

大北农 (002385)

公司研究/点评报告

核心团队与公司利益的二次捆绑

民生精品---点评报告/农林牧渔行业

2011 年 11 月 23 日

一、事件概述

大北农公布股权激励计划（草案）。

二、分析与判断

➤ 核心团队与公司利益的二次捆绑

大北农本次激励对象除包括薛素文、宋维平和陈忠恒三位高管外，还包括核心业务、技术、管理人员 99 人，激励对象占截至 2011 年 10 月 30 日公司员工总数 1.03%。本次股权激励计划拟授予的股票期权数量共 2380 万份，涉及标的股票数量占公司总股本的 5.94%。

大北农上市前就有大批员工持股，其中，薛素文、宋维平和陈忠恒分别持股 2,037,844 股、593,300 股和 376,404 股，此外，本次激励的 99 位核心业务、技术、管理人员中也有 53 位在上市前就已持有公司股份。根据上市承诺，除控股股东邵根伙的股份 36 个月后才能流转外，公司其他员工股在上市 1 年后就可部分或全部转让。我们认为，本次股权激励计划将核心团队利益与公司利益再次捆绑，有利于公司中长期发展。

表 1：各年度绩效考核目标列表

姓名	职务	获授期权数量 (万份)	占计划总量 比例
薛素文	董事、副总裁、财务总监	60	2.52%
宋维平	董事、副总裁	60	2.52%
陈忠恒	副总裁、董秘	30	1.26%
其他管理、技术与业务人员		2230	93.70%
合计		2380	100%

资料来源：公司股票期权激励计划（草案），民生证券研究所

➤ 行权价 36.71 元，年度考核目标对净利润增速要求接近 30%

本次授予的股票期权行权价为 36.71 元，有效期为自股票期权授予日起四年时间。主要行权条件包括：

- （1）等待期内，经审计的公司合并财务报告中各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负；
- （2）本计划假设 2012 年为授予日所在年度，在 2012-2014 年连续 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核并行权，各年度绩效考核目标如表 2 所示。其中，净利润为扣除非经常性损益前后的归属于上市公司股东净利润的孰低值，ROE 为扣除非经常性损益前后归属于上市公司股东净资产收益率孰低值，期权成本在经常性损益中列支；若公司再融资，则融资当年及以后年度指标值以扣除融资数量后的净资产及该等净资产产生的净利润为计算依据；若公司在任一年业绩考核达不到上述条

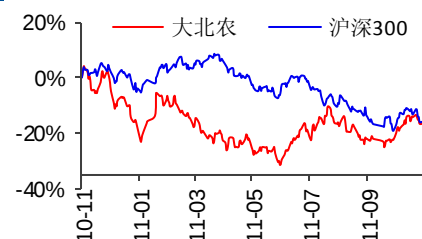
强烈推荐 维持评级

合理估值： 50 元

交易数据 (2011-11-23)

收盘价 (元)	36.71
近 12 个月最高/最低	46.50/29.00
总股本 (百万股)	400.8
流通股本 (百万股)	178.1
流通股比例%	44.4%
总市值 (亿元)	147.13
流通市值 (亿元)	65.36

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王莺

执业证书编号：S0100510120001

电话：(8621) 68885571

手机：13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

相关研究

1. 《2011 年农业投资策略——畜禽养殖业的春天》2011.01.4
2. 《2011 年中期农业投资策略——寻找农业股的反转机会》2011.06.14
3. 《大北农中报点评——乳猪料旺销助推饲料业务高增长》2011.08.26
4. 《大北农三季报点评——公司第三季度饲料销售明显提速》2011.10.20
5. 《2012 年农业投资策略——挖掘农业板块的预期差》2011.11.11

件，则全体激励对象相应行权期内的可行权数量由公司注销。

表 2：各年度绩效考核目标列表

行权期	绩效考核目标
第一个	以公司 2010 年净利润为基数，公司 2012 年净利润增长率达到 95%，ROE 不低于 13%；
第二个	以公司 2010 年净利润为基数，公司 2013 年净利润增长率达到 155%，ROE 不低于 13.5%；
第三个	以公司 2010 年净利润为基数，公司 2014 年净利润增长率达到 235%，ROE 不低于 14%；

资料来源：公司股票期权激励计划（草案），民生证券研究所

➤ 期权摊销费用或为 16743.73 万元

本次股票期权的有效期限设定为 4 年，假设 2012 年 5 月 1 日为股票期权激励计划的授予日，则 2012-2015 年期权费用在各年的摊销分别为 6514.98 万元、6453.31 万元、3049.60 万元、725.85 万元，共计 16743.73 万元。

