



饲料产能再增36万吨 看好三四季增长

——大北农（002385）新建猪饲料项目公告点评

2011年9月28日

强烈推荐/维持

大北农

事件点评

刘家伟	执业证书编号: S1480510120001		
联系人: 王昕	010-66507312	wangxin@dxzq.net.cn	wangxin200810@hotmail.com

事件:

公司发布公告,利用超募资金1.28亿元用于云南大北农12万吨猪饲料项目、商丘大北农12万吨猪饲料项目和甘肃大北农12万吨猪饲料项目三个新建项目。

观点:

1. 新建云南、商丘和甘肃饲料项目,公司饲料产能再增加36万吨

为了进一步稳固与扩展云南地区市场,公司拟投资4703万元、购买37.53亩土地使用权,新建12万吨猪饲料项目并重点辐射云南宜良地区。公司位于河南商丘的车间厂房由于设备陈旧老化已制约生产发展,出于进一步做大、做强商丘大北农的打算,公司拟在在原厂区拆除原有厂房,利用原有场地新建一年产12万吨配合饲料厂,用于生产乳猪料及部分其他猪配合饲料。公司计划在甘肃兰州新区投资4512万元新建年产12万吨饲料生产线,项目建成将进一步满足兰州及周边地区对猪饲料和牛羊饲料的需求,稳固和扩展公司在甘肃地区市场份额。

表1: 本次超募资金使用项目

项目	投资额(万元)				投资额(万元)	项目进展
	土地	基建	设备	流动资金		
云南大北农12万吨猪饲料项目	970	1916	1105	712	4703	2011年下半年开工建设 2013年上半年竣工投产
商丘大北农12万吨猪饲料项目	现有土地	1804	1100	712	3616	2011年下半年开工建设 2013年上半年竣工投产
甘肃大北农12万吨猪饲料项目	600	2095	1105	712	4512	2011年下半年开工建设 2013年上半年竣工投产
合计	1570	5815	3310	2136	12831	

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

2. 四次超募新增产能327万吨,乳猪料配合料仍占主力

公司IPO共募集资金21.28亿元(募资净额20.18亿元),超募15.47亿元,IPO募投项目主要是预混料、水产料、微生态制剂及种子;2010年6月公司公告将5.41亿超募资金用于在建和新建的8个项目,主要以教槽料、保育料、乳猪料,预混料和配合料为主,合计新增饲料产能143万吨;2010年12月公司利用2.41亿超募资金,在新疆、福建和广东地区新建饲料项目,新增猪饲料产能60万吨;今年3月公司利用1.77亿超募资金投向江西、益阳和浙江猪饲料项目,产能新增达66万吨;此次公司又利用1.28亿新增云南、商丘和甘肃共36万吨饲料产能。公司前三次超募项目基本以生猪养殖和消费大省为主,此次新建项目涉及甘肃省,当地除猪料外反刍料需求也较大,我们认为反刍料行业近年增速显著高于整体饲料业和其他类别动物

饲料(2010 年反刍料产量增速约 10%，同期饲料行业、猪料、禽料和水产料增速分别为 5.46%、10.6%、3.5% 和-4.4%)，公司作为定位高端、善把握行业趋势的领先企业，我们认为未来业务若涉及反刍料不仅可以提高公司整体盈利能力、丰富产品线而且可以依靠牛羊料开拓广阔的西北饲料市场。

表 2：公司超募资金及投向

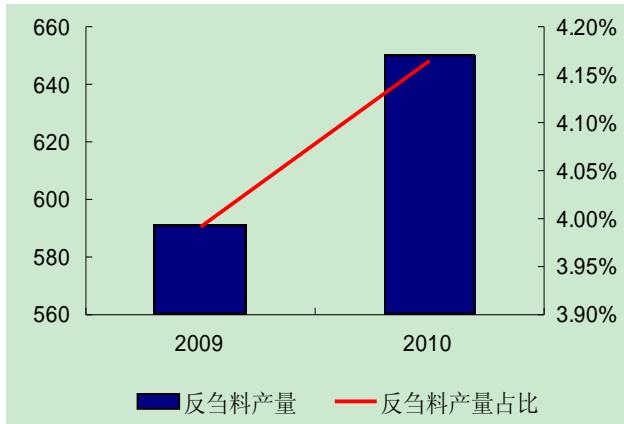
项目	时间	金额(亿元)	用途
超募资金	2010-3	15.495	
减去首次超募使用	2010-6	5.41	乳猪料、配合料、预混料
减去二次超募使用	2010-12	2.41	乳猪料、杂交水稻
减去三次超募使用	2011-3	1.77	乳猪料、配合料、预混料
减去本次超募使用	2011-9	1.28	猪饲料等

