

评级：强烈推荐（维持）

农林牧渔

公司年报点评

证券研究报告

分析师 赵吉龙 S1080513010001
 电 话：0755-83026580
 邮 件：zhaojilong@fcsc.cn

预测价格区间(元) 24 ~ 26

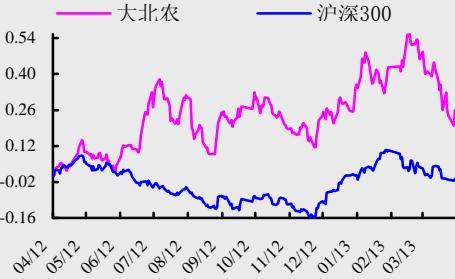
交易数据

上一日交易日股价(元)	21.15
总市值(百万元)	16,954
流通股本(百万股)	726
流通股比率(%)	90.63

资产负债表摘要 (12/12)

股东权益(百万元)	4,066
每股净资产(元)	5.07
市净率(倍)	4.17
资产负债率(%)	24.97

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

深度报告：赢在商业嗅觉——专业化分工与产业链衔接的践行者 (20120625)
 2012 年中报报告：饲料业务结构提升和区域扩张同步 (20120823)
 2012 年 3 季报报告：短暂的恐慌与持久地信心 (20121025)

大北农(002385): 过去的 2012 是最美的年代吗?

事件：公司于 2012 年 4 月 8 日晚间公布年度业绩报告，报告期内营业收入为 106.4 亿元，较上年同期增 35.78%；归属于母公司所有者的净利润为 6.75 亿元，较上年同期增 34.01%；基本每股收益为 0.84 元。公司 2012 年利润分配预案为：每 10 股转增 10 股派 1.80 元（含税）。

点评：我们跟踪公司有一段时间了，和很多投资者一样，认为农业公司里大北农是出类拔萃的，是标杆，更是产业模式的旗帜。

但近来周期性（饲料和种业）的问题困扰着我们，过去的 2012 是最美的年代吗？根据本次年报提供的信息，2012 年的皆大欢喜或 2013 年不将重现，但 CAGR 成长的趋势从未被怀疑。

- 饲料板块：胜者通吃就不存在周期** 当我们看到饲料板块 18.52% 的毛利率时，一切就了然于胸，在这个指标大幅下降时，大北农的饲料板块高增长将持续，因为饲料毛利率的指标隐含着产品结构、有效市场规模和营销策略等。

饲料销售量为 243.28 万吨，同比增长 34.22%，其中猪饲料 210.97 万吨，同比增长 35.68%。具体分析，同样产品结构的双胞胎 2012 年猪饲料已经做到了 690 万吨，体量不足其 1/3 的大北农还担心什么。

- 种子板块：需要面对行业下行风险** 我们知道 2013 年两杂种子（玉米和水稻）继续 2012 年的供大于求，大北农不太容易独善其身，因为形成了风格，但引领风尚需要时日。种子板块或是唯一下行板块。

种子板块营业收入 5.86 亿元，同比增长 10.27%；毛利率达 48.72%，提升 4.72 个点。水稻种子首推品种“天优华占”销售收入同比增长 61.15%，玉米种子首推品种“农华 101”销售收入同比增长 21.7%。

- 动保板块：猪圆环疫苗是新增长点** 猪圆环病毒病虽未列入我国动物强制免疫体系，但市场潜力非常广阔，且竞争对手目前少于 10 家。这将是公司动保板块新的增长点。

动保板块营业收入 2.04 亿元，同比增长 9.04%。其中疫苗营业收入 1.24 亿元，同比增长 26.93%。

- 盈利预测：**预测大北农 2013-2015 年营业收入分别为 141.43 亿元、184.61 亿元和 254.76 亿元，增速为 32.9%、30.5% 和 38.0%；归属于母公司净利润分别为 8.75 亿元、12.59 亿元和 17.19 亿元，增速为 29.6%、43.8% 和 36.5%；对应 EPS 分别为 1.09 元、1.57 元和 2.14 元。

