

内外共赢，成长挡不住

——大北农（002385）调研报告

大北农
002385

投资要点

公司主要围绕养殖业和种植业进行饲料产品的生产、销售和农作物种子产品的培育与推广。近两年，饲料业务的收入占比 85%以上，毛利占比 73%以上，种子业务收入占比 6.5%以上，毛利占比 11%以上。同时作为饲料产品和种子产品的两类辅助业务，公司还分别从事动物保健产品与植物保护产品的生产、销售。

研发与服务为客户创造价值。1、强大的研发实力保证公司产品的高品质。公司研发人员近 600 人，自身的研发加上与高等院校、科研院所的深度合作，将不断增强公司在高端饲料、良种和疫苗领域的领先优势。2、优质服务提升客户盈利能力。公司营销服务人员近 6000 人，通过优质服务，让经销商和养殖户、种植户成为最终的收益者，同时通过标杆客户的示范效应带动产品辐射面的扩大，已形成福建、山东、东北等优势地区，我们看好此种模式带动下优势地区不断增多的趋势。

股权激励计划激发员工内在动力。2380 万份的股权激励计划主要针对饲料业务板块员工，另外种业与动保板块核心员工均在公司控股子公司持股，可见公司激励机制已非常到位。公司饲料、种子、动保业务正处快速增长期，公司通过让员工持股，将公司利益与个人利益捆绑，能有效提升团队积极性及稳定性。

饲料与种业快速增长，疫苗开始发力。1、饲料行业景气持续，公司饲料产能持续扩张。公司 2011 年饲料产能 400 多万吨，未来两年每年将新增 100 多万吨产能，2011 年饲料销量为 200 多万吨，预计未来销量将保持 30% 左右的增速。2、种业盈利能力增强。种子业务 2011 年量价齐升，玉米种子“农华 101”表现优异，种业毛利有望维持在 45% 左右。3、疫苗业务开始发力。2011 年销售收入过亿，2012 年预计将达到 2 亿元，毛利率在 60% 以上。

投资建议：我们预计 2012-2013 年公司实现净利润 6.63、8.86 亿元，同比增长分别为 31%、34%，EPS 为 1.65、2.21 元，对应 3 月 6 日的收盘价 33.80 元，PE 为 20、15 倍。考虑到公司内外共赢模式下良好的成长性，给予“增持”评级，目标价 41.25 元。

风险提示：养殖疫病及气象灾害风险；产能扩张低于预期风险；饲料原材料价格波动风险。

首次

买入

分析师：李其东

农林牧渔行业

投资咨询执业证书编号：

S0630512010001

联系信息：

021-50586660-8590

liqd@longone.com.cn

日期

发布时间：2012 年 3 月 7 日

分析时间：2012 年 3 月 6 日

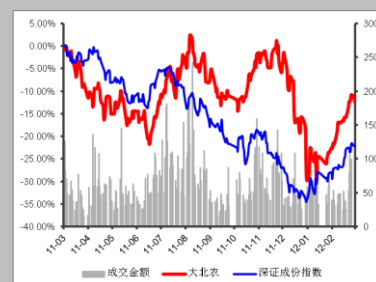
调研时间：2012 年 2 月 23 日

价格

当前市价：33.80 元

目标价：41.25 元

股价表现



公司估值

	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.78	1.26	1.65	2.21
PE	52.0	26.8	20.4	15.3
PB	5.3	4.0	3.6	3.1

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

公司是一家综合性农业科技企业，主要围绕养殖业和种植业进行饲料产品的生产、销售和农作物种子产品的培育与推广。近两年，饲料业务的收入占比 85%以上，毛利占比 73%以上，种子业务收入占比 6.5%以上，毛利占比 11%以上。同时为充分发挥公司科研实力和营销网络优势、提升产品之间的协同效应，公司还分别从事动物保健产品与植物保护产品的生产、销售，作为饲料产品和种子产品的两类辅助业务。

