

**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  
2012-02-28

**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES

**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES

**华泰联合证券**  
证券研究报告

**华泰联合证券**  
公司研究 / 公告点评

日常消费品/农林牧渔

## 新项目重点发展高端饲料和疫苗

**大北农 (002385)**

**买入/维持评级**

股价 : RMB32.43

### 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

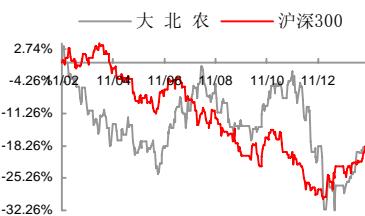
### 相关研究

- 事件:** 2月 27 日公司发布公告，审议通过《关于新建大北农大兴生物制品基地的议案》、《关于上海伟农生物科技有限公司增资的议案》和新增 5 个项目共计 78 万吨饲料产能（目前产能大约为 380 万吨）。
- 公司饲料产能增长迅速。** (1) 按照之前公司产能投放计划，11 年的产能达到 380 万吨上下，销量达到 180 万吨左右，同比增长 45%。 (2) 12 年公司产能仍将快速投放，预计达到 500 万吨，销量预计 260 万吨左右。 (3) 从已披露的公告来看，13 年新增产能 114 万吨较为确定（之前公告新增 36 万吨产能，此次新增 78 万吨产能）。(4) 根据公司战略计划，我们预计此后公司还会披露新的扩张计划，使得 13 年公司产能达到 700 万吨以上。
- 公司未来重点发展高端饲料。** (1) 公司新建的 5 个项目中，有 3 个项目重点生产母猪、仔猪料，合计产能 42 万吨，占比超过一半。母猪料和仔猪料具有较高的附加值和技术壁垒。随着养殖专业化和分阶段饲养的发展，母猪料和仔猪料的市场前景向好。(2) 公司将新增反刍料 12 万吨产能。目前产量达到 7-8 万吨，居国内第一，反刍料毛利率较高，达到 21-22%，成长性也很好。公司新增项目体现了定位高端的发展战略。
- 动物疫苗业务将加速增长，与饲料业务协调效应显现。** 公司将投资 3 亿元至疫苗项目，新建 10 条生产线，以市场急需的 14 个多联苗多价苗以及 1 个基因工程疫苗和 2 个活载体疫苗等新型疫苗为主，预计 2014 年建成投产。相对饲料来说疫苗利润率较高，项目除了为公司贡献利润之外，还能和饲料业务形成很强的协调效应，加强公司的全方位技术服务能力。
- 维持买入评级。** 我们预测公司 11-13 年的 EPS 为 1.21 元,1.64 元和 2.16 元；业绩增速分别达到 56%、36% 和 32%，对应 PE 分别为 27X,20X,15X。我们认为公司业绩增长确定性较强，按照公司的业绩增速，其合理估值应当在 2012 年 25-30XPE 水平，即 41-49 元左右，维持买入评级。
- 风险提示：** 疫病因素；产能扩张进度不及预期。

### 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)	12,998

### 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	7413	10630	14477
(+/-%)	32%	41%	43%	36%
归属母公司净利润(百万元)	311	484	658	868
(+/-%)	12%	56%	36%	32%
EPS(元)	0.78	1.21	1.64	2.16
P/E(倍)	42.75	27.47	20.22	15.34

