

公司研究

调研简报

首次评级：短期_推荐，长期_A

饲料盈利下半年转好，农华 101 或将超预期

——大北农(002385)调研简报

核心观点

1 上半年业绩表现受成本和费用增长影响。公司上半年收入 22.9 亿元，同比增长 34.5%，净利润 1.35 亿元，同比增长 3.9%。饲料收入增长 41.7%，饲料毛利率下降 7.8 个百分点，毛利率下降因玉米价格同比上涨 22%。种业收入增长 14.7%，因水稻种子价格提升，种业毛利率增长 4.5 个百分点。市场人员数量增加导致销售费用增长 48.7%，直接影响了上半年净利润增长，预计下半年费用增长会放缓。

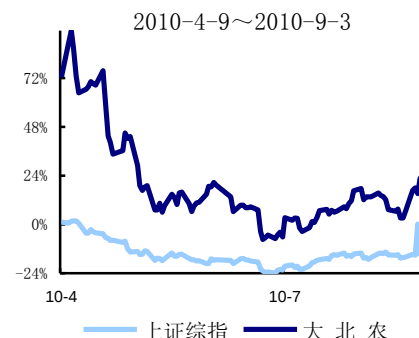
2 农华 101 或将带来业绩超预期。农华 101 是公司自主选育的杂交玉米品种，目前正在进行国审，我们认为通过国审是大概率事件。农华 101 的抗倒伏和抗逆性较佳，综合表现与先玉 335 相当。农华 101 的销售区域在黄淮海和东华北等主要玉米种植地区。农华 101 是单粒播品种，销售上会采取区域独家代理制和高毛利高返点的模式，定价可能会略高于先玉 335。农华 101 今年已经在部分地区试种，试种的农民对该品种反应不错。公司前期已对农华 101 有小规模制种，国审通过后可直接进入销售环节，我们认为农华 101 可能给带来业绩超预期。

3 7 月饲料超预期增长，下半年饲料盈利继续好转。7 月公司饲料收入增长超预期，超预期的原因有：1) 对饲料提价消化成本了上升的压力；2) 玉米价格在 5 月后涨幅放缓，成本压力不再增加；3) 销售人员大幅增加，开始推动销量增长；4) 新增饲料产能陆续释放。我们认为 7 月推动饲料超预期增长的原因在下半年均会延续，饲料业务下半年将会实现收入增长，同步毛利率回升。

4 看好公司在饲料和种子业务上的成长性。国内养殖行业养殖规模化趋势在加强，上游的饲料行业收益程度较好。种子行业目前也面临政策导向性的行业机会。公司在饲料和种子业务上均有清晰的发展思路：饲料——产能快速扩张和提升高毛利产品的销量；种子——以新品种替代公司自有的老品种并且挤占其他老品种的市场。保证业绩增长的关键在于公司独特企业文化下的营销模式和公司营销能力。

5 下半年业绩转好。预计公司 10 年每股收益 0.88 元，11 年每股收益 1.38 元，对应 10 年动态 PE49.6 倍，对应 11 年动态 PE31.6 倍，农华 101 获批是刺激因素，给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	40080.00
流通A股(万股)	6080.00
52周内股价区间(元)	31.02-69.95
总市值(亿元)	173.63
总资产(亿元)	18.98
每股净资产(元)	2.47
目标价	6个月
	12个月

相关报告

1. 《国都证券-公司研究-新股研究-大北农(002385):综合性农资产销龙头企业》
2010-03-24

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	3,975.38	5,520.78	7,952.10	10,236.27
同比增速(%)	10.21%	38.87%	44.04%	28.72%
净利润(百万)	278.75	350.81	551.65	748.86
同比增速(%)	93.64%	25.85%	57.25%	35.75%
EPS(元)	0.82	0.88	1.38	1.87
P/E	53.0	49.6	31.6	23.2

研究员:徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 10 年饲料业务收入增长 44.8%，11 年饲料业务收入增长 44.9%，12 年饲料业务收入增长 28.1%；假设 10 年种子收入增长 18.1%，11 年种子业务收入增长 50.4%，12 年种子业务收入增长 30.1%；假设 10 年动物保护业务收入下降 17.8%，11 年动物保护业务收入增长 19.7%，12 年收入增长 5.7%；假设 10 年植物保护收入增长 39.2%，11 年收入增长 28.6%，12 年收入增长 22.2%。
- 2、假设 10 年饲料业务毛利率 20.1%，11 年饲料业务毛利率 19.6%，12 年饲料乳毛利率 18.9%；假设 10 年种子业务毛利率 43.9%，11 年种子业务毛利率 44.2%，12 年种子业务毛利率 47.2%；假设 10 年动保业务毛利率 61.0%，11 年毛利率 60%，12 年毛利率 60%；假设 10 年植保业务毛利率 30%，11 年毛利率 31%，12 年毛利率 32%。
- 3、假设 10 年销售费用 5 亿元，10 年期间费用占比 15.7%；11 年期间费用占比 14.9%；12 年期间费用占比 14.2%，收入规模扩张加速造成期间费用占比下降。
- 4、假设 10 年至 12 年所得税实际税率 15%。

