为动物保健品行业。主管部门是中华人民共和国农业部。

2.1 国际兽药行业发展状况

20世纪60年代以前，动物治疗都用人药，1968年美国颁布《兽药修正案》之后，才开始了真正意义上的兽药法制化管理。兽药行业发展大致经历了以下几个阶段：

60-80年代是萌芽、成长阶段，主要以防治烈性传染病为主，兽用抗生素、化药、疫苗等生产企业快速成长；20世纪末是黄金时代，也称效益兽医阶段。畜禽疾病谱转向慢性传染病、营养代谢病等，这个阶段将卫生防疫和健康管理结合，促生长药物、添药饲料等作用得以突显；21世纪以后进入垄断发展时期，跨国企业兼并重组，强强联合，注重产品研发和品牌，辉瑞、梅利亚等国际巨头的垄断地位形成，2008年前5大制药企业的销售额占全球兽药总销售额的56.87%。

全球兽药产业在过去五年呈现蓬勃发展的势头，销售额从2005年的149亿美元，增加到2009年的186亿美元。其中，生物制品增长迅速，将是今后兽药市场中发展前景最好的类别。从绝对市场来看北美和西欧仍是目前世界动保产品的最大市场，亚洲市场销售额较小，是未来发展的增长区。

2.2 我国兽药行业发展状况

我国兽药产品主要分为兽用生物制品、兽用药物制剂，其中兽用药物制剂又分为兽用化药和兽用中药。兽用生物制品以免疫和预防为主，兽用化药主要以治疗为主，兽用中药强调整体作用和辩证施治。

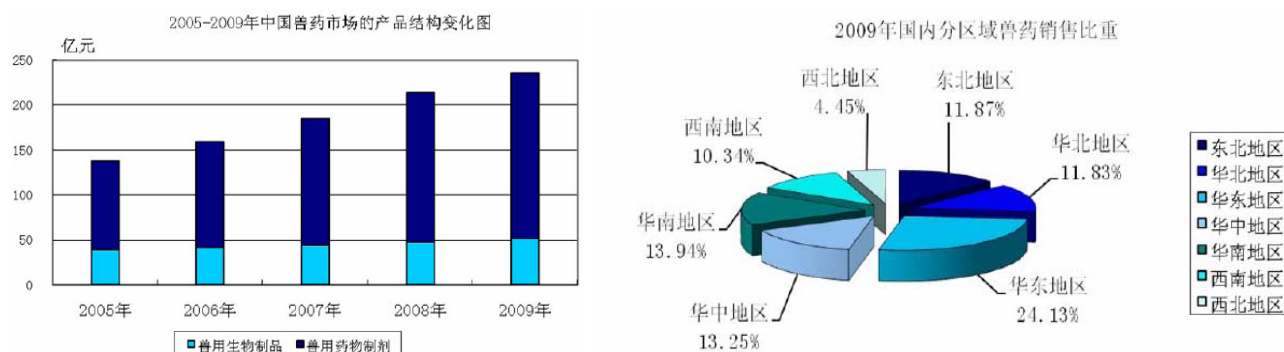
兽药行业发展迅速，年均增速15%，集中度有待提升。近几年我国畜牧业快速发

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，兽药总消费额从2005年的138亿元增长至2009年的236亿元，年均增速15%左右。兽药企业数量也迅速扩大，良莠不齐。2006年国家强制实施兽药GMP以后，兽药企业数量由2004年的2800家减少到2009年5月的1588家，其中生药企业73家，化药企业1486家，生药兼化药企业7家，外企22家。2008年销售额排名前十的兽药生产企业市场占有率为17%，市场集中度有所提高但仍有提升空间。

兽药消费区域分布不均。我国兽药消费主要集中在华东、华南、华中、西南、东北等地区，西北相对最低。

兽用药物制剂占主流，生物制品潜力巨大。目前我国的兽药市场以兽用药物制剂为主。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，占比78%；兽用生物制品的总消费额为48亿元，占比22%。未来几年，随着强制免疫范围的扩大、规模化养殖比例的提高、“防重于治，重在预防”的养殖观念更新以及人们对食品安全要求的提高，兽用生物制品的市场容量将进一步扩大，无残留、性价比高的兽用中药的需求量也将迅速增长。

