



日常消费品/农林牧渔

大北农(002385)

买入/维持评级

股价 : RMB34.72

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.hthsc.com.cn

联系人

陈娇

(0755)8253 7967

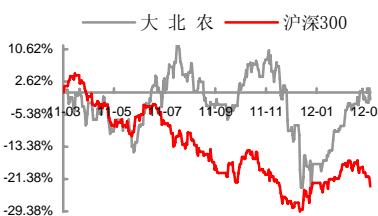
chenjiao2@mail.hthsc.com.cn

相关研究

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)	13,916

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

2012 年业绩增速仍然向好

- 事件：**2月28日公司发布业绩快报，2011年实现营业收入和归母净利润分别为78.3亿和5.04亿，同比增长49.27%和62.70%，EPS1.26元，基本符合预期(比我们之前预测1.21略高4%，主要由于费用控制好于预期)。其中第四季度EPS0.48，同比增长65%（主要由于种子业务毛利增长）。
- 饲料种子大幅增长。**(1)饲料销量大幅增长。公司11年饲料总销量181.26万吨(之前预测185万吨)，同比增长44.49%，其中教槽料、保育浓缩料收入同比增长分别为101.37%和61.34%。(2)种子单价提升，优势品种扩张迅速。2011年度，公司种子业务收入增长54%，销量5009.8万斤，“农华101”收入增长156.72%，估计2011日历年度销量合计800万公斤以上。
- 2012年全年业绩向好。**(1)全年仍是饲料景气周期。生猪存栏绝对数值仍处于高位。3月份起仔猪存栏恢复，预计生猪存栏量将有回升，上半年存栏量保持同比增长。并且1,2月份统计显示饲料行业的销量增速也仍处于高位。(2)公司募投项目和超募项目相继投产，预计12年公司饲料产能达到500万吨左右，销量达到260万吨左右。公司作为饲料龙头企业，其营销能力和市场扩张能力不断得到了历史数据的验证。我们认为未来几年公司的增长速度仍将高于行业增速。
- 玉米种子新品种销量看好。**玉米新品种农华101于09/10产季上市，10/11产季推广约300万亩，11年3月份即销售一空。农华101种子整体性能较优，目前仍处于快速增长期。11年种子收成较好，预计11/12产季推广面积能达到800万亩，未来两个产季分别达到1200和1500万亩。
- 维持买入评级。**我们预计公司12-13年的EPS为1.72元和2.21元；对应于目前的股价，PE分别为20X,16X。A股饲料企业目前估值在22X左右，种子企业在27X左右。考虑到公司的持续扩张能力，我们认为公司PE在25X左右比较合理，对应估值区间为43元附近，给予“买入评级”。
- 风险提示：**疫病因素；产能扩张进度不及预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	7836	10766	14646	19972
(+/-%)	49%	37%	36%	36%
归属母公司净利润(百万元)	504	690	888	1480
(+/-%)	62%	37%	29%	67%
EPS(元)	1.26	1.72	2.21	3.69
P/E(倍)	27.62	20.17	15.68	9.40

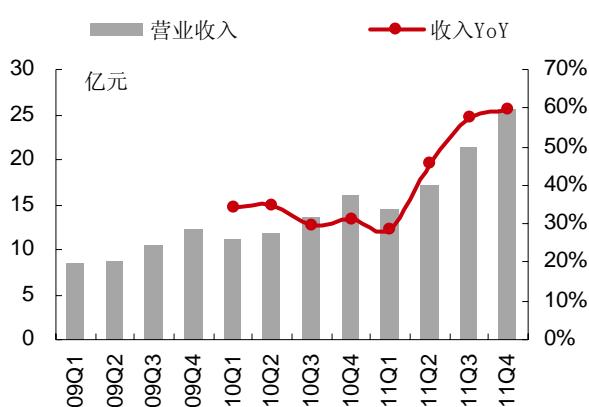
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

