

2012年2月2日

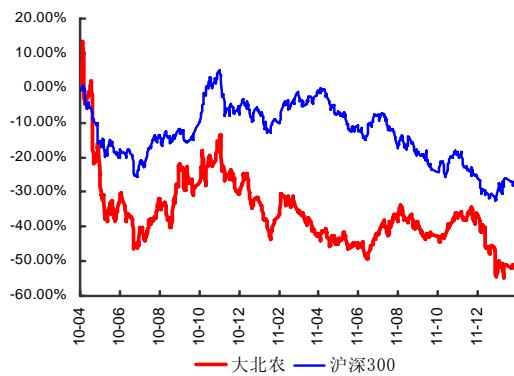
研究员：姚凯
执业证书编号：S0910511010001
电话：021-62448087
Email：yaokai@casstock.com

研究支持：程一胜
电话：021-62446912
Email：chengyisheng@casstock.com

当前价格：29.51
目标价格：38-43元
目标期限：6个月

总股本：400,800,000
总市值：118亿元
流通比例：44.42%

大北农（002385）股价表现



大北农（002385）： 饲料种子双双增长，业绩可期

评级：买入

主要观点：

公司近两年来主营业务突出，优势品种得到有效发挥。饲料业务收入自2007年以来复合增长率达到38%，目前仍保持快速成长态势；随着新品种取得的较好表现，公司近两年在种子上增长较快。

随着募投项目及超募资金在饲料和种业两块的投入逐渐深入，公司在2012年的产能有望大幅增加，今后几年将是业绩持续释放期。

公司经营层比较稳定，采取的“统一管理，分散经营”的运作模式，与经销商关系维持良好，且公司注重营销，销售人员储备充分。

本轮猪肉行情的持续，相较历史未导致生猪存栏量的明显增加，今年猪肉价格可能出现小幅下跌，按照饲料行业通常滞后于生猪价格1年来看的话，2012年饲料行业景气度依然存在。

盈利预测上，市场一致预期11、12、13年摊薄后的eps分别为1.25、1.73和2.28元，给予公司行业平均P/E30-35倍的话，其合理股价应该在38-43元。

风险因素：原料价格（豆粕和玉米）价格大幅波动；
募投项目低于预期

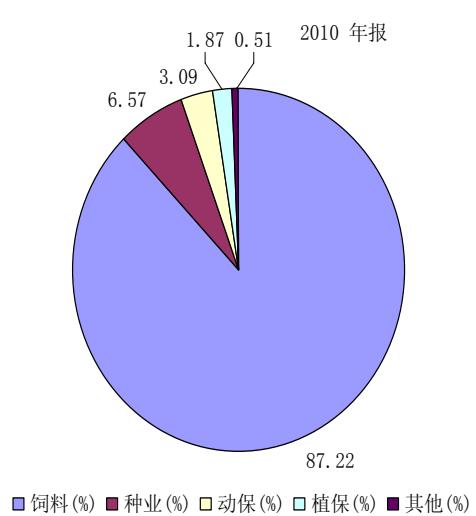
目录

一、公司主要产品构成：饲料、种业	3
饲料	3
种子	4
二、投资要点	4
(一) 募投项目进展情况.....	4
(二) 猪周期拉长，饲料业受益.....	4
(三) 公司经营比较稳健.....	5
(四) 盈利预测与估值.....	5
三、风险因素	6

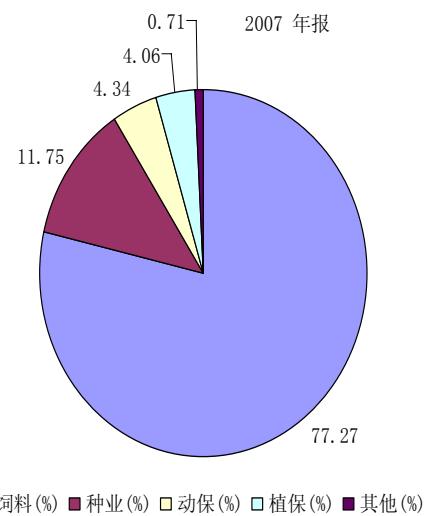
一、公司主要产品构成：饲料、种业

大北农主营饲料、种子、动物保健和植物保健。10 年年报显示，饲料占主营收入达 87.22%、种业占 6.57%。07 年以来，饲料和种业比重逐渐提升，尤其在 10 年上市以后上升更为明显（由 07 年的 89% 提升至 10 年的 94%）。