图表 3 我国兽药市场产品结构及区域结构



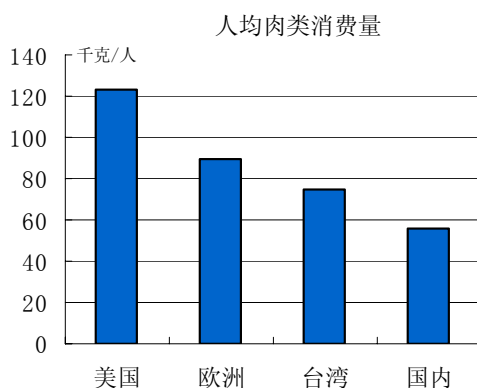
资料来源：招股说明书 天相投顾

2.3 市场前景分析

我国已成为继美国之后的第二大动物保健品消费国，是未来世界上最大的兽药消费市场之一，市场前景广阔。

国家宏观经济的发展、我国庞大的人口规模和人均肉类消费量的增长推动禽畜产品需求量。2009年，我国有13.34亿人口，人均肉类消费量约56千克，远低于美国的123.5千克，也低于欧洲的89千克，与种族和消费习惯类似的台湾的人均肉类消费量74.4千克相比，也还有很大差距。随着人民生活水平的提高，我国的人均肉类消费量与发达国家的差距会进一步缩小，对禽畜产品的需求将会进一步加大，推动畜牧业的发展，从而带动兽药行业的发展。

图表 4 人均肉类消费量各地区比较



资料来源：招股说明书 天相投顾

规模化养殖直接促进兽药行业的需求。规模化养殖是畜牧业的发展趋势。从历史数据看，规模化养殖的生猪出栏头数占生猪出栏总数的比例逐年增加，2008年该比例更是超过了50%，这是畜牧业规模化的标志之一。而规模化养殖的畜群密度大，流动频繁，利于动物传染病、寄生虫病、中毒病、营养代谢病等的流行，造成动物发病率、死亡率增加，生产性能下降，增加了畜牧业对兽药的需求，促进了兽药行业的发展。如前所述，2005年至2009年的兽药总消费额年均增速15%左右，预计未来几年仍将保持平稳增长态势，到2012年兽药总产值可达375-402亿元。

绿色低残留兽药和兽用生物制品是未来发展方向。随着生活水平的提高，人们对食品品质和安全的要求越来越高，从数量型向质量型转变。禽畜食品中药物残留量偏高，将影响人们的身体健康甚至生命，例如禽畜食品中抗生素残留过高，可能引起人的过敏反应，甚至使人体内细菌对抗生素产生耐药。公众健康环保意识的提高，促进了兽药行业内部产品结构的调整，高端产品、绿色兽药、低残留兽药将成为发展方向，生物制品更为突出。

3. 公司主营业务分析

3.1 主要产品介绍

图表 5 大华农产品系列及用途（兽药三大系列+上游胚蛋产品）

产品类别	主要产品	主要用途
胚蛋	非免蛋，SPF 蛋	研究、兽用生物制品原料
兽用生物制品	畜用疫苗	猪蓝耳病灭活疫苗、猪蓝耳病活疫苗、猪瘟活疫苗
	禽用疫苗	鸡新城疫灭活疫苗、禽流感油乳剂灭活疫苗、鸡产蛋下降综合征灭活疫苗等
兽用药物制剂	兽用化药	抗生素类：呼迪、阿莫欣、多西欣等
		人工合成抗菌药品：菌净、治菌消、氟尔欣等
		抗寄生虫药：歼球滴、摧球消等
		消毒剂：菌毒灭、菌毒杀等
		防治畜禽疾病
		畜禽饲养环境消毒