饲料种子大幅增长

(1) 饲料销量大幅增长。公司 11 年饲料总销量 181.26 万吨 (之前预测 185 万吨), 同比增长 44.49%, 其中增长主要来自猪饲料, 销量 155 万吨, 同比 48.92%。猪饲料中的高端产品乳猪饲料销售收入为 188,018.20 万元, 同比 67.91%, 其中教槽料、保育浓缩料收入同比增长分别为 101.37% 和 61.34%, 由于下半年受补栏积极性下降影响, 增长速度略低于预期, 但由于销量基数较少, 对整体业绩影响不大。

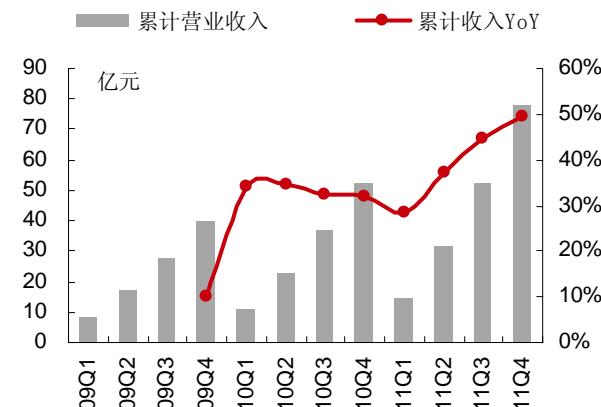
(2) 种子单价提升, 优势品种扩张迅速。2011 年度, 公司种子业务收入增长 54% (略高于之前预测 46%), 销量 5009.8 万斤, 收入增长主要来自价格的提高和优势品种的扩张。其中水稻种子 “天优华占” 和 “扬两优 6 号” 两个品种的收入增长 49.65%, 玉米种子 “农华 101” 收入增长 156.72%, 估计 2011 日历年度销量合计 800 万公斤以上。

图 1: 公司单季度收入情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2: 公司季度累计收入情况

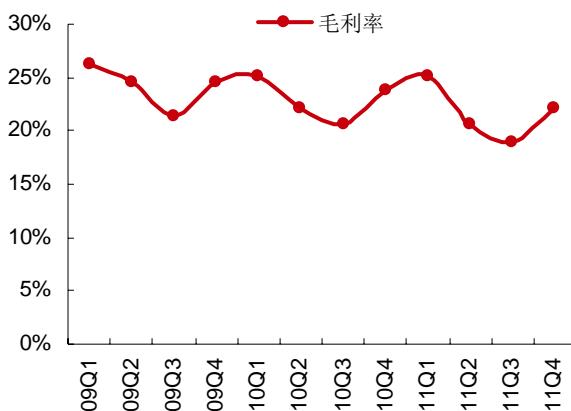


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

毛利率略降，费用控制好于预期

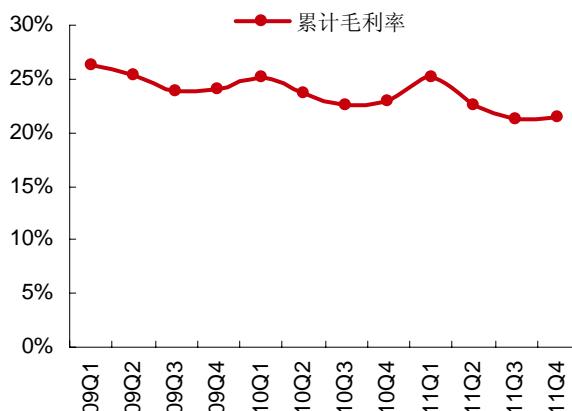
公司毛利率下降。全年毛利率 21.5%, 同比下降 1.4 个百分点 (四季度单季 22.14%, 同比下降 1.63 个百分点)。毛利率下降主要是毛利率较低的配合饲料占比提高和成本上涨所致。公司管理费用和销售费用率下降。全年销售+管理费用率 13.88%, 同比下降 2.15 个百分点 (四季度单季 13.14%, 同比下降 3.59 个百分点)。从历史来看, 公司费用率呈逐渐下行的趋势, 11 年度的费用控制情况好于预期 (我们预测 14.5%)。

