

强烈推荐-A (维持)

大北农 002385.SZ

目标估值: N/A

当前股价: 35.28 元

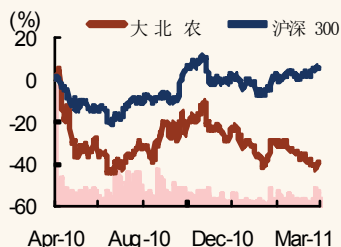
2011年4月19日

基础数据

上证综指	3057
总股本(万股)	40080
已上市流通股(万股)	22248
总市值(亿元)	141
流通市值(亿元)	78
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	21.3%
主要股东	邵根伙
主要股东持股比例	44.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-23	-41
相对表现	-11	-24	-41



黄璐

0755-82943241
huangl@cmschina.com.cn
S1090511040040

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090511030001

事件:

公司公布年报, 2010 年共实现销售收入 52.48 亿元, 同比增长 32.02%; 归属于母公司所有者的净利润 3.11 亿元, 同比增长 11.65%。

评论:

2010 年 EPS 0.78 元, 略低于预期, 主要原因是行业景气度回升较缓慢, 玉米、鱼粉等原材料价格上涨较快; 公司为将来发展储备人才进行了大规模扩大销售队伍, 导致销售费用较高; 研发投入加大以及上市费用计入当期导致管理费用较高。

主营业务收入主要来源于饲料业务, 饲料业务比重从去年 85.4% 上升到今年 87.9%。2010 年共销售饲料 125 万吨, 销售额 45.78 亿元, 分别同比增长 32% 和 36%。公司经营策略转变, 在保持预混料稳步增长的基础上, 加强了宝贝系列等乳猪料新产品, 饲料销售额的增长主要来自高端猪饲料, 公司猪饲料销售额为 39.28 亿元, 同比增长 53%, 其中乳猪料销售额为 11.20 亿元, 同比增长 103%, 以乳猪教槽料、保育浓缩料为核心, 同比分别增长 118% 和 128%, 是业务发展的新亮点。饲料原料中玉米、鱼粉价格上涨较快, 年内分别上涨了 16% 和 37%, 导致公司饲料产品毛利率从去年 20.95% 降为今年 19.87%。

另一主业种业销售与毛利率均增长良好。2010 年公司种子销售收入 3.45 亿元, 同比增长 23%, 农药等植保产品销售收入 9808 万元, 同比增长 29%。种子产品的毛利率水平从上年的 38.81% 提高到本年的 43.18%, 提高了 4.37%, 其中水稻种子毛利率从上年的 35.00% 提升到今年的 47.03%, 玉米种子毛利率从上年的 37.60% 提升到今年的 44.59%, 主要原因是主导品种扬两优 6 号量价齐升、优质新品种天优华占和农华 101 的推出并增加销售量。

净利润增长有限是受期间费用大幅上升影响。2010 年公司销售费用比去年增加 1.53 亿元, 增长 41%, 主要是公司为未来发展做储备, 销售人员大增导致销售人员工资、差旅费、培训费等增长较多; 管理费用较上年同期增加 8069 万元, 增长 35%, 主要是新增员工工资、以及公司提高了对研发的投入, 另外公司各类上市费用也直接计入管理费用。

行业景气回升, 高增长可期。2010 年下半年开始养殖行业景气度回升并逐步传导至饲料行业, 今年公司经营业绩有望向好。饲料方面公司各新建项目将在今年内逐渐投产, 迎来饲料产能大幅增长, 而瘦肉精事件将导致养殖业进一步向大型规模化发展, 对公司预混料和乳猪料产品形成利好。种业方面, 主导产品扬两优 6 号销售良好, 新品种农华 101 初步推广也非常顺利, 有望在两三年内实现高增长。我们预计 2011-12 年 EPS 分别为 1.11、1.47 元, 分别增长 43%、32%, 维持强烈推荐-A 的评级。

