

2013 年 11 月 22 日

证券研究报告·行业研究·兽药行业

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

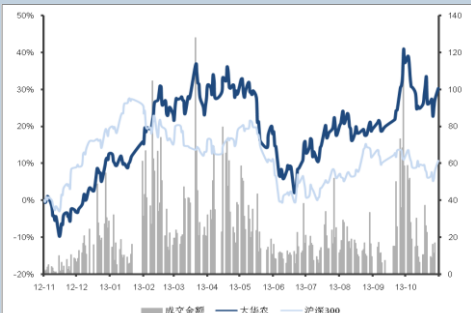


公司深度报告

买入

当前价：8.40

一年内公司股价与沪深 300 走势对比



相关研究

《大华农-业绩三季度有望加速 中长期发展
有据可依》……………2013.08
《大华农-以优秀产品及服务品质多渠道谋
求中长期发展》……………2013-11

分析师：郭敏

执业证书编号：S1110511060003

电话：(8621) 22062987

邮件：guomin@tfzq.com

研究助理：徐建春

执业证书编号：S1110111070023

电话：(8621) 22062982

邮件：xujianchun@tfzq.com

地址：中国湖北省武汉市江汉区唐家墩32号
国资大厦B座

电话：027-87618889

天风证券股份有限公司

请阅读最后一页信息披露和重要声明

多渠道稳健扩张立足长远发展

投资要点：

- 2013 年上半年公司兽用生物制品收入 2.23 亿元、兽用药物制剂收入 1.49 亿元、饲料添加剂收入 0.51 亿元，收入占比分别为 51.2%、34.3%、11.8%。地区销售方面，华南地区占据最大比重达到 53%，其次是华东占 19%，再次是华中占 11.3%，境外市场占 3.7%。
- 我们认为温氏家族作为公司股东可以给公司带来以下益处：（1）温氏集团作为全国最大的一体化养殖企业，大华农作为温氏关联公司自然受益其中，（2）温氏集团采购动保产品本身也是进行市场化招标，其对动保产品的品质要求促使大华农不断进行产品品质完善；（3）温氏集团为大华农的产品做品质背书，有利于公司向拓展大客户。
- 公司研发实力行业领先，产品储备丰富。公司每年安排的研发预算占当年销售总额的 5%，高于行业平均水平约 3 个百分点。公司现拥有 14 个国家新兽药证书，专利 27 项，200 多个产品批准文号。
- 兽药行业未来主要关注点：（1）伴随养殖业规模化发展，兽药行业未来将继续扩容；（2）行业整合乃大势所趋：GMP 验收、GSP 认证相继出台，兽药行业准入门槛进一步提高，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；（3）产品品质仍需加强，具备产品优势的兽药行业龙头将逐步凸显。
- 多渠道扩张及对外并购是主要发展方向。公司目前的销售渠道主要包括：政府采购、大客户直销、GSP 直营店、经销商、海外出口，其中政府采购占 26%、大客户直销占 55%以上、GSP 直营店 10%左右、海外出口 3%-5%，经销商的部分较小。我们认为政府采购、大客户直销、GSP 直营店均还有较大的空间可以挖掘。除了已有销售渠道的扩张以外，外延式扩张未来将会加速，包括并购有优势产品的企业、有优秀人才的企业以及具有渠道优势的企业三个方向。
- 我们对公司 2013-2015 年的每股收益预测分别为 0.4 元、0.48 元、0.56 元（暂未考虑股权激励的稀释作用），分别同比增长 17.18%、21%、15.6%，建议买入。

风险提示：

- 行业政策出台后执行力弱，低价劣质兽药产品依然充斥市场；
- 研发遭遇阻力，产品开发遇瓶颈；
- 下游养殖遭遇大型疫情，畜禽存栏骤减。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	847.43	997.93	1203.87	1444.64
同比(%)	18.42%	17.76%	20.64%	20.00%
归属母公司净利润	180.90	211.99	256.43	296.44
同比(%)	8.41%	17.18%	20.96%	15.60%
毛利率(%)				

目录

1	投资聚焦	1
1.1	以华南为腹地辐射全国并出口海外	1
1.2	股东背景实力雄厚带给公司众多益处	1
1.3	研发实力行业领先 产品储备丰富	1
1.4	兽药行业未来发展趋势与主要关注点	1
1.5	多渠道发展及对外并购是公司未来发展主要思路	1
1.6	立足长远投资 关注股权激励	2
1.7	风险提示	2
2	大华农—股东背景雄厚 产品储备丰富	3
2.1	公司简介	3
2.2	股东背景雄厚——温氏集团：全国最大的一体化畜牧企业	4
2.3	公司具有具有较强研发实力及丰富的产品储备	4
3	我国兽药行业发展现状	6
3.1	我国存在的主要畜禽疫病概况	6
3.2	我国兽药行业当前的市场规模与企业数量	6
3.3	产品严重同质化，研发能力不足	7
4	我国兽药行业发展趋势及重点关注点	8
4.1	伴随下游规模化养殖 兽药行业迎来发展契机	8
4.2	兽药行业重要发展趋势——行业整合	9
4.3	我国兽药行业亟需提高技术含量 提升产品品质	10
4.4	兽药技术营销模式占据主导 龙头企业具备人员、渠道等优势	11
5	多渠道发展及对外并购是公司未来主要路径	11
5.1	公司多个渠道仍有较大发展空间	11
5.2	对外并购也是加速扩张的重要方式	12
6	立足长远 关注股权激励方案	12
7	信息披露	14
8	重要声明	14
9	天风证券评级说明：	14

图目录

图 1：	公司收入构成(2013 年上半年)	3
图 2：	公司收入地区分布(2013 年上半年)	3
图 3：	公司各类主要产品毛利率逐年提升	3
图 4：	广东温氏集团产业结构图	4
图 5：	我国兽药行业收入过去几年复合增速 15%左右	7
图 6：	2011 年我国兽药市场产品结构	7

图 7：生猪养殖规模化发展趋势.....	9
图 8：我国兽药行业集中度仍然偏低.....	10
图 9：政府采购及大客户直销贡献公司大部分收入.....	11

表目录

表 1：公司所获各项资质.....	5
表 2：大华农产品储备.....	5
表 3：我国优先防治和重点防治的动物疫病.....	6

1 投资聚焦

1.1 以华南为腹地辐射全国并出口海外

公司目前拥有14个国家新兽药证书，专利27项，200多个产品批准文号，产品销售网络已覆盖全国各省市，同时出口埃及、印尼、越南等中东及东南亚地区。2013年上半年公司兽用生物制品收入2.23亿元、兽用药物制剂收入1.49亿元、饲料添加剂收入0.51亿元，收入占比分别为51.2%、34.3%、11.8%。地区销售方面，华南地区占据最大比重达到53%，其次是华东地区占19%，再次是华中地区占11.3%，此外境外市场占3.7%。

