



东兴证券
DONGXING SECURITIES

福建模式高效高质

——大北农（002385）调研快报

2013 年 06 月 27 日

强烈推荐/维持

大北农

调研快报

事件：

近期我们草根调研了大北农福建地区，就行业和公司情况与相关人员进行了交流。

关注 1：营销多样化 两大财富事业共同体

公司设立了 2 个事业部，其中服务事业部主要针对优质经销商，为不同规模的经销商提供资金、技术、培训等支持，提升经销商的财富进而增强经销商对大北农的粘性；养猪事业部主要针对至少 100 头母猪以上的规模猪场，对猪场进行免费的定点和流动相结合的协管。通过垄断优质经销商和规模猪场，福建大北农在当前行业较弱的情况下还能保持较高增速。

关注 2：市场策划密集，信息掌握高效

公司今年策划会议基本每月一次，力度和强度均高于去年，从 1-4 月份的高增速看策划会均取得了预期的效果。公司信息化程度高，福建总部可以掌握每天各地区各饲料的销量，并通过短信发给销售人员，销售人员不仅心中有数也更有目标。公司另有帮助经销商和猪场进行财务管理的信息系统，总部可以随时看到饲料的产销情况和猪场管理，我们认为大北农是饲料公司中信息化做得最好的，未来可以大大减少客户的工作量且有利于公司统一管理、提高效率。

关注 3：公司理念与文化贯穿员工与客户

公司始终强调大北农的事业是我们共同的事业，强调公司与员工、经销商、养殖户共同进步和富裕。对于员工，大北农通过公司文化感召人才，通过期权激励员工（公司有期权的中高层也都是从基层员工成长起来的）；对于经销商，公司通过树标杆和扶强者，网罗了地区名列前茅者，不仅让经销商得到利益，而且经销商通过给农户更好的产品和服务带动农户富裕，提升了经销商的责任感和荣誉感，也与公司文化契合；对于养殖户，公司未来将提供从上游种猪开始的全产业服务，全面提升养殖效益。

王昕

010-66554015

wangxin@dxzq.net.cn

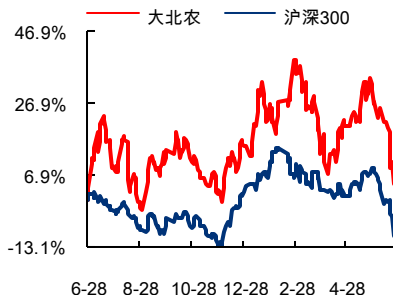
执业证书编号：

S1480511090001

交易数据

| | |
|----------------|--------------|
| 52 周股价区间（元） | 10.55-18.4 |
| 总市值（亿元） | 169.22 |
| 流通市值（亿元） | 96.67 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 160403/91630 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 1.29 |

