

大北农 (002385) 超募资金新建项目点评

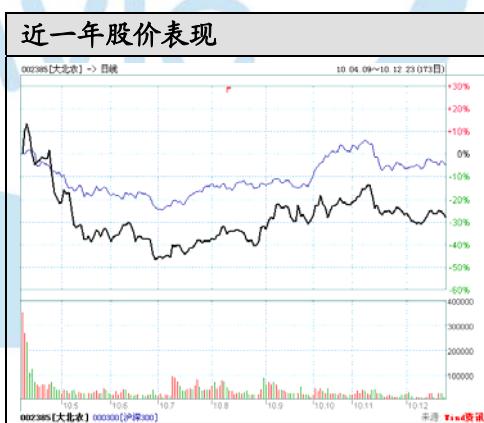
行业分类: 农林牧渔

2010. 12. 23

研究员: 李勇强
 (执业证书编号: S0640100010011)
 电话: 010-84801800-8130
 联系人: 刁志学
 电话: 0755-83689065
 Email: forumloach@yahoo.com.cn

6 - 12 个月目标价	55.20 元
当前股价	43.22 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



相关报告:

2010.12.17 《大北农: 科技兴农的力行者》

2010.12.22 《大北农公司调研报告》

12月23日, 大北农公司刊登公告, 用2.4亿元超募资金新建五个投资项目, 包括一个水稻种子项目和四个猪饲料项目。结合公司基本面的新变化以及其中透露出的公司未来规划的方向, 我们对新建项目进行简单评价, 并重新评估了公司未来经营业绩及估值水平。

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地位, 并将成为教槽料、保育料、乳猪料的龙头企业; 水稻种子维持并巩固全国第二; 饲用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大飞跃。教槽料、保育料、乳猪料已经成为继预混料之后公司在饲料行业的第二个重要产品系列。本次新建项目共计增加35万吨猪饲料产能, 其中普通配合料仅15万吨, 教槽料、保育料、乳猪料新增产能20万吨, 充分体现该产品市场受欢迎程度, 以及公司不断改善产品结构, 提升产品盈利能力的努力。
- 新近成立的湖北华占种业科技有限公司是大北农旗下金色农华的又一重要子公司, 全面推进公司在湖北省水稻种子业务领域的领先优势, 推进河南、安徽水稻种子业务。另外, 华占种业未来将在湖北扩充水稻种子产能, 大力推广国标一级优质水稻种子天优华占。
- 虽然距离我们对大北农公司的初次报告时间很短, 但其间发生的一些事件让我们对公司有了更新的认识。我们调高对公司10-12年EPS预测分别为0.80元、1.38元和1.90元, 公司10-12年的价值底线分别为28.35元、46.61元、63.66元。按照11年40倍市盈率估值, 目标价位55.2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	3975	5026	8715	10572
归属母公司净利润	279	320	552	761
毛利率(%)	24.1%	25.5%	24.3%	24.8%
ROE(%)	33.2%	10.4%	16.0%	18.8%
每股收益(元)	0.70	0.80	1.38	1.90
P/E	62.14	54.06	31.40	22.77
P/B	20.64	5.61	5.01	4.29
EV/EBITDA	51	40	24	18

资料来源: 中航证券金融研究所

一、超募资金用于新建项目

2010年12月23日，大北农公司发布公告，将部分超募资金24122万元用于新建五个项目，具体如下：

表1：超募资金用于新建项目表

项目名称	建设内容	项目进度	土地	基建	设备	流动资金	总投资
湖北华占种业生产基地	年加工750万公斤杂交水稻种子	11年开工	600	1768	630	1468	4466
新疆大北农6万吨猪饲料	年产6万吨乳猪料及中大猪配合料	12年竣工	350	1416	848	547	3161
广东茂名大北农18万吨猪饲料	年产6万吨教槽料及乳猪料及12万吨配合料	11年下半年开工	1110	1907	1483	1546	6046
福建三明大北农18万吨猪饲料	年产6万吨乳猪料，12万吨配合料	11年竣工	360	1862	1483	1546	5251
福建龙岩武平18万吨饲料	年产6万吨乳猪料，12万吨配合料	11年开工	310	1859	1483	1546	5198
合计			2730	8812	5927	6653	24122

资料来源：公司公告

根据公司公告，项目竣工达产后，在正常的经营年度，能够新增水稻种子的加工生产能力750万公斤，教槽料、保育料及乳猪料的生产能力20万吨，其他猪用配合料的生产能力15万吨（以扣除上述租赁的产能）。

湖北华占种业生产加工基地项目由金色农华的子公司湖北华占种业科技有限公司经营，华占种业公司成立于2010年10月14日，注册资本为1000万，主营业务为农作物新品种选育和研发及销售种子。湖北省水稻种植总面积约900万亩，是大北农集团水稻种子的主要销售区域，大北农在当地水稻种子市场份额排名第一，主要是扬两优6号和两优培九等中稻产品。华占种业公司成立的目的是巩固和加强公司在湖北、安徽、河南中稻的市场地位，同时未来将在湖北省强化推广公司水稻主打品种国标一级优质三系双季迟熟晚籼天优华占，天优华占一般作为早晚稻品种，与公司传统优势的中稻品种互相促进、相得益彰。至此，金色农华旗下华占种业、湖南金色农华、江西先农种业将覆盖长江中下游以及华南地区水稻产区的种子销售市场，初步实现未来水稻种子业务的发展的布局。

