

# 瑞普生物 (300119) 兽用生物制品

——借技术和规模优势进一步巩固兽药龙头的地位

投资评级	公司评级	收盘价	元
------	------	-----	---

## 投资要点:

- 瑞普生物产品包括兽用生物制品和兽用制剂两大类 276 个品种，产品丰富、结构合理，为国内少数几家产品覆盖动物疫病预防、诊断、治疗、促生长以及调节免疫机制的兽药企业之一。公司拥有填补国际空白科技成果 3 项，其中 2 项为公司原始创新取得，填补国内空白科技成果 11 项，为行业技术进步作出了较大贡献。公司已获得专利 22 项，另有两项发明专利获得了国家知识产权局下发的《授予发明专利权通知书》，目前正等待国家知识产权局颁发专利证书，并有 40 项发明专利进入实质审核阶段。
- 公司主要产品在细分市场位居行业前列，鸡新城疫灭活疫苗 (La Sota 株)，鸡新城疫耐热保护剂活疫苗 (La Sota 株)，鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗 (La Sota+H120 株)，鸡传染性法氏囊病活疫苗 (B87 株)，鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗 (B87 株) 五种产品 2008 年产销量均列行业单品前五名。
- 募投项目分析：本次募集资金主要投入——瑞普高科动物疫苗扩建项目、瑞普保定动物疫苗扩建项目、瑞普天津动物用头孢喹肟注射液和中药制剂扩建项目、研发中心项目。其中扩建项目能有效解决公司的产能瓶颈、丰富公司产品种类、提供新的利润增长点；而研发中心的建设则有利于提高公司的综合竞争能力。
- 根据我们模型测算出，2010-2012 年 EPS (按发行后股本算) 分别为 1.48、1.93、2.50 元，参照生物行业的估值，公司合理估值可取 10 年 40-45 倍 PE，对应估值区间 59.2-66.6 元/股。

2010 年 8 月 29 日

## 主要数据

52 周最高/最低价(元)	
上证指数/深圳成指	
50 日均成交额(百万元)	
市净率(倍)	
股息率	

## 基础数据

流通股(百万股)	
总股本(百万股)	
流通市值(百万元)	
总市值(百万元)	
每股净资产(元)	
净资产负债率	

## 股东信息

大股东名称	李守军
持股比例	43.18%

## 52 周行情图

## 相关研究报告

## 联系方式

研究员:	刘晓明
执业证书编号:	S0020109021253
电话:	021-51097188-1931
电邮:	liuxiaoming@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

## 目录

第 1 部分 公司概况 .....	4
1.1 公司主营业务概述 .....	4
1.2 股权结构分析 .....	5
第 2 部分 公司分析 .....	6
2.1 公司所在行业分析 .....	6
2.1.1 行业发展现状 .....	6
2.1.2 行业发展趋势 .....	9
2.1.3 发行人所处行业与上下游行业之间的关系 .....	10
2.2 公司的竞争优势 .....	11
2.2.1 产品优势 .....	11
2.2.2 营销及服务优势 .....	12
2.2.3 研发优势 .....	14
第 3 部分 募投项目巩固公司战略目标 .....	17
第 4 部分 盈利预测和估值分析 .....	18
第 5 部分 风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1 公司主营业务情况 .....	4
图表 2 主营业务收入结构 .....	4
图表 3 主要产品毛利率情况 .....	5
图表 4 股权结构图 .....	5
图表 5 兽药分类 .....	6
图表 6 全球兽药市场增长情况 .....	7
图表 7 2007 年全球大型兽药公司市场份额 .....	7
图表 8 我国兽药行业收入增长情况 .....	8
图表 9 我国兽用生物制品构成 .....	8
图表 10 全国兽药生产企业按产值规模分布情况 .....	9
图表 11 兽药行业上下游关系图 .....	10
图表 12 公司技术服务模式 .....	13
图表 13 公司的销售和服务模式 .....	14
图表 14 公司近年研发投入占营业收入的比例一直较高 .....	14
表格 1 公司主要产品简介 .....	11
表格 2 公司主要产品市场地位（万羽份） .....	12
表格 3 公司销售模式 .....	13
表格 4 兽用生物制品正在从事的研发项目情况 .....	15
表格 5 兽用制剂正在从事的研发项目情况 .....	16
表格 6 募投项目将生产禽用灭活疫苗、禽/畜活疫苗和转移因子口服液三大类 9 种产品 .....	17
表格 7 分产品盈利预测 .....	18

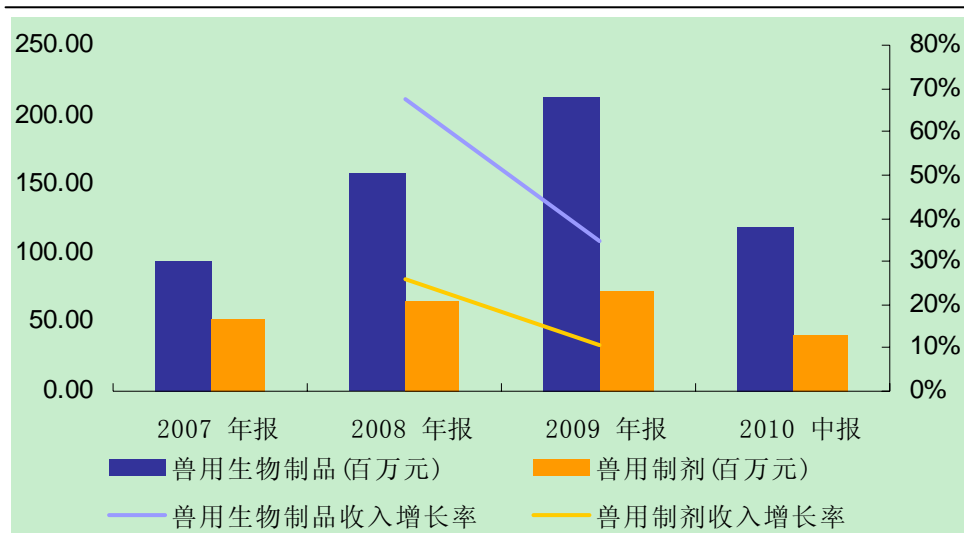
# 第 1 部分 公司概况

## 1.1 公司主营业务概述

瑞普生物产品包括兽用生物制品和兽用制剂两大类 276 个品种，产品丰富、结构合理，为国内少数几家产品覆盖动物疫病预防、诊断、治疗、促生长以及调节免疫机制的兽药企业之一。公司拥有填补国际空白科技成果 3 项，其中 2 项为公司原始创新取得，填补国内空白科技成果 11 项，为行业技术进步作出了较大贡献。公司已获得专利 22 项，另有两项发明专利获得了国家知识产权局下发的《授予发明专利权通知书》，目前正等待国家知识产权局颁发专利证书，并有 40 项发明专利进入实质审核阶段。