1.2 大北农盈利预测

表 2 大北农主营业务收入预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
预混料收入（万元）	80895	103391	109936	129600	136125
预混料毛利率（%）	33.13%	38.56%	39.50%	41.00%	42.00%
浓缩料收入（万元）	69351	70933	126531	182344	258056
浓缩料毛利率（%）	14.31%	18.90%	19.50%	21.00%	21.50%
配合料收入（万元）	143766	162682	251370	395136	511560
配合料毛利率（%）	7.76%	10.42%	11.90%	12.00%	11.50%
饲料收入合计（万元）	294012	337006	487837	707080	905741
饲料业务毛利率（%）	16.29%	20.84%	20.09%	19.64%	18.93%
玉米种子收入（万元）	7506	8027	13764	24510	33500
玉米种子毛利率（%）	32.50%	33.00%	38.00%	42.00%	48.00%
水稻种子收入（万元）	22394	19916	19314	25267.2	31293
水稻种子毛利率（%）	41.00%	41.00%	48.00%	46.00%	46.00%
种子收入合计（万元）	30073	28076	33168	49882	64913
种子毛利率（%）	39.22%	38.99%	43.99%	44.15%	47.13%
动物保护产品收入（万元）	7262	7118	5850	7000	7400
动物保护产品毛利率（%）	52.36%	58.44%	61.00%	60.00%	60.00%
植物保护产品收入（万元）	3590	2613	3640	4680	5720
植物保护产品毛利率（%）	48.43%	47.78%	30.00%	31.00%	32.00%
其他业务收入（万元）	5381	3902	2400	2400	2400
其他业务毛利率（%）	21.00%	18.94%	15.00%	16.00%	16.00%
营业收入（万元）	360718	397538	552078	795210	1023627
营业成本（万元）	286756	301780	424602	610860	788913
营业毛利率（%）	20.50%	24.09%	23.09%	23.18%	22.93%

数据来源：国都证券研究所

表 3 大北农盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	397,537.76	552,078.24	795,209.50	1,023,626.94
营业收入(万元)	397,537.76	552,078.24	795,209.50	1,023,626.94
营业总成本(万元)	365,655.38	511,578.17	730,420.83	935,184.64
营业成本(万元)	301,780.04	424,601.89	610,859.89	788,913.07
营业税金及附加(万元)	209.94	276.04	397.60	511.81
销售费用(万元)	37,695.56	52,999.51	73,238.80	88,134.28
管理费用(万元)	23,080.13	28,984.11	40,158.08	51,283.71
财务费用(万元)	2,532.33	4,416.63	5,566.47	6,141.76
资产减值损失(万元)	357.39	300.00	200.00	200.00
其他经营收益(万元)				
公允价值变动净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益(万元)	-148.92	0.00	0.00	0.00
营业利润(万元)	31,733.46	40,500.07	64,788.67	88,442.30
营业外收入(万元)	2,236.50	2,000.00	1,800.00	1,800.00
营业外支出(万元)	586.74	600.00	700.00	800.00
利润总额(万元)	33,383.22	41,900.07	65,888.67	89,442.30
所得税(万元)	5,272.25	6,285.01	9,883.30	13,416.35
净利润(万元)	28,110.96	35,615.06	56,005.37	76,025.96
少数股东损益(万元)	235.59	534.23	840.08	1,140.39
归属于母公司所有者的净利润(万元)	27,875.38	35,080.83	55,165.29	74,885.57
全面摊薄每股收益(元)	0.82	0.88	1.38	1.87

数据来源：国都证券研究所

2、投资建议

国内养殖行业养殖规模化趋势在加强，上游的饲料行业收益程度较高。种子行业目前也面临政策导向性的行业机会。公司饲料和种子业务上均有清晰的发展思路：饲料——产能快速扩张和提升高毛利产品的销量；种子——以新品种替代公司自有的老品种并且挤占其他老品种的市场。保证业绩增长的关键在于公司独特企业文化下的营销模式和公司营销能力。

预计公司 10 年每股收益 0.88 元，11 年每股收益 1.38 元，对应 10 年动态 PE49.6 倍，对应 11 年动态 PE31.6 倍，考虑农华 101 获批会形成短期刺激因素，给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com