图3：公司单季度毛利率情况



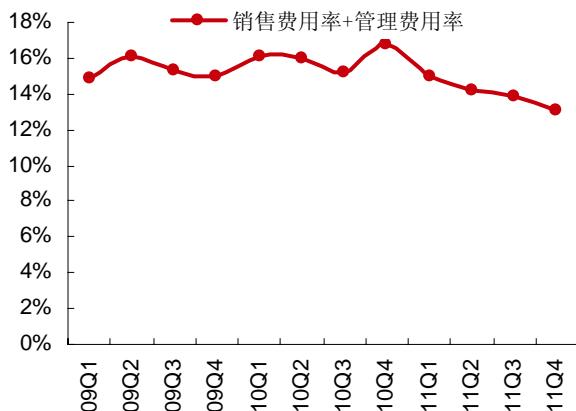
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图4：公司累计季度毛利率情况



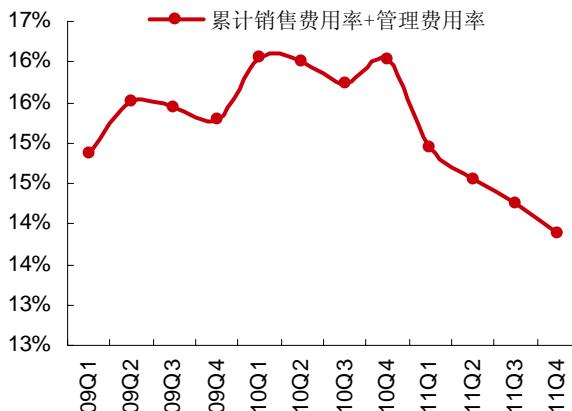
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图5：公司单季度销售+管理费用率情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图6：公司累计季度销售+管理费用率情况

