

# 大北农（002385）公司调研报告

行业分类：农林牧渔

2010. 12. 22

研究员：李勇强  
 (执业证书编号：S0640100010011)  
 联系人：刁志学  
 电话：0755-83689065  
 Email：forumloach@yahoo.com.cn

12月22日，我们拜访了位于中关村的大北农公司总部，对公司未来经营发展的一些问题进行了调研。

## 投资要点：

- 公司是目前全国最大的预混料生产商和第二大水稻种子企业，预计2011年在继续保持预混料龙头的基础上整体饲料业务销售收入排名全国第二，微生态制剂业务排名全国第二，2012年玉米种子业务有望进入全国前五。
- 公司产品定位是高端、高品质、高附加值。未来两年将是公司规模与效益的一次飞跃。饲料业务方面以高毛利率的各类预混料、教槽料、保育料为突破点；种业以品种为王，未来关注玉米种子农华101和水稻种子天优华占的市场推广；1万吨微生态制剂将促使公司动保领域发生质变；饲料与种子（尤其是玉米）之间的协同效应共同促进公司业务的繁荣。
- 前段高比例大规模研发投入，后端起于县终于户的下沉式服务营销网络相对完善，哑铃型的结构组成公司核心竞争力；辅之以强大的信息化建设使精细化服务成为现实，通过服务获得毛利率的进一步提升。
- 我们预测公司10-12年EPS分别为0.80元、1.31元和1.71元，公司10-12年的价值底线分别为28.35元、44.34元、57.52元。按照11年40倍市盈率估值，目标价位52.4元，股价波动存在超预期可能性。
- 风险提示：原材料价格上涨，天优华占和农华101的推广逊于预期。

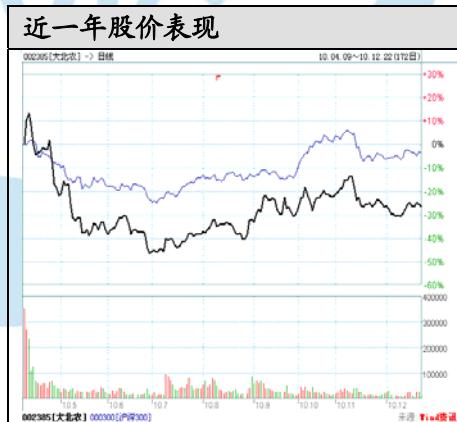
## ● 财务数据与估值

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,975	5,026	8,440	10,021
收入同比(%)	10.21%	26.43%	67.93%	18.73%
归属母公司净利润	278.75	320.46	524.28	685.88
毛利率(%)	24.09%	25.52%	24.11%	24.38%
ROE(%)	33.21%	10.38%	15.28%	17.43%
每股收益(元)	0.70	0.80	1.31	1.71
P/E	63.49	55.23	33.76	25.81
P/B	21.09	5.73	5.16	4.50
EV/EBITDA	51.76	40.48	25.19	19.77

资料来源：中航证券金融研究所

6-12个月目标价	52.40元
当前股价	44.14元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2893.74
总股本（百万）	767.55
流通A股（百万股）	400.80
流通B股（百万股）	0
流通A股市值（百万）	2680.06
总市值（百万）	17667.26
每股净资产（元）	7.42
ROE	33.21%
资产负债率	24.24%
动态市盈率	55.1
动态市净率	5.72



按照对公司估值产生影响的重要性顺序详述如下：

#### 问题 1：请评价公司创始人兼董事长邵根伙先生的性格特征

答：第一，为人低调，做事聚焦，生活简单，事业复杂；

第二，分权、分享，对子公司给出既定经营目标，充分发挥中层管理团队的能动性；公司有一个口号，要让 50-100 万农民富裕起来；对主营疫苗的福州大北农生物技术公司和主营种子的金色农华进行股权激励，实现了管理层持股。

第三，智慧，敢于舍得，小舍小得，大舍大得，有抱负。公司目标有三句话“融入全球竞争，融入国家崛起，融入时代潮流”，志存高远。

评价：公司的方方面面都有着明显的领导人风格的烙印，定位的高度决定了视野的广度，公司目标虽高，但又非遥不可及，使下属员工有充分的发挥空间。公司目标是成为世界一流的农业科技企业，自然将竞争的目光投向国际巨头。分权、分享的文化使公司成长的空间更广阔。