1.2 股东背景实力雄厚带给公司众多益处

我们认为温氏家族作为公司股东可以给公司带来以下益处：（1）温氏集团作为全国最大的一体化养殖企业，其动保产品用量大，大华农作为温氏关联公司自然受益其中，伴随温氏集团的稳步发展而发展，但由于关联交易的比例限制，又迫使大华农必须多方位寻找销售渠道，加强自身的营销实力；（2）温氏集团采购动保产品本身也是进行市场化招标，其对动保产品的品质要求促使大华农不断进行产品品质完善，以达到国内同类产品一流水平；（3）温氏集团为大华农的产品做品质背书，有利于公司向外拓展大客户。

1.3 研发实力行业领先 产品储备丰富

公司拥有一支100多人的专业研发队伍，肇庆大华农是农业部重点实验室（企业）建设依托单位。公司与多家科研机构 and 高等院校成功搭建了长期的产学研合作关系。先后承担有国家火炬计划、国家863计划、国家绿色农用生物产品高技术产业化专项、国家农业科技成果转化资金项目等20多项省级以上科研项目。多个项目还获得省级以上科技进步奖。公司每年安排的研发预算占当年销售额的5%，高于行业平均水平约3个百分点。公司现拥有14个国家新兽药证书，专利27项，200多个产品批准文号。

1.4 兽药行业未来发展趋势与主要关注点

（1）伴随养殖业规模化发展，兽药行业未来将继续扩容，潜在市场 550 亿元左右，较当前仍有 50%以上增长空间。（2）行业整合乃大势所趋：GMP 验收、GSP 认证相继出台，国家行业政策监管趋严，兽药行业准入门槛进一步提高，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。根据中国兽药协会的统计，2008 年销售额前十名的兽药生产企业，其市场占有率为 17%；但到 2011 底，销售额前十名的兽药生产企业，其市场占有率为 30%；（3）产品品质仍需加强，具备产品优势的兽药行业龙头将逐步凸显。

1.5 多渠道发展及对外并购是公司未来主要发展思路

公司目前的销售渠道主要包括：政府采购、大客户直销、GSP直营店、经销商、海外出口，其中政府采购占26%、大客户直销占55%以上（温氏集团、正大、圣农、六和、雨润等）、GSP直营店10%左右、海外出口3%-5%，经销商的部分较小。我们认为以上销售渠道中政府采购、大客户直销、GSP直营店均还有较大的空间可以挖掘。除了以上已有销售渠道的扩张以外，外延式扩张未来将会加速，包括并购有优势产品的企业、有优秀人才的企业以及具有渠道优势的企业三个方向。

1.6 立足长远投资 关注股权激励

按照我们上文的观点，兽药行业整合是大势所趋，我们需要选出在此番整合过程中的赢家。根据以上分析，公司具有产品储备、研发实力、股东背景及多渠道综合发展的优势，投资者可作长期关注，而今年是否能够行权则不宜过度看中(2013年的行权条件是以2012年为基准，2013年公司净利润增长率不低于15%，营业收入增长率不低于23%。按此计算，单四季度收入需增长43.27%至3.6亿元，净利润需增长36.23%至0.88亿元。)，关键在于公司未来成长的可持续性。暂维持我们对公司2013-2015年的每股收益预测分别为0.4元、0.48元、0.56元(暂未考虑股权激励的稀释作用)，分别同比增长17.18%、21%、15.6%，建议买入。

1.7 风险提示

行业政策出台后执行力弱，低价劣质兽药产品依然充斥市场；

研发遭遇阻力，产品开发遇瓶颈；

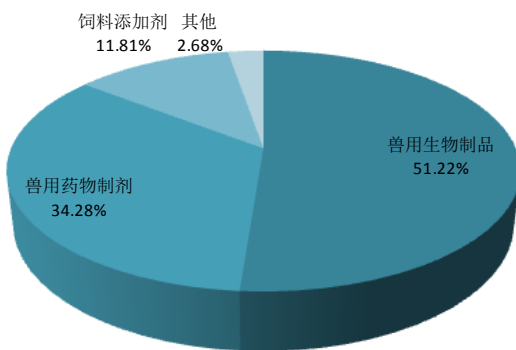
下游养殖遭遇大型疫情，畜禽存栏骤减。

2 大华农一股东背景雄厚 产品储备丰富

2.1 公司简介

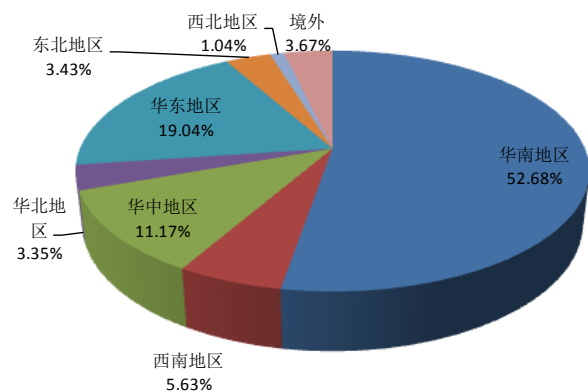
广东大华农是一家集兽药研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括兽用生物制品、兽用药物制剂以及饲料添加剂等，是农业部指定的高致病性禽流感疫苗、高致病性猪蓝耳病灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗定点生产企业。公司目前拥有 14 个国家新兽药证书，专利 27 项，200 多个产品批准文号，产品销售网络已覆盖全国各省市，同时出口埃及、印尼、越南等中东及东南亚地区。2013 年上半年公司兽用生物制品收入 2.23 亿元、兽用药物制剂收入 1.49 亿元、饲料添加剂收入 0.51 亿元，收入占比分别为 51.2%、34.3%、11.8%。地区销售方面，华南地区占据最大比重达到 53%，其次是华东地区占 19%，再次是华中地区占 11.3%，此外境外市场占 3.7%。

图 1：公司收入构成(2013 年上半年)



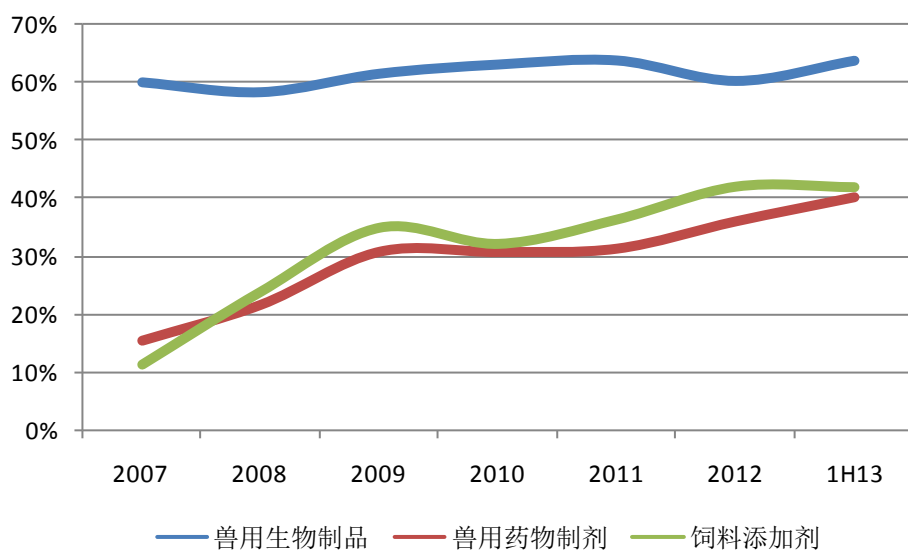
资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 2：公司收入地区分布(2013 年上半年)



