

大北农 (002385)

买入/维持评级

股价: RMB34

#### 分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

wuxd@mail.htlhsc.com.cn

#### 联系人

陈娇

(0755)8253 7967

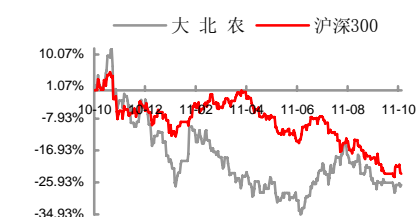
chenjiao2@mail.htlhsc.com.cn

#### 相关研究

#### 基础数据

总股本 (百万股)	401
流通 A 股 (百万股)	401
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	13,627

#### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 饲料行业销量向好 维持全年业绩预测

- **事件:** 公司公布 2011 三季报。1-9 月实现营业收入和利润分别为 52.79 亿元和 3.13 亿元, 同比增长 44.73%和 59.72%, 全面摊薄 EPS0.78 元, 三季度单季 EPS0.24。
- **饲料行业销量向好, 全年业绩将大幅增长。** 11 年前三季度收入和利润增长幅度较大, 主要原因是公司饲料销量大幅增长。三季度饲料行业销量整体增幅较大, 7、8 月的增速已经达到 32.5%和 28.1%。目前饲料行业仍然处于景气上升周期的前半段, 我们预计未来 3-6 个月饲料产量增速还将持续回升, 维持大北农全年利润增速达到 65%-70%的预测。
- **肉类价格依然强势, 9 月生猪存栏持续回升, 维持行业判断不变。** 目前肉类价格依然强势。我们维持之前的判断, 认为猪肉价格高点出现在年底至春节附近。9 月生猪、能繁母猪存栏分别环比回升 1.29%和 0.62%。生猪存栏的增长将对四季度饲料需求形成有力支撑。我们维持之前的判断, 认为饲料景气周期延伸至 2012 年全年。
- **看好公司长期成长能力。** (1) 饲料方面, 公司新增云南、商丘、甘肃三个饲料项目, 共新增猪饲料产能 36 万吨, 预计 13 年上半年投产。我们预测 11-13 年公司饲料产能将达到 380、500 和 700 万吨以上, 三年复合增速约 44%。公司具备很强的营销推广和盈利能力, 我们预计收入、利润将与产能同步增长。(2) 种子方面, 今年四季度起是公司新品种农华 101 销售的第三年。上一季销量在 400 万公斤左右, 推广面积在 300 万亩左右, 于今年 3 月份种子即已售罄。预计 11/12 季季推广面积达到 500 万亩以上, 即销量能达到 750 万公斤以上。预计 2013 年之后饲料行业周期性下滑, 种子业务有望成为公司利润新的增长点。
- **盈利预测:** 我们预计公司 11-13 年的 EPS 为 1.30 元, 1.73 元和 2.28 元; 对应于目前的股价, PE 分别为 26X, 19X, 15X。公司合理 PE 应该在 30X 以上, 给予“买入评级”。
- **风险因素:** 生猪疫病; 产能扩张未达到预期。

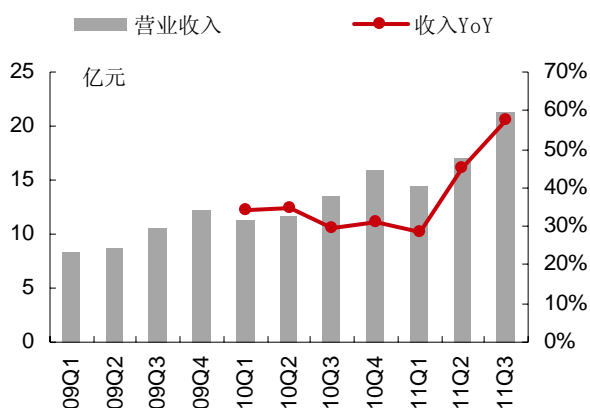
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5248.4	7713.0	11102.0	15237.0
(+/-%)	32.0	47.0	43.9	37.2
归属母公司净利润(百万元)	311.2	521.0	693.0	912.0
(+/-%)	11.7	67.4	33.0	31.6
EPS(元)	0.78	1.30	1.73	2.28
P/E(倍)	43.8	25.7	19.4	14.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 饲料行业销量向好，全年业绩将大幅增长