三、盈利预测与投资建议

本次股权激励对象涉及公司高管、核心业务、技术和管理人员 102 人，是核心团队利益与公司利益的二次捆绑，为公司中长期发展奠定基础。主要行权条件严格，对于 2012-2014 年净利润增速要求接近 30%（考虑期权成本）。

公司饲料销售自今年第三季度开始提速，我们预计在 2012 年饲料行业高景气且公司产能充分释放的大背景下，2011-2012 年公司将分别实现营业收入 76.4 亿元和 108.7 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 4.92 亿元和 7.8 亿元，同比增长 61.5%和 57.7%，对应 2011-12 年每股收益分别为 1.23 元和 1.95 元，以上预测未考虑期权摊销费用。现给予 2012 年 25 倍 PE，对应目标价 50 元，本次授予的股票期权行权价 36.71 元，对公司现价形成强支撑，维持强烈推荐评级。

四、风险提示

销售不达预期；

表 3：上市前持股且本次股权激励再次涉及的核心业务、技术和管理人员列表

序号	姓名	单位	职务	上市前持股数（股）
1	应广飞	饲料动保产业总部	饲料产品技术总监	135,627
2	张玳华	饲料动保产业总部	微生态产品技术总监	135,627
3	刘澜	饲料动保产业总部	兽药产品技术总监	344,796
4	王跃华	饲料动保产业总部	饲料动保产业财务总监	202,795
5	吴俊杰	饲料动保产业总部	核心原料采购部总经理	279,054
6	俞云涛	饲料动保产业总部	饲料产品研发经理	244,224
7	段立国	饲料动保产业总部	大宗原料采购部经理	135,627
8	张立忠	饲料动保产业总部	饲料产业副总裁、事业部总经理	1,928,827
9	高安祥	东北事业部	反刍饲料部总经理	310,788
10	刘明忠	东北事业部	技术品管部总监	275,126
11	吴崇才	东北事业部	生产总监	398,646
12	杨巨祥	东北事业部	猪配合料部辽北区总经理	371,344
13	李晓成	东北事业部	猪预混料哈尔滨中部总经理	230,713
14	卓丹	东北事业部	猪预混料吉林区总经理	172,632
15	韩玉忠	东北事业部	猪预混料辽宁区总经理	235,040

16	宋 庄	东北事业部	吉林巨农总经理	497,343
17	郭 军	东北事业部	猪预混料哈尔滨东部总经理	163,950
18	韩术臣	东北事业部	辽宁巨农总经理	348,564
19	孙 超	山东事业部	金牌大北农总经理	302,330
20	潘宗志	山东事业部	配合料总经理	330,762
21	唐坤义	山东事业部	预混料济南总经理	365,861
22	钟 权	山东事业部	天宇科技总经理	251,368
23	丁清华	福建事业部	财务总监	135,637
24	刘 勇	福建事业部	采购部总经理	145,171
25	包基强	福建事业部	预混料福州总经理	173,647
26	王学利	华北事业部	华北四区总经理	206,008
27	魏红星	华北事业部	华北三区总经理	175,664
28	张若冰	华北事业部	华北二区总经理	732,036
29	田 鹏	华北事业部	财务总监	152,924
30	周业军	广东事业部	事业部总经理	1,313,918
31	胡志明	广东事业部	江门大北农总经理	238,859
32	邓石林	广东事业部	揭阳大北农总经理	286,936
33	占书华	广东事业部	茂名大北农总经理	496,980
34	彭慧平	广东事业部	生产总监	543,323
35	邢 尧	河南事业部	配合料部总经理	668,274
36	王 杰	河南事业部	预混料部总经理	505,247
37	陈红心	湖北事业部	事业部总经理	168,443
38	柯福林	湖南事业部	事业部副总经理	335,653
39	宋纪福	湖南事业部	预混料湘西公司总经理	298,775
40	邓云武	湖南事业部	长沙大北农总经理	710,709
41	周加学	湖南事业部	临澧公司总经理	190,116
42	扶鹏飞	西北、云贵事业部	饲料产业总裁助理、事业部总经理	2,056,906
43	韩忠伟	云贵事业部	昆明大北农总经理	135,627
44	朱传德	云贵事业部	贵州公司总经理	135,627
45	谈松林	江西事业部	事业部总经理	1,610,767
46	黄垒荣	江西事业部	预混料部总经理	491,580
47	范 伟	江西事业部	樟树公司总经理	241,284
48	乐载龙	江西事业部	猪场服务部总经理	312,630
49	许成虎	内蒙事业部	事业部总经理	154,469
50	陈 勇	四川事业部	事业部副总经理	221,061
51	黎明虎	重庆事业部	事业部总经理	586,042
52	曾庆山	浙江事业部	事业部总经理	845,012
53	朱超跃	安徽事业部	预混料动保部总经理	171,557