资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 3：公司各类主要产品毛利率逐年提升



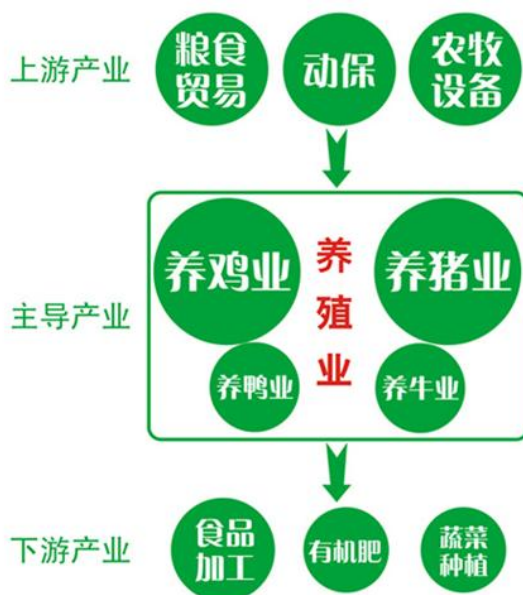
资料来源：公司公告 天风证券研究所

2.2 股东背景雄厚——温氏集团：全国最大的一体化畜牧企业

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 人为温氏家族的成员，其合计持有公司6016.42万股，占公司总股本的30.08%，为公司的实际控制人。广东温氏集团是一家以养鸡业、养猪业为主导、兼营食品加工的多元化、跨行业、跨地区发展的现代大型畜牧企业集团，目前已在全国23个省（市、自治区）建成近160家一体化公司。2012年，温氏集团上市肉鸡8.65亿只、肉猪813.9万头、肉鸭1437万只，实现销售收入335亿元。根据温氏集团的规划根据温氏集团的规划，未来生猪出栏规模达到6000 万头以上，市场份额10%，肉鸡养殖年出栏增长8%，最终规模达到12 亿羽，市场份额10%。

我们认为温氏家族作为公司股东可以给公司带来以下益处：（1）温氏集团作为全国最大的一体化养殖企业，其动保产品用量大，大华农作为温氏关联公司自然受益其中，伴随温氏集团的稳步发展而发展，但由于关联交易的比例限制，又迫使大华农必须多方位寻找销售渠道，加强自身的营销实力；（2）温氏集团采购动保产品本身也是进行市场化招标，其对动保产品的品质要求促使大华农不断进行产品品质完善，以达到国内同类产品一流水平；（3）温氏集团为大华农的产品做品质背书，有利于公司向拓展大客户。

图 4：广东温氏集团产业结构图



资料来源：广东温氏集团网站 天风证券研究所

2.3 公司具有具有较强研发实力及丰富的产品储备

公司拥有一支100多人的专业研发队伍，肇庆大华农是农业部重点实验室（企业）建设依托单位。公司组建有广东省兽用生物制品技术研究与应用企业重点实验室、广东省动物保健品工程技术研究开发中心、广东省院士专家企业工作站等自主创新科研平台，与中山大学合建了生物安全三级（BSL-3）实验室，与华南农业大学共建“产学研技术合作平台”、“宠物保健品研究工程中心”，建立了以“华南动物疫病检测中心”服务为基础、面向广大客户的服务平台，成为大型集团服务的主力军。还与哈尔滨兽医研究所、珠江水产研究所、中国农业大学、中山大学等科研机构 and 高等院校成功搭建了长期的产学研合作关系。先后承担有国家火炬计划、国家863计划、国家绿色农用生物产品高技术产业化专项、国家农业科技成果转化资金项目等20多项省级以上科研项目。多个项目还获得省级以上科技进步奖，其中《禽流感动物模型、免疫机理及疫苗研制与推广》项目荣获“2012年广东省科学技术进步奖一等奖”。

行业深度研究报告

公司每年安排的研发预算占当年销售额的 5%，高于行业平均水平约 3 个百分点。公司现拥有 14 个国家新兽药证书，专利 27 项，200 多个产品批准文号。

表 1：公司所获各项资质

新兽药证书	鸡新城疫、传染性支气管炎二联耐热保护剂活疫苗；鸡病毒性关节炎活疫苗；盐酸头孢噻呋；恩诺沙星混悬液；鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感(H9 亚型)三联灭活疫苗；盐酸沃尼妙林预混剂；盐酸沃尼妙林；鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征三联灭活疫苗
兽药 GMP 证书	散剂；灭活疫苗生产线；疫苗生产线；动保厂；禽流感灭活疫苗
发明专利证书	一种防治仔猪腹泻和促进仔猪生长的药物组合物；复方恩诺沙星微丸及其制备方法；一种重组火鸡疱疹病毒及其应用；一种表达 REV env 的重组 MDV 毒株的构建和应用；编码猪α 干扰素的基因片段及其应用；一种供有效动物灌服用药的药剂瓶；用于牛结核病诊断的重组蛋白及其应用

资料来源：公司网站 天风证券研究所

表 2：大华农产品储备

产品种类	针对疫病	商品名称	产品数量
兽用生物制品			
威系列	鸡病毒性关节炎活疫苗(ZJS 株)、鸡新城疫灭活疫苗、鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗(B87 株)、猪瘟活疫苗(细胞源)、雏番鸭细小病毒病活疫苗等	关键威、新倍威、法克威、诸瘟威、鸭小威等	12 种
灭活疫苗	鸡新城疫灭活疫苗、重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗(Re-6 株+ Re-4 株)、重组禽流感病毒灭活疫苗(H5N1 亚型, Re-6 株)、禽流感二价灭活疫苗(H5N1 Re-6 株+H9N2 Re-2 株)、重组禽流感病毒灭活疫苗(H5N1 亚型, Re-5)等	无	15 种
活疫苗	猪瘟活疫苗(细胞源)、鸭瘟活疫苗、鸡新城疫中等毒力活疫苗(I 系)、鸡新城疫耐热保护剂活疫苗(La Sota 株)、鸡新城疫活疫苗(Clone 30 株)	无	12 种
兽用药制剂	营养药、抗生素及复方制剂、人工合成抗菌剂、抗寄生虫药等		60 种
正典球苗	鸡球虫病四价活疫苗(柔嫩艾美耳球虫 PTMZ 株+毒害艾美耳球虫 PNHZ 株+巨型艾美耳球虫 PMHY 株+堆型艾美耳球虫 PAHY 株)、鸡球虫病三价活疫苗(柔嫩艾美耳球虫 PTMZ 株+巨型艾美耳球虫 PMHY 株+堆型艾美耳球虫 PAHY 株)	正典鸡球虫病四价活疫苗、正典鸡球虫病三价活疫苗	2 种