图表 1：2010 年大北农产品构成



图表 2：2007 年大北农产品构成



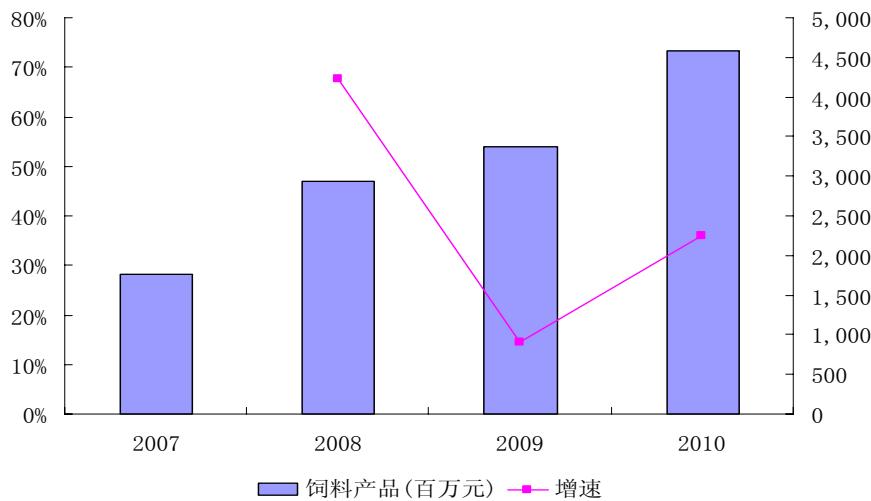
资料来源：年报

资料来源：年报

饲料

公司生产饲料范围较广，包括猪料、肉禽与蛋禽料、反刍料和鱼料。涉及到饲料产业链中游的各种饲料品种：预混料、浓缩料和配合料。预混料是饲料中的核心部门，毛利率较高。公司饲料业务的发展战略是坚持以预混料为核心。公司生产的预混料品种比较齐全，包含了动物生长的各个阶段，作为行业龙头低位其具有明显的优势。公司在饲料方面的创新能力比较强，尤其在具有高附加值和高盈利性的乳猪饲料产品上取得较大的进展，2010 年重点推出了贝贝乳、宝宝仕等高档猪饲料，为公司带来较大的增长。

图表 3：近几年饲料业务营收及增速（营收复合增速 38%，营业利润增速 48%）



资料来源：航天证券研发部

种子

公司种子业务主要包括水稻种和玉米种两块。由于新的优质品种的缺乏以及其他竞争对手的挑战，公司在种子业务上的发展略显乏力，07-10 年的营收复合增长率为 8.9%。公司是全国第二大水稻种子生产企业，其水稻种子在长江中下游地区具有明显的优势，从 07 年开始，其主要水稻种子在湖北、江西两地的市场占有率位居第一。水稻种方面，公司具有主导品种扬两优 6 号，在 10 年推出新品种天优华占后，取得了一定的收入增长；玉米种方面，新推出的农华 101 表现不俗。

二、投资要点

（一）募投项目进展情况

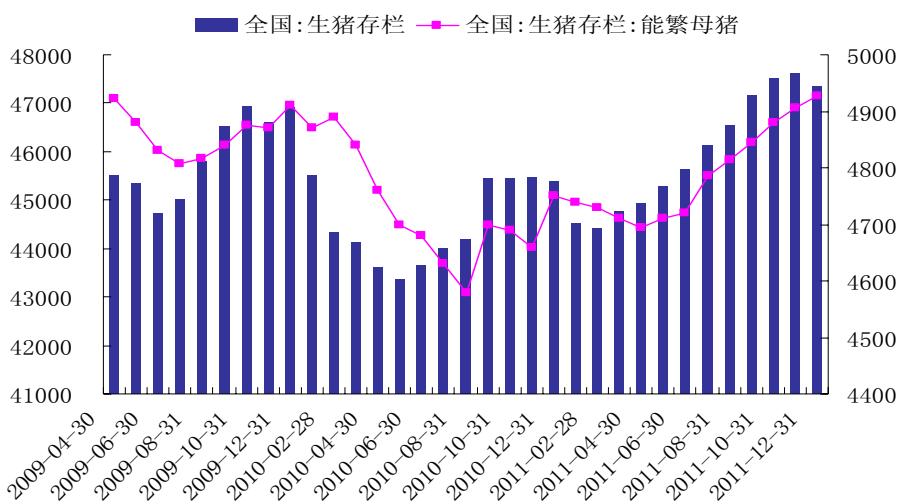
公司 2010 年饲料产能约为 153 万吨，到 2012 年底，公司募投项目和超募资金项目将增加预混料产能 30 万吨，猪配合料产能 192 万吨，乳猪料产能 99 万吨，水产料 24 万吨，合计 345 万吨。2011-12 年将是公司募投项目产能的集中释放期，新增产能 141 万吨和 144 万吨。