中兽药		其他：维康乐、硒 E 速补等	增强畜禽营养
		中药散剂：金四黄、球必治、双通散、香翁散等	防治疾病；改善品质
		中药口服液：三原清	防治呼吸道疾病
		中药颗粒剂：茵毒清、粒粒清、喘咳消、喉舒灵	防治疾病
饲料添加剂及添	添加剂	三珍散、维生素饲料添加剂及 C 等	补充营养，改善品质
加剂预混饲料	添加剂预混饲料	畜禽水溶电解多维、复合鱼肝油可溶性粉	

资料来源：招股说明书 天相投顾

公司产品线丰富，是我国兽药产品种类最多的动物保健品企业之一，共有3大系列204个品种。04年以来，随着疫情的爆发，中央财政先后将禽流感、口蹄疫、高致病性猪蓝耳病、猪瘟及小反刍兽疫（部分地区）列入强制免疫范围，对这些产品实行定点生产，政府采购，并对用户进行财政补贴。

图表 6 2010 年国家动物疫病强制免疫计划

动物	强制免疫疾病	疫苗产品	免疫方法
鸡/水禽（鸭/鹅）和人工饲养的鹌鹑/鸽子等	高致病性禽流感	禽流感—新城疫二联活疫苗（rL-H5）/禽流感 H5 二价灭活疫苗（H5N1, Re-5+Re-4 株）/禽流感灭活疫苗（H5N1, Re-4 株）/禽流感灭活疫苗（H5N1, Re-5 株）/禽流感 H5-H9 二价灭活疫苗	规模养殖场：可按推荐免疫程序进行免疫。一般需进行初免 1 次、强化免疫 1 次，以后每 4-6 月免疫 1 次；
猪	O 型口蹄疫	口蹄疫 O 型灭活类疫苗，口蹄疫 O 型合成肽疫苗（双抗原）	散养家禽（畜）：可在春秋两季各实施一次集中免疫；
牛羊/骆驼/鹿	O 型和亚洲 I 型口蹄疫	口蹄疫 O 型-亚洲 I 型二价灭活疫苗/口蹄疫 O 型-A 型二价灭活疫苗/口蹄疫 A 型灭活疫苗	每月对新补栏的家禽（畜）要及时补免；
奶牛/种公牛	A 型口蹄疫		
桂/滇/藏/新等地区的牛羊	A 型口蹄疫		
猪	高致病性猪蓝耳病	高致病性猪蓝耳病活疫苗，高致病性猪蓝耳病灭活疫苗	发生疫情时需对疫区及受威胁区域进行紧急免疫
猪	猪瘟	政府招标专用猪瘟活疫苗，传代细胞源疫苗在粤/桂/川/豫/鲁/苏/辽/闽等批准省份使用	
西藏自治区等受威胁地区羊	小反刍兽疫	小反刍兽疫活疫苗	新生羔羊 1 月龄以后免疫一次，对本年未免疫羊和超过 3 年免疫保护期的羊进行免疫

资料来源：农业部 天相投顾

公司抓住重大动物疫情后兽药行业发展的新契机，大力发展公司主营业务产品，同时积极开发新型兽用生物制品。2004年7月公司成为高致病性禽流感疫苗定点生产企业，2007年5月，公司成为高致病性猪蓝耳病灭活疫苗定点生产企业，2009年4月，公司成为高致病性猪蓝耳病活疫苗定点生产企业。