风险提示：饲料之生猪存栏下降风险；种业之主推品种缺陷风险



盈利预测

资产负债表					利润表					单位:百万元	
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3357	3347	4527	6209	8617	营业收入	7836	10640	14143	18461	25476
现金	2150	1763	2384	3425	4764	营业成本	6151	8358	11176	14511	20092
应收账款	85	145	193	251	347	营业税金及附加	2	3	4	5	7
其他应收款	25	39	52	67	93	营业费用	684	928	1216	1551	2114
预付账款	117	182	243	316	437	管理费用	404	568	735	932	1274
存货	961	1183	1655	2149	2976	财务费用	-33	-31	-85	-119	-168
其他流动资产	20	35	0	0	0	资产减值损失	24	12	30	40	45
非流动资产	1380	2361	2339	2386	2428	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	39	48	42	45	47	投资净收益	1	5	0	0	0
固定资产	869	1340	1358	1303	1212	营业利润	605	807	1066	1541	2111
无形资产	206	352	485	618	752	营业外收入	25	42	30	35	40
其他非流动资产	265	621	454	420	417	营业外支出	7	7	5	7	9
资产总计	4737	5708	6866	8595	11044	利润总额	623	842	1091	1569	2142
流动负债	1052	1306	1562	1962	2602	所得税	95	135	174	251	342
短期借款	14	18	18	18	18	净利润	528	707	917	1318	1800
应付账款	380	556	744	966	1338	少数股东损益	24	32	41	59	81
其他流动负债	657	731	800	978	1246	归属母公司净利润	504	675	875	1259	1719
非流动负债	95	119	105	115	125	EBITDA	653	893	1110	1558	2083
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.26	0.84	1.09	1.57	2.14
其他非流动负债	95	119	105	115	125						
负债合计	1147	1425	1667	2077	2727						
少数股东权益	111	217	259	318	399						
股本	401	802	802	802	802						
资本公积	2017	1647	1647	1647	1647						
留存收益	1061	1617	2492	3751	5469						
归属母公司股东权益	3479	4066	4941	6200	7918						
负债和股东权益	4737	5708	6866	8595	11044						
现金流量表					单位:百万元	主要财务比率					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	665	695	617	1080	1327	成长能力					
净利润	528	707	917	1318	1800	营业收入	49.3%	35.8%	32.9%	30.5%	38.0%
折旧摊销	81	118	128	136	140	营业利润	69.4%	33.4%	32.1%	44.6%	37.0%
财务费用	-33	-31	-85	-119	-168	归属于母公司净利润	61.9%	34.0%	29.6%	43.8%	36.5%
投资损失	-1	-5	0	0	0	获利能力					
营运资金变动	38	-172	-343	-279	-477	毛利率 (%)	21.5%	21.4%	21.0%	21.4%	21.1%
其他经营现金流	53	77	-0	24	32	净利率 (%)	6.4%	6.3%	6.2%	6.8%	6.7%
投资活动现金流	-489	-1034	-81	-158	-157	ROE(%)	14.5%	16.6%	17.7%	20.3%	21.7%
资本支出	448	909	-6	0	0	ROIC(%)	34.4%	26.7%	30.0%	39.0%	45.9%
长期投资	-48	-66	-6	3	2	偿债能力					
其他投资现金流	-88	-190	-93	-155	-155	资产负债率 (%)	24.2%	25.0%	24.3%	24.2%	24.7%
筹资活动现金流	-118	-99	85	119	168	净负债比率 (%)	1.24%	1.28%	1.09%	0.88%	0.67%
短期借款	-13	4	0	0	0	流动比率	3.19	2.56	2.90	3.16	3.31
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	2.25	1.65	1.83	2.05	2.15
普通股增加	0	401	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	-6	-370	0	0	0	总资产周转率	1.78	2.04	2.25	2.39	2.59
其他筹资现金流	-99	-133	85	119	168	应收账款周转率	104	87	78	78	80
现金净增加额	59	-437	621	1041	1339	应付账款周转率	19.12	17.85	17.19	16.97	17.44
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.63	0.84	1.09	1.57	2.14
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.87	0.77	1.35	1.66
						每股净资产(最新摊薄)	4.34	5.07	6.16	7.73	9.88
						估值比率					
						P/E	33.65	25.11	19.37	13.47	9.86
						P/B	4.87	4.17	3.43	2.73	2.14
						EV/EBITDA	23	17	14	10	7

数据来源：第一创业研究所、公司公告



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135