

饲料
署名人: 观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

大北农
002385
强烈推荐
销售持续扩张，盈利逐步恢复

近日我们走访了公司。公司积极打造“智慧大北农”的信息化服务平台，通过大北农服务网为经销商、养殖户提供有效的管理手段，让其分别更专注于客户开发及养殖事宜，以加强其对公司的粘性，藉此公司也实现了高速的销售扩张。下一阶段，公司仍将专注于销售扩张。此外，公司在生物育种方面领先于行业，未来随着相关政策的出台，有可能实现业绩及估值的双提升。总的来说，公司在养殖业及种植业皆有布局，未来成长空间巨大，强烈推荐。

投资要点:

- **市场空间广阔，销售扩张为当务之急。**随着饲料行业服务营销模式的深化，中小饲料企业在技术、资金及服务支持等方面均处于下风，正处于加速退出的阶段，加上饲料商品化率的提升，公司面临的市场空间巨大。而当前公司的饲料销量仅占全国销量的 4~5%，因此现阶段的经营重心在于持续的销售扩张，抢占市场份额；
- **国内生猪养殖水平落后，高毛利、高费用的模式仍可持续。**目前，公司主要服务 100~300 头母猪规模的养殖场，产品结构以高毛利的前端料（教槽料、保育料、仔猪料）为主。对于市场担心的经营模式的可持续性问题，我们认为仍可持续 3~5 年的时间。与国内的禽养殖技术已与国际接轨不同（对应地，禽料同质化更明显，毛利率仅 4~6%），国内的生猪养殖水平仍落后于美国近 20 年。因此，行业在饲料技术、养殖技术、规划化发展上均仍有很大的提升空间，而中小企业与行业龙头之间的技术差距也仍然明显，这些都构成了公司高毛利水平得以持续的基础；
- **费用控制逐步要求，费用率预计略有下滑。**当前公司的重点在于抢占市场份额，因此费用控制仍然让位于销售扩张。同时，公司采用的是授权管理，短期内费用控制的主动权更多受下属事业单元支配，预计短期内费用控制的效果并不明显。但考虑到明年的销售人员的同比扩张增速约 30%，低于我们预计的业绩增速（40%以上），因此预计费用率仍能略有下滑；
- **14 年高增长确定性高。**2011-13 年，公司的销售人员高速扩张（5706/7551/约 17500 人），对应着，收入也保持年均 35%以上的增速。我们谨慎预测 14 年公司的毛利率及费用率保持稳定，考虑到新增销售人员在 6、7 个月以后将逐步释放效益以及公司股权激励计划的要求，我们预计 14 年的业绩增长当在 30%以上；
- **生物育种领军行业，有助于公司提估值。**养殖业和种植业是公司长期发展的两大方向，而种植业的核心在于育种。公司在生物育种技术上的投入以及研发能力皆领先于行业，当前已有转基因测试品种在国外试验。我们认为，生物育种作为未来的发展重点，随着相关政策的出台，公司将率先受益并有望建立长期的领先优势，对公司的业绩及估值都有明显的提振；

6-12 个月目标价: 20.01 元

当前股价: 15.99 元

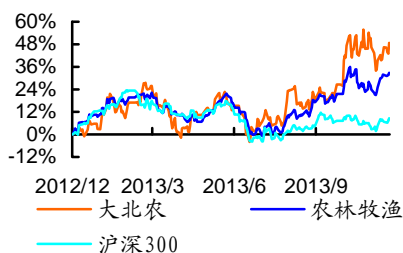
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2219.37
总股本(万)	1606
流通股本(百万)	917
流通市值(亿)	138
EPS	0.28
每股净资产(元)	2.82
资产负债率	35.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大北农	-0.36%	26.86%	22.53%
农林牧渔	4.27%	19.35%	9.56%
沪深 300	3.11%	4.79%	-7.75%

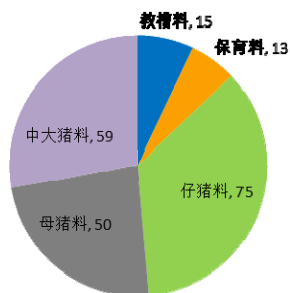

相关报告
主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	10640	15937	22882	29661
收入同比(%)	36%	50%	44%	30%
归属母公司净利润	675	756	1073	1447
净利润同比(%)	34%	12%	42%	35%
毛利率(%)	21.4%	20.6%	20.3%	20.2%
ROE(%)	16.6%	16.2%	19.2%	21.3%
每股收益(元)	0.42	0.47	0.67	0.90
P/E	37.95	33.88	23.88	17.71
P/B	6.30	5.48	4.59	3.77
EV/EBITD	27	23	16	12