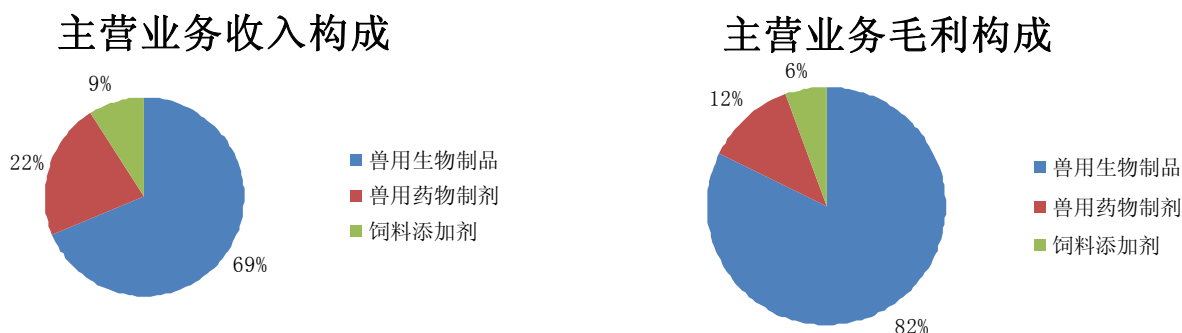
3.2 主营业务收入及利润

生物制品是主要收入来源，猪蓝耳病疫苗和禽流感疫苗贡献最大。报告期公司主营业务收入的88.63%由兽用生物制品和兽用药物制剂贡献，其中兽用生物制品是最主要的收入来源，2010年1-9月、2009年、2008年及2007年，兽用生物制品收入占主营业务收入的比例分别为68.97%、62.51%、56.81%和56.17%，兽用生物制品收入占比逐年提高，未来公司将进一步加强兽用生物制品的研发及生产，抓住动物防疫市场的发展机会使公司的经营规模和市场地位进一步得到提升。

2008年以来，随着公司兽用生物制品业务产业化规模的扩大，以及猪蓝耳病灭活疫苗、猪蓝耳病活疫苗、重组禽流感病毒H5亚型二价灭活疫苗(H5N1, Re-5 株+Re-4 株)的投产放量，公司兽用生物制品业务持续稳定快速增长。2010年1-9月上述两个品种疫苗分别实现销售收入7532.50万元以及4124.06万元，分别占该两个品种2009 年全年销售收入的323.83%以及229.23%。ND系列疫苗等其他品种亦取得不同程度的销售增长。

公司整体毛利率逐年上升。公司主营业务毛利率呈现逐年上升趋势，2007年到2010年1-9月累计上升了14.22个百分点，幅度较大。主要原因有：（1）公司积极建设和完善营销网络，加强开发政府招标采购渠道，使高毛利的兽用生物制品业务出现快速发展，在主营业务中占比逐年增加。（2）毛利率较高的猪蓝耳病疫苗销售占比提高，产业链向生物制品原材料胚蛋的延伸使成本下降，二者使公司生物制品毛利率逐年提高。（3）兽用药物制剂与饲料添加剂、添加剂预混合饲料类业务毛利率的提高。

