


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
2011-11-23


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合
证券研究报告

日常消费品/农林牧渔

公司研究 / 公告点评

大北农 (002385)**买入/维持评级**

股价: RMB36.71

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.hthsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

wuxd@mail.hthsc.com.cn

联系人

陈娇

(0755)8253 7967

chenjiao2@mail.hthsc.com.cn

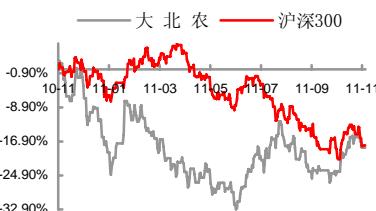
股权激励为长期成长“加保险”

- 事件:** 公司公布股权激励草案。计划授予包括董事、高管、核心技术和业务人员 102 名激励对象 (占公司总人数 1.03%) 2380 万份股票期权, 占总股本 4.008 亿股的 5.94%, 股权激励的授予价格是 36.71 元。若满足绩效考核目标, 2012-2014 年将分别获得总期权数的 40%、30% 和 30%, 并在获得期权日起 12 个月以后分期行权。
- 股权激励范围大、力度强。**除了三位高管分别获得 60 万、60 万和 30 万份激励外, 其余 99 名核心业务和技术人员共获得 2230 万份股票期权, 平均达到 22.5 万份, 激励的范围以及力度较大。
- 绩效考核条件较高, 反映公司上下对未来业绩高成长的认同。**(1) 2012-2014 年业绩以 2010 年为基数, 分别增长 95%、155% 和 235%, 对应净利润分别为 6.07、7.94 和 10.43 亿元, EPS 分别为 1.51 元、1.98 元和 2.60 元。(2) 净资产收益率不低于 13%、13.5% 和 14%。该目标与我们预测的 12/13 年 EPS 值 1.82/2.31 元相比仅低 17%, 极大地降低了业绩低于我们预期的下行风险! 对于公司股价, 我们更多地应转向关注估值。
- 我们更加坚定看好公司的长期成长能力。**(1)**饲料业务**, 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%, 将为公司业绩成长提供坚实保障。目前的饲料行业已经进入快速整合的中后期, 龙头企业的优势已经完全确立, 对中小企业的替代正在快速进行。因此新增产能将在公司强大营销能力的推动下快速消化, 转化为业绩。(2)**种子业务**, 水稻种子将在天优华占及扬两优 6 号等优势品种的带动下保持 20% 左右的平稳增速。玉米种子将由强势新品种农华 101 带动实现跨越增长。上一售季销量在 400 万公斤左右, 推广面积在 300 万亩左右, 按照目前的制种产量以及市场状况, 预计 11/12 年度推广面积达到 800 万亩以上, 之后两年有望达到 1200 万和 1500 万亩的推广面积, 从而带动种子业务业绩快速增长。

下页续

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)	14,713

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

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5248	7766	11146	15191
(+/-%)	32%	48%	44%	36%
归属母公司净利润(百万元)	311	554	728	947
(+/-%)	12%	78%	31%	30%
EPS(元)	0.78	1.38	1.82	2.36
P/E(倍)	47.28	26.56	20.21	15.53

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **调高盈利预测及维持“买入”评级。** 基于我们对玉米种子(农华101品种)推广面积的更乐观预期, 我们调高公司11-13年的EPS为1.38元, 1.82元和2.36元; 业绩增速分别达到71%、30%和30% (分别较前次预测值上调8%、5%和4%), 对应于目前36.71元的股价, 动态PE分别为27X, 20X, 16X。我们认为按照公司的业绩增速, 其合理估值应当在2012年25-30XPE水平, 即45.5元至54.6元。公司股价短期的催化剂是种子新品种推广的超预期和饲料产品的提价。
- **风险因素:** 生猪疫病; 销量增长低于预期。

股权激励范围大、力度强

公司计划授予三位高管和 99 位核心技术和业务人员股票期权（授予对象共 102 人，占公司总人数的 1.03%）。三位高管分别获得 60 万、60 万和 30 万份激励，其余 99 名核心业务和技术人员共获得 2230 万份股票期权，平均达到 22.5 万份。授予期权占总股本 4.008 亿股的 5.94%。此次期权授予的范围以及力度较大。

表格 1：公司期权授予的范围及力度较大

姓名	职务名称	获授股票期权数量（万份）	股票期权占计划总量的比例	标的股票占授予时总股本的比例
薛素文	董事、副总裁、财务总监	60	2.52%	0.15%
宋维平	董事、副总裁	60	2.52%	0.15%
陈忠恒	副总裁、董事会秘书	30	1.26%	0.08%
其他（99人）	其他管理、技术与业务人员	2230	93.70%	5.56%
	合计	2380	100%	5.94%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