资料来源: 中投证券研究所

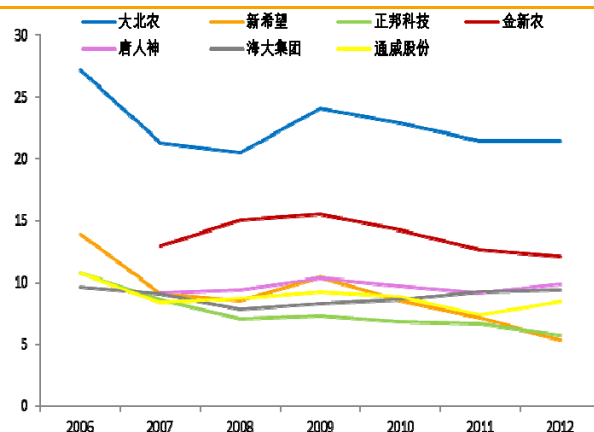
- **种猪、动保及植保业务有望逐步成为又一重要利润来源。**作为养殖业及种植业的配套，公司未来将重点扶持发展种猪及动植保业务。这些业务当前皆由独立的团队负责经营，其技术及研发水平均处在国内前列，具有高毛利的特征。我们预计，未来随着公司的饲料销量及种子推广量的增加，该系列配套业务也将会迎来高增长期，成为公司的另一重要利润来源；
- **目标：1000 万吨饲料销量、1000 亿市值。**随着公司积极的销售扩张策略的推进以及创业伙伴模式的推行（公司控股 51%，提供资金、技术给创业团队创业，以中大猪料为主，当前月均销量已达 5 万吨），我们认为公司有望在 3~5 年内实现 1000 万吨饲料销量的目标（CAGR ≈ 35%，市占率 12%）。同时，随着饲料销售规模的攀升以及高毛利的生物育种业务及配套业务的业绩的释放，公司的盈利能力也有望持续提升，5~8 年内实现 1000 亿市值将为公司的又一发展目标；
- **强烈推荐，看好公司的持续成长空间。**我们预计 13-15 年公司的 EPS 分别为 0.47/0.67/0.90 元，对应当前股价 PE 分别为 34/24/18 倍。尽管近期公司的股价涨幅明显，但考虑到公司在养殖业及种植业的大力布局，未来的成长空间巨大，给予目标价 20.10 元，对应 14 年 EPS 30 倍 PE，首次给予“强烈推荐”评级；
- **风险提示：**猪价回升低于预期，饲料需求持续疲软；销售费用超出预期；生猪疫病风险。

