



**买入**

**13%**

目标价格: 人民币 22.50

002385.CH

价格: 人民币 20.00

目标价格基础: 25倍 2012年市盈率

板块评级: 增持

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	26	(8)	9.6	8.9
相对新华富时 A50 指数	28	(3)	21.4	21.2

发行股数(百万)	801.6
流通股(%)	44.7
流通股市值(人民币 百万)	7,160
3个月日均交易额(人民币 百万)	81
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
邵根伙	44.49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 8 月 22 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

\*操礼艳为本报告重要贡献者

## 大北农

### 饲料区域扩张放量, 有望穿越周期

上半年公司实现收入 44.7 亿元, 同比增长 42.15%; 归属于上市公司净利润 3.1 亿元, 同比增长 43.16%, 基本符合市场一致预期。饲料业务依然保持了高速增长, 同比增长 50%。预计 2012 年全面摊薄每股收益 0.9 元, 目前股价相当于 22 倍市盈率, 维持买入评级和 22.50 元的目标价。

#### 支撑评级的要点

- **饲料业务快速增长, 未来两三年均处于快速放量期。**公司在饲料产品由原先的“教保料”扩展到“大乳猪料”, 客户结构上逐步向更大规模的养猪场和优质经销商升级, 销售服务上继续提高如派驻技术场长等, 这些举措均为产能建设完成之后的饲料销量释放打好基础。从区域上, 上半年东北增长 82% 和华北增长 54%, 华东和中南也取得近 40% 的增长, 均得益于产能投产之后的销量释放。
- **种子业务下降属春节因素。**上半年种子业务收入下降 7%, 主要是由于春节提前客户提早备货所致。从经营年度来看, 同期收入增长 12%, 毛利率也提升了 3.82%。长期来看, 公司的种子业务激励充分, 并且在国内技术领先, 预计可以取得较为稳定的增长。
- **猪价低迷+原料价格上升, 加速行业整合。**猪价的持续低迷和原料成本的快速上升, 使得整个饲料行业的盈利水平受到影响。大北农在优质玉米的战略储备充足受到的影响有限, 然而豆粕高度依赖进口, 其价格飙升对整个行业均有压力。相对而言, 小规模不具备成本优势的企业加速退出, 这为大企业提供了加速整合和扩大份额的契机。

#### 评级面临的主要风险

- 豆粕和玉米等原料价格波动风险, 养殖疫情风险。

#### 估值

- 预计 2012-2014 年全面摊薄每股收益 0.90 元、1.17 元和 1.51 元。我们维持 22.50 元目标价, 相当于 25 倍 2012 年市盈率, 维持买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,248	7,836	11,010	14,560	19,507
变动(%)	32.02	49.30	40.51	32.24	33.97
净利润(人民币 百万)	311	504	723	939	1,211
全面摊薄每股收益(人民币)	0.39	0.63	0.90	1.17	1.51
变动(%)	11.65	61.86	43.59	29.81	28.93
市场预期每股收益(人民币)			0.88	1.18	1.61
先前预测每股收益(人民币)			0.90	1.18	1.56
调整幅度(%)			(0.24)	(0.97)	(3.06)
核心每股收益(人民币)	0.36	0.61	0.87	1.13	1.45
变动(%)	10.95	66.80	43.71	29.72	28.74
全面摊薄市盈率(倍)	51.51	31.82	22.16	17.07	13.24
核心市盈率(倍)	55.10	33.03	22.99	17.72	13.76
每股现金流量(人民币)	0.49	0.83	0.83	1.12	1.46
价格/每股现金流量(倍)	41.11	24.09	24.04	17.82	13.66
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.85	20.80	15.49	10.99	7.74

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 区域复制成功，饲料业务快速放量

公司上半年收入公司开发并推出了高比例预混料、母猪浓缩料、乳猪配合料、仔猪浓缩料等高端高档新产品，主推“大乳猪料”系列，进一步扩大了公司产品的销售范围和服务对象。饲料业务实现了 49.51% 的快速增长。上半年饲料销量 103 万吨同比增长 45%，其中猪饲料 89 万吨同比增长 47.6%，是公司收入增长的主要贡献。