资料来源：公司股票期权激励计划（草案），招股说明书，民生证券研究所

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5,248	7,638	10,873	14,404
增长率（%）	32.02%	45.53%	42.35%	32.48%
归属母公司股东净利润（百万元）	311	492	780	1,015
增长率（%）	11.65	58.16	58.41	30.12
每股收益（元）	0.82	1.23	1.95	2.53

毛利率（%）	22.9%	21.7%	20.7%	19.5%
净资产收益率 ROE(%)	15.5%	14.8%	19.6%	20.9%
每股净资产（元）	7.94	9.20	11.20	13.81
PE	44.77	29.89	18.87	14.50
PB	4.62	3.99	3.28	2.66
EV/EBITDA	0.00	22.75	13.64	10.15

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	5,248	7,638	10,873	14,404
减：营业成本	4,046	5,983	8,621	11,592
营业税金及附加	2	3	4	6
销售费用	530	662	795	954
管理费用	311	436	523	628
财务费用	(3)	(25)	0	0
资产减值损失	11	12	12	12
加：投资收益	7	10	10	10
二、营业利润	357	576	928	1,223
加：营业外收支净额	20	33	33	33
三、利润总额	377	609	961	1,256
减：所得税费用	63	102	161	210
四、净利润	314	507	800	1,046
归属于母公司的利润	311	492	780	1,015
五、基本每股收益 (元)	0.82	1.23	1.95	2.53
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	0.00	22.75	13.64	10.15
成长能力:				
营业收入同比	32.0%	45.5%	42.3%	32.5%
营业利润同比	12.5%	61.5%	61.0%	31.8%
净利润同比	11.7%	61.5%	57.7%	30.7%
营运能力:				
应收账款周转率	104.29	110.71	109.71	106.44
存货周转率	6.92	7.58	7.44	7.13
总资产周转率	1.77	1.74	2.04	2.15
盈利能力与收益质量:				
毛利率	22.9%	21.7%	20.7%	19.5%
净利率	5.9%	6.4%	7.2%	7.0%
总资产净利率 ROA	10.6%	11.6%	15.0%	15.6%
净资产收益率 ROE	15.5%	14.8%	19.6%	20.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.85	4.34	4.04	3.95
资产负债率	21.3%	20.4%	22.6%	23.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.23	1.95	2.53
每股经营现金流量	0.97	0.74	1.42	1.97
每股净资产	7.94	9.20	11.20	13.81
资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,093	2,371	2,918	3,685
应收票据	3	5	7	9
应收账款	56	82	116	154
预付账款	86	153	217	288
其他应收款	34	76	109	144
存货	818	1,197	1,724	2,318
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	3,092	3,884	5,091	6,598
长期股权投资	29	29	29	29
固定资产	549	527	532	537
在建工程	120	128	140	149
无形资产	173	115	101	87
其他非流动资产	50	50	50	50
非流动资产合计	952	849	852	850
资产总计	4,045	4,733	5,943	7,448
短期借款	27	0	0	0
应付票据	6	9	12	17
应付账款	263	389	561	754
预收账款	291	430	619	833
其他应付款	43	43	43	43
应交税费	21	21	21	21
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	804	894	1,259	1,670
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	54	70	84	98
非流动负债合计	54	70	84	98
负债合计	863	964	1,343	1,768
股本	401	401	401	401
资本公积	2,023	2,023	2,023	2,023
留存收益	658	1,150	1,930	2,944
少数股东权益	100	115	135	166
所有者权益合计	3,182	3,689	4,489	5,534
负债和股东权益合计	4,045	4,653	5,832	7,302
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	390	298	571	788
投资活动现金流量	(287)	(34)	(38)	(35)
筹资活动现金流量	1,644	14	14	14
现金及等价物净增加	1,747	278	546	767

资料来源：民生证券研究所

分析师简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