图 1 公司的猪料以前端料和母猪料为主（万吨）



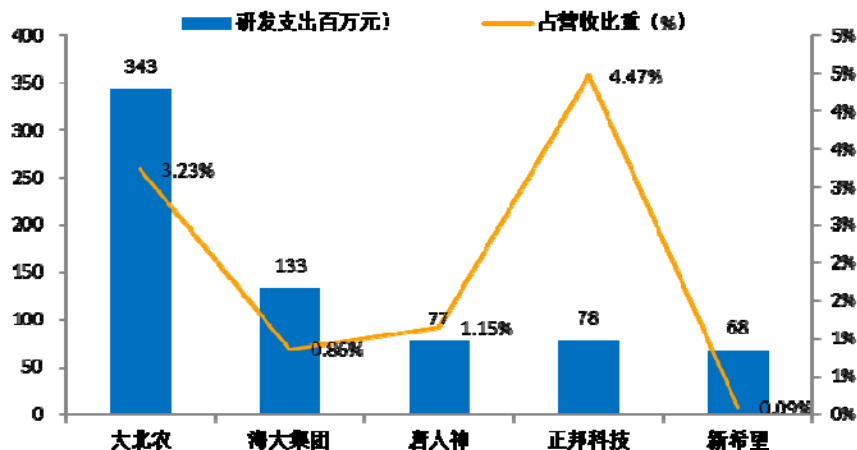
资料来源：中投证券研究所估算

图 2 公司的销售毛利率明显领先于行业（%）



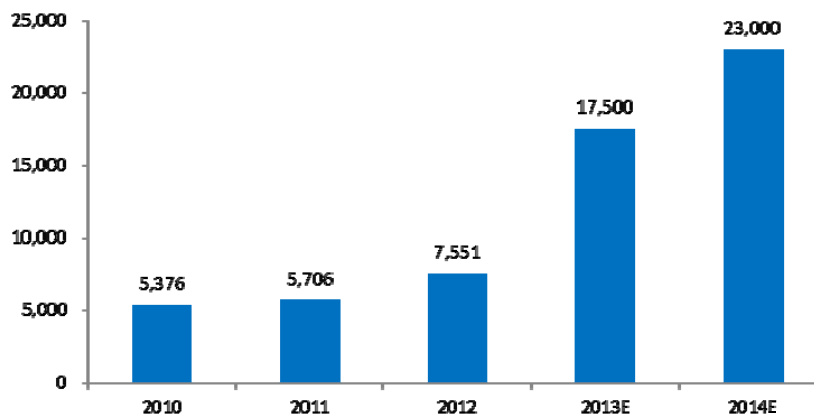
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 3 公司的研发支出持续大幅领先于行业



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司的销售人员数量快速扩张



资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3347	4500	5872	7626
现金	1763	1964	2288	2966
应收账款	145	298	428	555
其它应收款	39	65	94	122
预付账款	182	264	386	498
存货	1183	1855	2642	3441
其他	35	54	34	44
非流动资产	2361	3006	3281	3538
长期投资	48	200	200	200
固定资产	1340	1742	1943	2084
无形资产	352	401	449	497
其他	621	663	689	757
资产总计	5708	7506	9154	11163
流动负债	1306	2478	3182	3928
短期借款	18	600	657	745
应付账款	556	823	1195	1546
其他	731	1055	1330	1638
非流动负债	119	105	107	106
长期借款	0	0	0	0
其他	119	105	107	106
负债合计	1425	2583	3289	4035
少数股东权益	217	245	285	338
股本	802	1602	1602	1602
资本公积	1647	847	847	847
留存收益	1617	2229	3131	4342
归属母公司股东权益	4066	4678	5579	6791
负债和股东权益	5708	7506	9154	11163

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	695	520	788	1185
净利润	707	784	1112	1500
折旧摊销	118	130	166	194
财务费用	-31	-4	12	11
投资损失	-5	-2	-2	-2
营运资金变动	-172	-394	-422	-442
其它	77	5	-79	-76
投资活动现金流	-1034	-760	-338	-348
资本支出	909	494	300	300
长期投资	-66	152	0	0
其他	-190	-114	-38	-48
筹资活动现金流	-99	441	-126	-159
短期借款	4	582	57	87
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	401	801	0	0
资本公积增加	-370	-801	0	0
其他	-133	-141	-183	-247
现金净增加额	-437	201	324	678

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	10640	15937	22882	29661
营业成本	8358	12658	18236	23660
营业税金及附加	3	5	7	9
营业费用	928	1514	2128	2669
管理费用	568	845	1190	1542
财务费用	-31	-4	12	11
资产减值损失	12	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	2	2	2
营业利润	807	901	1290	1752
营业外收入	42	37	38	38
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	842	931	1322	1782
所得税	135	147	209	282
净利润	707	784	1112	1500
少数股东损益	32	28	40	53
归属母公司净利润	675	756	1073	1447
EBITDA	893	1028	1469	1956
EPS (元)	0.84	0.47	0.67	0.90

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	35.8%	49.8%	43.6%	29.6%
营业利润	33.4%	11.7%	43.1%	35.7%
归属于母公司净利润	34.0%	12.0%	41.8%	34.9%
获利能力				
毛利率	21.4%	20.6%	20.3%	20.2%
净利率	6.3%	4.7%	4.7%	4.9%
ROE	16.6%	16.2%	19.2%	21.3%
ROIC	26.7%	23.0%	28.3%	33.4%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	34.4%	35.9%	36.1%
净负债比率	1.28%	23.23%	19.99	18.45%
流动比率	2.56	1.82	1.85	1.94
速动比率	1.65	1.05	1.00	1.05
营运能力				
总资产周转率	2.04	2.41	2.75	2.92
应收账款周转率	87	67	59	56
应付账款周转率	17.85	18.36	18.08	17.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.47	0.67	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.32	0.49	0.74
每股净资产(最新摊薄)	2.54	2.92	3.48	4.24
估值比率				
P/E	37.95	33.88	23.88	17.71
P/B	6.30	5.48	4.59	3.77
EV/EBITDA	27	23	16	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 涨幅 10%~20%之间
中性: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

观富钦,农林牧渔行业分析师,中山大学信息与计算科学理学学士、财务与投资系管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434