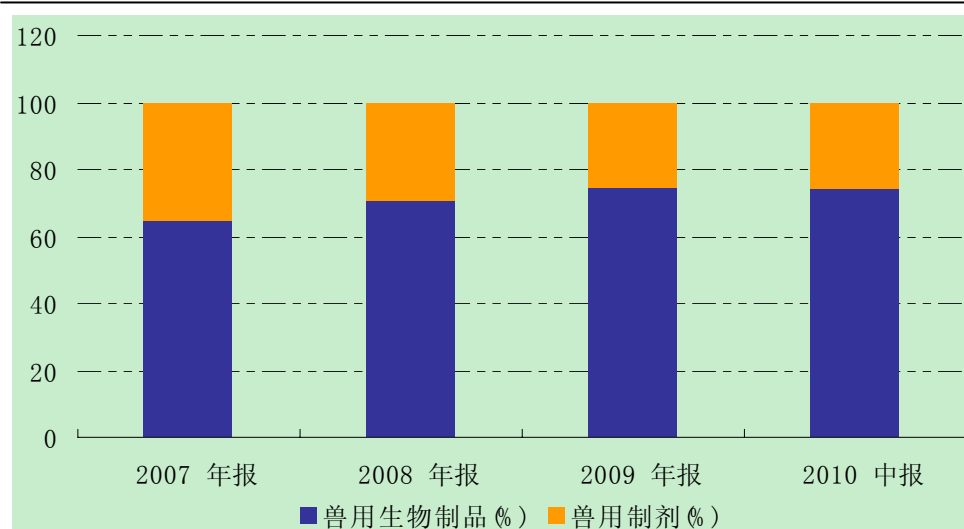
公司主要产品在细分市场位居行业前列，鸡新城疫灭活疫苗（La Sota 株），鸡新城疫耐热保护剂活疫苗（La Sota 株），鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗（La Sota+H120 株），鸡传染性法氏囊病活疫苗（B87 株），鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗（B87 株）五种产品 2008 年产销量均列行业单品前五名。

图表 1 公司主营业务情况



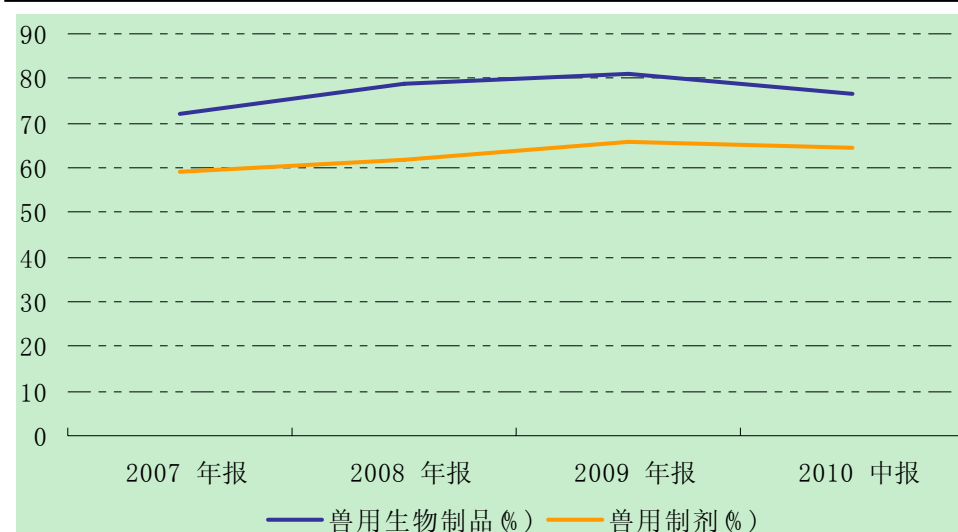
资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

图表 2 主营业务收入结构



资料来源: wind, 招股说明书, 国元证券整理

图表 3 主要产品毛利率情况



资料来源: wind, 招股说明书, 国元证券整理

## 1.2 股权结构分析

公司民营机制, 简单灵活, 股权以自然人持股为主。发行之后, 实际控制人李守军现任公司董事长兼总经理, 持股 43.18%, 梁武是第二大股东, 任公司董事、副总经理, 持股 8.85%; 监事苏雅拉达来持股 4.43%; 董事鲍恩东持股 3.69%; 董事、副总经理李旭东持股 3.24%; 董事、董事会秘书张凯持股 2.70%。

图表 4 股权结构图



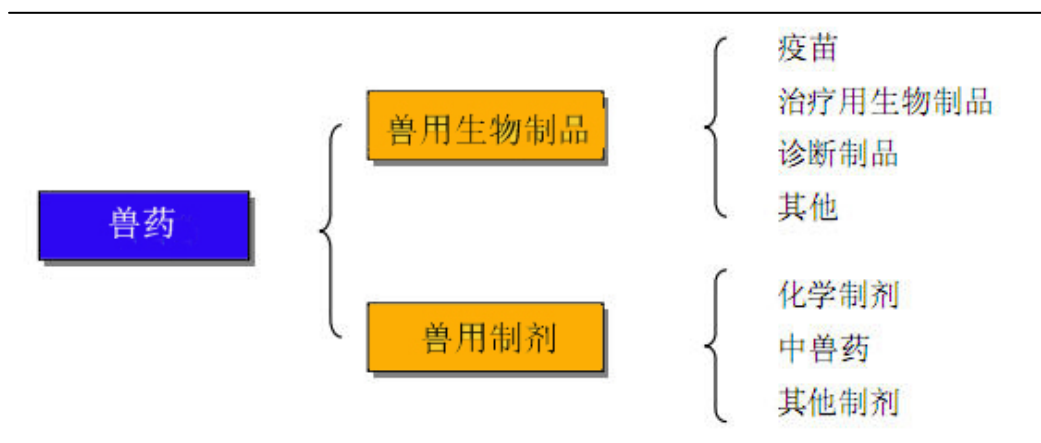
资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

## 第 2 部分 公司分析

### 2.1 公司所在行业分析

发行人所处行业为兽药行业，也称动物保健品行业。兽药是指用于动物疾病预防、治疗、诊断或有目的地调节动物生理机能的物质。随着畜牧业的发展，兽药的重要性逐渐得到行业和社会的重视。兽药分类如下：

图表 5 兽药分类



资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

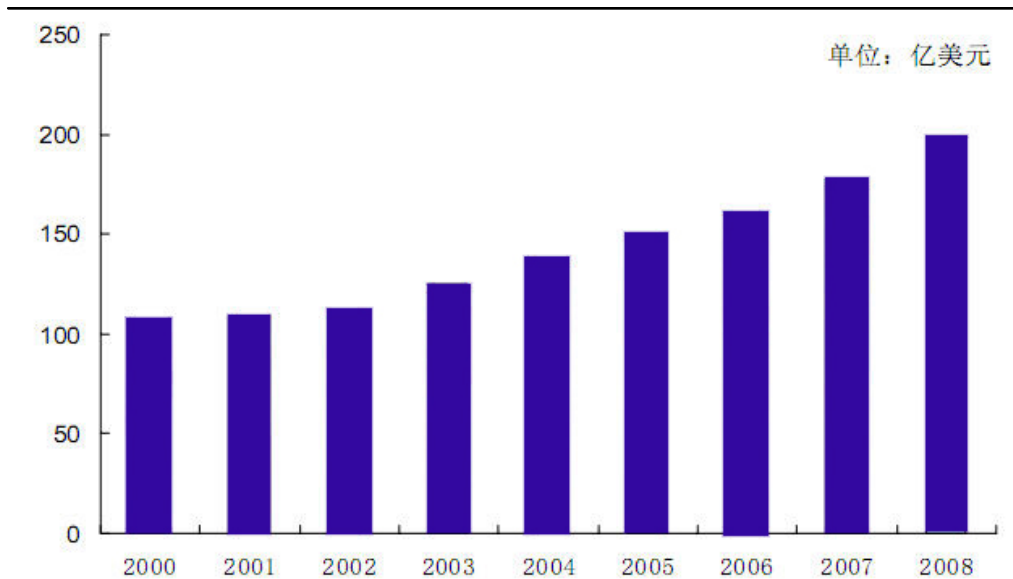
#### 2.1.1 行业发展现状

##### 1、全球兽药市场现状

###### ■ 行业景气度持续回升

根据 Wood Mackenaie 统计数据，2008 年全球兽药市场规模为 199 亿美元，2000 年至 2008 年的复合增长率为 7.94%，未来五年预计复合增长率将维持 5%~7%。