公司新建四个猪饲料项目中，合计新增35万吨产能，其中20万吨是毛利率较高的教槽料、保育料和乳猪料，这是公司在饲料领域继预混料之后推出的第二个重要产品线，2010年以来，公司以乳猪教槽料、保育浓缩料及乳猪料为核心的猪饲料销售增长迅速，产品供不应求。公司新建项目中加大了高毛利率产品的比重，符合公司对产品坚持高端、高品质、高附加值的一贯定位。公司在福建省预混料、教槽料、保育料、乳猪料各项指标均为市场第一，本次新建项目中有两个项目位于福建，体现出公司着力打造在福建省饲料行业的标杆示范地位，带动公司其他省份业务的发展。

表 2：按现有规划 2012 年公司产能

产品	分类产品	上市前产能	达产后产能	增幅
饲料	预混料	19 万吨	37 万吨	95%
	浓缩料与配合料	109 万吨	228 万吨	109
	教槽料、保育料、乳猪料		77 万吨	
种子	水稻种子	1.3 万吨	4.05 万吨	212%
	玉米种子	1 万吨	4 万吨	300%
动物保健产品	饲用微生态制剂	0	1 万吨	

资料来源：中航证券金融研究所

公司上市募投项目 4.7 亿，包括 7 个项目；5 月份新增 5.4 亿投资，包括 8 个项目；经过本轮产能扩张后，公司剩余未使用的超募资金仅余 2.2 亿元。与大多数拥有大量超募资金却苦于缺乏投资渠道的上市公司相区别，大北农的超募资金使用效率非常高，体现出公司对未来发展规划较为充分。

二、关键假设、盈利预测与估值

基于公司的新变化，我们适当调整关键假设、盈利预测及估值。考虑到公司配合料毛利率当前实际不能覆盖三费的现状，以及公司新建产能大幅度提高配合料中高毛利率品种的比重，我们将配合料（含高端教槽料、保育料、乳猪料）的产销量和毛利率适当调高；考虑到种子销售过程中的不确定性较大，暂不改变原先对种子销售收入的预测。

2.1 关键假设

- 为进一步巩固公司在预混料领域的市场地位，我们预计公司未来还将继续小幅扩张预混料产能，尤其是在南方地区。我们预计公司 10-12 年预混料产能分别为 31 万吨、37 万吨、43 万吨，因此估算产销量分别为 28 万吨、40 万吨、42 万吨，销售价格稳定在 5200 元，毛利率 40%；
- 浓缩料 10-12 年产能保持 26 万吨，产销量分别为 16 万吨、20 万吨、24 万吨，价格分别为 4500、4600、4700 元，毛利率分别为 19%、20%、21%；
- 配合料（含高端教槽料、保育料、乳猪料）10-12 年产能分别为 120 万吨、220 万吨、265 万吨，公司 09 年推出的高毛利率的教槽料、保育料和乳猪料的销售受到市场极大的追捧，考虑到总产能达到 77 万吨的教槽料、保育料和乳猪料项目 2011 下半年后陆续全部达产，预计配合料 10-12 年产销量分别为 80 万吨、170 万吨、210 万吨，销售价格分别为 2700、2750、2750 元，毛利率分别为 12%、13%、14%；
- 考虑到优势品种农华 101 和天优华占的快速推广，但不考虑政策鼓励造成种子价格大规模上涨的因素，种子销量 10-12 年分别为 2.5 万吨、3.6 万吨、5.5 万吨，销售收入分别为 3.4 亿、5 亿、7.5 亿，毛利率分别为 38%、40%、42%；
- 动保和植保销售额 10-12 年分别为 3.5 亿、5 亿、6.5 亿，毛利率分别为 50%、55%、55%；

- 合计 10-12 年销售收入分别为 50.26 亿元、87.15 亿元、105.72 亿元，净利润分别为 3.2 亿元、5.52 亿元、7.61 亿元，每股收益分别为 0.80 元、1.38 元、1.90 元。

2.2 盈利预测

表 3：收入预测表

预混料	销售量 (万吨)	28	40	42
	售价 (元)	5200	5300	5400
	销售收入 (亿元)	14.56	21.2	22.68
	毛利率 (%)	40%	40%	40%
	毛利额 (亿元)	5.824	8.48	9.072
浓缩料	销售量 (万吨)	16	20	24
	售价 (元)	4500	4600	4700
	销售收入 (亿元)	7.2	9.2	11.28
	毛利率 (%)	19%	20%	21%
	毛利额 (亿元)	1.368	1.84	2.3688
配合料	销售量 (万吨)	80	170	210
	售价 (元)	2700	2750	2750
	销售收入 (亿元)	21.6	46.75	57.75
	毛利率 (%)	12%	13%	13%
	毛利额 (亿元)	2.592	5.84375	7.5075
种子	销售收入 (亿元)	3.4	5	7.5
	毛利率 (%)	38%	40%	42%
	毛利额 (亿元)	1.292	2	3.15
动保与植保	销售收入 (亿元)	3.5	5	6.5
	毛利率 (%)	50%	55%	55%
	毛利额 (亿元)	1.75	2.75	3.575

资料来源：中航证券金融研究所

2.3 估值

我们认为，公司业务按大类可分为三块，因此分段估值比较合理。

- 饲料业务：饲料业务门槛低，但由于公司位居饲料业行业发展前沿，公司饲料业务的原有的核心产品预混料系列，和新近推出的第二个重要产品系列乳猪教槽料、保育料、乳猪料系列，在技术、产能方面国内市场处于领先地位，产品高端、高品质、高附加值，高毛利率，适用 30 倍市盈率；
- 动保和植保：研发带动新产品的开拓，行业进入门槛较高，技术含量高，市场前景广阔，且公司 2011 年将成为饲用微生态制剂的行业第二，适用 40 倍市盈率；
- 种业：强调研发，高技术含量、高投入，长期回报，行业进入门槛高，公司水稻种子稳居市场第二，玉米种子 2012 年有望进入国内前五强，适用 50 倍市盈率；

朝阳永续对公司10-12年的业绩一致预期分别为0.88元、1.30元、1.69元。我们调整后的盈利预测分别为0.80元、1.38元、1.90元。综合公司盈利预测结果，我们评价公司价值底线上调为：2010年28.35元、2011年46.61元、2012年63.66元。按照11年40倍市盈率，我们对大北农公司未来6个月的预测目标价为55.2元。未来公司可能会进一步加大高毛利率产品的产销量，估值存在超预期可能。



资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1223	2710	3423	4306	营业收入	3975	5026	8715	10572
现金	343	1345	1174	1747	营业成本	3018	3743	6600	7947
应收账款	44	54	92	114	营业税金及附加	2	35	61	74
其他应收款	42	75	113	140	营业费用	377	528	854	1004
预付账款	94	112	195	238	管理费用	231	342	575	687
存货	699	1123	1848	2066	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
非流动资产	675	1417	1507	1494	公允价值变动收益	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	营业利润	317	374	653	905
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
资产总计	1898	4126	4930	5800	利润总额	334	386	665	917
流动负债	984	964	1385	1660	所得税	53	62	106	147
短期借款	366	100	100	100	净利润	281	324	558	770
应付账款	235	284	484	596	少数股东损益	2	4	7	9
其他流动负债	383	580	801	964	归属母公司净利润	279	320	552	761
非流动负债	37	34	39	44	EBITDA	343	438	737	987
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.82	0.80	1.38	1.90
其他非流动负债	33	30	35	40					
负债合计	1021	998	1424	1704					
少数股东权益	38	42	48	58					
股本	340	401	401	401					
资本公积	73	2007	1927	1846					
留存收益	427	679	1131	1791					
归属母公司股东权益	839	3087	3458	4039					
负债和股东权益	1898	4126	4930	5800					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	272	94	182	810	成长能力				
净利润	281	324	558	770	营业收入	10.2%	26.4%	73.4%	21.3%
折旧摊销	0	65	117	132	营业利润	89.2%	17.9%	74.5%	38.6%
财务费用	25	-1	-33	-50	归属于母公司净利润	93.6%	15.0%	72.2%	37.9%
投资损失	1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	0	-282	-475	-44	毛利率 (%)	24.1%	25.5%	24.3%	24.8%
其他经营现金流	-36	-12	14	2	净利率 (%)	7.0%	6.4%	6.3%	7.2%
投资活动现金流	-123	-792	-216	-117	ROE (%)	33.2%	10.4%	16.0%	18.8%
资本支出	128	781	201	101	ROIC (%)	31.5%	16.3%	20.9%	28.5%
长期投资	-5	1	3	1	偿债能力				
其他投资现金流	0	-10	-12	-15	资产负债率 (%)	53.8%	24.2%	28.9%	29.4%
筹资活动现金流	-126	1699	-137	-120	净负债比率 (%)	36.59%	10.74%	7.55%	6.31%
短期借款	-55	-266	0	0	流动比率	1.24	2.81	2.47	2.59
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.53	1.65	1.14	1.35
普通股增加	84	61	0	0	营运能力				
资本公积增加	-82	1934	-80	-80	总资产周转率	2.28	1.67	1.92	1.97
其他筹资现金流	-72	-30	-57	-40	应收账款周转率	106	102	119	103
现金净增加额	23	1002	-171	573	应付账款周转率	15.21	14.41	17.18	14.72
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.70	0.80	1.38	1.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.24	0.45	2.02
					每股净资产(最新摊薄)	2.09	7.70	8.63	10.08
					估值比率				
					P/E	62.14	54.06	31.40	22.77
					P/B	20.64	5.61	5.01	4.29
					EV/EBITDA	51	40	24	18

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

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发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任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。