另外，上半年的千人经销商“大北农事业财富共同体高峰论坛”及汇集近千个养猪场的“中国农牧业成功智慧大型论坛”等系列活动，为公司积攒了重要的客户资源，吸纳了优秀的经销商团队和大规模养猪场加盟大北农，改善了客户结构。公司在产品研发和销售服务上的布局均为饲料的快速放量提供了支持。

图表 1. 分产品的收入和增速（未排除内部抵消前）

(人民币, 百万)	2008	2009	2010	2011	2012 年上半年
主营收入合计	3,567	3,946	5,210	7,780	4,449
饲料产品	2,940	3,370	4,578	6,941	3,971
种业	301	281	345	531	269
其他	326	296	287	308	209
同比变动(%)					
饲料产品	68	15	36	52	50
种业	13	(7)	23	54	(7)
其他	58	(9)	(3)	7	87

资料来源：公司资料，中银国际研究

从区域上来看，随着各地区的基地建成和产能释放，缓解了多个地区的产能瓶颈，实现了快速增长。其中东北地区由于上哈尔滨饲料及大豆深加工项目和吉林 24 万吨饲料项目投产以后，其销量提升最为明显。

图表 2. 分地区的收入和增速（未排除内部抵消前）

(人民币, 百万)	2008	2009	2010	2011	2012 年上半年
华东区	1,594	2,066	2,702	4,220	1,914
中南区	1,137	1,160	1,772	2,494	1,198
东北区	580	627	763	1,429	626
华北区	724	688	804	1,130	474
西南区	230	264	290	337	129
西北区	132	159	232	312	107
同比变动(%)					
华东区		30	31	56	37
中南区		2	53	41	36
东北区		8	22	87	82
华北区		(5)	17	41	54
西南区		15	10	16	8
西北区		21	46	34	22

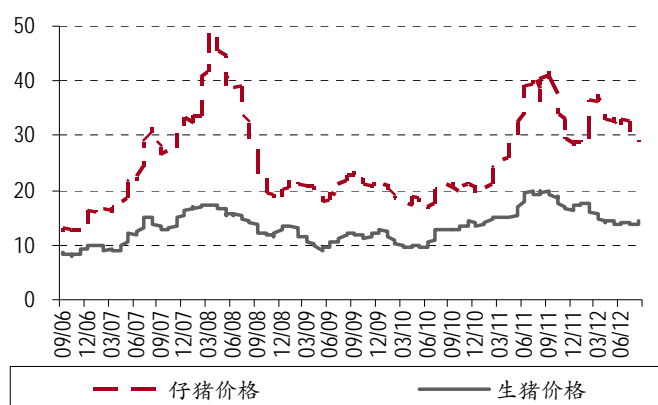
资料来源：公司资料，中银国际研究

### 行业景气受压，为大企业带来整合契机

今年上半年猪价持续下行和低迷，以及上游原料价格快速上涨，如玉米和豆粕等，使得整个行业盈利情况受到一定的压力。大北农在玉米的采购均是提前一年时间与战略供应商签订合同，公司充分考虑到优质玉米供应的紧张程度，储备充足。而豆粕由于高度依赖进口，难以做较长时间的价格锁定，其快速上涨对饲料企业的成本均会造成一定的压力。