图表 6 全球兽药市场增长情况

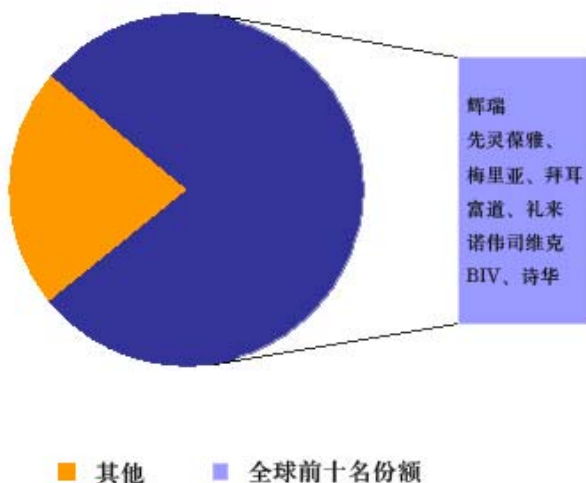


资料来源: wind, 招股说明书, 国元证券整理

■ 市场集中度较高

全球兽药行业发展历史较长, 国际上已经形成了几家大型兽药公司。全球兽药市场集中度较高, 并有不断集中的趋势。2007 年全球前 10 名公司销售收入合计市场份额已达到 77.80%, 其中前十名公司分别为辉瑞、先灵葆雅、梅里亚、拜耳、富道、礼来、诺伟司、维克、BIV、诗华。同时, 优势企业仍在不断通过技术创新和兼并重组获得更大的发展空间。

图表 7 2007 年全球大型兽药公司市场份额



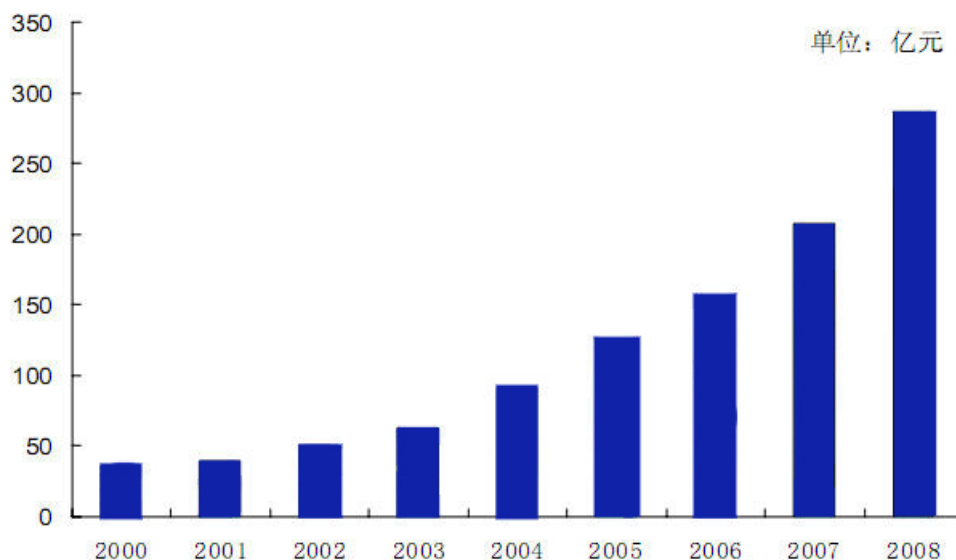
资料来源: wind, 招股说明书, 国元证券整理

2、中国兽药市场现状

■ 国内兽药行业保持快速增长

我国兽药行业发展较晚，与欧美发达国家相比存在一定差距。随着国家对农业及动物防疫工作的不断重视，我国兽药行业取得了较快发展。国家统计局数据显示，我国兽药行业收入从 2000 年的 36 亿元增加到 2008 年的 286 亿元，复合增长率为 29.57%，我国已成为兽药行业发展最快的地区之一。

图表 8 我国兽药行业收入增长情况

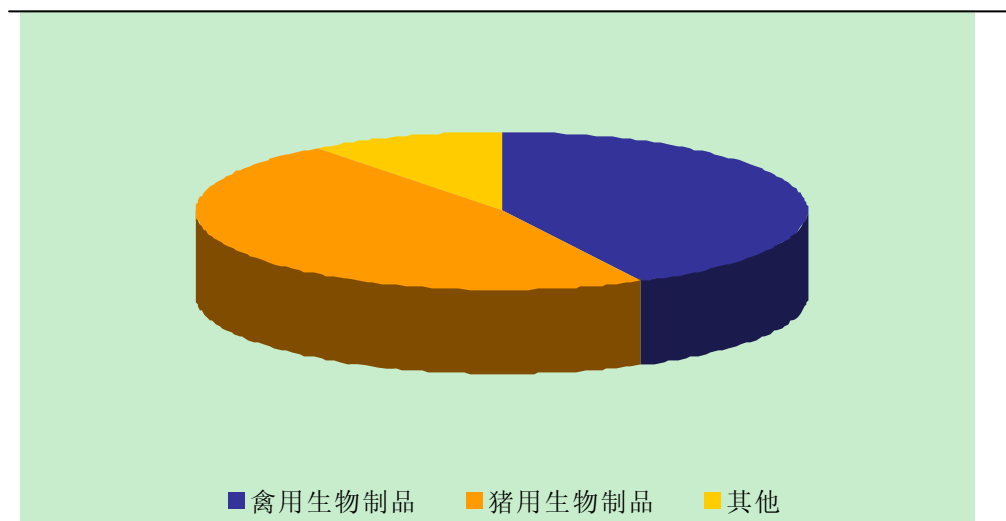


资料来源: wind, 招股说明书, 国元证券整理

■ 目标动物市场份额集中

兽药按照使用动物种类划分，主要分为禽用、猪用、牛羊用、宠物及特种经济动物用。由于我国是一个以家禽和猪养殖为主的国家，目前 90%以上的兽药应用于鸡和猪的疫病防治。农业部统计数据显示，2008 年我国兽用生物制品产值在 50 亿元左右，其中禽用生物制品占 42.51%，猪用生物制品占 47.13%，两种动物用生物制品合计占比为 89.64%。