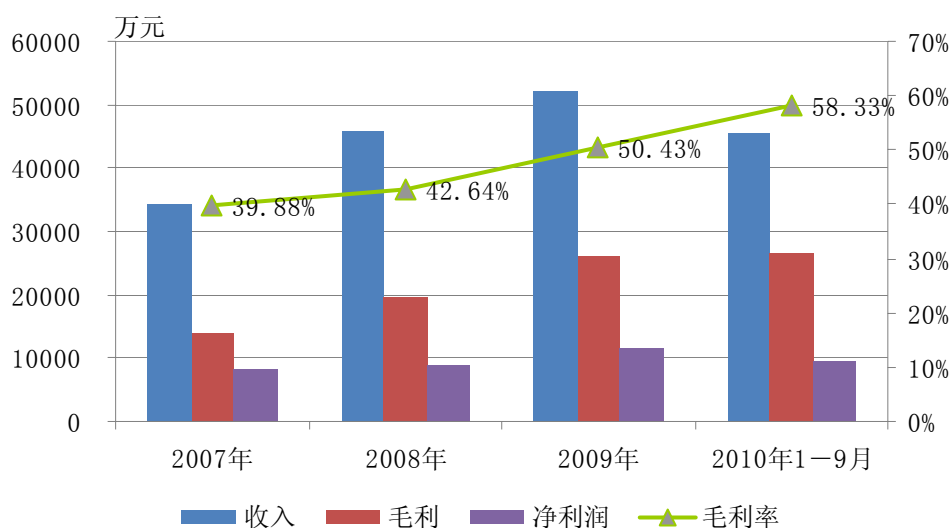
图表 7 2010 年 1-9 月大华农主营业务收入及毛利构成



资料来源：招股说明书 天相投顾

利润主要来源于主营业务，且增长迅速。2007年至2009年1-9月公司无投资收益、公允价值变动收益，营业外收入金额较小，利润主要来源于主营业务，净利润增长迅速，净利润增长率与营业利润同步。

图表 8 大华农历年收入及利润变化趋势



资料来源：招股说明书 天相投顾

4. 公司竞争力分析

4.1 管理优势

公司的管理层多年从事本行业经营管理工作，具有丰富的经验，董事长温均生从事畜牧业已近二十年，对兽药行业的发展方向把握准确。总经理陈瑞爱博士在兽药行业工作多年，承担了十几项国家及省市级项目，具有丰富的科研和管理经验。公司股东多年来协力打造了一个包括本公司在内畜牧产业集团（温氏集团），公司致力于打造学习型组织，形成了快速应对市场变化的管理机制，对兽药行业技术发展具有敏锐的洞察力，对公司业务的快速平稳发展发挥重要作用。

4.2 研发及品牌优势

多层级的研发平台。公司设立了专门从事兽药日常研究的研发中心，组建了广东省动物保健品工程技术研究开发中心；与中山大学合作组建了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，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），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。

专业的研发队伍，完善的自主创新制度。公司从事高新技术产品研发人员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，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。

产业化能力强。公司高度重视生产工艺优化与创新，对于国家强制免疫的禽流感

疫苗、高致病性猪蓝耳灭活疫苗等，公司严格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，多次率先完成农业部科研成果产业化任务。

品牌得到市场高度认可。经过多年技术创新和积累，公司生产工艺逐渐成熟，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和粘度技术指标大大优于国内同类产品，达到国内领先水平。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。近三年公司先后被评为“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”称号。

4.3 规模优势

公司的产能、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。公司拥有8个GMP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。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。

5. 募集资金项目分析

公司募集资金运用围绕主营业务进行，一是扩大生产能力(4个扩张生产线项目)，预计1-1.5年投产，3-5年完全达产；二是完善营销网络，主要是GSP经营店的铺设，利于确保产品质量，加强客户服务，加快产品推广；三是提高研发水平，提高产品治疗，完善产品储备，以巩固公司在兽用药品行业的领先地位，进一步增强公司的竞争实力。

图表 9 大华农募集资金项目

项目类别	项目名称	总投资额 (万元)	拟用募投资 金(万元)	目前产能	募投后新 增产能
生产	兽用生物 高致病性禽流感疫苗产业化技术改造项目	10000	10000	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	7000	7000	3.22 亿 ml	5.7 亿 ml
	猪蓝耳病活疫苗产业化技术改造项目	7000	7000	7500 万头份	2 亿头份
生产	兽用中药 年生产 8000 吨中兽药产业化技术改造项目	7000	7000	2600 吨	8000 吨
销售	营销网络 动物保健品营销网络建设及改造项目	6000	6000	-	-
研发	研发 动物疫苗工程研发中心技术改造项目	6000	6000	-	-
合计		43000	43000		

资料来源：招股说明书 天相投顾

6. 盈利预测与估值分析

6.1 关键假设

- 1) 兽用生物制品2011-2012年收入增速为22%、22%和30%，毛利率略有提升；兽用药物制剂收入稳步增长，毛利率稳定；饲料添加剂业务收入增速及毛利率基本稳定。
- 2) 期间费用率略有下降；
- 3) 所得税率保持在15%；
- 4) 募投项目如期达产