资料来源：公司网站 天风证券研究所

3 我国兽药行业发展现状

3.1 我国存在的主要畜禽疫病概况

我国猪病呈现种类多而复杂的特点，大体可分为病毒病、寄生虫病以及营养代谢病等。危害我国养猪生产的病毒病主要有猪繁殖与呼吸障碍综合征（蓝耳病）、猪瘟、猪口蹄疫、猪圆环病毒病、伪狂犬病、猪流感、传染性胃肠炎、流行性腹泻；细菌病主要有副猪嗜血杆菌病、猪链球菌病、猪支原体肺炎（猪气喘病）、猪传染性胸膜炎、猪附红细胞体病、大肠杆菌病等；寄生虫病主要有猪弓形虫病。其中，以猪繁殖与呼吸障碍综合征为主的呼吸道疾病和繁殖障碍疾病是目前我国养猪生产中最突出的问题。家禽类疫病主要有：病毒性疾病，比如禽流感、鸡新城疫、传染性法氏囊病、鸡白血病、鸡马立克氏病；家禽细菌性疾病：如禽沙门氏菌并、禽大肠杆菌病；禽真菌、支原体和衣原体病；家禽寄生虫病；家禽营养代谢性疾病；家禽中毒性疾病；家禽胚胎病等等。

当前我国在动物防疫方面存在的问题主要有畜禽产品生产和经营者安全意识淡薄，病害畜禽产品上市屡禁不止，其他还有资金投入不足、地方保护、技术支撑力度不够等问题。据调查，全国每年因动物疫病造成的损失为200多个亿，占畜牧业产值的7-9%，有时甚至更高。目前我国农村大部分地方还基本属传统畜牧业发展阶段，表现为千家万户小规模饲养，生产不规范，产品不标准，达不到规模化工厂生产的要求。要想在新品种推广、饲养管理、疫病防治、产品出售检疫等方面实行统一难度较大，造成我们畜产品档次低，质量参差不齐。基于以上动物防疫存在的问题，需要从养殖及防疫两方面入手：推动标准化、规模化、可持续发展的养殖模式，同时建立和完善重大动物疫病防控机制。

表 3：我国优先防治和重点防治的动物疫病

优先防治 的国内动 物疫病 (16种)	一类动物疫病（5种）：口蹄疫（A型、亚洲I型、O型）、高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、新城疫。
	二类动物疫病（11种）：布鲁氏菌病、奶牛结核病、狂犬病、血吸虫病、包虫病、马鼻疽、马传染性贫血、沙门氏菌病、禽白血病、猪伪狂犬病、猪繁殖与呼吸综合征（经典猪蓝耳病）。
重点防范 的外来动 物疫病	一类动物疫病（9种）：牛海绵状脑病、非洲猪瘟、绵羊痒病、小反刍兽疫、牛传染性胸膜肺炎、口蹄疫（C型、SAT1型、SAT2型、SAT3型）、猪水泡病、非洲马瘟、H7亚型禽流感。
	未纳入病种分类名录、但传入风险增加的动物疫病（4种）：水泡性口炎、尼帕病、西尼罗河热、裂谷热。

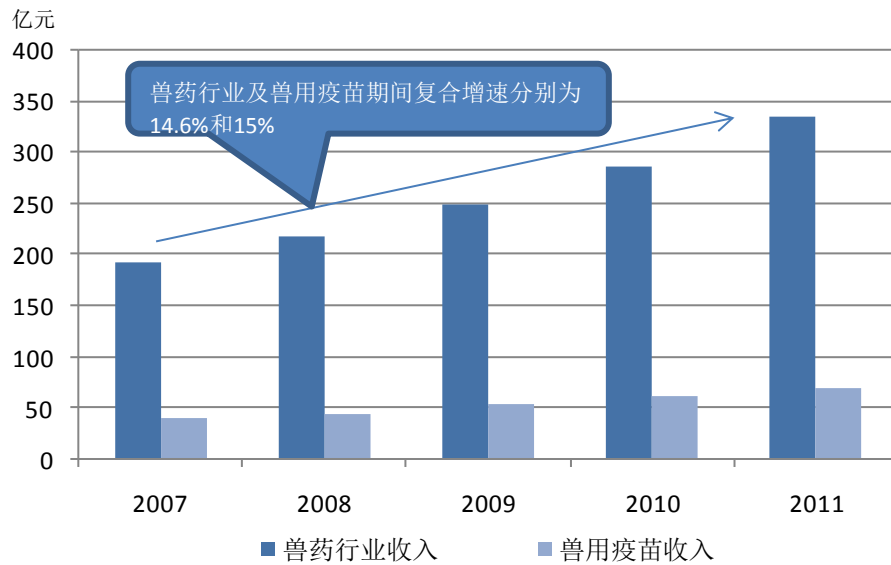
资料来源：国家中长期动物疫病防治规划（2012—2020年） 天风证券研究所

3.2 我国兽药行业当前的市场规模与企业数量

我国兽药企业基础差、规模小，竞争日趋激烈。2011年我国兽药市场规模为335亿元，兽用生物制品、兽药化药和中兽药三大类产品市场份额大致分别为20%、70%、10%。从图3中的数据我们可以看到全球范围内生物制品的占比是比较高的，若具体到成熟市场如美国则更是在30%以上。预计按照兽药行业“防重于治”的发展趋势，未来生物制品的比重会进一步提高。

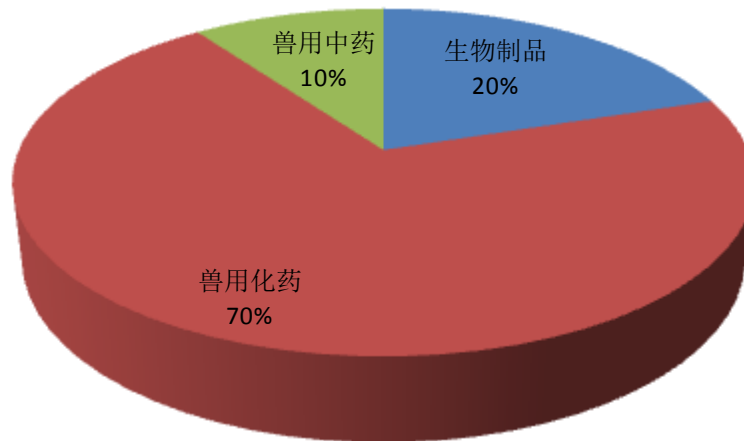
据中国兽药协会统计，2011年年底，全国兽药生产企业1698家，以小型企业和中小型企业为主。全国1410家填报企业中年销售额在5000万元以下的中小型企业1257家，占企业总数74%；年销售额在5000万元~1亿元中型企业78家，占企业总数5%；年销售额在1亿元以上大型企业75家，占企业总数4%。