风险因素: 原材料价格大幅上涨, 养殖业受疫病影响, 制种受异常天气影响

表 1、新建项目产能及完成情况

	项目	新增产能	达产日期
募投项目	新型高效预混料项目	12 万吨高效预混料, 0.2 万吨多维预混料	2012-4-30
	微生态制剂产业化项目	1 万吨高效微生态制剂	2011-4-30
	淮阴大北农水产饲料项目	14 万吨水产饲料	2010-9-30
	天津昌农水产饲料项目	10 万吨水产饲料	2010-10-30
	超级杂交水稻新品种产业化项目	杂交水稻种子经营能力将增加至 2000 万公斤	2012-6-30
	高产多抗玉米新品种产业化项目	杂交玉米种子经营能力将增加至 3000 万公斤	2011-9-30
	技术中心项目		2013-12-31
超募项目	北京基地 9 万吨高档教槽料及原料处理项目	9 万吨教槽料及关键原料预处理	2011-11-30
	吉林大北农 24 万吨猪饲料项目	6 万吨教槽料、保育料及乳猪料, 18 万吨猪配合料	2011-6-30
	山东大北农 18 万吨猪饲料项目	6 万吨教槽料、保育料及乳猪料, 12 万吨猪配合料	2010-12-30
	南宁大北农 18 万吨猪饲料项目	6 万吨教槽料、保育料及乳猪料, 12 万吨猪配合料	2010-9-1
	西安大北农 12 万吨饲料项目	6 万吨保育料及乳猪料, 6 万吨猪配合料	2012-4-30
	漳州大北农 42 万吨猪饲料项目	12 万吨教槽料、保育料及乳猪料, 30 万吨猪配合料	2011-7-31
	广州大北农 30 万吨预混料及猪饲料项目	6 万吨预混料, 6 万吨教槽料、保育料及乳猪料, 18 万吨猪配合料	2012-7-31
	湖南大北农 30 万吨猪饲料项目	6 万吨教槽料、保育料及乳猪料, 24 万吨猪配合料	2011-12-31
	湖北华占种业生产基地	年加工 750 万公斤杂交水稻种子基地	2012-12-30
	新疆大北农 6 万吨猪饲料项目	6 万吨乳猪料及中大猪配合料	2012-6-30
	茂名大北农 18 万吨猪饲料项目	6 万吨教槽料及乳猪料, 12 万吨猪配合料	2012-12-30
	三明大北农 18 万吨猪饲料项目	6 万吨乳猪料, 12 万吨猪配合料	2011-12-31
	龙岩武平 18 万吨饲料项目	6 万吨乳猪料, 12 万吨猪配合料	2011-12-31
	江西大北农 24 万吨猪饲料项目	6 万吨预混料, 6 万吨教保料及乳猪料, 12 万吨猪配合料	2012
	益阳大北农 18 万吨猪饲料项目	6 万吨乳猪料, 12 万吨猪配合料	2012
	浙江大北农 24 万吨猪饲料项目	6 万吨预混料, 6 万吨乳猪料, 12 万吨猪配合料	2012

数据来源: 公司招股书, 公司公告, 招商证券研发中心

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
一、营业总收入	2270	3607	3975	5248	6590	8608
二、营业总成本	2166	3439	3657	4898	6077	7923
其中: 营业成本	1786	2868	3018	4046	5058	6666
营业税金及附加	2	2	2	2	3	3
营业费用	255	325	377	530	639	792
管理费用	117	203	231	311	369	456
财务费用	20	33	25	-3	7	5
资产减值损失	-14	10	4	11	0	0
三、其他经营收益	-2	0	-1	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	-1	7	7	7
四、营业利润	103	168	317	357	520	692
加: 营业外收入	20	18	22	30	30	30
减: 营业外支出	9	11	6	10	10	10
五、利润总额	114	174	334	377	541	712
减: 所得税	4	30	53	63	91	119
六、净利润	110	144	281	314	450	593
减: 少数股东损益	2	0	2	3	4	5
七、归属母公司所有者净利润	109	144	279	311	446	588
股本	401	401	401	401	401	401
EPS	0.27	0.36	0.70	0.78	1.11	1.47