图表 9 我国兽用生物制品构成



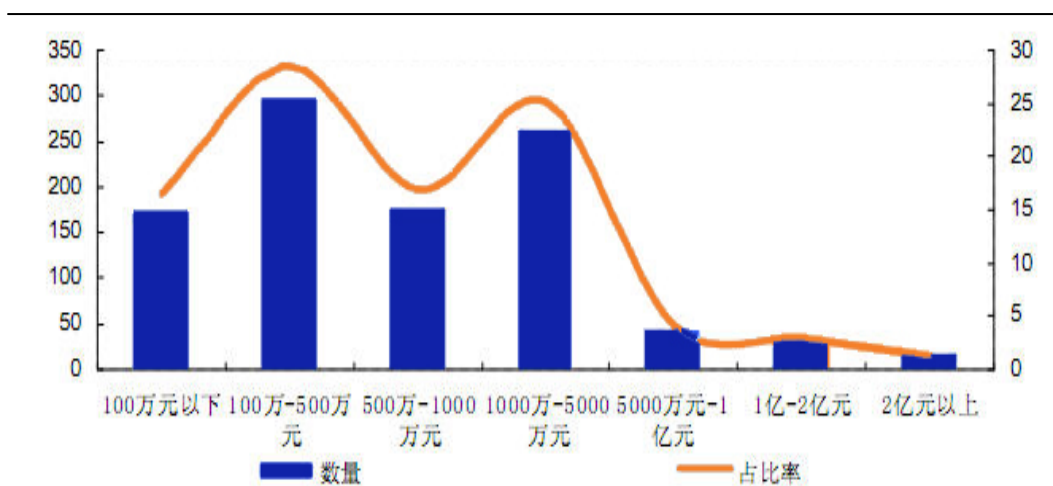
资料来源: wind, 招股说明书, 国元证券整理

■ 行业集中度较低

兽药行业实行强制 GMP 认证之前, 由于进入门槛较低, 行业呈现无序竞争的格局, 企业数量众多、生产规模偏小、技术含量较低、产品结构单一, 给行业持续发展带来一定不利影响。

尽管我国兽药行业已取得较大发展, 但仍存在行业集中度不高、规模化程度偏低的现状。根据 2008 年中国动物保健品协会对 925 家兽药企业的统计, 被调查兽药企业产值前 10 名的总产值为 28.72 亿元, 占被调查企业总产值的比重仅为 13.57%。随着国家监管力度的加强和经营管理的规范以及市场对品牌的认知度逐渐提高, 优质企业将通过开发新技术、创新服务模式等方式, 不断提升产品品质, 扩大市场份额, 不断提高行业集中度。

图表 10 全国兽药生产企业按产值规模分布情况



资料来源: wind, 招股说明书, 国元证券整理

2.1.2 行业发展趋势

■ 高效、绿色兽药快速发展

畜禽养殖中兽用抗生素的广泛使用甚至滥用, 导致药物残留问题日渐突出。面对欧美发达国家的绿色壁垒, 我国禽畜产品的出口屡屡受阻, 大幅度降低了我国畜牧业的国际竞争力。

随着居民对食品安全重视程度日益提高, 国家对兽药使用管理和残留监控力度也不断加强, 客户已由过去单一追求“高效性”向注重产品的“高效、安全、低残留、低毒性”转变。新型动物疫苗、现代兽用中药、药物新制剂等低毒、低残留绿色药品将逐步替代传统兽药产品。在市场需求调整和国家政策引导督促下, 高效、安全、低残留的药品将成为未来兽药市场的主流。

■ 多联多价疫苗成为发展趋势

国内畜禽养殖业长期使用的是单价疫苗，只能针对一种疫病，而动物疫病常呈现出多发混发的特点，单是口蹄疫一种病就有 7 种亚型，禽流感病毒亚型数量也比较多。为更好防控疫病，就需要为动物接种多联多价疫苗。多联多价疫苗的广泛使用不仅能降低畜禽免疫密度，减少免疫应激，而且能大幅度降低畜禽用药成本，从而成为兽用疫苗的发展趋势。目前，无论小动物还是大牲畜，国内已经使用多种二联（价）疫苗、三联（价）疫苗和个别品种的多联（价）疫苗，未来国内对二、三联（价）疫苗和更多的多联（价）疫苗的需求将成为主流，国内兽用疫苗的升级换代将进一步扩大兽药的市场规模。

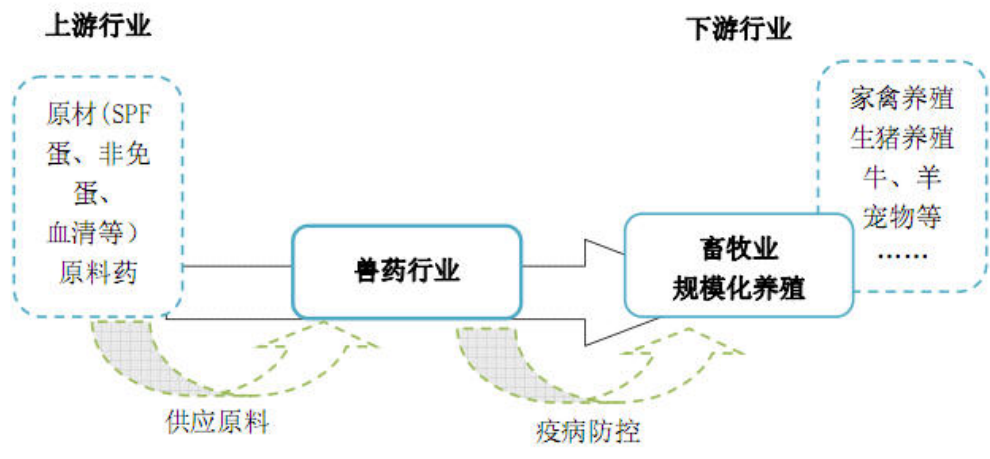
■ 品牌企业的竞争将集中在技术服务和产品结构

随着疫病病原变异以及新疾病的不断增加，动物疫病防治将越来越复杂，难度也会越来越大，客户需求也将逐步由单纯的疾病治疗或防疫向系统预防保健方案转变。客户需求的转变不仅要求兽药企业提供更高品质的产品，而且更需要提供系统的动物疫病解决方案和先进的营养平衡与饲养管理方案。未来产品结构的合理性和优质的技术服务将成为兽药企业核心竞争力的关键要素。因此，兽药企业一方面要丰富兽药的品种以应对不断复杂的疾病；另一方面要不断加强技术服务的广度和深度。

2.1.3 发行人所处行业与上下游行业之间的关系

兽药行业上游主要为原料供应行业，下游为畜牧业，其上下游关系图如下：

图表 11 兽药行业上下游关系图



资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

兽用生物制品的原材料主要包括 SPF 蛋、非免蛋、血清、健康兔等，原材料来源非常广泛，很容易从相关原材料供应厂家获得，且原材料成本占营业收入比例相对较低，价格波动对企业利润影响较小。

兽用制剂的上游为原料药行业。我国是原料药生产大国，可以生产的原料药近 1,500 种，多种产品产量位居世界第一，并呈现出稳定增长的局面。原料药的生产 and 供应直接影响着兽用制剂的生产,充足的原料药保障了我国兽用制剂的生产。目前，原料

药成本是兽用制剂的主要生产成本，原料药价格波动直接影响兽用制剂的利润水平。

## 2.2 公司的竞争优势

### 2.2.1 产品优势

#### ■ 产品线较长，结构合理

畜牧业的疫病防治是一项复杂的系统工程，单独使用生物制品或制剂往往不能起到良好的防治效果，只有将疫苗预防、药物预防、生物治疗、药物治疗、功能添加剂辅助等不同类别、多种产品科学地结合起来，互相补充，才能优化整体防控效果。