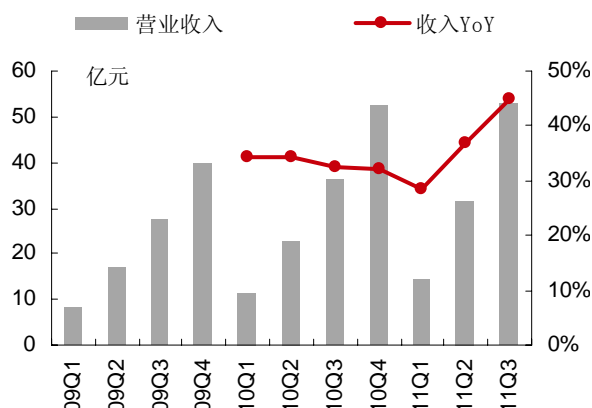
11 年前三季度收入和利润增长幅度较大，主要原因是公司饲料销量大幅增长。由于养殖利润丰厚，全国生猪存栏量至 3 月份开始回升，从而拉动对饲料的需求。三季度饲料行业销量增幅较大，7、8 月的增速已经达到 32.5% 和 28.1%。目前饲料行业处于景气上升周期的前半段，三季度是自 10 年下半年以来行业最为景气的时期，我们预计未来 3-6 个月饲料产量增速还将持续回升。因此公司四季度业绩增速要高于前三季度是大概率事件，我们维持大北农全年利润增速达到 65-70% 的预测。

图 1： 公司单季度收入情况



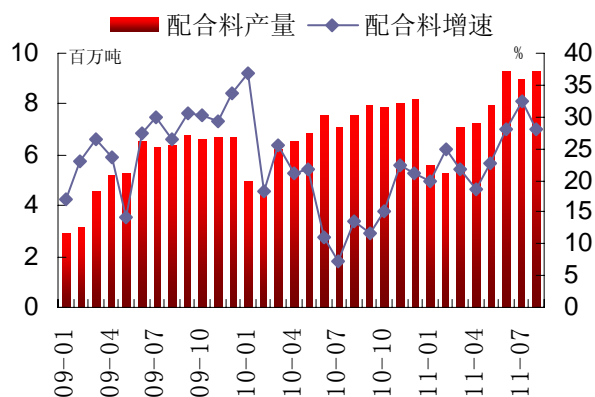
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 公司季度累计收入情况



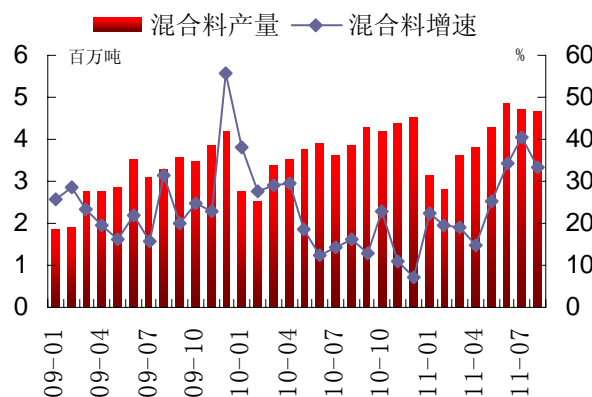
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3： 配合料增速处于上升周期