图 5：我国兽药行业收入过去几年复合增速 15%左右



资料来源：中国动物保健品协会 天风证券研究所

图 6：2011 年我国兽药市场产品结构



资料来源：中国动物保健品协会 天风证券研究所

3.3 产品严重同质化，研发能力不足

长期以来，大多数兽药企业缺乏创新能力，全国具备新兽药研发能力的生产企业不足10%，我国2005版兽药典共收载兽药品种1500多个，而市场上实际销售的品种却有十万个之多，其中大部分产品由多家甚至是上百家企业同时生产。大多数兽药生产企业的产品结构雷同、品种单一、重复报批、重复生产、恶性竞争现象普遍，新产品比例很少。

国内新兽药制剂研发能力较弱，专门从事动物用药研究的机构和厂家很少，特别是缺少对动物原料药的开发，即便是制剂研发工作也因缺乏较好的复配技术，或受高技术人才、实验环境等条件限制，难以独立开展。大部分兽药厂基本上以生产仿制药为主，缺少科技研发支撑的兽药行业，难以实现突破性的快速发展。

我国产品的一个特点就是品种单一，剂型主要有粉剂、散剂、口服液、预混剂和普通注射剂，
请阅读最后一页信息披露和重要声明

药物剂型和品种都比较少。目前研究开发的药物主要用于食品动物，其中60%以上的药物为抗菌药，其它药物如抗寄生虫类药物发展相对缓慢。而国外兽药研发的特点之一就是一药多剂，原料和制剂的比例一般是1:5-1:7，在国内只有1:2-1:3。国外兽药企业一般将10%-15%的企业利润用于新药的开发，而国内企业用于研发的费用一般仅占企业利润的1%左右。

在国外兽药巨头大举进入国内市场的背景下，兽药高端市场已基本被国外巨头所控制。而自进入21世纪以后，全球兽药产业进入垄断发展时期，辉瑞、拜耳、梅利亚等国际巨头的垄断地位已经形成。近年来，国内种畜禽市场、大规模养殖场使用的兽药产品，尤其是生物制品甚至包括益生菌制品，均已被跨国巨头所把持。据中国兽药协会《兽药产业发展报告》，截至2011年底，进口兽药产品销售额13.14亿元，其中进口兽用生物制品销售额8.17亿元，占进口总额的62.18%。而国内企业只能在中低端市场“搏杀”。

4 我国兽药行业发展趋势及重点关注点

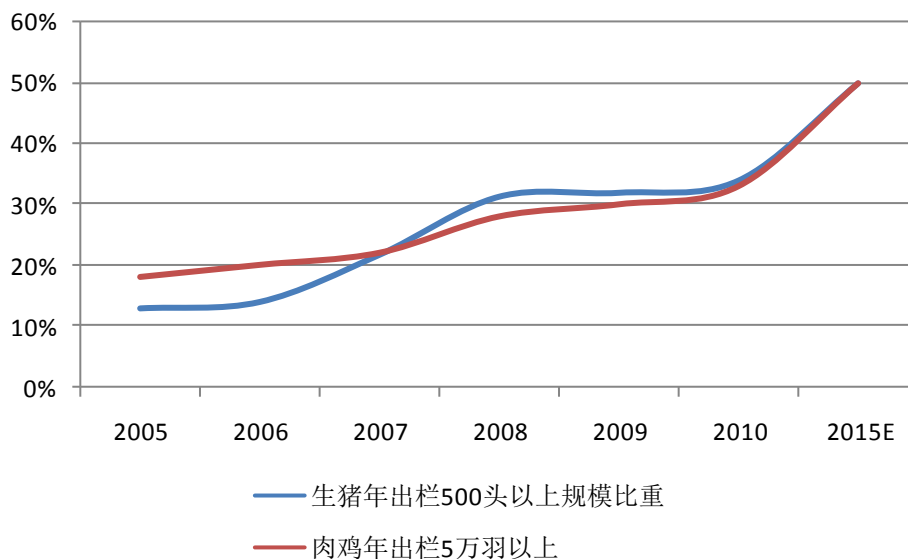
4.1 伴随下游规模化养殖 兽药行业迎来发展契机

在过去相当长时间内，我国畜牧业的发展还是以各家各户的分散养殖为主，养殖规模较小。在分散养殖的过程中人与畜禽接触频繁，养殖户防疫意识淡薄，对畜禽隔离不严格或者是基本不进行隔离，给动物免疫带来了很大的难度，也使动物疫病的感染和传播变得更加容易。养殖户防疫意识不强，在养殖过程中存在“治重于防”的现象，管理水平不科学，将畜禽疫病防治工作的重点放在发病后的处理和治理上，不采取措施从根源上控制疫病的发生。或者存在注射疫苗后就不会出现疫病，不进行综合防控的错误思想和做法，不利于疫病的防治。

当下我国畜牧业正朝着规模化方向发展。根据全国畜牧业发展第十二个五年规划（2011-2015年），2010年，全国年出栏500头以上生猪、存栏500只以上蛋鸡和存栏100头以上奶牛规模化养殖比重分别达到35%、82%和28%，到2015年，全国畜禽规模养殖比重提高10~15个百分点，存栏100头以上奶牛、年出栏500头以上生猪规模化养殖比重分别超过38%和达到50%。显然，规模养殖与散养相比，防疫意识与要求均会加强，最大的区别在于规模养殖注重日常防疫，对于兽药疫苗的需求跟畜禽存栏紧密相关，而散养户往往是治重于防，对于兽药的需求往往在畜禽发病之后。这一改变将直接提高对兽药的需求量。同时规模养殖因有更强的防疫意识和需求，对兽药的质量要求自然也高过一般散养户，那么兽药龙头的产品优势方可凸显。兽药行业以小企业的劣等产品低价竞争的时代将逐渐过去。

兽药行业未来的扩容将主要来自两方面：(1)因消费者对肉奶禽蛋需求的稳定增长，我国畜禽产品的养殖规模会继续小幅增长；(2)伴随规模化养殖发展，兽药普及率与使用频率提升将带动相应需求。据我们估算，我国兽药行业的潜在市场规模应在550亿元左右。（按每头猪兽药疫苗费用70元，2012年肉猪出栏量6.98亿头，肉鸡规模90亿羽，每只鸡兽药费用0.7元计算， $70 \times 6.98 + 0.7 \times 90 = 551.6$ 亿元。）