公司为国内少数几家在生物制品和制剂领域均具有较强竞争优势的企业。目前，公司拥有兽用生物制品 50 种，兽用制剂 226 种，产品结构合理，较好地满足了动物疾病防控的需要。基于丰富的产品积累，公司可根据动物疫病变化规律、市场需求变化情况等因素科学规划公司产品的功能组合，不断优化免疫程序和用药计划，提升公司制定全面解决方案的技术服务能力，以保证公司持续快速增长，促进核心竞争优势的提升。

因此在我国广大养殖从业者的技术水平普遍提升到高度职业化和专业化之前，兽药企业立足于多种产品组合为基础，致力于向客户提供系统解决方案是养殖业的迫切需求，更是兽药行业发展趋势之必然。

#### ■ 产品品种丰富

公司已拥有 276 个产品批准文号，产品涵盖疫苗、化学制剂、中兽药、饲料添加剂等多个领域，成为国内兽药行业产品最齐全的企业之一。理的产品储备和不断的研发投入将为公司进一步发展提供坚实的基础。

表格 1 公司主要产品简介

产品类别	产品数量	主要产品	主要用途	
兽用生物制品	禽用	35	鸡新城疫、鸡传染性支气管炎二联活疫苗；鸡新城疫低毒力活疫苗；鸡传染性法氏囊病中等毒力活疫苗等；鸡新城疫灭活疫苗；鸡新城疫、鸡传染性法氏囊病二联灭活疫苗；新城疫、减蛋综合征二联灭活疫苗等	用于鸡新城疫、传染性支气管炎、鸡传染性法氏囊病等的预防
	畜用	15	猪瘟活疫苗（兔源）；猪蓝耳病灭活疫苗等	用于猪瘟和猪蓝耳病等的预防
	禽用	97	阿莫西林可溶性粉、氟苯尼考粉、替米考星可溶性粉、替米考星溶液、地克珠利溶液、妥曲珠利溶液、恩诺沙星溶液、甲磺酸培氟沙星可溶性粉等	用于家禽疾病的预防、治疗
兽用制剂	畜用	71	右旋糖酐铁注射液、硫酸庆大霉素注射液、安乃近注射液、板蓝根注射液、替米考星预混剂、盐酸林可霉素预混剂等	用于家畜疾病的预防、治疗
	饲料添加剂	58	禽用微量元素、电解质预混合饲料；蛋鸡用维生素、微量元素复合预混合饲料等	用于调节动物的生理机能

资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

**表格 2 公司主要产品市场地位（万羽份）**

产 品	市场排名	2008 年产量	2008 年市场容量	市场份额
鸡新城疫耐热保护剂活疫苗 (La Sota 株)	第一	10979.80	85857.35	12.79%
鸡新城疫灭活疫苗 (La Sota 株)	第二	21763.35	129467.55	16.81%
鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(La Sota+H120 株)	第二	117519.55	1234338.35	9.52%
鸡传染性法氏囊病活疫苗 (B87 株)	第四	102452.85	1073282.31	9.55%
鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗 (B87 株)	第四	1750.00	23377.80	7.49%

资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

### 2.2.2 营销及服务优势

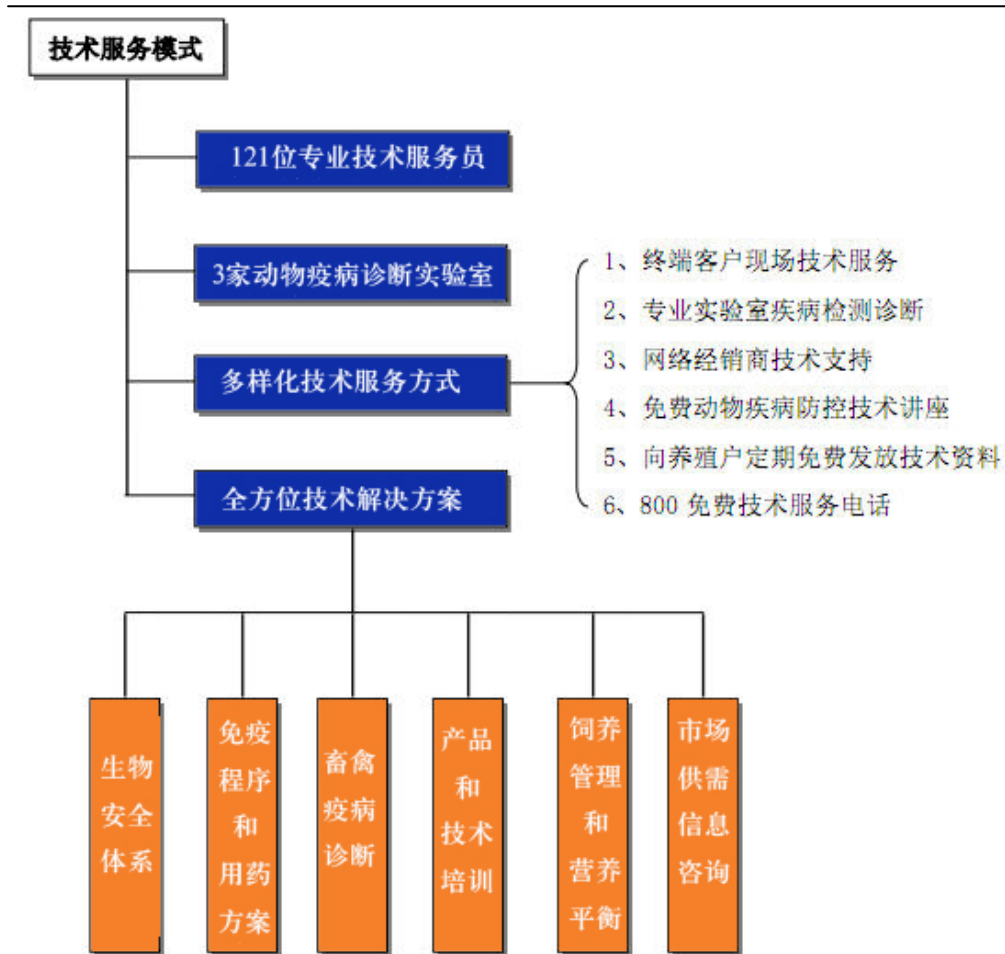
营销模式——有效整合企业资源、充分利用产品组合；差异化市场营销、个性化制定方案；针对性解决问题、系统化增值服务

#### ■ 全方位的技术服务

公司配备了 121 名专业技术服务人员，以 3 家专业动物疫病诊断实验室为基础向客户提供专业的技术解决方案和检测诊疗服务。

公司在重点区域建立了养殖示范推广基地，简历全方位技术服务——网络经销商技术服务、终端客户现场技术服务、专业实验室疾病诊断、免费动物疫病防控技术培训等方式。每年召开免费技术推广会不少于 150 场；设立了 800 免费技术服务电话、短信平台；公司网站等沟通渠道。

图表 12 公司技术服务模式



资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

■ 覆盖全面的营销网络

公司建立了以 10 个销售大区覆盖国内养殖市场的营销网络，以政府招标采购、大客户直销网络经销三种模式辐射各养殖企业和养殖户。报告期内，公司已在 21 个省的政府招标采购中中标，与 743 家规模化养殖企业或大型养殖场建立业务关系，并指定 2,116 家网络经销商销售公司产品，营销网络覆盖全国 500 个重点养殖县。