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

结论：

福建是公司业务完成较为突出的地区，目前已升级为福建集团，其运作和管理模式有望在其他地区得到复制和推广。福建大北农通过开设服务事业部和养猪事业部，为不同规模的经销商提供资金、技术、培训等支持，对猪场进行免费的定点和流动相结合的协管，提升了经销商和养殖户的财富进而增强其为大北农的粘性。公司活动规划有序，未来营销策划频率在每月一次，下半年饲料旺季将得到体现。公司信息化程度高，每日销量数据均有反馈，管理人员和基层销售都可做到心中有数有目标。我们预计 2013 和 2014 年公司 EPS 为 0.53 元和 0.75 元，对应 PE19 倍和 13 倍，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | 单位:百万元 | | | 利润表 | | | 单位:百万元 | | |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产合计 | 3357 | 3347 | 5202 | 7028 | 8187 | 营业收入 | 7836 | 10640 | 13522 | 18551 | 24873 |
| 货币资金 | 2150 | 1763 | 3110 | 4267 | 4477 | 营业成本 | 6151 | 8358 | 10628 | 14521 | 19416 |
| 应收账款 | 85 | 145 | 165 | 240 | 313 | 营业税金及附加 | 2 | 3 | 4 | 6 | 7 |
| 其他应收款 | 25 | 39 | 49 | 68 | 91 | 营业费用 | 684 | 928 | 1183 | 1623 | 2176 |
| 预付款项 | 117 | 182 | 250 | 279 | 360 | 管理费用 | 404 | 568 | 726 | 992 | 1343 |
| 存货 | 961 | 1183 | 1583 | 2109 | 2856 | 财务费用 | -33 | -31 | -17 | -5 | -14 |
| 其他流动资产 | 4 | 24 | 25 | 43 | 56 | 资产减值损失 | 24.24 | 11.82 | 8.82 | 6.50 | 9.05 |
| 非流动资产合 | 1380 | 2361 | 2237 | 2384 | 2361 | 公允价值变动收 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 39 | 48 | 39 | 42 | 43 | 投资净收益 | 1.30 | 4.55 | 0.08 | 0.08 | 0.08 |
| 固定资产 | 869.48 | 1339.83 | 1559.14 | 1546.69 | 1442.02 | 营业利润 | 605 | 807 | 989 | 1407 | 1934 |
| 无形资产 | 206 | 352 | 317 | 281 | 246 | 营业外收入 | 25.47 | 42.03 | 42.45 | 42.24 | 42.34 |
| 其他非流动资 | 98 | 187 | 112 | 132 | 144 | 营业外支出 | 7.05 | 7.18 | 8.09 | 7.44 | 7.57 |
| 资产总计 | 4737 | 5708 | 7440 | 9412 | 10547 | 利润总额 | 623 | 842 | 1023 | 1442 | 1969 |
| 流动负债合计 | 1052 | 1306 | 1637 | 2584 | 2323 | 所得税 | 95 | 135 | 164 | 231 | 315 |
| 短期借款 | 14 | 18 | 223 | 835 | 168 | 净利润 | 528 | 707 | 859 | 1211 | 1654 |
| 应付账款 | 380 | 556 | 673 | 936 | 1241 | 少数股东损益 | 24 | 32 | 7 | 10 | 13 |
| 预收款项 | 355 | 353 | 408 | 444 | 518 | 归属母公司净利 | 504 | 675 | 852 | 1201 | 1641 |
| 一年内到期的 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 846 | 1229 | 1217 | 1675 | 2202 |
| 非流动负债合 | 95 | 119 | 149 | 204 | 274 | BPS（元） | 1.26 | 0.84 | 0.53 | 0.75 | 1.02 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 负债合计 | 1147 | 1425 | 1786 | 2788 | 2597 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 111 | 217 | 224 | 234 | 247 | 营业收入增长 | 49.30% | 35.78% | 27.09% | 37.19% | 34.08% |
| 实收资本（或 | 401 | 802 | 1604 | 1604 | 1604 | 营业利润增长 | 69.41% | 33.40% | 22.56% | 42.30% | 37.49% |
| 资本公积 | 2017 | 1647 | 1655 | 1655 | 1655 | 归属于母公司净 | 26.28% | 40.92% | 26.28% | 40.92% | 36.58% |
| 未分配利润 | 978 | 1501 | 1885 | 2546 | 3448 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股 | 3479 | 4066 | 5429 | 6391 | 7703 | 毛利率(%) | 21.50% | 21.45% | 21.40% | 21.72% | 21.94% |
| 负债和所有者 | 4737 | 5708 | 7440 | 9412 | 10547 | 净利率(%) | 6.74% | 6.65% | 6.36% | 6.53% | 6.65% |
| 现金流量表 | | | 单位:百万元 | | | 总资产净利润(%) | | 10.64% | 11.83% | 11.46% | 12.76% |
| | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | ROE(%) | 14.48% | 16.61% | 15.70% | 18.80% | 21.30% |
| 经营活动现金 | 665 | 695 | 741 | 1145 | 1385 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 528 | 707 | 859 | 1211 | 1654 | 资产负债率(%) | 24% | 25% | 24% | 30% | 、 |
| 折旧摊销 | 274.59 | 453.55 | 245.89 | 272.92 | 281.42 | 流动比率 | 3.19 | 2.56 | 3.18 | 2.72 | 3.52 |
| 财务费用 | -33 | -31 | -17 | -5 | -14 | 速动比率 | 2.28 | 1.66 | 2.21 | 1.90 | 2.29 |
| 应付账款的变 | 0 | 0 | -20 | -74 | -73 | 营运能力 | | | | | |
| 预收账款的变 | 0 | 0 | 54 | 36 | 74 | 总资产周转率 | 1.78 | 2.04 | 2.06 | 2.20 | 2.49 |
| 投资活动现金 | -489 | -1034 | -157 | -419 | -263 | 应收账款周转率 | 111 | 93 | 87 | 92 | 90 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 24.36 | 22.72 | 22.00 | 23.05 | 22.85 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 10 | -3 | -1 | 每股指标（元） | | | | | |
| 投资收益 | 1 | 5 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊 | 1.26 | 0.84 | 0.53 | 0.75 | 1.02 |
| 筹资活动现金 | -118 | -99 | 763 | 431 | -912 | 每股净现金流(最 | 0.15 | -0.55 | 0.84 | 0.72 | 0.13 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新 | 8.68 | 5.07 | 3.38 | 3.98 | 4.80 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 401 | 802 | 0 | 0 | P/E | 8.37 | 12.56 | 19.85 | 14.09 | 10.31 |
| 资本公积增加 | -6 | -370 | 7 | 0 | 0 | P/B | 1.22 | 2.08 | 3.12 | 2.65 | 2.20 |
| 现金净增加额 | 59 | -437 | 1347 | 1157 | 210 | EV/EBITDA | 2.47 | 5.46 | 11.53 | 8.06 | 5.73 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王昕

经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。