资料来源：统计局，华泰联合证券研究所

图 4： 混合料增速处于上升周期



## 肉类价格依然强势，生猪存栏持续回升，维持行业判断不变

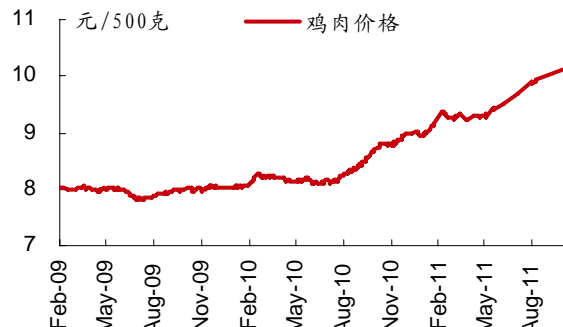
**肉类强势，养殖利润丰厚。**10月14日猪肉价格29.24元/千克，仍然处于历史高点；而鸡肉价格则是一路攀升，目前已经达到20.24元/千克。四季度是消费旺季，肉类价格仍将强势。我们维持之前的判断，认为猪肉价格高点出现在年底至春节附近。

图 5： 猪肉价格高位徘徊



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

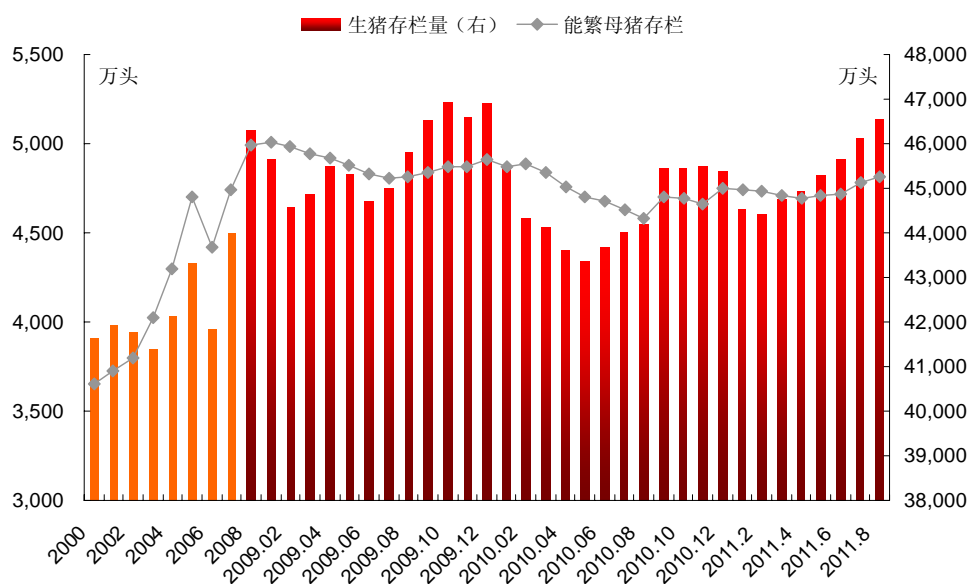
图 6： 鸡肉价格一路攀升



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

**受养殖利润拉动，生猪存栏持续回升，支撑饲料需求。**10月17日公布了生猪存栏数据，9月份生猪存栏4.72亿头，环比回升1.29%，是今年以来最高增长幅度；能繁母猪存栏0.48亿头，环比回升0.62%。生猪存栏的增长将对四季度饲料需求形成有力支撑。我们维持之前的判断，认为饲料景气周期延伸至2012年全年。

图 7： 7月能繁母猪大幅增加



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

## 公司营销能力强，看好公司长期增长

**饲料产能扩张迅速。**9月27日，公司发布公告，拟投资云南、商丘、甘肃三个饲料项目，总投资额1.28亿元，共新增猪饲料产能36万吨，与11年下半年开工，13年上半年投产。我们预计11-13年公司饲料产能将达到380、500和700万吨以上，三年复合增速约44%。公司具备很强的营销推广和盈利能力，我们预计收入、利润将于产能同步增长。

**种子新品种热销，将成利润新增长点。**今年四季度起是公司新品种农华101销售的第三年。上一生产年度销量在400万公斤，推广面积在300万亩左右，今年3月份种子即已售罄。预计11/12售季推广面积达到500万亩以上，即销量能达到750万公斤以上。预计2013年之后饲料行业周期性下滑，种子业务有望成为公司利润新的增长点。