图 1 公司各产品收入占比

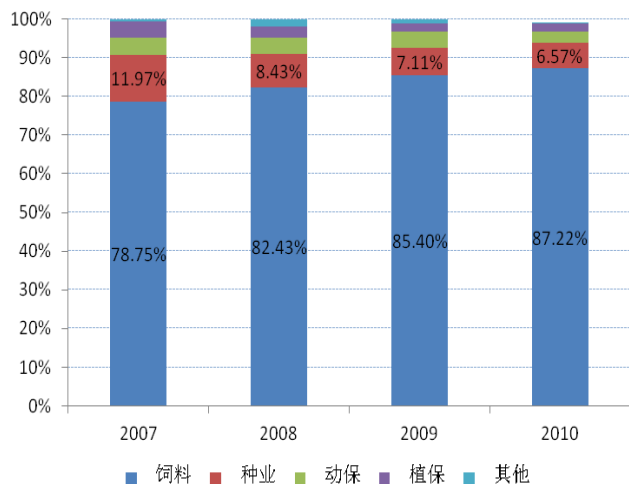
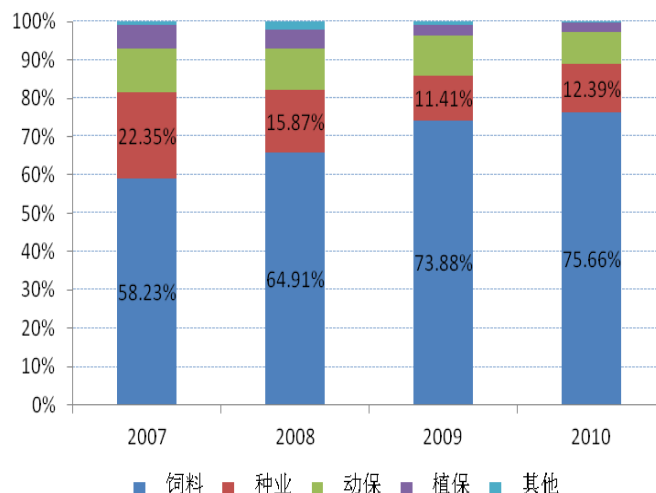


