

证券研究报告

食品加工

强烈推荐 (维持)

证券分析师

文 献

CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

大北农 (002385)

行权条件对应 10-14 年业绩复合增速 35%

- 11月23日，大北农公告了其股权激励方案。本次股权激励以股票期权的方式，授予股份数量为2380万股，占现有股份400.8百万股的5.94%，对应的公允价值为1.67亿元。行权价格为11月18日收盘价36.71元。授予日估计是在明年上半年。期权等待期一年，行权期三年，行权比例分别为40%，30%和30%。
- 股权激励的推出有利于稳定军心和调动积极性。大北农上市之前有198位在册个人股东，这部分个人股东持有的股权（除董监高外）已在今年3月解禁。公司面临如何留住优秀的员工股东，以及如何激励没有股权的后起之秀的问题。公司本次股票期权在新旧员工股东的分配比例为55%和45%。激励对象主要是公司董事、高级管理人员、核心技术和业务人员共102人。
- 行权条件对应10-14年业绩复合增速为35%。公司的行权条件是以10年度净利润为基数，12-14年的净利润增速分别达到95%、155%、235%且2012-2014年净资产收益率分别不低于13%、13.5%、14%。如果按照我们对11年EPS预测值1.32（同比增长70%）来看，14年相比于11年的复合增长率约为25%。如果按照wind对11年EPS的预测均值1.26（同比增长62%）来看，未来3年的复合增速为27%。
- 维持“强烈推荐”评级。我们预测11-13年扣除股权激励费用后的EPS摊薄分别为1.32，1.65和2.23元，对应净利增速为70%，25%和38%，其中12和13年EPS因股权激励费用分别下降8%和7%。按照11月18日收盘价36.71元/股计算，11-13年动态PE分别为28、22和16倍。考虑到生猪养殖行情的推动和股权激励对员工积极性的调动，以及公司可能携资金优势展开并购，我们维持“强烈推荐”的投资评级。

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	5,248	7,841	10,149	13,188	17,152
YoY(%)	32	49	29	30	30
净利润（百万元）	311	530	662	915	1,142
YoY(%)	12	70	25	38	25
毛利率(%)	22.9	21.7	21.2	20.4	20.3
净利率(%)	5.6	6.5	6.3	7.0	6.7
ROE(%)	15.9	16.5	18.5	21.2	21.4
EPS(摊薄/元)	0.78	1.32	1.65	2.23	2.74
P/E(倍)	47.3	27.8	22.2	16.5	13.4
P/B(倍)	4.8	4.4	3.9	3.1	2.6

图表1. 2380万股分三年行权，行权数量分别为40%，30%，30%

	期权份数（万份）	公允价值（万元）
第一个行权期	952	4978.74
第二个行权期	714	5232.37
第三个行权期	714	6532.62
合计	2380	16743.73

资料来源：公司公告，平安证券研究所；

图表2. 股票期权总费用1.71亿元，摊销年度为12-15年

年份	2012E	2013E	2014E	2015E	合计
各年摊销期权费用： 万元	6514.98	6453.31	3049.60	725.85	16743.73
股份数量：万股	400.8	410.32	417.46	424.6	
行权条件对应 EPS	1.51	1.98	2.60		

注：行权条件对应的12-14年EPS是以10年EPS 0.78为基数，分别增长95%，155%和235%计算得到；

资料来源：公司公告，平安证券研究所；

图表3. 行权条件对应10-14年净利增速35%

行权期	绩效考核目标
第一个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2012 年度净利润增长率达到 95%，净资产收益率不低于 13%。
第二个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2013 年度净利润增长率达到 155%，净资产收益率不低于 13.5%。
第三个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2014 年度净利润增长率达到 235%，净资产收益率不低于 14%。