## 盈利预测

我们预计公司11-13年的EPS为1.30元、1.73元和2.28元；对应于目前的股价，PE分别为26X、29X、15X。公司合理PE应该在30X以上，给予“买入评级”。

表格 1：饲料业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>预混料</b>								
产能（万吨）	13.50	15.00	18.00	19.00	31.00	31.00	61.20	61.20
销量（万吨）	12.78	12.85	15.26	19.62	23.30	27.96	33.55	40.26
单价(元/吨)	4,124.16	4,564.19	5,302.78	5,271.02	5,429.15	5,592.02	5,759.78	5,932.57
销售收入（百万元）	527.16	586.56	808.95	1,033.92	1,264.99	1,563.53	1,932.52	2,388.60
销售成本	343.13	403.14	540.94	635.24	796.94	953.75	1,178.84	1,457.04
毛利	184.03	183.42	268.01	398.68	468.05	609.78	753.68	931.55
毛利率	34.91%	31.27%	33.13%	38.56%	37.00%	39.00%	39.00%	39.00%
<b>浓缩料</b>								
产能（万吨）	10.00	11.00	20.00	26.00	45.23	79.85	92.00	128.80
销量（万吨）	8.19	10.40	15.47	15.56	19.00	28.50	39.90	51.87
单价(元/吨)	3,050.13	3,485.33	4,484.15	4,558.96	4,741.32	4,883.56	5,030.07	5,180.97
销售收入（百万元）	249.83	362.61	693.51	709.34	900.85	1,391.81	2,007.00	2,687.37
销售成本	208.06	315.07	594.27	575.27	734.19	1,120.41	1,615.63	2,163.33
毛利	41.77	47.54	99.24	134.06	166.66	271.40	391.36	524.04
毛利率	16.72%	13.11%	14.31%	18.90%	18.50%	19.50%	19.50%	19.50%
<b>配合料</b>								
产能（万吨）	25.00	40.00	65.00	83.00	163.77	270.15	351.85	492.58
销量（万吨）	20.14	37.09	54.40	60.18	83.15	133.04	199.56	279.38
单价(元/吨)	2,070.20	2,170.16	2,642.97	2,703.18	2,811.30	2,951.87	3,040.42	3,131.64
销售收入（百万元）	416.95	805.00	1,437.66	1,626.82	2,412.00	3,927.17	6,067.47	8,749.29
销售成本	377.71	755.09	1,326.10	1,457.31	2,137.17	3,455.91	5,309.04	7,611.88
毛利	39.24	49.91	111.56	169.51	274.83	471.26	758.43	1,137.41

毛利率	9.41%	6.20%	7.76%	10.42%	10.50%	12.00%	12.50%	13.00%
<b>饲料总计</b>								
产能（万吨）	48.50	66.00	103.00	128.00	240.00	381.00	505.05	682.58
销量（万吨）	41.11	60.35	85.12	95.36	125.45	189.50	273.01	371.52
单价(元/吨)	2,904.00	2,906.69	3,454.23	3,534.20	3,649.13	3,631.93	3,665.40	3,721.30
销售收入（百万元）	1,193.94	1,754.17	2,940.12	3,370.07	4,577.84	6,882.51	10,006.99	13,825.26
销售成本	928.90	1,473.30	2,461.31	2,667.82	3,668.31	5,530.07	8,103.51	11,232.26
毛利	265.04	280.86	478.81	702.26	909.53	1,352.44	1,903.48	2,593.00
毛利率	28.53%	19.06%	19.45%	26.32%	19.87%	19.65%	19.02%	18.76%