图 2 公司各产品毛利占比



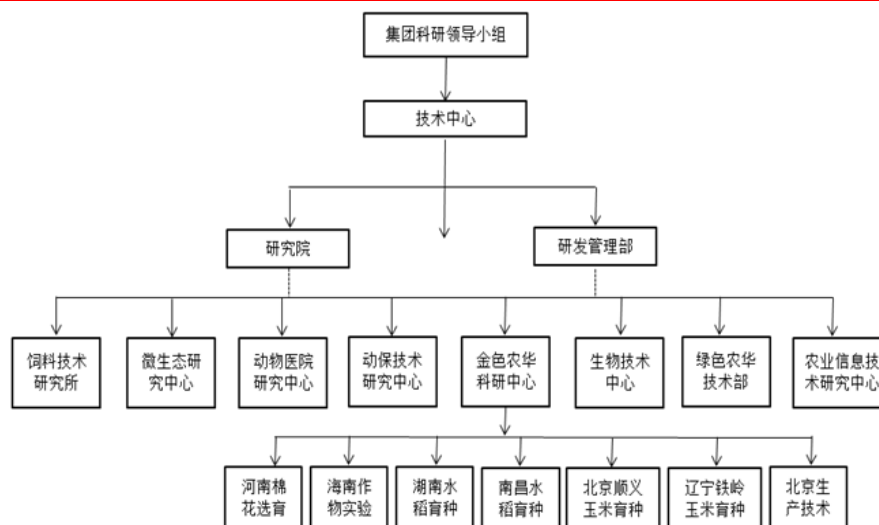
资料来源：公司公告，东海证券研究所

一、研发与服务为客户创造价值

1、强大的研发实力保证公司产品的高品质

公司被科技部、国家发改委、北京市科委等权威部门认定为国家企业技术中心、生物饲料工程国家重点实验室、国家创新型企业和高技术企业。大北农技术中心由集团科研领导小组、研究院、研发管理部、各产业研发单位组成，目前有研发人员近 600 人，其中有 60 名博士和 400 多名硕士，同时与中国农业大学、浙江大学、东北农业大学、湖南农业大学等 10 所高等院校，及中国农业科学院、北京市农林科学院、中国科学院微生物所等 12 所科研院所建立了产学研深度合作关系，形成合作研发、委托与合资育种、共建研究机构和产业联盟等模式。强大的研发实力使公司具有高品质、高附加值的产品，针对养殖户，饲料产品中的乳猪教槽料“贝贝乳”、仔猪保育料“宝宝壮”帮助乳仔猪快速成长，“蓝定抗”——猪蓝耳病活疫苗（CH-1R 株）防止和节制猪蓝耳病，“诸欢泰”——猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（DBN-SX07 株）帮助预防和控制猪圆环病毒病；针对种植户，公司提供“扬两优 6 号”、“天优华占”、“陆两优 996”等高产优质的水稻种子及堪与“先玉 335”比美的“农华 101”等玉米种子，切实帮助种植户提高单产。我们认为研发实力的增强将带来公司在高端饲料、良种和疫苗领域的领先优势，从而支撑公司规模的不扩张。

图 3 公司科研体系



数据来源：公司网站，东海证券研究所

2、优质服务提升客户盈利能力

公司营销服务人员近 6000 人，通过提供先进理念、前沿科技、高端产品和优质服务，让经销商和养殖户、种植户成为最终的收益者，并通过加强培训打造标杆事业伙伴、标杆养殖户、标杆种植户。2011 年，为提升养殖户的饲养观念和养殖水平，公司在北京、江西和福建举办了“核心养殖示范户万人进京培训工程”等培训活动，从转变养殖户的饲养观念开始，到猪场的管理提升，再到具体的大北农乳猪套餐饲养模式，全面提升了养殖户的饲养水平。同时公司也将信息化的触角延伸至经销商、养殖户，以互联互通工程改变传统的工作模式，引领客户走向网络化、电子化办公方式。2011 年以信息交流、业务协作为主的客户服务网正式上线，成为大北农与供应商、经销商、养殖户、种植户网上信息沟通和交易的媒介，从而让服务更有效率。公司通过标杆客户的示范效应带动产品辐射面的扩大，已形成福建、山东、东北等优势地区，特别是福建地区的饲料业务已在当地市场占有率达到 15%以上，我们看好此种模式带动下优势地区不断增多的趋势。

二、股权激励计划激发员工内在动力

公司股权激励计划授予的股票期权数量共 2380 万份，涉及标的股票数量占公司股本总额 40080 万股的 5.94%。激励对象覆盖范围广，6.3%的期权授予 3 名副总裁，93.7%授予 99 名核心骨干员工，激励对象主要来自公司饲料业务板块。行权条件以 2010 年度净利润为基数，2012-2014 年净利润增长率分别达到 95%、155%、235%，复合增长率高达 35%，彰显了公司对未来增长的信心。另外，种业板块 40 名核心员工持有公司控股子公司北京金色农华种业公司 20.23%股份，动保板块 26 名核心员工持有公司控股子公司福州大北农生物技术公司 23.38%股份，可见公司激励机制已非常到位。公司饲料、种子、动保业务正处快速增长期，公司通过让员工持股，将公司利益与个人利益捆绑，能有效提升团队积极性及稳定性，为公司发展提供内在动力。

三、饲料与种业快速增长，疫苗开始发力

1、饲料行业景气持续，公司饲料产能持续扩张

2012年全国生猪存栏量虽然有所下滑，但能繁母猪存栏量仍在增加，预计全年生猪存栏量将会维持相对高位，饲料景气度有望延续。公司计划通过自建、合作建设、收购等各种方式在全国建设100个生产基地，各区域先建核心厂（产能在26万吨以上，福建地区核心厂产能有100万吨），再在周边建卫星厂，不断完善产能布局。公司将继续加大宝贝料的推广力度，通过宝贝料市场的开拓树立公司高端形象，用高端产品带动普通料销售。公司2011年饲料产能400多万吨，未来两年每年将新增100多万吨产能，2011年饲料销量为200多万吨，预计未来销量将保持30%左右的增速。

图 4 生猪存栏量有所下滑，总量仍处高位（万头）

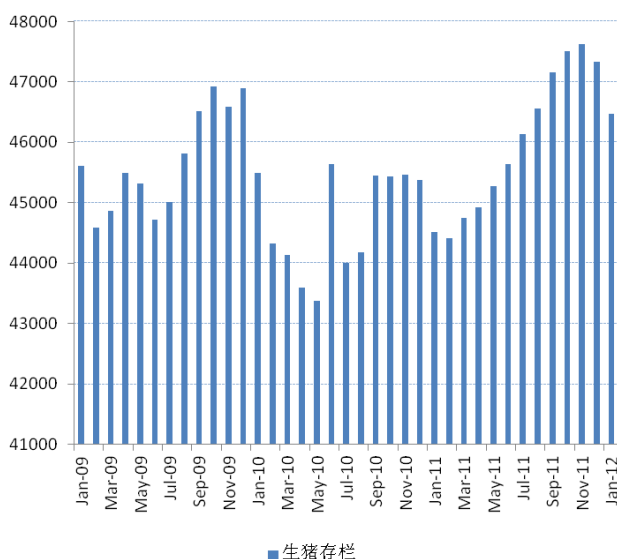
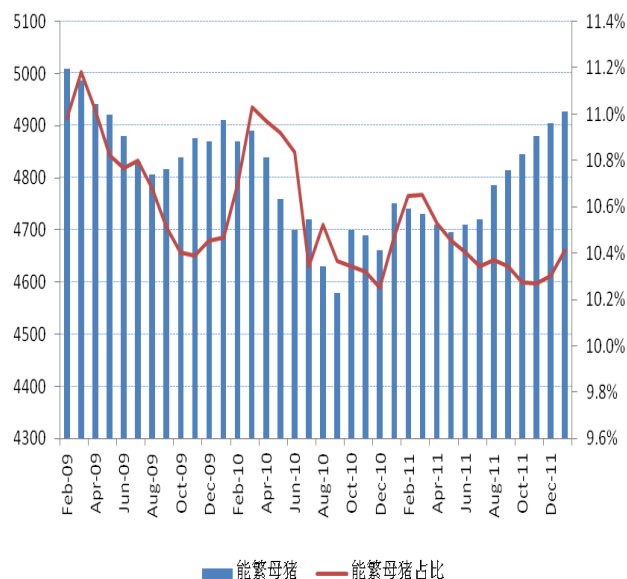


图 5 能繁母猪存栏量仍在增加（万头）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 6 饲料产能、销量保持较快增长

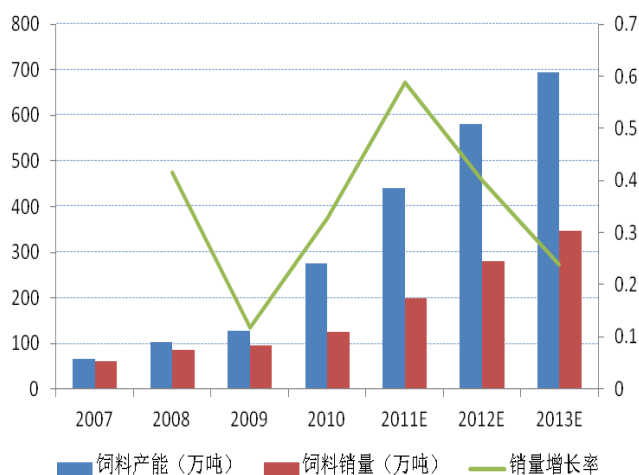
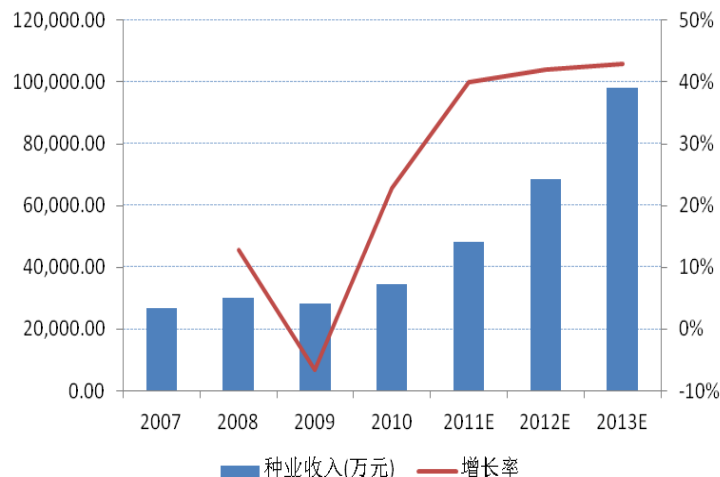


图 7 种子业务快速增长



资料来源：公司公告，东海证券研究所预测

2、种业盈利能力增强

种子业务 2011 年表现良好，量价齐升。水稻种子方面，两优培九已处衰落期，扬两优 6 号销量继续保持最多，天优华占紧随其后，陆两优 996、粤两优 993 也均表现较好。玉米种子主销农华 101，其销量增速最快，利润贡献增大。在优势品种表现较好的同时，公司水稻种子有 10 个以上的后备品种，玉米种子有 6-7 个后备品种，这将为种业的后续发展提供保障。毛利率方面随着 2011 年种子价格的上涨有所提升，未来有望维持在 45%左右。

3、疫苗业务开始发力

公司疫苗产品在高端市场苗的份额中占到50%以上，以猪瘟苗、狂犬苗、鸡瘟苗为主。疫苗科研团队70-80人，与科研院所合作紧密，今年年底前将有5-6个疫苗新品种面世。疫苗市场销售人员200多人，常年对市场进行引导培育，销售方式以直销为主，经销为辅，直销以300-500头以上生猪存栏量的大猪场为主。2011年销售收入过亿，2012年预计将达到2亿元。毛利率在60%以上，不过净利率暂时不高，主要是市场先期投入大，未来净利率有提高空间。除公司在南方已有的福建疫苗生产基地外，公司近日公告将在北京大兴区中关村科技园建设生物医药产业基地项目，预计2014年建成投产，生产的产品主要针对目前发病率高、传播速度快、严重危害我国养猪养禽业发展、且市场急需的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，其中有10个品种是自主研发和合作研发的产品，南北布局为疫苗业务的发展打下良好基础。

此外，公司种猪产业扬帆起航，正处有序推进中。2012年将集中精力在北京和福建两地各建一个核心原种场。预计未来5年时间将在全国范围内建设若干祖代种猪场，存栏量达到15000头，最终达到全国范围内配套建设100个扩繁场，构建完整的原种、祖代、父母代三级繁育体系。

三、投资建议

我们预计 2012-2013 年公司实现营业收入 116.74、168.29 亿元，同比增长 49%、44%，净利润 6.63、8.86 亿元，同比增长分别为 31%、34%，EPS 为 1.65、2.21 元，对应 3 月 6 日的收盘价 33.80 元，PE 为 20、15 倍。考虑到公司内外共赢模式下良好的成长性，给予“增持”评级，目标价 41.25 元。