（二）猪周期拉长，饲料业受益

根据历史规律，生猪行情 3 年为一个周期，价格高峰和低谷通常间隔 1 年半，包括补栏母猪到生猪供应上市需要“3 个月配种、4 个月妊娠、5 个月育肥”共 12 个月的生产周期，以及养殖户对价格变化反应的滞后期。2004 年、2008 年和

2011 年曾出现了三轮显著的猪周期。2011 年生猪价格创新高，但补栏母猪并未有明显增加，市场普遍认为猪周期将会拉长，2012 年猪肉价格可能小幅下跌。饲料行业通常滞后 1 年时间反应，因此对于饲料行业来说将会受益。

图表 4：能繁母猪存栏量未有明显增加



资料来源：航天证券研发部

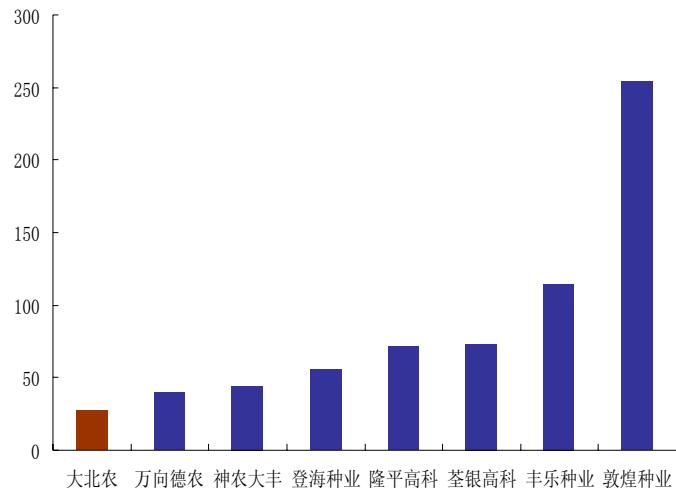
（三）公司经营比较稳健

公司采用“统一管理、分散经营”的商业运作模式，具体体现在：考虑到饲料行业的销售半径特点，公司在全国 20 多个省设立了子公司，负责饲料产品的销售工作。而生产饲料所需的原材料则由总部统一采购，这样既节省了成本，同时也提高了效率。公司在研发上投入的成本也高于同类企业。公司未来的发展重点将是集中在饲料（尤其是预混料）和种子两块业务上，比较符合对于未来行业景气度的判断。

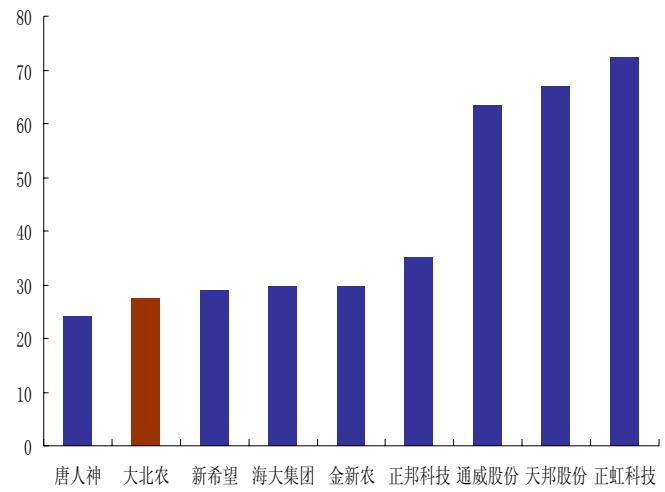
（四）盈利预测与估值

根据 wind 一致预期的结果，2011、2012 和 2013 年摊薄后的 eps 分别为 1.25、1.73 和 2.28 元，增速分别为 61%、38% 和 32%。对于的市盈率分别为 26、17 和 13，按照饲料行业整体动态市盈率 30-35 来看的话，公司的合理估值应该在 38-43 元，股价明显被低估。

图表 2：种业上市公司市盈率比较



图表 3：饲料业上市公司市盈率比较



资料来源: wind, 航天证券研发部

资料来源: wind, 航天证券研发部

三、风险因素

主要原材料（豆粕、玉米）价格大幅波动；募投项目进展低于预期

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入： 相对强于基准表现 20%以上

增持： 相对强于基准表现 10 ~ 20%

中性： 相对基准表现在-10% ~ +10%之间波动

减持： 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好： 行业超越基准整体表现

中性： 行业与基准整体表现持平

看淡： 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址：上海市曹杨路 430 号

电话：021-62446688

网址：www.cassstock.com