表格 3 公司销售模式

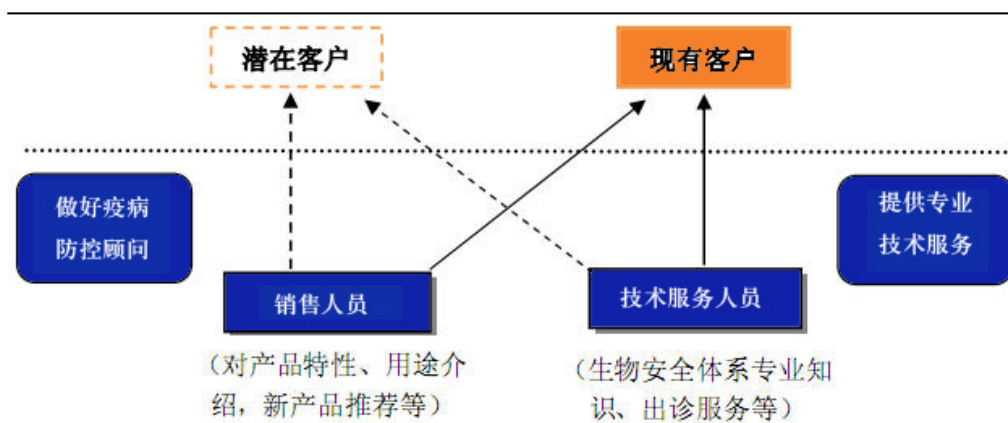
销售模式	产品类别	客户	备注
政府招标采购	强制免疫类兽用生物制品	省级兽医防疫机构	公司已经连续三年参加猪瘟活疫苗和高致病性猪蓝耳病灭活疫苗的政府招标采购。目前公司在全国 21 个省参与政府招标并中标。
大客户直销	兽用生物制品、兽用制剂	养殖企业、大型养殖场等	大部分为国家、省、市评定的养殖龙头企业，如广东温氏、正大集团、大成集团、河南永达集团、吉林德大、河南大用集团、山东民和集团等。目前已与 743 家规模化养殖企业建立了长期业务合作。
网络经销	兽用生物制品、兽用制剂	网络经销商	目前在全国已指定 2116 家网络经销商销售公司产品，经销网络覆盖全国 500 个重点养殖县。

资料来源: wind, 招股说明书, 国元证券整理

■ 专业的营销队伍

公司市场营销队伍实力强、素质高。目前公司拥有市场营销人员 254 名, 90%以上为畜牧兽医专业人员。公司销售人员定期接受研发人员、技术服务人员的技术培训, 实施学分制接受营销专家的培训, 不断丰富专业知识、提高营销技能, 为顾问型营销奠定基础。

图表 13 公司的销售和服务模式

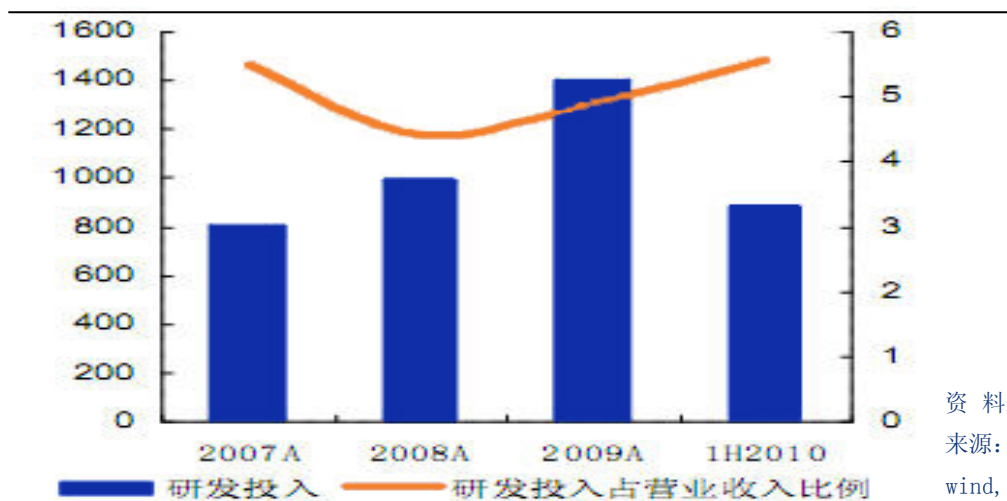


资料来源: wind, 招股说明书, 国元证券整理

2.2.3 研发优势

公司已形成“研究一批、产业化一批、储备一批”的良性发展格局。如公司兽用生物制品领域正在从事的研发项目达到 27 项, 其中, 填补国际空白项目 1 项, 填补国内空白项目 5 项; 兽用制剂领域正在从事的研发项目达到 24 个, 其中填补国际空白 1 项, 填补国内空白 4 项。正是由于具备较强的研究开发能力, 才能使得公司产品线不断推陈出新, 创造了过去明显高于行业增速的良好记录, 也确保了企业未来快速、健康发展。

图表 14 公司近年研发投入占营业收入的比例一直较高



资料来源: wind,

招股说明书, 国元证券整理

表格 4 兽用生物制品正在从事的研发项目情况

兽用生物制品正在从事的研发项目	开始时间	研发方式	拟达到目标	备注
禽网状内皮组织病活疫苗	2006.04	联合开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	填补国际空白
基因工程重组抗菌肽	2007.04	自主开发	新饲料添加剂文号	填补国内空白
抗原超高静水压灭活技术	2007.05	自主开发	规模化应用	国内领先
禽病毒性关节炎灭活疫苗	2007.07	联合开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
副猪嗜血杆菌灭活疫苗	2008.02	联合开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
猪病毒性腹泻疾病多联灭活疫苗	2008.02	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
细菌功能性外膜蛋白提取工艺	2008.04	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（HB-1/3.9 株）	2008.05	联合开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
动物脾脏转移因子制剂	2008.05	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	填补国内空白
抗原大规模层析纯化技术	2008.06	自主开发	规模化应用	国内领先
细胞灌注式悬浮培养技术	2008.10	自主开发	规模化应用	填补国内空白
畜禽基因工程重组干扰素	2008.10	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	填补国内空白
新型疫苗佐剂	2008.11	自主开发	规模化应用	国内领先
鸡新城疫浓缩灭活疫苗	2009.02	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
高密度、高表达重组蛋白发酵工艺	2009.02	自主开发	规模化应用	国内领先
犬用病毒性疾病精制抗体	2009.03	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
宠物用多联、多价弱毒活疫苗	2009.04	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
猪用免疫球蛋白制剂	2009.04	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
猪圆环病毒病灭活疫苗	2009.05	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	填补国内空白
鸭疫病系列疫苗	2009.06	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
禽肿瘤性疾病 ELISA 抗体诊断试 剂盒	2009.06	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
畜禽重大疫病快速诊断技术	2009.06	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
宠物主要疫病快速诊断技术	2009.06	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
畜禽重大疫病基因缺失标志疫苗 和标记诊断技术（VIDA 技术）	2009.08	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
猪圆环病毒 2-dCap-ELISA 抗体检	2009.09	联合开发	产品批准文号	国内领先

测试剂盒

家禽疫病精制高免卵黄抗体	2009.09	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
畜禽重大疫病重组活载体基因工 程系列疫苗	2009.10	自主开发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先