资料来源：华泰联合证券研究所

**表格 2：种子业务销售预测**

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>玉米种子</b>				
销量（万吨）	1.07	1.50	2.11	2.95
单价(元/吨)	8,964.70	13,447.05	15,464.11	17,010.52
销售收入（百万元）	96.33	202.30	325.71	501.59
销售成本	57.80	113.29	179.14	270.86
毛利	38.53	89.01	146.57	230.73
毛利率	40.00%	44.00%	45.00%	46.00%
<b>水稻种子</b>				
销量（万吨）	1.37	1.78	2.32	3.01
单价(元/吨)	17,433.99	17,433.99	17,433.99	17,433.99
销售收入（百万元）	239.00	310.70	403.91	525.08
销售成本	132.43	172.16	223.81	290.95
毛利	106.57	138.54	180.10	234.13
毛利率	44.59%	44.59%	44.59%	44.59%
<b>其他种子</b>				
产能（万吨）				
销量（万吨）	0.0330	0.0363	0.0400	0.0440
单价(元/吨)	29,039.60	29,039.60	29,039.60	29,039.60
销售收入（百万元）	9.59	10.55	11.60	12.76
销售成本	5.75	6.33	6.96	7.66
毛利	3.84	4.22	4.64	5.11
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>合计</b>				
销量（万吨）	2.48	3.32	4.46	6.00
单价(元/吨)	13,916.60	15,755.78	16,608.24	17,310.98
销售收入（百万元）	344.92	523.55	741.22	1,039.43
销售成本	195.99	291.78	409.91	569.47
毛利	148.94	231.77	331.31	469.96
毛利率	43.18%	44.27%	44.70%	45.21%

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 3：公司分产品销售预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务</b>								
饲料产品								
收入	1,193.94	1,754.17	2,940.12	3,370.08	4,577.84	6,882.51	10,006.99	13,825.26
成本	928.90	1,473.30	2,461.31	2,664.18	3,668.31	5,530.07	8,103.51	11,232.26
毛利	265.04	280.86	478.81	705.90	909.53	1,352.44	1,903.48	2,593.00
毛利率	22.20%	16.01%	16.29%	20.95%	19.87%	19.65%	19.02%	18.76%
种业产品								
收入	233.55	266.71	300.74	280.77	344.92	451.85	648.01	918.26
成本	126.07	158.91	183.76	171.79	195.99	252.05	358.26	502.33
毛利	107.48	107.80	116.99	108.98	148.94	199.80	289.75	415.94
毛利率	46.02%	40.42%	38.90%	38.81%	43.18%	44.22%	44.71%	45.30%
植保产品								
收入	52.08	92.15	105.52	76.18	98.08	102.99	108.14	113.54
成本	31.92	62.82	69.62	50.05	68.42	67.97	71.37	74.94
毛利	20.17	29.33	35.90	26.13	29.66	35.02	36.77	38.60
毛利率	38.72%	31.83%	34.03%	34.30%	30.24%	34.00%	34.00%	34.00%
动保产品								
收入	71.42	98.45	152.44	171.28	162.20	210.86	274.12	315.24
成本	32.82	44.23	72.62	71.18	62.16	82.92	107.79	123.96
毛利	38.60	54.22	79.82	100.10	100.04	127.94	166.33	191.28
毛利率	54.05%	55.07%	52.36%	58.44%	61.68%	60.68%	60.68%	60.68%
其他产品								
收入	16.83	16.10	68.11	48.13	26.63	25.00	25.00	25.00
成本	12.24	11.58	53.81	39.02	23.67	20.00	20.00	20.00
毛利	4.59	4.52	14.30	9.12	2.96	5.00	5.00	5.00
毛利率	27.26%	28.07%	21.00%	18.95%	11.11%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>其他业务</b>								
收入	57.89	42.72	40.25	28.93	38.70	40.00	40.00	40.00
成本	51.80	35.46	26.45	21.58	27.65	28.57	28.57	28.57
毛利	6.09	7.26	13.79	7.35	11.06	11.43	11.43	11.43
毛利率	10.52%	16.99%	34.27%	25.40%	28.57%	28.57%	28.57%	28.57%
<b>公司整体</b>								
收入	1,625.70	2,270.31	3,607.18	3,975.38	5,248.38	7,713.21	11,102.25	15,237.30
成本	1,183.74	1,786.31	2,867.56	3,017.80	4,046.19	5,981.58	8,689.50	11,982.06
毛利	441.96	484.00	739.62	957.58	1,202.19	1,731.63	2,412.75	3,255.24
综合毛利率	27.19%	21.32%	20.50%	24.09%	22.91%	22.45%	21.73%	21.36%