图 7：生猪养殖规模化发展趋势



资料来源：中国畜牧业年鉴 全国畜牧业发展第十二个五年规划（2011-2015 年） 天风证券研究所

4.2 兽药行业重要发展趋势——行业整合

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。

兽药GMP验收将进一步规范兽药生产，GMP 是为了保证生产出优质药品而对药品生产全过程实施的一整套科学管理和严密监控的管理制度和准则，包括从负责指导药品生产质量控制的人员和生产操作者的素质到生产厂房建设、设施、设备、仓储、生产过程、质量管理、工业卫生、包装材料与标签直至成品的储存与销售全过程。

2004年以前，我国大约有2,800家兽药生产企业，但是通过GMP认证只有75家，大多数生产厂家规模小、装备简陋、技术水平不高，再加上行业监管乏力等因素，导致我国兽药行业市场无序竞争。自2006年起，国家强制实施兽药GMP以来，淘汰了一部分中小企业，提高了行业准入门槛。截至2011年底，我国兽药企业减少到1600多家，市场恶性竞争得到一定程度的缓解。

2012年3月起强制实施兽药经营准入制度即兽药GSP标准。而兽药GSP管理办法的出台也将逐步规范兽药经营市场。GSP 是通过控制药品在流通环节中所有可能发生质量事故的因素，从而保证药品质量的一整套管理程序，是针对药品流通过程中计划采购、购进验收、储存、销售及售后服务等环节而制定的保证药品符合质量标准的一项管理制度。

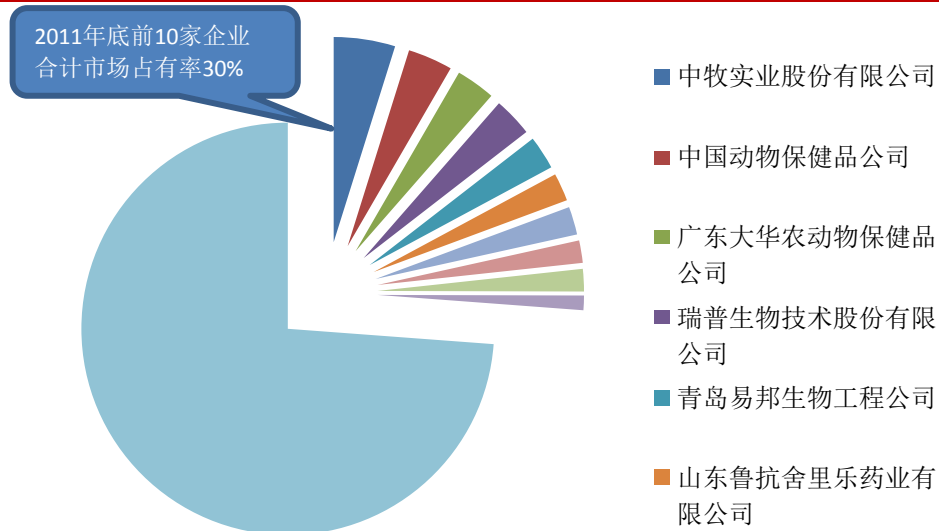
同时标准化、规模化养殖企业兽药采购和使用登记制度也在不断完善，养殖企业对兽药的选购会更加挑剔，今后以预防、保健、促增长为主的低残留或无残留用药将成为一种趋势，假冒伪劣产品的生存空间将进一步缩小，逐渐被挤出市场。兽药市场格局将发生重大变化，未来企业在行业监管、外企冲击和自身发展障碍的多重压力下，数量必将减少。

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。根据中国兽药协会的统计，2008年销售额前十名的兽药生产企业，其市场占有率为17%；但到2011年底，销售额前十名的兽药生产企业，其市场占有率为30%。当前我国兽药行业规模靠前的包括：中牧实业股份有限公司、中国动物保健品公司、广东大华农动物保健品公司、瑞普生物技术股份有限公司等等。与欧美国家相比处在十分低的水平。而早在2008 年，因跨国公司的全球并购，全球前5 大兽药制药企业的销售额占全球兽药总销售额的56.87%，前10大兽药企业的市场占有率则达到77%。

未来我国兽药行业整合的结果有三种情况：一类企业，经过资本运作，兼并收购，建成综合性企业集

团，既生产生物制剂，又生产化药制剂，还生产原料药。年产值在几亿元至十几亿元。二类企业在生物制剂或化药制剂、原料药这三项中占一项，做大做强，一年产值在一亿至几亿元。三类企业，属于专一型，生产面不宽，但专攻一项，只生产专一的产品，如只生产水针、水产药或禽药，年产值在几千万至一亿元。

图 8：我国兽药行业集中度仍然偏低



资料来源：中国兽药协会 天风证券研究所

4.3 我国兽药行业亟需提高技术含量 提升产品品质

当前我国兽药市场仍然存在以下问题：一是不合格兽药在市场中仍然销售，威胁畜禽产品的安全；二是养殖户滥用药物的现象发生严重，在疫情发生后养殖户使用的针对性差，药物品种更换频繁，多种药物共同作用不但不能充分发挥作用反而增加了用药风险以及不必要的养殖成本。

市场不规范，竞争无序化。市场不规范的最典型表现是，各企业之间的无序化竞争、假冒伪劣产品屡禁不止以及地方保护主义严重三个方面。其直接恶果导致生产规范的企业其竞争力不升反降，由于其生产成品较高，无法和一些不规范的企业甚至假冒伪劣产品相比，结果在市场上反而处于竞争的劣势。

基于此，农业部在今年2月份《2013年国家动物疫病强制免疫计划》的通知中提到，关于疫苗质量监管：农业部提高重大动物疫病疫苗生产质量标准。根据疫苗生产情况进行监督抽检，对不合格疫苗产品信息进行通报。中国兽医药品监察所具体实施疫苗质量监管工作，对疫苗质量进行监督检验，对生产企业实行飞行检查，必要时实行驻厂监督。省级兽医主管部门负责辖区内疫苗生产企业监督管理，对疫苗的保存、运输、使用等环节冷链体系运行情况进行监管。财政部、农业部定期联合对各地疫苗招标采购情况进行督导。省级兽医主管部门要切实加强对各定点疫苗生产企业参与疫苗招标采购的监督管理。各企业不得恶意竞标，不得以低于成本的价格参与竞标，不得超出使用范围宣传。各地疫苗招标采购应以疫苗质量、售后服务和价格等综合指标为评判标准。

以口蹄疫疫苗作为切入口，2013年6月13日农业部发布《关于做好口蹄疫疫苗质量标准提升工作的通知》，明确指出，在现有口蹄疫疫苗质量标准的基础上，提高效力检验标准，增加内毒素和总蛋白检测参数：2013年9月1日起，新生产的口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗效力检验标准由每头份3PD50提高到6PD50，新生产的口蹄疫灭活疫苗内毒素每头份疫苗不超过50EU；口蹄疫灭活疫苗总蛋白检测参数分两个阶段实施，自2014年1月1日起，对总蛋白含量实施不定期抽样检测，并公开检测结果，2015年1月1日起，总蛋白含量每ML疫苗不高于500ug。

兽药质量标准的提高，将凸显大型兽药企业的产品竞争力，淘汰大批不规范企业的假冒伪劣

产品，使得兽药市场进入良性竞争状态，企业将遵循研发投入-品质提升-开拓市场-合理回报-继续研发投入的良性循环当中。

4.4 兽药技术营销模式占据主导 龙头企业具备人员、渠道等优势

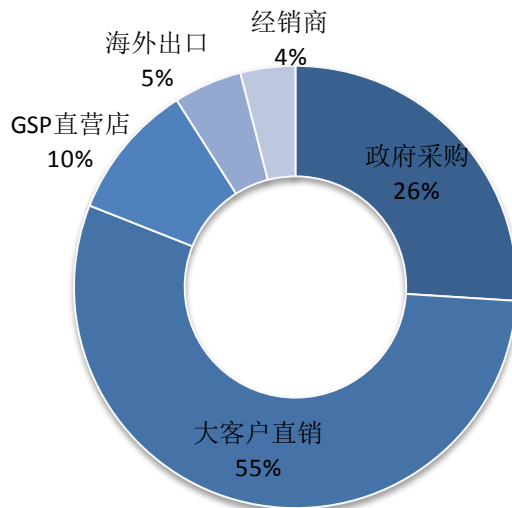
目前在国内兽药行业占主导地位的营销模式是从2001年在行业中开始出现的，以“业务+技术”为主的营销模式，也称为“兽药技术营销模式”。众多上市公司的营销模式也主要采用此类模式，比如瑞普生物“建立技术服务团队、设立动物疫病诊断中心”的模式，再有大华农“GSP店+乡村兽医”的模式。此模式为推动兽药行业的发展起到了积极的作用，但由于没有行业壁垒，很快就被全行业模仿，使兽药企业的营销模式几乎惊人的一致。我们认为兽药行业的营销模式仍有一些值得改善的空间：一、兽药行业也需要规模化、规范化、专业化、降低成本，扩大销售，加强对员工的培训，规范接待、售前、售中、售后全过程服务的程序和员工的行为以及业务的协调和应急机制；二、完善客户和业务信息系统，建立兽药企业电子商务，通过调查、收集、统计、汇总客户和业务资料，分析客户群、客户的分布、客户的需求，指导业务的发展，确定营销目标；三、完善的人力资源培训和激励机制。通过定期、专项的培训计划，向员工灌输营销理念，调动员工的积极性和责任心，维护企业和品牌的形象，连接营销服务体系各个环节。

5 多渠道发展及对外并购是公司未来主要路径

5.1 公司多个渠道仍有较大发展空间

公司目前的销售渠道主要包括：政府采购、大客户直销、GSP直营店、经销商、海外出口，其中政府采购占26%、大客户直销占55%以上(温氏集团、正大、圣农、六和、雨润等)、GSP直营店10%左右、海外出口3%-5%，经销商的部分较小。我们认为以上销售渠道中政府采购、大客户直销、GSP直营店均还有较大的空间可以挖掘。

图 9：政府采购及大客户直销贡献公司大部分收入



资料来源：中国兽药协会 天风证券研究所

政府采购方面主要是针对5种强免疫苗：高致病性禽流感、口蹄疫、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、小反刍兽疫。当下我国强免疫苗市场规模超过40亿元，理论上仍有进一步增长的空间。强免疫苗的市场空间理论上还会进一步扩大，原因在于（1）强免疫苗使用资质大多数由集团用户获

请阅读最后一页信息披露和重要声明

得，但由于强免疫苗数量有限，故还存在众多的散养户并没有享受到政策红利；（2）禽畜养殖量每年还在小幅增长。因公司生产的疫苗产品品质过硬，从而使得公司在几类强免疫苗市场中占据优势地位。公司在政府招标苗领域拥有高致病性禽流感疫苗、猪蓝耳灭活和弱毒活疫苗、猪瘟活疫苗三个品种，其中前两两种的市场份额分别为25%、13%、猪瘟疫苗市场份额暂时还比较低，未来会向全部5类强免疫苗推进。

大客户直销方面，目前公司的大客户除了温氏集团以外，还有正大集团、圣农集团、六和集团、雨润集团等等。目前来自温氏集团的交易额占公司销售收入的25%左右，其余大客户集团的交易额占公司销售收入的30%左右。未来大客户渠道的进一步增长主要来自三方面：（1）开拓新的大客户，养殖规模化趋势下，中大型养殖企业将是未来养殖行业占比最高且最为活跃的群体，对公司来说还存在很多空白市场和潜在客户，这一点有赖于公司产品推广能力的提升及从大阔步走出华南市场的决心；（2）伴随已有客户本身养殖量的增长，对公司兽药产品采购量的稳步增长，这一点的实现重点在于公司产品质量的保持及客户关系的长期维护；（3）已有客户及新客户的兽药采购需求中来自公司的比例提高，这一点有赖于公司产品丰富程度提高以及产品竞争力(包括预防治疗效果及成本方面)提升。

GSP直营店：GSP—兽药经营质量治理规范包含对兽药企业对方面的规范，包括（1）机构与人员；（2）场所与设施；（3）环境与卫生；（4）文件与档案；（5）采购与进库；（6）验收与检验；（7）入库与出库；（8）陈列与储存；（9）运输与销售；（10）养护与清查；（11）售后服务共11个方面的规范，其中再对每个要求进行细化。因而兽药GSP认证若能严格实施，将是对兽药行业一次极好的整顿机会，大批规模小、产品品质低劣甚至存在销售假药行为的兽药店将面临关闭，取而代之的将是经过GSP严格认证的兽药店。因而我们认为GSP直营店是公司而言极为重要的销售渠道。目前公司GSP直营店约30家，未来将在全国重点养殖区域进一步布局。

5.2 对外并购也是加速扩张的重要方式

除了以上已有销售渠道的扩张以外，外延式扩张未来将会加速，包括并购有优势产品的企业、有优秀人才的企业以及具有渠道优势的企业三个方向。公司三季度末账上现金11个亿，较为充沛，且资产负债率7.4%也很低，加上自身具有较好的增长潜能，未来若需对外募资，发公司债或是非公开发行均可行。上半年成功收购佛山正典，开拓鸡球虫病疫苗市场，期内即贡献利润664万元。在禽蛋公司纲地胚蛋场开展扩建项目，该项目预计年新增产值2,318万元，增加利润300万元。新成立的广东大渔生物有限公司车间建设及技术转化顺利进行，拟和中国水产科学研究院合作创立创新基金、成立大渔技术委员会，全面推动水产项目的发展。与中山大学合作开展的海洋渔业项目，对开展深海养殖进行探索，以推进公司产业优化并加快向海洋生物产业发展。