资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

表格 5 兽用制剂正在从事的研发项目情况

兽用制剂正在从事的研发项目	开始时间	研发方式	拟达到目标	备注
干扰素高效诱导剂	2006.04	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
新型生物免疫增强剂—BCG-PSN 脂质体	2006.05	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	填补国内空白
壳聚糖、低聚糖和寡糖产品微波制备新技术	2006.09	联合研发	饲料添加剂文号	填补国内空白
肉鸡腹水症分子病理学研究及防治中药颗 粒剂的开发	2007.03	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	填补国内空白
沃尼妙林原料及制剂	2007.03	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	填补国内空白
右旋糖酐铁制剂	2007.05	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
防治奶牛子宫内膜炎中药制剂	2007.06	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
化学药物苦味遮蔽技术的研究	2007.09	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先
饲料中真菌毒素的无公害脱毒技	2007.10	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先
姬松茸多糖	2008.04	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	填补国际空白
促进肉鸡生长植物提取物饲料添 加剂	2008.04	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先
提高蛋鸡产蛋率的植物提取物饲 料添加剂	2008.04	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先
复合益生菌制剂	2008.04	自主研发	3~5 个饲料添加剂 产品批准文号	国内领先
多西环素纳米混悬注射液	2008.06	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
中草药超微粉碎工艺	2008.06	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先
提高畜禽食欲的功能小分子的研究	2008.06	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先
癸氧喹酯混悬液	2008.08	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
母猪营养预混剂	2008.09	自主研发	预混剂产品批准文号	国内领先
替米考星水溶性复方制剂	2008.10	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先
抗畜禽应激饲料添加剂	2008.10	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先
提高母猪产仔率的中草药提取物 饲料添加剂	2008.10	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先
蒲地蓝注射液	2008.10	自主研发	新兽药注册证书及产 品批准文号	国内领先

			品批准文号	
可替代抗生素的植物提取物饲料添加剂	2008.10	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先
中草药逆流提取工艺	2008.11	自主研发	饲料添加剂文号	国内领先

资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

### 第 3 部分 募投项目巩固公司战略目标

募投项目产品中，鸡新城疫灭活疫苗、新减二联灭活疫苗、鸡新城疫耐热活疫苗、鸡法氏囊病耐热活疫苗已在瑞普保定规模化生产。鸡传支耐热活疫苗、鸡喉炎耐热活疫苗、新流二联灭活疫苗 3 个疫苗产品由于受产能限制，目前瑞普保定仅进行少批次生产，供应重点客户。猪蓝耳病活疫苗和转移因子口服液属于公司新产品，尚未进行生产。

扩建项目涉及 23 种产品，其中原有产品 15 种，新产品 8 种，这些产品大部分具有较高壁垒，竞争对手在 3 个以内。其中，原有产品主要为兽用生物制品，公司兽用生物制品增长较快，产销两旺，产能利用率处于较高水平，如 2009 年度活疫苗产能利用率为 98.16%，灭活疫苗产能利用率为 82.63%，而募集资金投资项目的投产将能有效缓解目前公司的产能瓶颈，为公司持续发展奠定基础；而新产品除 3 种中药制剂来源于中国兽药典外，其余产品均为公司具有自主技术的新兽药，市场潜在需求旺盛，其投产不仅能丰富公司的产品品种，更重要的是为公司培育新的销售增长点。在这当中，我们又最看好猪蓝耳病活疫苗、转移因子口服液、硫酸头孢喹肟注射液等。

募投项目产品主要用于防治猪蓝耳病、禽流感、鸡新城疫、鸡传染性支气管炎、鸡产蛋下降综合征、鸡传染性法氏囊病、鸡传染性喉气管炎等 7 种重大动物疫病。上述 7 种禽畜疫病发病率高、传播速度快、危害性大，给养殖业造成了巨大的经济损失，被农业部列为一类或二类动物疫病，属于养殖业重点防控疫病。

表格 6 募投项目将生产禽用灭活疫苗、禽/畜活疫苗和转移因子口服液三大类 9 种产品

产品名称	产品全名	生产规模
一、禽用灭活疫苗（3 种）		
鸡新城疫灭活疫苗	鸡新城疫灭活疫苗	30,500 万毫升
新减二联灭活疫苗	鸡新城疫、减蛋综合征二联灭活疫苗	20,000 万毫升
新流二联灭活疫苗	鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗	7,500 万毫升
3,000 万毫升		
二、禽/畜用活疫苗（5 种）		
鸡新城疫耐热活疫苗	鸡新城疫低毒力耐热保护剂活疫苗（La Sota 株）	233,500 万羽份
鸡法氏囊病耐热活疫苗	鸡传染性法氏囊病中等毒力耐热保护剂活疫苗	90,000 万羽份
鸡传支耐热活疫苗	鸡传染性支气管炎耐热保护剂活疫苗（H120 株）	52,000 万羽份
鸡喉炎耐热活疫苗	传染性喉气管炎耐热保护剂活疫苗	55,000 万羽份
猪蓝耳病活疫苗	猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（R98 株）	22,500 万羽份
转移因子口服液	转移因子口服液	14,000 万头份
		60,000 万毫升

资料来源：wind, 招股说明书, 国元证券整理

## 第 4 部分 盈利预测和估值分析

我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 1.48、1.93、2.50 元，参照生物行业的估值，公司合理估值可取 10 年 40-45 倍 PE，对应估值区间 59.2-66.6 元/股。

表格 7 分产品盈利预测

产品	项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
禽用活疫苗	销售收入 (万元)	4,445.84	5,293.06	7,103.64	9,589.91	12,466.89	16,206.95
	YOY		19.06%	34.21%	35.00%	30.00%	30.00%
	销售成本 (万元)	926.96	805.07	1,066.26	1,630.29	2,244.04	2,917.25
	YOY		-13.15%	32.44%	52.90%	37.65%	30.00%
	毛利率 (%)	79.15%	84.79%	84.99%	83.00%	82.00%	82.00%
禽用灭活疫苗	销售收入 (万元)	2,189.05	2,657.74	3,227.66	5,325.64	7,098.75	9,228.37
	YOY		21.41%	21.44%	65.00%	33.29%	30.00%
	销售成本 (万元)	831.62	859.51	977.66	1,863.97	2,484.56	3,229.93
	YOY		3.35%	13.75%	90.66%	33.29%	30.00%
	毛利率 (%)	62.01%	67.66%	69.71%	65.00%	65.00%	65.00%
畜用活疫苗	销售收入 (万元)	2,278.75	2,699.33	3,967.83	6,150.14	8,223.17	10,690.12
	YOY		18.46%	46.99%	55.00%	33.71%	30.00%
	销售成本 (万元)	750.62	767.96	978.07	1,537.53	2,138.02	2,779.43
	YOY		2.31%	27.36%	57.20%	39.06%	30.00%
	毛利率 (%)	67.06%	71.55%	75.35%	75.00%	74.00%	74.00%
畜用灭活疫苗	销售收入 (万元)	481.55	5,095.90	6,937.70	7,978.36	9,972.94	12,466.18
	YOY		958.23%	36.14%	15.00%	25.00%	25.00%
	销售成本 (万元)	107.82	877.51	969.89	1,276.54	1,695.40	2,119.25
	YOY		713.87%	10.53%	31.62%	32.81%	25.00%
	毛利率 (%)	77.61%	82.78%	86.02%	84.00%	83.00%	83.00%
兽用生物制品	销售收入 (万元)	9,395.19	15,746.03	21,236.83	29,044.04	37,761.75	48,591.62
	YOY		67.60%	34.87%	36.76%	30.02%	28.68%
	销售成本 (万元)	2,617.02	3,310.05	3,991.88	6,308.33	8,562.03	11,045.86
	YOY		26.48%	20.60%	58.03%	35.73%	29.01%
	毛利率 (%)	72.15%	78.98%	81.20%	78.28%	77.33%	77.27%
禽用制剂	销售收入 (万元)	4,015.03	4,481.10	4,629.96	4,861.46	5,250.38	5,670.41
	YOY		11.61%	3.32%	5.00%	8.00%	8.00%
	销售成本 (万元)	1,576.30	1,857.86	1,705.68	1,701.51	1,837.63	1,984.64
	YOY		17.86%	-8.19%	-0.24%	8.00%	8.00%
	毛利率 (%)	60.74%	58.54%	63.16%	65.00%	65.00%	65.00%
畜用制剂	销售收入 (万元)	583.38	618.25	613.59	920.39	1,242.52	1,615.28
	YOY		5.98%	-0.75%	50.00%	35.00%	30.00%
	销售成本 (万元)	293.21	237.47	222.24	312.93	434.88	565.35
	YOY		-19.01%	-6.41%	40.81%	38.97%	30.00%
	毛利率 (%)	49.74%	61.59%	63.78%	66.00%	65.00%	65.00%
饲料添加剂	销售收入 (万元)	602.98	1,454.72	2,021.14	2,425.37	2,742.69	3,071.81
	YOY		141.26%	38.94%	20.00%	13.08%	12.00%
	销售成本 (万元)	255.66	417.65	554.80	824.63	987.37	1,105.85