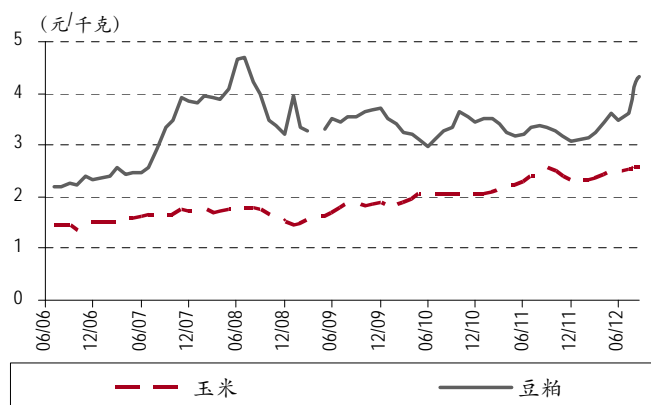
从另一方面来讲，目前饲料行业双向受压的阶段为大企业提供了加速整合的契机。首先退出市场的将是那些不具备原料资源和成本优势的企业，这为大北农这样的企业提供了扩大市场份额的机遇。

图表 3.22 个省市的生猪和仔猪价格走势



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4.22 个省市的玉米和豆粕价格走势



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 公司利润表分析

(人民币, 百万)	2011 年 上半年	2012 年 上半年	同比 变动(%)	2011 年 2 季度	2012 年 2 季度	同比 变动(%)
<b>一、营业总收入</b>	3,143	4,468	42.15	1,703	2,365	38.84
营业收入	3,143	4,468	42.15	1,703	2,365	38.84
<b>二、营业总成本</b>	2,883	4,098	42.17	1,588	2,215	39.51
营业成本	2,431	3,470	42.73	1,353	1,879	38.82
营业税金及附加	1	2	54.29	1	1	90.14
销售费用	294	395	34.60	162	218	34.93
管理费用	163	236	44.87	80	124	54.85
财务费用	(14)	(19)	42.63	(11)	(13)	22.46
资产减值损失	7	14	100.75	3	6	122.89
<b>三、其他经营收益</b>	3	2	(13.63)	2	2	(11.57)
公允价值变动净收益						
投资净收益	3	2	(13.63)	2	2	(11.57)
汇兑净收益						
<b>四、营业利润</b>	263	372	41.39	117	151	28.90
加：营业外收入	11	15	29.68	6	11	94.96
减：营业外支出	1	1	(7.83)	1	0	(51.96)
<b>五、利润总额</b>	273	385	41.12	122	162	32.62
减：所得税	37	58	57.24	23	30	32.75
<b>六、净利润</b>	236	327	38.58	99	132	32.59
减：少数股东损益	18	15	(16.64)	1	(1)	(233.53)
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	218	312	43.16	99	133	34.71
<b>七、每股收益(人民币, 元)</b>	0.27	0.39	43.16	0.12	0.17	34.71
<b>盈利能力(%)</b>						
毛利率	22.64	22.32		20.54	20.55	
经营利润率	8.36	8.32		6.90	6.40	
税前利润率	8.68	8.62		7.18	6.86	
净利率	7.50	7.31		5.83	5.57	

资料来源：公司资料，中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,248	7,836	11,010	14,560	19,507
销售成本	(4,046)	(6,151)	(8,756)	(11,649)	(15,672)
经营费用	(787)	(1,012)	(1,386)	(1,741)	(2,295)
息税折旧前利润	415	673	868	1,171	1,540
折旧及摊销	(56)	(78)	(80)	(118)	(166)
经营利润 (息税前利润)	359	594	788	1,053	1,374
净利息收入/(费用)	3	33	78	86	95
其他收益/(损失)	16	(5)	28	23	29
税前利润	377	623	895	1,161	1,498
所得税	(63)	(95)	(137)	(178)	(229)
少数股东权益	(3)	(24)	(35)	(45)	(58)
净利润	311	504	723	939	1,211
核心净利润	291	485	697	905	1,165
每股收益(人民币)	0.39	0.63	0.90	1.17	1.51
核心每股收益(人民币)	0.36	0.61	0.87	1.13	1.45
每股股息(人民币)	0.13	0.15	0.23	0.29	0.38
收入增长(%)	32.02	49.30	40.51	32.24	33.97
息税前利润增长(%)	3.20	65.67	32.63	33.50	30.49
息税折旧前利润增长(%)	3.90	62.18	29.07	34.82	31.52
每股收益增长(%)	11.65	61.86	43.59	29.81	28.93
核心每股收益增长(%)	10.95	66.80	43.71	29.72	28.74