四、风险提示

养殖疫病及气象灾害风险。养殖疫病对畜禽养殖不利，进而影响公司饲料的销售；气象灾害影响公司制种及种子销售。

产能扩张低于预期风险。公司新增产能项目较多，存在不达预期的可能性。

饲料原材料价格波动风险。

资产负债表(万元)					利润表(万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	209304	180046	179371	195304	营业收入	524838	783451	1167385	1682890
应收款项	9380	15828	23306	32557	营业成本	404619	606821	909396	1316254
存货净额	81783	125173	192285	270567	营业税金及附加	203	495	712	992
其他流动资产	8772	16216	23782	32414	销售费用	52984	73801	112837	163695
流动资产合计	309241	337263	418744	530842	管理费用	31149	45334	68203	98526
固定资产	66881	105258	128488	148200	财务费用	(258)	(1507)	(1463)	(1512)
无形资产及其他	17330	16464	15597	14731	投资收益	655	550	550	550
投资性房地产	8163	8163	8163	8163	资产减值及公允价值变动	1102	1200	1200	1167
长期股权投资	2862	3138	3330	3392	其他收入	(2204)	0	0	0
资产总计	404478	470286	574323	705328	营业利润	35695	60259	79449	106651
短期借款及交易性金融负债	2700	0	0	0	营业外净收支	2025	2350	2350	2350
应付款项	26906	41122	64063	89359	利润总额	37720	62609	81799	109001
其他流动负债	50766	72338	110766	159840	所得税费用	6321	10643	13906	18530
流动负债合计	80372	113460	174829	249199	少数股东损益	277	1327	1593	1912
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	31123	50638	66300	88559
其他长期负债	5919	6987	8355	10029	增长率	11.7%	62.7%	30.9%	33.6%
长期负债合计	5919	6987	8355	10029	现金流量表(万元)				
负债合计	86291	120448	183184	259228	净利润	31123	50638	66300	88559
少数股东权益	10016	11284	12805	14630	资产减值准备	744	(1102)	0	0
股东权益	308171	338554	378334	431470	折旧摊销	5596	7614	12303	18096
负债和股东权益总计	404478	470286	574323	705328	公允价值变动损失	(1102)	(1200)	(1200)	(1167)
关键财务与估值指标					财务费用	(258)	(1507)	(1463)	(1512)
	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	1654	(21526)	(19421)	(20122)
每股收益	0.78	1.26	1.65	2.21	其它	(468)	2370	1521	1826
每股红利	0.25	0.51	0.66	0.88	经营活动现金流	37548	36793	59504	87192
每股净资产	7.69	8.45	9.44	10.77	资本开支	(25599)	(42823)	(33466)	(35774)
ROS	6%	6%	6%	5%	其它投资现金流	(2)	2	0	0
ROE	10%	15%	18%	21%	投资活动现金流	(25319)	(43096)	(33659)	(35835)
毛利率	23%	23%	22%	22%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	6%	负债净变化	(400)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	8%	7%	支付股利、利息	(10020)	(20255)	(26520)	(35424)
收入增长	32%	49%	49%	44%	其它融资现金流	183626	(2700)	0	0
净利润增长	12%	63%	31%	34%	融资活动现金流	162786	(22955)	(26520)	(35424)
资产负债率	24%	28%	34%	39%	现金净变动	175015	(29258)	(675)	15932
息率	0.6%	1.5%	2.0%	2.6%	货币资金的期初余额	34289	209304	180046	179371
P/E	52.0	26.8	20.4	15.3	货币资金的期末余额	209304	180046	179371	195304
P/B	5.3	4.0	3.6	3.1	企业自由现金流	18617	(8428)	23689	49009
EV/EBITDA	38.5	22.5	17.2	13.2	权益自由现金流	201843	(9877)	24902	50264

资料来源：公司年报，东海证券研究所预测

作者简介

李其东：农林牧渔行业分析师，同济大学经济学硕士，2010年8月加盟东海证券。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897