	YOY		63.36%	32.84%	48.63%	19.74%	12.00%
	毛利率 (%)	57.60%	71.29%	72.55%	66.00%	64.00%	64.00%
兽用制剂	销售收入 (万元)	5,201.39	6,554.07	7,264.69	8,207.22	9,235.59	10,357.50
	YOY		26.01%	10.84%	12.97%	12.53%	12.15%
	销售成本 (万元)	2,125.17	2,512.98	2,482.72	2,839.07	3,259.88	3,655.84
	YOY		18.25%	-1.20%	14.35%	14.82%	12.15%
	毛利率 (%)	59.14%	61.66%	65.82%	65.41%	64.70%	64.70%
主营业务合计	销售收入 (万元)	14,596.58	22,300.10	28,501.52	37,251.26	46,997.34	58,949.12
	YOY		52.78%	27.81%	30.70%	26.16%	25.43%
	销售成本 (万元)	4,742.19	5,823.03	6,474.60	9,147.40	11,821.91	14,701.70
	YOY		22.79%	11.19%	41.28%	29.24%	24.36%
	毛利率 (%)	67.51%	73.89%	77.28%	75.44%	74.85%	75.06%
其他	销售收入 (万元)	13.44	113.26	34.02	34.36	34.70	35.05
	YOY		742.71%	-69.96%	1.00%	1.00%	1.00%
	销售成本 (万元)	4.92	77.77	7.26	13.74	13.88	14.02
	YOY		1480.69%	-90.66%	89.31%	1.00%	1.00%
	毛利率 (%)	63.39%	31.33%	78.66%	60.00%	60.00%	60.00%
公司合计	总销售收入 (万元)	14,610.02	22,413.36	28,535.54	37,285.62	47,032.04	58,984.17
	YOY		53.41%	27.31%	30.66%	26.14%	25.41%
	总销售成本 (万元)	4,747.11	5,900.80	6,481.86	9,161.14	11,835.79	14,715.72
	YOY		24.30%	9.85%	41.34%	29.20%	24.33%
	综合毛利率	67.51%	73.67%	77.28%	75.43%	74.83%	75.05%

## 第 5 部分 风险提示

公司主要从事兽药的研发、生产、销售和技术服务，与畜牧业的关联度较大。随着我国养殖业规模不断扩大，商品率不断提高，养殖密度和流通半径不断加大，境内外动物及其产品贸易活动日益频繁，某些重大动物疫病呈大范围流行态势。其中有些疫病如禽流感、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，人们也可能出于对食品安全的考虑减少该类食品的消费，引起其市场波动。畜牧业的上述市场波动会对公司的经营产生一定影响，从而导致公司存在一定的市场波动风险。

主要财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	255	344	527	755	<b>营业收入</b>	285	373	470	590
现金	118	169	313	504	营业成本	65	101	127	159
应收账款	72	61	66	64	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	5	8	10	13	营业费用	93	101	127	159
预付账款	19	26	35	42	管理费用	25	33	40	50
存货	37	76	99	127	财务费用	-1	-4	-9	-15
其他流动资产	3	3	5	5	资产减值损失	2	2	2	2
					公允价值变动收				
<b>非流动资产</b>	160	150	147	140	益	0	0	0	0
长期投资	16	11	14	12	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	93	99	99	97	<b>营业利润</b>	100	140	181	232
无形资产	27	27	27	27	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资					营业外支出	2	1	1	1
产	24	12	7	4	<b>利润总额</b>	101	142	183	235
<b>资产总计</b>	415	493	674	895	所得税	13	21	28	35
<b>流动负债</b>	150	120	145	167	<b>净利润</b>	88	121	156	199
短期借款	35	17	21	24	少数股东损益	27	11	13	14
应付账款	32	39	55	65	<b>归属母公司净利润</b>	62	109	143	185
其他流动负债	84	64	69	77	EBITDA	99	141	178	223
<b>非流动负债</b>	12	0	0	0	EPS (元)	1.11	1.48	1.93	2.50
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负									
债	12	0	0	0					
<b>负债合计</b>	163	120	145	167					
少数股东权益	46	57	70	84					
股本	56	74	74	74					
资本公积	55	37	37	37					
留存收益	95	205	348	533					
归属母公司股东权益	206	316	459	644					
<b>负债和股东权益</b>	415	493	674	895					

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	27.3%	30.7%	26.1%	25.4%
营业利润	38.4%	39.9%	29.8%	28.1%
归属于母公司净利润	42.0%	77.9%	30.7%	29.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	77.3%	73.0%	73.0%	73.0%
净利率(%)	21.6%	29.3%	30.4%	31.4%
ROE(%)	29.8%	34.6%	31.2%	28.8%
ROIC(%)	47.9%	55.2%	66.2%	78.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	39.2%	24.3%	21.6%	18.6%
净负债比率(%)	21.52%	14.43%	14.29%	14.60%
流动比率	1.70	2.86	3.63	4.52
速动比率	1.45	2.22	2.94	3.76
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.82	0.81	0.75
应收账款周转率	5	6	7	9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	65	77	134	172
净利润	88	121	156	199
折旧摊销	0	5	5	6
财务费用	-1	-4	-9	-15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-33	-18	-18
其他经营现金				
流	-23	-12	-0	0
<b>投资活动现金流</b>	-36	5	-2	1
资本支出	31	0	0	0

长期投资	-5	-5	2	-1	应付账款周转率	2.69	2.86	2.70	2.64
其他投资现金									
流	-9	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-25</b>	<b>-31</b>	12	19	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.48	1.93	2.50
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.04	1.81	2.32
短期借款	25	-18	3	4	每股净资产(最新摊薄)	2.78	4.26	6.19	8.69
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	19	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-2	-19	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金					EV/EBITDA	-1	-0	-0	-0
流	-48	-13	9	15					
<b>现金净增加额</b>	<b>4</b>	<b>51</b>	<b>144</b>	<b>192</b>					

## 国元证券投资评级体系:

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

### 免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn