

2012年8月29日

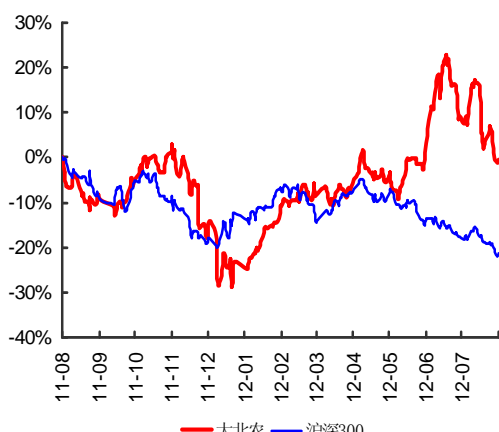
研究员：何筱微
执业证书编号：S0910510120001
电话：021-62448067
Email: hexiaowei@casstock.com

研究支持：程一胜
电话：021-62446912
Email: chengyisheng@casstock.com

大北农（002385）：

销量快速增长，业绩略低于预期

评级：买入



	近1月	近3月	近1年
大北农	-9.44%	2.25%	1.15%
沪深300	-5.15%	-15.94%	-23.19%

- **业绩增长略低于预期。**2012年1~6月大北农实现营业收入44.68亿元，同比增长42%；归属于母公司股东的净利润为3.12亿元，同比增长43%，折合eps为每股0.39元。公司预测2012年1~9月归属于母公司股东的净利润同比增长30%~60%。
- **饲料结构逐步转变。**公司将核心产品进行调整，从原来的“教保料”扩展到大乳猪料系列，进一步扩大了公司产品的销售范围和服务对象。上半年饲料销量同比增长45%，业务收入同比增长49%，在扩大大乳猪料比例的带动下，饲料毛利率比去年略有提高。在营销方面，公司目前的主要客户仍为50-100头存栏量的中小规模养殖户，通过加强“大北农事业伙伴财富共同体”建设，重点拓展与中大规模猪场的合作，改善了客户结构。从产能上看，2012年公司新增9处饲料产能合计156万吨，生猪主产区周边饲料产能布局更趋于完善，2013年还将增加近80万吨新产能，届时大北农在全国的饲料网络建设将基本布局到位，营销网络将覆盖到几乎所有的生猪主产区。
- **种业增长趋于稳定。**报告期内，公司种子销售数量和销售额略有下滑，分别减少10.3%和7.4%，这与去年11月、12月客户集中提货有一定关系。公司目前在水稻和玉米领域都拥有自己的优势品种，水稻方面，天优华占和扬两优6号均市场表现不俗；玉米方面，新品种农华101持续放量，对业绩贡献明显，子公司北京金色农华项目在2011年已建成，今后几年将是产能陆续释放时期，玉米占比有望提升，随着优势项目在市场的逐步推广，种业综合毛利率将保持稳定甚至有提升的空间。
- **动保增长平稳。**上半年动保业务销售额同比增长18%，增长主要来自于疫苗类新产品（主要有蓝定抗和猪稳康）投放市场，兽药销售与去年同期基本持平。
- **盈利预测与估值。**在假设2012/2014年饲料销量分别增长40%、40%和25%的基础上，我们调整了2012/2014年eps分别为0.88元、1.07元和1.34元，未来三年业绩复合增速为29%。目标价26.4元，对应2012-2014年PE分别为30x/25x/19x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原料价格大幅上涨。

图表 1：饲料业务关键假设（单位：万吨，万元，均价：元/吨）

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
产能	103	128	188	263	419	497	497
产量	88.51	98.61	132.05	192.83	275.83	386.16	482.70
销量	85.12	95.36	125.45	181.26	253.76	355.27	444.09
增速		12%	32%	44%	40%	40%	25%
产销率	96%	97%	95%	94%	92%	92%	92%
收入	294012	337006	457783	694083	981559	1401666	1769604
增速		15%	36%	52%	41%	43%	26%
均价	3454	3534	3649	3829	3868	3945	3985
增速		2%	3%	5%	1%	2%	1%
成本	246157	266418	366831	565141	799109	1152315	1454385
单位成本	2892	2794	2924	3118	3149	3243	3275
毛利率	16.28%	20.95%	19.87%	18.58%	18.59%	17.79%	17.81%

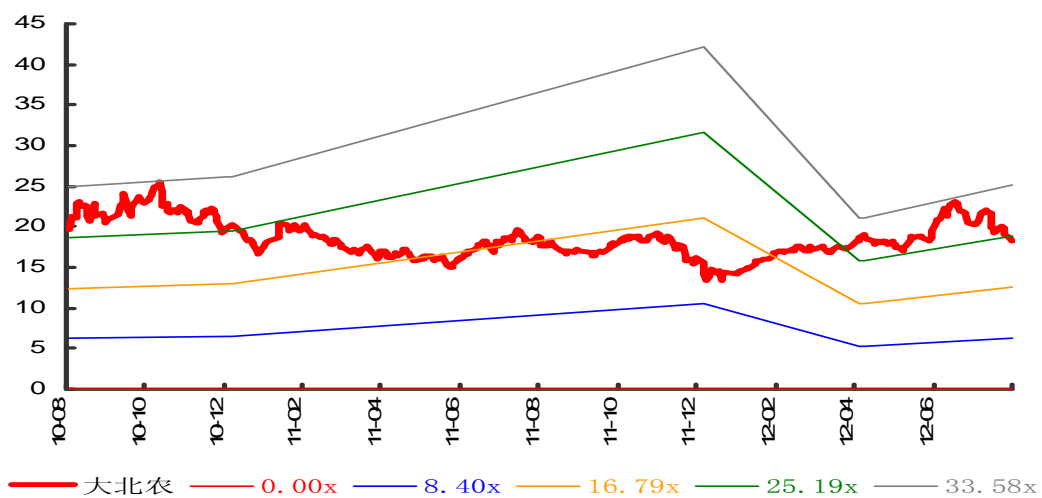
资料来源：航天证券研发部

图表 2：种子业务关键假设（单位：万吨，万元，均价：元/吨）

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
产销量	2.28	2.04	2.12	2.50	2.88	3.59	4.49
增速		-11%	4%	18%	15%	25%	25%
收入	30074	28077	34492	53143	67324	85838	109443
增速		-7%	23%	54%	27%	28%	28%
均价	13191	13763	16270	21257	23417	23885	24363
成本	18375	17179	19599	29761	35682	45494	58005
单位成本	8059	8421	9245	11904	12411	12659	12912
毛利率	38.90%	38.81%	43.18%	44.00%	47.00%	47.00%	47.00%

资料来源：航天证券研发部

图表 3：大北农PE/PB bands



资料来源：wind，航天证券研发部

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7836	10885	15308	19266
营业成本	6151	8563	12209	15373
毛利	1685	2322	3099	3893
% 营业收入	21.5%	21.3%	20.2%	20.2%
营业税金及附加	2	3	5	6
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	684	947	1332	1676
% 营业收入	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
管理费用	404	566	796	1002
% 营业收入	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
财务费用	-33	-44	-61	-77
% 营业收入	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	24	5	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	605	844	1020	1280
% 营业收入	7.7%	7.7%	6.7%	6.6%
营业外收支	18	27	38	48
利润总额	623	871	1059	1328
% 营业收入	8.0%	8.0%	6.9%	6.9%
所得税费用	95	133	162	203
净利润	528	738	897	1125
归属于母公司所有者的净利润	503.8	702.7	854.4	1071.6
少数股东损益	24	35	42	53
EPS (元/股)	1.26	0.88	1.07	1.34

现金流量表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	665	727	801	1056
取得投资收益收回现金				
金	4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-447	-327	-459	-578
其他	-42	0	0	0
投资活动现金流净额	-489	-327	-459	-578
债券融资	0	0	0	0
股权融资	7	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	-15	-14	0	0
筹资成本	112	44	61	77

资产负债表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2150	2579	2982	3537
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	110	156	219	276
存货	961	1337	1906	2400
预付账款	117	171	244	307
其他流动资产	4	5	6	8
流动资产合计	3357	4253	5365	6538
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	39	39	39	39
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	960	1237	1633	2129
无形资产	206	195	184	174
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	13	1	1	1
其他非流动资产	161	161	161	161
资产总计	4737	5886	7383	9042
短期贷款	14	0	0	0
应付款项	386	548	781	984
预收账款	355	501	704	886
应付职工薪酬	196	274	391	492
应交税费	43	60	73	92
其他流动负债	58	81	115	144
流动负债合计	1052	1463	2064	2598
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	95	95	95	95
负债合计	1147	1558	2159	2693
归属于母公司所有者权益	3479	4182	5037	6108
少数股东权益	111	146	188	241
股东权益	3590	4328	5224	6349
负债及股东权益	4737	5886	7383	9042

基本指标

EPS	1.257	1.753	2.132	2.674
BVPS	8.68	10.43	6.28	7.62
PE	9.45	6.78	5.57	4.44
PEG	0.33	0.24	0.19	0.16

其他	-222	0	0	0	PB	1.37	1.14	1.89	1.56
筹资活动现金流净额	-118	29	61	77	EV/EBITDA	4.04	2.53	1.72	0.95
现金净流量	59	430	403	555	ROE	14.5%	16.8%	17.0%	17.5%

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com