资料来源: 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	1024	1223	3092	3636	4152
现金	320	343	2093	2416	2546
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	3	4	5
应收款项	31	44	56	69	91
其它应收款	44	42	34	43	57
存货	551	699	818	1019	1342
其他	78	94	88	85	112
非流动资产	559	675	952	1015	1011
长期股权投资	26	31	29	29	29
固定资产	342	415	549	701	714
无形资产	140	144	173	156	140
其他	52	85	202	129	127
资产总计	1583	1898	4045	4651	5163
流动负债	918	984	804	1250	1473
短期借款	421	366	27	400	400
应付账款	162	235	263	329	434
预收账款	156	208	291	363	479
其他	180	175	223	157	160
长期负债	33	37	59	0	0
长期借款	4	4	0	0	0
其他	29	33	59	0	0
负债合计	951	1021	863	1250	1473
股本	256	340	401	401	401
资本公积金	155	73	2023	2023	2023
留存收益	194	427	658	873	1157
少数股东权益	27	38	100	104	109
母公司所有者权益	605	839	3082	3297	3581
负债及权益合计	1583	1898	4045	4651	5163

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	294	272	390	416	532
净利润	144	279	311	446	588
折旧摊销	0	0	0	96	104
财务费用	0	0	0	7	5
投资收益	0	0	0	(7)	(7)
营运资金变动	0	0	0	(148)	(166)
其它	150	(7)	79	21	7
投资活动现金流	(115)	(123)	(287)	(175)	(100)
资本支出	0	0	0	(240)	(100)
其他投资	(115)	(123)	(287)	65	0
筹资活动现金流	(47)	(126)	1644	82	(302)
借款变动	0	0	0	373	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(230)	(304)
其他	(47)	(126)	1644	(60)	1
现金净增加额	131	23	1747	323	130

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3607	3975	5248	6590	8608
营业成本	2868	3018	4046	5058	6666
营业税金及附加	2	2	2	3	3
营业费用	325	377	530	639	792
管理费用	203	231	311	369	456
财务费用	33	25	(3)	7	5
资产减值损失	10	4	11	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(1)	7	7	7
营业利润	168	317	357	520	692
营业外收入	18	22	30	30	30
营业外支出	11	6	10	10	10
利润总额	174	334	377	541	712
所得税	30	53	63	91	119
净利润	144	281	314	450	593
少数股东损益	(0)	2	3	4	5
母公司所有者净利润	144	279	311	446	588
EPS (元)	0.36	0.70	0.78	1.11	1.47

主要财务比率

	2008	2009	2010	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	59%	10%	32%	26%	31%
营业利润	63%	89%	12%	46%	33%
净利润	33%	94%	12%	43%	32%
获利能力					
毛利率	20.5%	24.1%	22.9%	23.2%	22.6%
净利率	4.0%	7.0%	5.9%	6.8%	6.8%
ROE	23.8%	33.2%	10.1%	13.5%	16.4%
ROIC	15.6%	23.1%	9.2%	11.6%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	60.1%	53.8%	21.3%	26.9%	28.5%
净负债比率	27.1%	19.7%	0.7%	8.6%	7.7%
流动比率	1.1	1.2	3.8	2.9	2.8
速动比率	0.5	0.5	2.8	2.1	1.9
营运能力					
资产周转率	2.3	2.1	1.3	1.4	1.7
存货周转率	5.2	4.8	5.3	5.5	5.6
应收帐款周转率	114.2	105.6	104.3	105.0	107.7
应付帐款周转率	16.1	15.2	16.2	17.1	17.5
每股资料(元)					
每股收益	0.36	0.70	0.78	1.11	1.47
每股经营现金	0.73	0.68	0.97	1.04	1.33
每股净资产	1.51	2.09	7.69	8.23	8.94
每股股利	0.19	0.36	0.40	0.58	0.76
估值比率					
PE	98.2	50.7	45.4	31.7	24.1
PB	23.4	16.8	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA	28.4	17.2	16.4	10.6	8.2

分析师承诺

负责本研究报告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。

朱卫华：招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，6 年证券从业经验，现于招商证券从事农业研究。

招商证券农业研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师农林牧渔行业 2005 年度第三名、2006 年度第五名，《证券市场周刊》卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业 2010 年度第五名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。