6.2 盈利预测

图表 10 大华农分产品盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
兽用生物制品	25,925.02	32,657.04	39,841.59	48,606.74	63,188.76
增长率	33.82%	25.97%	22.00%	22.00%	30.00%
毛利率	58.22%	61.43%	64.00%	66.00%	66.00%
兽用制剂	13,951.81	13,194.17	13,853.88	14,962.19	16,458.41
增长率	23.85%	-5.43%	5.00%	8.00%	10.00%
毛利率	21.47%	30.74%	28.00%	28.00%	28.00%
饲料添加剂	5,759.04	6,390.56	3,930.50	4,127.02	4,333.38
增长率	49.55%	10.97%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.80%	34.92%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	2,409.56	1,251.66	1,251.66	1,251.66	1,251.66
增长率	179.18%	-48.05%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	38.05%	23.10%	23.00%	23.00%	23.00%
总计	48,045.43	53,493.44	58,877.63	68,947.62	85,232.21
增长率	35.91%	11.34%	10.07%	17.10%	23.62%
综合毛利率	42.41%	49.79%	52.39%	54.82%	56.20%

资料来源：招股说明书 天相投顾

图表 11 大农发盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	48,045	53,493	58,878	68,948	85,232
增长率(%)	35.91%	11.34%	10.07%	17.10%	23.62%
减：营业成本	27,671	26,857	28,033	31,152	37,331
毛利率(%)	42.41%	49.79%	52.39%	54.82%	56.20%
减：营业税金及附加	258	274	294	345	426
销售费用	3,721	5,308	7,065	8,274	10,228
管理费用	4,835	7,234	7,654	8,963	11,080
财务费用	685	530	712	0	0
期间费用率	19%	24%	26%	25%	25%

资产减值损失	389	16	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,487	13,275	15,119	20,214	26,167
增长率(%)	14.40%	26.59%	13.89%	33.70%	29.45%
加：营业外收入	188	339	0	0	0
减：营业外支出	492	131	0	0	0
利润总额	10,183	13,483	15,119	20,214	26,167
增长率(%)	11.55%	32.41%	12.14%	33.70%	29.45%
利润率(%)	21.19%	25.20%	25.68%	29.32%	30.70%
减：所得税	1,200	1,865	2,268	3,032	3,925
实际税负比率(%)	11.79%	13.83%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	8,983	11,618	12,851	17,182	22,242
归属于母公司所有者净利润	8,983	11,618	12,851	17,182	22,242
增长率(%)	9.30%	29.34%	10.61%	33.70%	29.45%
净利润率(%)	18.70%	21.72%	21.83%	24.92%	26.10%
少数股东损益	0	0	0	0	0
发行后总股本（万股）	26,700	26,700	26,700	26,700	26,700
每股收益（元）	0.34	0.44	0.48	0.64	0.83

资料来源：招股说明书 天相投顾

6.3 估值区间

我们预计2010-2012年EPS（摊薄）分别为0.48、0.64、0.83元，我们选取医药生物制品公司相比较，天相生物制品行业2011年预测市盈率为42.1倍，考虑到公司的成长潜力，我们认为公司2011年合理市盈率水平应在35-40倍范围之间，按2011年盈利预测计算，股票的合理价格区间在22.52~25.74元之间。

7. 风险提示

关联交易风险。公司实际控制人为温氏家族，同为温氏家族控制的温氏集团是公司的关联方，作为国内最大的禽畜饲养企业，温氏集团与公司关联交易占比虽逐渐下降，但金额仍较大，对公司盈利的影响不确定。

自主研发及技术创新风险。研发和创新本身是一项高技术、高风险的事业，如研发方向不适应市场需求，或者没有产生预期成果，或者研发成果无法产业化，或者公司核心技术人员流失，或者与合作研究方关系发生变化、或者研发经费投入不足等情况，将对公司产生不利的影响。

重大疫情可能导致的市场波动风险。公司下游行业为畜牧业，动物疫情对公司的影响具有两面性，一方面疫情可能增加防疫需求，兽药销售收入增加，另一方面，重大疫情导致畜牧业萎缩则可能对公司造成不利影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041