资料来源：东興证券研究所

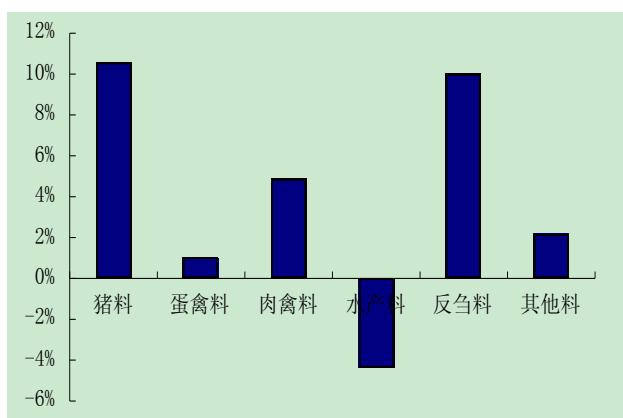
表 3：公司超募资金项目

	超募资金使用	乳猪料	预混料	配合料
超募资金首次使用	山东大北农	6	12	
	南宁大北农	6	12	
	北京基地	9 (含原料处理项目)		
	吉林大北农	6	18	
	西安大北农	6	6	
	漳州大北农	12	30	
	广州大北农	6	6	18
超募资金二次使用	湖南大北农	6	24	
	新疆大北农	6 (含中大猪配合料)		
	三明大北农	6	12	
	龙岩武平饲料	6	12	
超募资金第三次使用	茂名大北农	6	12	
	江西大北农	6	6	12
	益阳大北农	6		12
	浙江大北农	6	6	12
本次超募资金使用	云南大北农	12		
	商丘大北农	12		
	甘肃大北农	12		

资料来源：东興证券研究所

图 1：2009 和 2010 年反刍料产量和占比


资料来源：东兴证券研究所

图 2：2010 年各类饲料销量占总饲料比重


资料来源：东兴证券研究所

图 3：公司饲料产能分布(正红色是本次超募投向地区)


资料来源：东兴证券研究所

资料来源：东兴证券研究所

结论：

生猪存栏量回升引发饲料需求增加，下半年传统旺季渐行渐近，短期提价缓解成本压力，长期依靠高质新品提高毛利率。在生猪价格上涨和国家政策鼓励下，生猪补栏积极性将保持高涨，今明两年存栏量的持续回升将带动饲料需求增长。成本方面，预计玉米还将略有增长、高位运行，豆粕经过上半年的持续下跌后将逐步企稳。公司虽然面临短期成本压力，但是由于今年生猪是卖方市场，饲料企业亦可通过提价来转移大部分成本压力，预计全年毛利率与去年持平略增。公司致力于高档猪饲料，长期看毛利率的提升将主要依靠高质高价高效的新品种推出。

募投饲料产能逐步释放，乳猪料和配合料近两年放量。公司超募资金投向将新增饲料产能 269 万吨，主要投向毛利率较高的乳猪料和需求量较大的配合料，预计将在今明两年逐步释放，尤其是作为重点考核的乳猪料，未来增速将呈倍数增长；公司饲料基地中配合料设计产能一般为乳猪料的 1-2 倍，这也符合配合料量大价低的特点，我们认为未来配合料将主要以量取胜，继续以扩大规模为主。而预混料将继续保持稳定增长，或通

过外延扩张来巩固和提高公司占有率；浓缩料行业增速低，但公司借助保育料和母猪料的开发，预计此业务未来增速将有提高。

新品带动水稻和玉米种子增长。公司水稻种子扬两优 6 号和两优培九继续保持高质高量优势，新品天优华占开发时间长、市场基础较好，未来将成为公司水稻又一主力品种，去年公司水稻种子售价提高带动毛利率增长，预计今年优质品种还有提价空间。去年通过国审的农华 101 质量堪比先玉 335，我们预计今年制种面积将比去年翻倍，公司将以此为契机实现玉米收入增长的战略，其较高的毛利率也将提升玉米种子利润贡献度。

前端高科研投入奠定可持续发展基础，末端强势多样营销提高服务效率和品牌知名度，一站式产品理念与三级服务营销体系相结合，在广泛细致的渠道中增强用户对品牌的忠诚度。公司近年累积科研投入居行业前列，为未来提升饲料毛利率和种子新品研发奠定了可持续发展基础。公司通过提供多样化产品与服务，满足农户养殖和种植多方位的需求，同时在单一产品如猪饲料上做精做深，为不同生长阶段的禽畜提供更丰富的产品和技术指导，增强农户粘性。销售上通过人员规模化迎合养殖业分散格局，创建三级服务体系，实现从总部到子公司再到服务站和农户的全方位覆盖。公司通过培训、媒介、客户服务网等多样营销和管理手段，提高了公司服务销售效率和品牌知名度，同时也增强了用户对产品的依赖感。

我们预计 2011-2012 年公司 EPS 分别为 1.23 元和 1.75 元，对应 PE 为 28 倍和 20 倍，鉴于饲料行业销售旺季来临，水稻产品增长稳健、玉米依靠农华 101 实现量价齐升，我们继续看好公司未来发展，给予 44 元目标价，据当前价位尚有 25% 左右空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

生猪价格受疫病、突发事件和国家调控影响，生猪价格下跌对公司饲料销售有消极作用。

天气灾害等不可提前预知因素对水稻和玉米产量有影响。

表 4：公司盈利预测

万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3975.38	5248.38	7914.61	11597.32
(+/-)	32.40%	32.02%	50.80%	46.53%
经营利润 (EBIT)	317.33	356.95	576.04	829.09
(+/-)	89.24%	12.48%	61.38%	43.93%
净利润	278.75	311.23	492.05	700.87
(+/-)	93.64%	11.65%	58.10%	42.44%
每股净收益 (元)	0.82	0.82	1.23	1.75

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务业行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。