资料来源：华泰联合证券研究所

## 风险提示

生猪疫病；产能扩张未达到预期。



**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	3092	5547	6387	7589	<b>营业收入</b>	5248	7713	11102	15237
现金	2093	3970	4116	4487	营业成本	4046	5982	8690	11982
应收账款	56	91	122	161	营业税金及附加	2	3	4	6
其他应收款	34	79	106	141	营业费用	530	717	1033	1417
预付账款	86	147	204	286	管理费用	311	401	577	792
存货	818	1258	1835	2508	财务费用	-3	-9	-9	-11
其他流动资产	5	3	4	6	资产减值损失	11	3	3	3
<b>非流动资产</b>	952	1346	1568	1697	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	29	29	30	29	投资净收益	7	2	2	3
固定资产	549	985	1208	1336	<b>营业利润</b>	357	618	807	1051
无形资产	173	181	191	202	营业外收入	30	19	22	22
其他非流动资产	202	151	139	130	营业外支出	10	8	9	9
<b>资产总计</b>	4045	6893	7956	9286	<b>利润总额</b>	377	628	820	1064
<b>流动负债</b>	804	1329	1698	2117	所得税	63	107	127	152
短期借款	27	200	200	200	净利润	314	521	693	912
应付账款	263	511	684	871	少数股东损益	3	0	0	0
其他流动负债	513	619	814	1046	归属母公司净利	311	521	693	912
<b>非流动负债</b>	59	0	0	0	EBITDA	413	695	923	1193
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	1.30	1.73	2.28
其他非流动负	59	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	863	1329	1699	2117	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权益	100	100	100	100	<b>成长能力</b>				
股本	401	401	401	401	营业收入	32.0%	47.0%	43.9%	37.2%
资本公积	2023	3984	3984	3984	营业利润	12.5%	73.1%	30.6%	30.2%
留存收益	658	1079	1772	2684	归属母公司净利	11.7%	67.6%	32.9%	31.6%
归属母公司股	3082	5464	6157	7069	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权</b>	4045	6893	7956	9286	毛利率(%)	22.9%	22.5%	21.7%	21.4%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	5.9%	6.8%	6.2%	6.0%
单位: 百万元					ROE(%)	10.1%	9.5%	11.3%	12.9%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROIC(%)	26.9%	28.4%	29.0%	31.2%
<b>经营活动现金</b>	390	367	483	640	<b>偿债能力</b>				
净利润	314	521	693	912	资产负债率(%)	21.3%	19.3%	21.4%	22.8%
折旧摊销	59	86	125	153	净负债比率(%)	3.13%	15.04	11.77	9.45%
财务费用	-3	-9	-9	-11	流动比率	3.85	4.17	3.76	3.58
投资损失	-7	-2	-2	-3	速动比率	2.83	3.23	2.68	2.40
营运资金变动	0	-227	-325	-413	<b>营运能力</b>				
其他经营现金	27	-3	2	3	总资产周转率	1.77	1.41	1.50	1.77
<b>投资活动现金</b>	-287	-533	-346	-279	应收账款周转率	98	98	97	101
资本支出	297	518	325	260	应付账款周转率	16.23	15.46	14.54	15.41
长期投资	9	0	1	-1	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金	19	-15	-20	-20	每股收益(最新)	0.78	1.30	1.73	2.28
<b>筹资活动现金</b>	1644	2042	9	11	每股经营现金流	0.97	0.92	1.21	1.60
短期借款	-339	173	0	0	每股净资产(最	7.69	13.63	15.36	17.64
长期借款	-4	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	61	0	0	0	P/E	43.09	25.72	19.35	14.70
资本公积增加	1951	1961	0	0	P/B	4.35	2.45	2.18	1.90
其他筹资现金	-25	-91	9	11	EV/EBITDA	28	16	12	10
<b>现金净增加额</b>	1747	1877	146	371					

数据来源: 华泰联合证券研究所



**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。