绩效考核条件较高，反映公司上下对未来业绩高成长的认同

公司期权股权激励的授予价格是 36.71 元。绩效考核条件是 2012-2014 年业绩以 2010 年为基数，分别增长 95%、155% 和 235%，对应净利润分别为 6.07、7.94 和 10.43 亿元，EPS 分别为 1.51 元、1.98 元和 2.60 元。(2)净资产收益率不低于 13%、13.5% 和 14%。该目标与我们预测的 12/13 年 EPS 值 1.82/2.36 元相比仅低 17%，极大地降低了业绩大幅低于预期的下行风险！

表格 2：公司期权考核目标较高

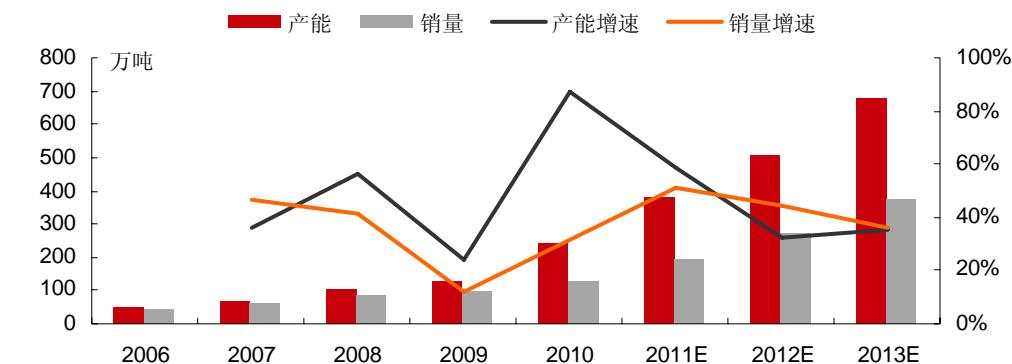
行权期	绩效考核目标	目标对应 EPS	上次预测 EPS	本次预测 EPS
第一个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2012 年度净利润增长率达到 95%，净资产收益率不低于 13%。	1.51	1.73	1.82
第二个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2013 年度净利润增长率达到 155%，净资产收益率不低于 13.5%。	1.98	2.28	2.36
第三个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2014 年度净利润增长率达到 235%，净资产收益率不低于 14%。	2.60	3.08	3.18

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们更加坚定看好公司的长期成长能力

饲料产能快速投放。未来三年是公司产能的集中投放期，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%，将为公司业绩成长提供坚实保障。

图 1： 大北农产能和销量迅速增长



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

饲料新增产能将快速消化，转化为业绩。(1) 目前来看，公司饲料产品供不应求，产能已经偏紧。因此，公司饲料产品不仅不存在产能闲置问题，而且还有提价的空间，成为公司股价的短期催化因素。(2) 中期来看，现阶段是饲料行业的景气周期，6-10月全国规模以上饲料企业配合饲料产量平均增速在 28%左右。我们预计 12 年饲料景气周期仍将延续。(3) 长期来看，饲料行业已经进入快速整合的中后期，龙头企业对中小企业的替代正在快速进行。公司在行业内以优质的营销服务和研发能力著称，长期竞争优势十分明显，未来增长速度将明显高于行业平均水平。

水稻种子稳定增长，玉米新品种有望超预期。(1) 水稻种子方面稳定增长。公司主打品种扬两优 6 号是近年水稻推广面积最大的品种之一，新品种天优华占推广潜力较大。预计未来水稻业务保持 20%左右的平稳增速。(2) 玉米种子将由强势新品种农华 101 带动实现跨越增长。上一售季销量在 400 万公斤左右，推广面积在 300 万亩左右，按照目前的制种产量以及市场状况，预计 11/12 年度推广面积达到 800 万亩以上，之后两年有望达到 1200 万和 1500 万亩的推广面积，从而带动种子业务业绩快速增长。

表格 3：大北农饲料产品销售预测（百万元）

	项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
预混料	产能(万吨)	19.00	31.00	31.00	61.20	61.20
	销量(万吨)	19.62	23.30	27.96	33.55	40.26
	单价(元/吨)	5271.02	5429.15	5592.02	5759.78	5932.57
	销售收入	1033.92	1264.99	1563.53	1932.52	2388.60
	销售成本	635.24	796.94	938.12	1159.51	1433.16
	毛利	398.68	468.05	625.41	773.01	955.44
	毛利率	38.56%	37.00%	40.00%	40.00%	40.00%
浓缩料	产能(万吨)	26.00	45.23	79.85	92.00	128.80
	销量(万吨)	15.56	19.00	28.50	39.90	51.87
	单价(元/吨)	4558.96	4741.32	4883.56	5030.07	5180.97
	销售收入	709.34	900.85	1391.81	2007.00	2687.37
	销售成本	575.27	734.19	1127.37	1625.67	2176.77
	毛利	134.06	166.66	264.44	381.33	510.60
	毛利率	18.90%	18.50%	19.00%	19.00%	19.00%
配合料	产能(万吨)	83.00	163.77	270.15	351.85	492.58
	销量(万吨)	60.18	83.15	133.04	199.56	279.38
	单价(元/吨)	2703.18	2811.30	2951.87	3040.42	3131.64
	销售收入	1626.82	2412.00	3927.17	6067.47	8749.29
	销售成本	1457.31	2137.17	3455.91	5309.04	7611.88
	毛利	169.51	274.83	471.26	758.43	1137.41
	毛利率	10.42%	10.50%	12.00%	12.50%	13.00%
饲料总计	产能(万吨)	128.00	240.00	381.00	505.05	682.58
	销量(万吨)	95.36	125.45	189.50	273.01	371.52
	单价(元/吨)	3534.20	3649.13	3631.93	3665.40	3721.30
	销售收入	3370.07	4577.84	6882.51	10006.99	13825.26
	销售成本	2667.82	3668.31	5521.39	8094.22	11221.81
	毛利	702.26	909.53	1361.12	1912.77	2603.45
	毛利率	26.32%	19.87%	19.78%	19.11%	18.83%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 4：大北农种子产品销售预测（百万元）

		2010	2011	2012	2013
玉米种子	销售收入	104.36	216.34	345.78	456.41
	销售成本	57.92	113.91	178.63	233.94
	毛利	46.44	102.43	167.15	222.46
	毛利率	44.50%	47.35%	48.34%	48.74%
其中：农华 101	推广面积（万亩）	300.00	900.00	1200.00	1500.00
	亩均用种量（公斤）	1.40	1.40	1.40	1.40
	产量（万公斤）	420.00	1260.00	1680.00	2100.00
	销量（万公斤）	336.00	845.20	1402.80	1822.80
	单价（元/公斤）	20.00	21.20	22.00	23.00
	收入	67.20	179.18	308.62	419.24
	成本	33.60	89.59	154.31	209.62
	毛利	33.60	89.59	154.31	209.62
其他玉米种	毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
	收入	37.16	37.16	37.16	37.16
	成本	24.32	24.32	24.32	24.32
	毛利	12.84	12.84	12.84	12.84
	毛利率	34.55%	34.55%	34.55%	34.55%
	水稻种子	销量（万吨）	1.37	1.65	1.97
		单价(元/吨)	17433.99	17433.99	17433.99
		销售收入	239.00	286.80	344.16
	销售成本	137.13	151.92	189.29	227.14
	毛利	101.87	134.88	154.87	185.85
	毛利率	47.03%	47.03%	45.00%	45.00%
	其他种子	销量（万吨）	1.56	1.72	1.89
	销售收入	0.94	1.03	1.13	1.25
	成本	0.62	0.69	0.76	0.83
	毛利	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	销售收入	344.92	504.86	691.83	871.48
	销售成本	195.99	266.86	369.05	462.34
	毛利	148.94	238.00	322.78	409.14
	毛利率	43.18%	47.14%	46.66%	46.95%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

调高盈利预测及维持“买入”评级

基于我们对玉米种子（农华 101 品种）推广面积的更乐观预期，我们调高公司 11-13 年的 EPS 为 1.38 元、1.82 元和 2.36 元；业绩增速分别达到 71%、30% 和 30%（分

别较前次预测值上调 8%、5% 和 4%），对应于目前 36.71 元的股价，动态 PE 分别为 26X, 20X, 16X。我们认为按照公司的业绩增速，其合理估值应当在 2012 年 25-30XPE 水平，即 45.5 元至 54.6 元。公司股价短期的催化剂是种子新品种推广的超预期和饲料产品的提价。