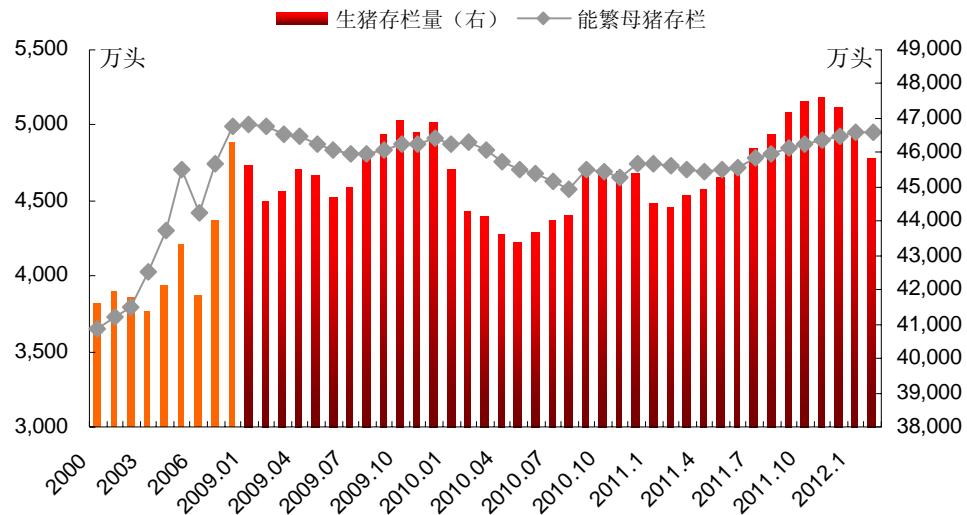


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

全年业绩向好

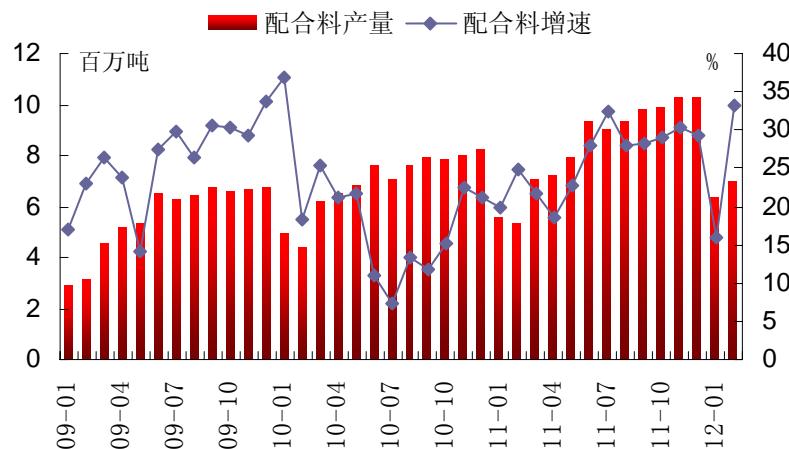
预计 2012 年一季度公司业绩向好，2012 年仍然饲料景气周期。2 月份生猪和能繁母猪分别为 4.58 亿头和 0.49 亿头，分别环比下降 1.34% 和 0.02%，但是同比上升 3.23% 和 4.63%，绝对数值仍处于高位。我们认为生猪存栏的环比下降可能是由于季节性因素和仔猪疫病存栏下降导致，3 月份起仔猪存栏恢复，预计生猪存栏量将有回升，上半年存栏量保持同比增长。并且，饲料行业的销量增速仍处于高位。根据统计数据，全国规模以上饲料企业配合饲料 1、2 月份产量增速分别为 16% 和 33%，仍处于较高水平。

图 7：生猪存栏量处于高位



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 8：全国规模以上配合料企业产量增速处于高位



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

公司募投项目和超募项目相继投产，预计 12 年公司饲料产能达到 500 万吨左右，销量达到 260 万吨左右，根据 2011 年年报披露的项目情况，虽然部分项目有所延缓，但我们认为并不影响整体产能和销量情况。公司作为饲料龙头企业，其营销能力和市场扩张能力不断的得到了历史数据的验证。我们认为未来几年公司的增长速度仍将高于行业增速。

表格 1：公司 12-13 年投产项目一览

	合计产能	预混料	乳猪料	猪配合料	完成时间
三明大北农 18 万吨猪饲料项目	18		6	12	2012-7-31
湖南大北农 30 万吨猪饲料项目	30		6	24	2012-9-30
新疆大北农 6 万吨猪饲料项目	6		6		2012-10-31
龙岩武平 18 万吨饲料项目	18		6	12	2012-11-30
新型高效预混料项目	12.2	12.2			2012-12-31
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
2012 年合计	168.2	24.2	48	96	
广州大北农 30 万吨预混料及猪饲料项目	30	6	6	18	2013-3-31
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
赤峰大北农年产 12 万吨牛饲料项目	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
西安大北农 12 万吨饲料项目	12		6	6	2013-12-31
2013 年合计	156	12	48	96	

资料来源：公告，华泰联合证券研究所

注：部分项目公司未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

玉米新品种扩张势头强劲

玉米种子新品种销量看好。玉米新品种农华 101 于 09/10 产季上市，10/11 产季推广约 300 万亩，11 年 3 月份即销售一空。农华 101 种子整体性能较优，目前仍处于快速增长期。估计 11/12 产季推广面积能达到 800 万亩，未来两个产季分别达到 1200 和 1500 万亩。12 年度的销量能够达到 1400 万公斤。

盈利预测

我们预计公司 12-13 年的 EPS 为 1.72 元和 2.21 元；对应于目前的股价，PE 分别为 20X, 16X。A 股饲料企业目前估值在 22X 左右，种子企业在 27X 左右。考虑到公司的持续扩张能力，我们认为公司 PE 在 25X 左右比较合理，对应估值区间为 43 元附近，给予“买入评级”。

表格 2：公司销售预测

	2010E	2012E	2013E	2014E
饲料产品				
收入	6940.87	9982.32	13777.71	19082.79
成本	5651.05	8123.34	11207.58	15623.18
毛利	1289.83	1858.98	2570.13	3459.61
毛利率	18.58%	18.62%	18.65%	18.13%
种业产品				
收入	531.43	708.17	890.79	1061.91
成本	297.61	378.20	473.11	46.06
毛利	233.82	329.97	417.67	1015.84
毛利率	44.00%	46.60%	46.89%	95.66%
植保产品				
收入	87.58	91.96	96.56	101.38
成本	63.21	60.69	63.73	66.91
毛利	24.37	31.27	32.83	34.47
毛利率	27.83%	34.00%	34.00%	34.00%
动保产品				
收入	187.86	244.21	280.85	322.97
成本	67.65	87.94	101.13	116.30
毛利	120.21	156.27	179.71	206.67
毛利率	63.99%	63.99%	63.99%	63.99%
其他产品				
收入	32.76	32.76	32.76	32.76
成本	26.30	20.00	20.00	20.00
毛利	6.46	5.00	5.00	5.00
毛利率	19.71%	15.26%	15.26%	15.26%
其他业务				
收入	59.00	60.00	60.00	60.00
成本	42.14	42.14	42.14	42.14
毛利	16.86	16.86	16.86	16.86
毛利率	28.57%	28.57%	28.57%	28.57%
合计				
收入	7839.50	11119.42	15138.66	20661.81
成本	6147.95	8712.31	11907.70	15914.60
毛利	1691.55	2398.35	3222.21	4738.45
综合毛利率	21.58%	21.57%	21.28%	22.93%