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	377	623	895	1,161	1,498
折旧与摊销	56	78	80	118	166
净利息费用	(3)	(33)	(78)	(86)	(95)
运营资本变动	(0)	38	(90)	(127)	(183)
税金	(63)	(95)	(137)	(178)	(229)
其他经营现金流	23	55	(2)	11	16
经营活动产生的现金流	390	665	667	900	1,173
购买固定资产净值	(296)	(447)	(286)	(459)	(575)
投资减少/增加	7	1	1	1	1
其他投资现金流	2	(43)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(287)	(489)	(285)	(458)	(574)
净增权益	2,011	(6)	0	0	0
净增债务	(4)	0	0	0	0
支付股息	(100)	(120)	(181)	(235)	(303)
其他融资现金流	(264)	8	378	425	698
融资活动产生的现金流	1,644	(118)	198	190	395
现金变动	1,747	59	580	632	995
期初现金	343	2,090	2,149	2,729	3,361
公司自由现金流	103	177	382	442	600
权益自由现金流	99	177	382	442	600

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,093	2,150	2,730	3,362	4,357
应收帐款	56	85	111	147	197
库存	818	961	1,395	1,856	2,497
其他流动资产	125	161	309	409	549
流动资产总计	3,092	3,357	4,545	5,775	7,600
固定资产	549	869	1,116	1,493	1,924
无形资产	173	206	196	186	177
其他长期资产	230	304	273	248	235
长期资产总计	952	1,380	1,586	1,927	2,336
总资产	4,045	4,737	6,131	7,701	9,936
应付帐款	263	380	572	761	1,023
短期债务	27	14	314	653	1,256
其他流动负债	513	657	983	1,276	1,679
流动负债总计	804	1,052	1,869	2,690	3,958
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	59	95	95	95	95
股本	401	401	401	401	401
储备	2,023	2,017	2,017	2,017	2,017
股东权益	3,182	3,590	4,167	4,916	5,882
少数股东权益	100	111	145	190	248
总负债及权益	4,045	4,737	6,131	7,701	9,936
每股帐面价值(人民币)	3.84	4.34	5.02	5.90	7.03
每股有形资产(人民币)	3.63	4.08	4.77	5.66	6.81
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.61)	(2.71)	(3.06)	(3.43)	(3.92)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.90	8.59	7.89	8.04	7.89
息税前利润率(%)	6.84	7.59	7.16	7.23	7.04
税前利润率(%)	7.19	7.95	8.13	7.98	7.68
净利率(%)	5.93	6.43	6.57	6.45	6.21
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.85	3.19	2.43	2.15	1.92
利息覆盖率(倍)	(138.9)	(17.9)	(11.0)	(14.4)	(16.7)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.83	2.28	1.69	1.46	1.29
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	51.51	31.82	22.16	17.07	13.24
核心业务市盈率(倍)	55.10	33.03	22.99	17.72	13.76
目标价对应核心业务市盈率(倍)	61.98	37.16	25.86	19.93	15.48
市净率(倍)	3.96	3.38	2.62	2.08	1.61
价格/现金流(倍)	41.11	24.09	24.04	17.82	13.66
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.85	20.80	15.49	10.99	7.74
<b>周转率</b>					
存货周转天数	67.49	52.07	48.45	50.24	50.00
应收帐款周转天数	17.10	14.78	15.56	16.47	16.46
应付帐款周转天数	22.17	18.83	19.57	20.59	20.49
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	32.19	23.87	25.00	25.00	25.00
净资产收益率(%)	15.88	15.36	19.29	21.47	23.37
资产收益率(%)	10.57	12.02	13.95	14.23	14.39
已运用资本收益率(%)	9.31	13.97	14.90	16.01	16.30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## **风险提示及免责声明**

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371