6 立足长远 关注股权激励方案

受禽流感影响，公司三季度业绩低于预期，单季度业绩下降3.28%，前三季度仅增长3.23%。公司在今年9月份提出股权激励方案，在这一时点提出表明了公司对全年业绩的信心。2013年的行权条件是以2012年为基准，2013年公司净利润增长率不低于15%，营业收入增长率不低于23%。按此计算，单四季度收入需增长43.27%至3.6亿元，净利润需增长36.23%至0.88亿元。

按照我们上文的观点，兽药行业整合是大势所趋，我们需要选出在此番整合过程中的赢家。根据以上分析，公司具有产品储备、研发实力、股东背景及多渠道综合发展的优势，投资者可作长期关注，而今年是否能够行权则不宜过度看中，关键在于公司未来成长的可持续性。暂维持我们对公司2013-2015年的每股收益预测分别为0.4元、0.48元、0.56元（暂未考虑股权激励的稀释作用），分别同比增长17.18%、21%、15.6%，建议买入。

行业深度研究报告

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1798.23	1876.77	1820.46	1749.61	营业收入	847.43	997.93	1203.87	1444.64
现金	1489.97	1530.47	1415.03	1282.17	营业成本	430.10	473.25	566.46	679.75
应收账款	159.49	184.62	223.47	266.24	营业税金及附加	6.04	6.99	8.43	10.11
其它应收款	9.18	10.78	13.30	15.59	营业费用	121.96	135.72	163.73	196.47
预付账款	5.73	7.80	8.39	11.03	管理费用	112.82	175.64	204.66	245.59
存货	108.06	117.30	134.46	148.77	财务费用	-36.84	-35.33	-32.14	-26.01
其他	25.80	25.80	25.80	25.80	资产减值损失	1.04	1.00	1.00	1.00
非流动资产	380.33	391.42	400.73	405.74	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	240.47	237.81	235.16	231.84	营业利润	212.30	240.66	291.74	337.73
无形资产	59.24	60.79	62.99	63.52	营业外收入	3.87	6.00	6.00	6.00
其他	80.63	92.82	102.57	110.39	营业外支出	5.80	3.00	3.00	3.00
资产总计	2178.56	2268.19	2221.19	2155.36	利润总额	210.38	243.66	294.74	340.73
流动负债	100.98	112.12	121.57	137.76	所得税	29.47	31.68	38.32	44.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	180.90	211.99	256.43	296.44
应付账款	63.20	72.02	79.04	90.90	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.78	40.10	42.53	46.87	归属母公司净利润	180.90	211.99	256.43	296.44
非流动负债	3.90	3.90	3.90	3.90	EBITDA	199.07	227.12	282.06	334.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.34	0.40	0.48	0.56
其他	3.90	3.90	3.90	3.90					
负债合计	104.88	116.01	125.46	141.66	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	2073.69	2152.17	2095.72	2013.70	成长能力				
负债和股东权益	2178.56	2268.19	2221.19	2155.36	营业收入增长率	18.42%	17.76%	20.64%	20.00%
					营业利润增长率	13.00%	13.36%	21.22%	15.76%
					归属于母公司净利润增长率	8.41%	17.18%	20.96%	15.60%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	49.25%	52.58%	52.95%	52.95%
单位:百万元					净利率	21.35%	21.24%	21.30%	20.52%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	8.72%	9.85%	12.24%	14.72%
经营活动现金流	150.04	178.52	206.11	258.96	ROIC	6.86%	8.00%	10.38%	12.95%
净利润	180.90	211.99	256.43	296.44	偿债能力				
折旧摊销	33.39	28.76	31.50	34.35	资产负债率	4.81%	5.11%	5.65%	6.57%
财务费用	-36.84	-35.33	-32.14	-26.01	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	17.81	16.74	14.98	12.70
营运资金变动	-26.06	-26.90	-49.67	-45.82	速动比率	16.74	15.69	13.87	11.62
其它	-1.35	0.00	0.00	0.00	营运能力				
投资活动现金流	-111.86	-39.85	-40.81	-39.37	总资产周转率	0.39	0.45	0.54	0.66
资本支出	60.85	11.09	9.31	5.01	应收账款周转率	5.52	5.80	5.90	5.90
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	6.40	7.00	7.50	8.00
其他	-51.00	-28.76	-31.50	-34.35	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-124.18	-98.17	-280.73	-352.45	每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.40	0.48	0.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.28	0.33	0.39	0.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊薄)	3.88	4.03	3.92	3.77
其他	-124.18	-98.17	-280.73	-352.45	估值比率				
现金净增加额	-86.00	40.50	-115.44	-132.86	P/E	24.38	20.28	16.76	14.50
					P/B	2.13	2.00	2.05	2.13
					EV/EBITDA	14.69	12.21	10.24	9.03
					永续增长率	3.00%		WACC	10.59%
重要财务指标					终值	5525.81		Ke	10.60%
单位:百万元					企业价值	7802.23		Kd	5.70%
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	非核心资产价值	1548.91		t	13.00%
营业收入	847.43	997.93	1203.87	1444.64	债务价值	3.90		Rf	4.00%
同比(%)	18.42%	17.76%	20.64%	20.00%	股权价值	9347.24		Rm	10.00%
归属母公司净利润	180.90	211.99	256.43	296.44	股本	534.00		Rm-Rf	6.00%
同比(%)	8.41%	17.18%	20.96%	15.60%	每股价值	17.50		Beta	1.10
毛利率(%)	49.25%	52.58%	52.95%	52.95%					
ROE(%)	8.72%	9.85%	12.24%	14.72%					
每股收益(元)	0.34	0.40	0.48	0.56					
P/E	24.38	20.28	16.76	14.50					
P/B	2.13	2.00	2.05	2.13					
EV/EBITDA	14.69	12.21	10.24	9.03					

资料来源：公司公告 天风证券研究所

7 信息披露

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；2）分析师所得报酬无论过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告的具体建议和观点相联系。

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。

8 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务，经营证券业务许可证编号：Z19935000。

本报告版权归天风证券所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“天风证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作任何担保。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，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。请天风证券的客户正确使用研究报告，不要将研究报告转发给他人，避免研究报告使用不当造成的纠纷。

本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，天风证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，天风证券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。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

9 天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉

上海

请阅读最后一页信息披露和重要声明

地址：中国湖北省武汉市江汉区

唐家墩32号国资大厦B座

电话：027-87618889

网址：<http://www.tfzq.com>

上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼

(201204)

021-50155650