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

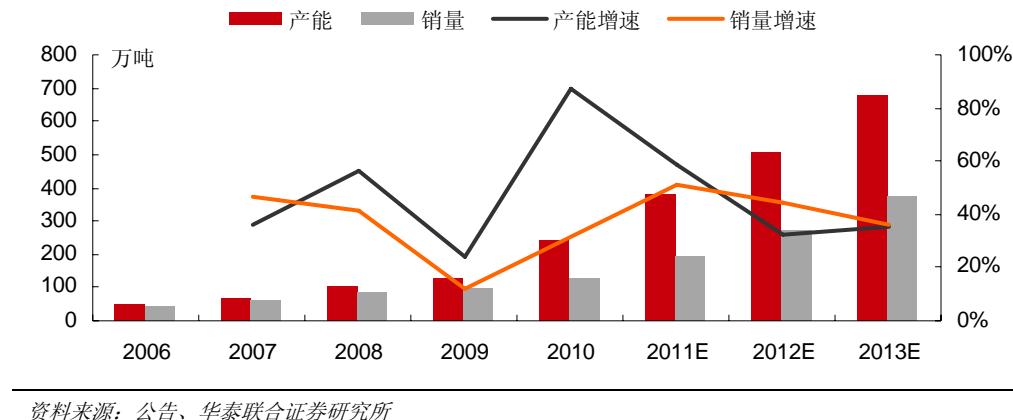
**表格 1：11-13 年公司已公告的项目建设一览**

	合计产能	预混料	母猪或乳猪料	配合料	完成时间
吉林大北农 24 万吨猪饲料项目	24		6	18	2011/6/30
漳州大北农 42 万吨猪饲料项目	42		12	30	2011/7/31
北京基地 9 万吨高档教槽料及原料处理项目	9		9		2011/11/30
湖南大北农 30 万吨猪饲料项目	30		6	24	2011/12/31
三明大北农 18 万吨猪饲料项目	18		6	12	2011/12/31
龙岩武平 18 万吨饲料项目	18		6	12	2011/12/31
<b>2011 年合计</b>	<b>141</b>	<b>0</b>	<b>45</b>	<b>96</b>	
新型高效预混料项目	12.2	12.2			2012/4/30
西安大北农 12 万吨饲料项目	12		6	6	2012/4/30
新疆大北农 6 万吨猪饲料项目	6		6		2012/6/30
广州大北农 30 万吨预混料及猪饲料项目	30	6	6	18	2012/7/31
茂名大北农 18 万吨猪饲料项目	18		6	12	2012/12/31
江西大北农 24 万吨猪饲	24	6	6	12	2012/12/31
益阳大北农 18 万吨猪饲料项目	18		6	12	2012/12/31
浙江大北农 24 万吨猪饲料项目	24	6	6	12	2012/12/31
<b>2012 年合计</b>	<b>144.2</b>	<b>30.2</b>	<b>42</b>	<b>72</b>	
云南大北农 12 万吨猪饲料项目	12			12	2013/6/30
商丘大北农 12 万吨猪饲料项目	12			12	2013/6/30
甘肃大北农 12 万吨猪饲料项目	12			12	2013/6/30
沈阳大北农收购扩建项目	24			24	2013/12/31
佳木斯大北农 12 万吨猪饲料项目	12		12		2013/12/31
梁平大北农年产 18 万吨猪饲料项目	18	6	12		2013/12/31
宜春大北农年产 12 万吨猪饲料项目	12		12		2013/12/31
赤峰大北农年产 12 万吨牛饲料项目	12			12	2013/6/30
<b>2013 年合计</b>	<b>114</b>	<b>6</b>	<b>36</b>	<b>72</b>	
<b>总计</b>	<b>411.4</b>	<b>48.4</b>	<b>123</b>	<b>240</b>	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：2013 年达产的项目公司没有详细披露具体的饲料分类，我们根据公司对项目的描述进行预测

图 1： 大北农产能迅速增长



资料来源：公告、华泰联合证券研究所

表格 2：本次公告新增饲料产能侧重母猪料和仔猪料（万元）

项目	产能 (万吨)	明细	固定投资	总投资	预计完成时间
沈阳大北农收购扩 建项目	24	收购时拥有 6 万吨， 再扩建至年产 24 万吨猪配合料	6,871	9,378	已签署意向书
佳木斯大北农 12 万 吨猪饲料项目	12	年产 12 万吨猪配合料： 重点是乳猪教槽料及保育料	4,166	5,393	土地已落实， 预计 2013 年竣工
梁平大北农年产 18 万吨猪饲料项目	18	年产 18 万吨猪配合料： 重点产品为猪预混料、教保料和高档产品	4,762	6,566	土地已落实， 预计 2013 年竣工
宜春大北农年产 12 万吨猪饲料项目	12	年产 12 万吨猪配合料： 重点突出高档， 高端猪料（母仔料），带动生产销售肥猪料。	3,950	5,173	土地已落实， 预计 2013 年竣工
赤峰大北农年产 12 万吨牛饲料项目	12	年产 12 万吨牛料精料补充料	4,348	5,260	土地已落实， 2013 年上半年竣工

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 风险提示

疫病因素；产能扩张进度不及预期。

**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	5476	6260	7387	营业收入	5248	7413	10630	14477
现金	2093	3954	4084	4440	营业成本	4046	5770	8327	11384
应收账款	56	88	117	153	营业税金及附加	2	3	4	6
其他应收款	34	76	102	134	营业费用	530	667	957	1303
预付账款	86	142	196	272	管理费用	311	408	585	796
存货	818	1213	1758	2383	财务费用	-3	-9	-9	-10
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	573	766	999
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	6822	7829	9084	利润总额	377	584	779	1012
流动负债	804	1294	1643	2031	所得税	63	99	121	145
短期借款	27	200	200	200	净利润	314	484	658	868
应付账款	263	492	656	828	少数股东损益	3	0	0	0
其他流动负债	513	602	788	1004	归属母公司净利	311	484	658	868
非流动负债	59	0	0	0	EBITDA	413	650	882	1142
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	1.21	1.64	2.16
其他非流动负	59	0	0	0					
负债合计	863	1295	1644	2031					
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	1042	1700	2567					
归属母公司股	3082	5427	6085	6952					
负债和股东权	4045	6822	7829	9084					
现金流量表				单位:百万元					
会计年度	2010	2011E	2012	2013E					
经营活动现金	390	352	467	625					
净利润	314	484	658	868					
折旧摊销	59	86	125	153					
财务费用	-3	-9	-9	-10					
投资损失	-7	-2	-2	-3					
营运资金变动	-0	-205	-307	-384					
其他经营现金	27	-4	2	2					
投资活动现金	-287	-533	-346	-279					
资本支出	297	518	325	260					
长期投资	9	-0	1	-1					
其他投资现金	19	-15	-20	-20					
筹资活动现金	1644	2042	9	10					
短期借款	-339	173	0	0					
长期借款	-4	0	0	0					
普通股增加	61	0	0	0					
资本公积增加	1951	1961	0	0	P/E	42.75	27.47	20.22	15.34
其他筹资现金	-25	-91	9	10	P/B	4.32	2.45	2.19	1.91
现金净增加额	1747	1861	130	356	EV/EBITDA	27	17	13	10

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。