#### 问题 2：与同业相比，具备什么样的竞争优势

答：第一，队伍庞大，战斗力强、凝聚力强；

第二：服务到位，反应迅速，客户任何时间提出疑问服务推广人员均能随时响应；

第三：信息化程度高，所有员工每天的工作状况全部在网上，随时可调阅。领导干部均实现对客户订单和内部单据手机网络签批，客户任何时间均可网上订货，做到网络无处不在，无时不到。正在为经销商和客户开发财务管理软件，使客户能做到一键完成下单指令，随时掌握库存变动，信息化开发都是由公司内部自行完成，成本并不高。

评价：公司文化的凝聚能力强，公司销售模式更多地转向服务推广，因而强调服务强调反应。公司目前正在实施基于互联网技术实现公司与客户协作创富的“互联互动工程”，推广自主研发的客户网系统。公司信息化程度非常高，成为市场竞争中的利器，**公司信息化建设方面的竞争力超出了我们之前的预期，充分体现在传统粗放式经营的农业领域实现精细化耕作的特征。**

#### 问题 3：农华 101 与先玉 335 的竞争态势

答：把先锋公司作为竞争对手，农华 101 与先玉 335 各方面指标均相当，价格也差不多，学习先玉的优秀的推广经验，面对面地与先玉进行竞争。农华 101 性比先玉 335 更适合做高档饲料的原料，因此公司将在向种植户推广的同时，还通过玉米原料供应商从下游反向推动种植户采用农华 101，双管齐下。国家支持国有玉米良种，主要体现在种子推广会上农业部领导出面表态支持，以及种子专家肯定国产良种的各项指标等。

评价：农华 101 更适合作为高档饲料的原料，预计 2011 年公司采购玉米将超过 60 万吨，按亩产 1000 公斤折合种植面积 60 万亩，公司庞大的饲料业务与农华 101 等玉米良种之间存在互相促进的协同作用，对农华 101 的推广将是一个积极因素，限于资料原因这是我们之前所没有认识到的。

#### 问题 4：未来国际化前景

答：目前在种子方面有一些出口，以及种子的繁育方面存在国际合作，但未来一段时间内国际化的主要内容是吸收、利用、整合国际研发力量和先进经验、引进国际先进人才。

#### 问题 5：无论饲料还是种子，国内市场集中度都比较低，未来公司如何提升市场占有率

答：公司产品定位高端、高品质、高附加值，因此必定是高毛利率产品。种子是品种为王的行业，本身毛利率较高。饲料并不追求整体的绝对市场占有率，而是努力提升高毛利率的预混料、教槽料、保育料以及疫苗的市场占有率，例如福建省上述四类产品均已占当地市场第一。

评价：公司主旨明确，曹操说“不务虚名而处实祸”，民营公司很务实。

#### 问题 6：种子繁育和制种所需土地的供应情况

答：种子繁育需要的土地量并不大，制种需要的土地都是在各省与农户签订长期制种协议进行培植，各种子企业都是这么做的。公司经营饲料，因此与各省市都有合作关系，以往在两三个省制种，现在需要在七八个省制种，但总的来说，土地供应并不存在障碍，土地成本虽有所上升，但各企业面临现状相同，且通过长期协议可控制。

评价：土地问题对种子企业影响不大。

#### 问题 7：2012 年的经营目标中，饲料销售 84 亿，种子 8 亿，动保和植保 8 亿，这个目标对种子和动保植保来说是否存在实现的可能

答：对种子来说，通过努力是有可能达标的，动保植保难度会大一些。

评价：我们之前的报告《大北农——科技兴农的力行者》中对 2012 年种子和动保植保的销售收入估计分别为 7.5 亿和 6.5 亿，应该说这个判断基本靠谱。

#### 问题 8：如何估算农华 101 明年的种植面积

答：种子经营需要前置营销、精准营销，即提前三五年对目标市场和目标客户进行培育，产品推广时有明确的针对性。农华 101 未来的推广最根本的障碍是种子的产量和库存。公司手中还有几个各方面指标与农华 101 相当的玉米品种，未来将适时推出。

评价：公司 4 月募投项目包含 2010 年内增加 1500 万公斤玉米种子的产能，9 月农华 101 通过农业部审定，玉米种子的销售时间主要集中在 1-7 月，按照公司前置营销的策略，估计今年内农华 101 的种子储备较为充分。

#### 问题 9：作为农业科技集团，未来还可能介入哪些领域

答：高毛利率是选择介入领域的主要条件，公司疫苗业务已介入十几年，也曾有优秀的产品，因各种原因未获得广泛成功，目前属于动保范畴。福州大北农生物技术公司在大北农上市前就实现了管理层持股的股权激励措施，目前管理层持股 25.38%。短期内公司的工作中心并未在疫苗甚至动保植保领域，因此暂时还

不会体现出明显的效益。

**问题 10：公司的短板**

答：公司下属机构太多，管理复杂性高，难度大。公司销售人员队伍庞大，人均毛利与同业相比并不占优。

评价：无论做人还是做事，实事求是都是美德。公司销售人员比其他国内上市饲料公司至少多一倍，人均毛利偏低应属正常。





# [大北农(002385)调研报告]

资产负债表				利润表				单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
<b>流动资产</b>	1223	2710	3368	4146	<b>营业收入</b>	3975	5026	8440	10021		
现金	343	1345	1184	1708	营业成本	3018	3743	6405	7578		
应收账款	44	54	89	108	营业税金及附加	2	35	59	70		
其他应收款	42	75	110	132	营业费用	377	528	827	952		
预付账款	94	112	190	227	管理费用	231	342	557	651		
存货	699	1123	1793	1970	财务费用	25	-1	-33	-50		
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	4	5	5	5		
					公允价值变动收						
<b>非流动资产</b>	675	1417	1507	1494	益	0	0	0	0		
长期投资	31	32	35	36	投资净收益	-1	0	0	0		
固定资产	415	1193	1276	1243	<b>营业利润</b>	317	374	620	814		
无形资产	144	152	162	174	营业外收入	22	20	20	20		
其他非流动资产	85	39	34	41	营业外支出	6	8	8	8		
<b>资产总计</b>	1898	4126	4874	5640	<b>利润总额</b>	334	386	632	826		
<b>流动负债</b>	984	964	1357	1604	利润总额	334	386	632	826		
短期借款	366	100	100	100	所得税	53	62	101	132		
应付账款	235	284	470	568	<b>净利润</b>	281	324	531	694		
其他流动负债	383	580	787	936	少数股东损益	2	4	6	8		
<b>非流动负债</b>	37	34	39	44	<b>归属母公司净利润</b>	279	320	524	686		
长期借款	4	4	4	4	EBITDA	343	438	704	897		
其他非流动负债	33	30	35	40	EPS (元)	0.82	0.80	1.31	1.71		
<b>负债合计</b>	1021	998	1396	1648							
<b>少数股东权益</b>	38	42	48	56							
股本	340	401	401	401							
资本公积	73	2007	1927	1846							
留存收益	427	679	1103	1689							
归属母公司股东权益	839	3087	3431	3936							
<b>负债和股东权益</b>	1898	4126	4874	5640							
<b>现金流量表</b>				单位:百万元	<b>主要财务比率</b>						
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
<b>经营活动现金流</b>	272	94	192	761	<b>成长能力</b>						
净利润	281	324	531	694	营业收入	10.2%	26.4%	67.9%	18.7%		
折旧摊销	0	65	117	132	营业利润	89.2%	17.9%	65.6%	31.4%		
财务费用	25	-1	-33	-50	归属于母公司净利润	93.6%	15.0%	63.6%	30.8%		
投资损失	1	0	0	0	<b>获利能力</b>						
营运资金变动	0	-282	-436	-18	毛利率 (%)	24.1%	25.5%	24.1%	24.4%		
其他经营现金流	-36	-12	14	2	净利率 (%)	7.0%	6.4%	6.2%	6.8%		
<b>投资活动现金流</b>	-123	-792	-216	-117	ROE (%)	33.2%	10.4%	15.3%	17.4%		
资本支出	128	781	201	101	ROIC (%)	31.5%	16.3%	20.1%	26.1%		
长期投资	-5	1	3	1	<b>偿债能力</b>						
其他投资现金流	0	-10	-12	-15	资产负债率 (%)	53.8%	24.2%	28.6%	29.2%		
<b>筹资活动现金流</b>	-126	1699	-137	-121	净负债比率 (%)	36.59%	10.74%	7.71%	6.52%		
短期借款	-55	-266	0	0	流动比率	1.24	2.81	2.48	2.59		
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.53	1.65	1.16	1.36		
					<b>营运能力</b>						
					总资产周转率	2.28	1.67	1.88	1.91		
					应收账款周转率	106	102	118	102		
					应付账款周转率	15.21	14.41	16.99	14.60		
					<b>每股指标(元)</b>						
					每股收益(最新摊薄)	0.70	0.80	1.31	1.71		
					每股经营现金流(最新摊						
					薄)	0.68	0.24	0.48	1.90		
					每股净资产(最新摊薄)	2.09	7.70	8.56	9.82		

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

李勇强，SAC执业证书号：S0640209050101

宏观策略研究员，清华MBA。2010年2月加入中航证券金融研究所，主要研究方向为主题策略投资。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：[www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。