注：净利润为扣除非经常性损益前后的归属于上市公司股东的净利润的孰低值；

净资产收益率为扣除非经常性损益前后归属于上市公司股东的加权平均净资产收益率孰低值。

资料来源：公司公告，平安证券研究所；

损益表（百万元，元/股）	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,248	7,841	10,149	13,188	17,152	净利润	311	530	662	915	1,142
营业收入增长率	32.0%	49.4%	29.4%	29.9%	30.1%	折旧摊销	59	67	117	112	113
营业成本	4,046	6,140	7,997	10,494	13,677	营运资金投资	-18	-359	-187	-367	-397
毛利率	22.9%	21.7%	21.2%	20.4%	20.3%	经营活动现金净流量	390	350	703	816	1,058
营业税金及附加	2	3	4	5	7	资本开支	-69	-695	-53	-131	-134
股权激励费用	0	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-287	-695	-53	-131	-134
销售费用	530	688	827	972	1,264	借款融资	-348	2	0	0	0
管理费用	311	427	564	641	858	支付红利	0	-100	-159	-199	-275
财务费用	-3	-22	-11	-5	-9	融资活动现金净流量	1,644	-77	-148	156	-4
投资净收益	7	7	7	7	7	当年现金净流量	1,747	-421	502	840	920
营业利润	357	611	774	1,087	1,362						
加：营业外收入	30	30	30	30	30	资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
减：营业外支出	10	4	4	4	4	货币资金	2,093	1,672	2,174	3,014	3,934
利润总额	377	637	800	1,113	1,389	应收款项	59	89	115	149	194
减：所得税	63	102	132	190	237	预付款项	86	161	190	262	334
净利润	314	535	668	924	1,152	存货	818	1,332	1,676	2,237	2,891
减：少数股东损益	3	5	6	8	10	其他流动资产	36	68	79	109	137
归属于母公司所有者的净利润	311	530	662	915	1,142	流动资产合计	3,092	3,322	4,233	5,772	7,490
销售净利润率	5.6%	6.5%	6.3%	7.0%	6.7%	长期股权投资	29	29	29	29	29
净利润增长率	11.7%	70.3%	24.9%	38.3%	24.7%	固定资产	669	1,310	1,257	1,288	1,319
EPS（当年股本）	0.78	1.32	1.65	2.23	2.74	无形资产	173	162	152	143	134
EPS（最新股本摊薄）	0.78	1.32	1.65	2.23	2.74	其他非流动资产	82	79	77	75	74
						非流动资产合计	952	1,580	1,515	1,535	1,556
重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	资产总计	4,045	4,902	5,749	7,307	9,046
估值水平						短期借款	27	27	27	27	27
PE	47.3	27.8	22.2	16.5	13.4	应付款项	269	447	557	747	963
PEG	1.1	1.0	0.7	0.9	1.0	预收款项	291	422	554	715	934
PB	4.8	4.4	3.9	3.1	2.6	应付股利	0	159	199	275	343
P/S	2.8	1.9	1.4	1.1	0.9	其他流动负债	217	328	424	557	722
股息收益率	0.7%	1.1%	1.3%	1.8%	2.2%	流动负债合计	804	1,383	1,761	2,321	2,988
经营回报率						长期借款	0	0	0	0	0
ROE	15.9%	16.5%	18.5%	21.2%	21.4%	应付债券	0	0	0	0	0
ROA	9.8%	11.0%	12.0%	13.8%	13.7%	其他非流动负债	59	61	61	61	61
资本结构与偿债能力						非流动负债合计	59	61	61	61	61
资产负债率	21.3%	29.5%	31.7%	32.6%	33.7%	负债合计	863	1,444	1,822	2,381	3,049
速动比率	283.0%	143.9%	145.2%	152.3%	153.9%	母公司所有者权益	3,082	3,353	3,816	4,806	5,868
运营效率						其中：实收资本	401	401	401	410	417
存货周转率	5.33	5.71	5.32	5.36	5.33	少数股东权益	100	105	111	119	129
流动资产周转率	2.4	2.4	2.7	2.6	2.6	股东权益合计	3,182	3,458	3,927	4,925	5,997
固定资产周转率	9.2	7.9	7.9	10.4	13.2	负债及股东权益总计	4,045	4,902	5,749	7,307	9,046

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257