资料来源：公告，华泰联合证券研究所

风险提示

疫病因素；产能扩张不及预期。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013	2014
流动资产	3357	6356	7511	9643	营业收入	7836	10766	14646	19972
现金	2150	4141	4504	5591	营业成本	6151	8478	11623	15518
应收账款	85	119	154	221	营业税金及附加	2	4	6	8
其他应收款	25	103	135	193	营业费用	684	937	1274	1738
预付账款	117	199	277	368	管理费用	404	549	732	999
存货	961	1790	2433	3260	财务费用	-33	-5	-11	-14
其他流动资产	20	5	7	9	资产减值损失	24	3	3	3
非流动资产	1380	1570	1699	1679	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	39	30	29	29	投资净收益	0	2	3	2
固定资产	869	1208	1336	1323	营业利润	605	803	1021	1724
无形资产	206	191	202	212	营业外收入	25	22	22	23
其他非流动资	265	141	132	115	营业外支出	7	9	9	8
资产总计	4737	7926	9210	11322	利润总额	623	816	1035	1739
流动负债	1052	1664	2059	2689	所得税	95	126	148	261
短期借款	14	200	200	200	净利润	528	689	887	1479
应付账款	380	668	845	1179	少数股东损益	24	0	0	0
其他流动负债	657	796	1014	1310	归属母公司净利	504	690	888	1480
非流动负债	95	2	2	3	EBITDA	658	923	1164	1882
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.26	1.72	2.21	3.69
其他非流动负	95	2	2	3					
负债合计	1147	1665	2061	2692					
少数股东权益	111	111	111	111					
股本	401	401	401	401					
资本公积	2017	3984	3984	3984					
留存收益	1061	1751	2639	4119					
归属母公司股	3479	6136	7023	8505					
负债和股东权	4737	7913	9196	11308					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013	2014
经营活动现金	630	227	631	1223	成长能力				
净利润	528	689	887	1479	营业收入	49.3%	37.4%	36.0%	36.4%
折旧摊销	86	125	153	172	营业利润	69.4%	32.7%	27.3%	68.8%
财务费用	-33	-5	-11	-14	归属母公司净利	61.9%	36.9%	28.7%	66.7%
投资损失	0	-2	-3	-2	盈利能力				
营运资金变动	75	-605	-398	-418	毛利率(%)	21.5%	21.3%	20.6%	22.3%
其他经营现金	-26	26	4	7	净利率(%)	0.0%	6.2%	6.0%	6.4%
投资活动现金	-609	-272	-279	-150	ROE(%)	14.5%	11.2%	12.6%	17.4%
资本支出	520	323	260	130	ROIC(%)	34.0%	29.3%	30.7%	45.2%
长期投资	10	-10	-1	0	偿债能力				
其他投资现金	-79	42	-20	-20	资产负债率(%)	24.2%	21.0%	22.4%	23.8%
筹资活动现金	100	1972	11	14	净负债比率(%)	1.24%	12.01%	9.70%	7.43%
短期借款	-13	186	0	0	流动比率	3.19	3.82	3.65	3.59
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.28	2.74	2.47	2.37
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-6	1967	0	0	总资产周转率	1.78	1.70	1.71	1.95
其他筹资现金	119	-181	11	14	应收账款周转率	108	102	100	100
现金净增加额	121	1927	363	1088	应付账款周转率	19.12	16.18	15.37	15.34

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。