表格 5：大北农销售预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
饲料产品					
收入	3370.08	4577.84	6882.51	10006.99	13825.26
成本	2664.18	3668.31	5521.39	8094.22	11221.81
毛利	705.90	909.53	1361.12	1912.77	2603.45
毛利率	20.95%	19.87%	19.78%	19.11%	18.83%
种业产品					
收入	280.77	344.92	504.86	691.83	871.48
成本	171.79	195.99	266.86	369.05	462.34
毛利	108.98	148.94	238.00	322.78	409.14
毛利率	38.81%	43.18%	47.14%	46.66%	46.95%
植保产品					
收入	76.18	98.08	102.99	108.14	113.54
成本	50.05	68.42	67.97	71.37	74.94
毛利	26.13	29.66	35.02	36.77	38.60
毛利率	34.30%	30.24%	34.00%	34.00%	34.00%
动保产品					
收入	171.28	162.20	210.86	274.12	315.24
成本	71.18	62.16	82.92	107.79	123.96
毛利	100.10	100.04	127.94	166.33	191.28
毛利率	58.44%	61.68%	60.68%	60.68%	60.68%
其他产品					
收入	48.13	26.63	25.00	25.00	25.00
成本	39.02	23.67	20.00	20.00	20.00
毛利	9.12	2.96	5.00	5.00	5.00
毛利率	18.95%	11.11%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务					
收入	28.93	38.70	40.00	40.00	40.00
成本	21.58	27.65	28.57	28.57	28.57
毛利	7.35	11.06	11.43	11.43	11.43
毛利率	25.40%	28.57%	28.57%	28.57%	28.57%
总计					
收入	3975.38	5248.38	7766.22	11146.07	15190.51
成本	3017.80	4046.19	5987.71	8691.00	11931.62
毛利	957.58	1202.19	1778.51	2455.07	3258.90
综合毛利率	24.09%	22.91%	22.90%	22.03%	21.45%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

生猪疫病；销量增长低于预期。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013
流动资产	3092	5583	6458	7686	营业收入	5248	7766	11146	15191
现金	2093	4003	4185	4597	营业成本	4046	5988	8691	11932
应收账款	56	92	123	160	营业税金及附加	2	3	4	6
其他应收款	34	80	106	140	营业费用	530	722	1031	1382
预付账款	86	147	204	285	管理费用	311	404	580	790
存货	818	1259	1835	2498	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
非流动资产	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	营业利润	357	657	849	1092
无形资产	173	181	191	202	营业外收入	30	19	22	22
其他非流动资	202	151	139	130	营业外支出	10	8	9	9
资产总计	4045	6929	8026	9383	利润总额	377	668	862	1106
流动负债	804	1333	1701	2111	所得税	63	113	134	158
短期借款	27	200	200	200	净利润	314	554	728	947
应付账款	263	511	685	867	少数股东损益	3	0	0	0
其他流动负债	513	622	816	1043	归属母公司净利	311	554	728	947
非流动负债	59	0	0	0	EBITDA	413	734	964	1234
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	1.38	1.82	2.36
其他非流动负	59	0	0	0					
负债合计	863	1333	1701	2111					
少数股东权益	100	100	100	100					
股本	401	401	401	401					
资本公积	2023	3984	3984	3984					
留存收益	658	1111	1840	2787					
归属母公司股	3082	5496	6225	7172					
负债和股东权	4045	6929	8026	9383					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013
经营活动现金	390	400	519	680	成长能力				
净利润	314	554	728	947	营业收入	32.0%	48.0%	43.5%	36.3%
折旧摊销	59	86	125	153	营业利润	12.5%	84.1%	29.2%	28.7%
财务费用	-3	-9	-9	-11	归属母公司净利	11.7%	78.0%	31.4%	30.1%
投资损失	-7	-2	-2	-3	获利能力				
营运资金变动	-0	-226	-325	-408	毛利率(%)	22.9%	22.9%	22.0%	21.5%
其他经营现金	27	-3	2	3	净利率(%)	5.9%	6.8%	6.2%	5.9%
投资活动现金	-287	-533	-346	-279	ROE(%)	10.1%	10.1%	11.7%	13.2%
资本支出	297	518	325	260	ROIC(%)	26.9%	30.3%	30.6%	32.5%
长期投资	9	-0	1	-1	偿债能力				
其他投资现金	19	-15	-20	-20	资产负债率(%)	21.3%	19.2%	21.2%	22.5%
筹资活动现金	1644	2042	9	11	净负债比率(%)	3.13%	15.00	11.76	9.47%
短期借款	-339	173	0	0	流动比率	3.85	4.19	3.80	3.64
长期借款	-4	0	0	0	速动比率	2.83	3.25	2.72	2.46
普通股增加	61	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1951	1961	0	0	总资产周转率	1.77	1.42	1.49	1.75
其他筹资现金	-25	-91	9	11	应收账款周转率	98	98	97	101
现金净增加额	1747	1910	182	412	应付账款周转率	16.23	15.47	14.54	15.38

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±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.hthsc.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.hthsc.com.cn

免责申明

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投资目标或财务状况；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。本报告中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投资建议。