

大北农(002385.SZ)

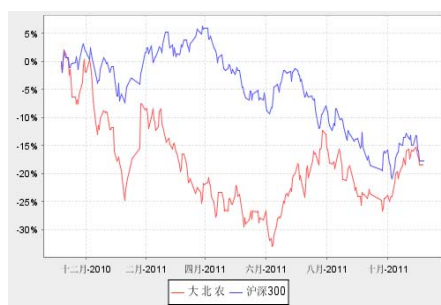
投资疫苗和种猪，战略升级步伐坚定

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **46.8 元**
 分析师: **谢刚** 联系人: **胡彦超**
 S0740510120005 农林牧渔小组
 021-20315178 021-20315176
 xiegang@r.qlzq.com.cn huyc@qlzq.com.cn
 2011 年 12 月 7 日

基本状况

总股本(百万股)	400.80
流通股本(百万股)	222.48
市价(元)	36.71
市值(百万元)	14713.37
流通市值(百万元)	8167.35

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,975.3	5,248.3	8,192.8	13,662.	18,607.
营业收入增速	10.21%	32.02%	56.10%	66.76%	36.20%
净利润增长率	93.64%	11.65%	75.04%	28.68%	29.84%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.78	1.30	1.71	2.20
前次预测每股收益(元)	0.82	0.78	1.36	1.71	2.18
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	52.04	27.01	21.49	16.84
PEG	0.00	4.47	0.36	0.75	0.56
每股净资产(元)	2.47	7.69	8.80	10.80	12.98
每股现金流量(元)	0.80	0.97	1.39	1.48	2.13
净资产收益率	33.21%	10.10%	15.45%	15.81%	16.80%
市净率	0.00	5.26	4.17	3.40	2.83
总股本(百万元)	340.00	400.80	400.80	410.32	417.46

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **大北农 12 月 7 日晚间公告:** 董事会通过决议 (1) 投资 6500 万元扩建福州大北农 GMP 车间产能, 进行动物疫苗生产; (2) 投资 6120 万元建立现代化原种猪场一个。
- **两个项目体现出大北农饲料业务战略升级的坚定决心。** 我们预计未来大北农将不只是猪预混料龙头, 而是向养殖户提供“优质种猪—动物保健—安全饲料—技术服务—综合辅助”的综合服务提供商转型, 顺应养殖规模化提升带来服务要求提高的发展趋势, 将进一步巩固大北农在高端猪饲料市场的竞争优势。
- **两个投资项目盈利前景良好, 为主业锦上添花。**
 - 大北农猪瘟、CR-H1 株、伪狂犬疫苗等品种供不应求, 诸稳康(猪瘟疫苗)单品销售额超过 7000 万元, 福州大北农申报的猪圆环病毒疫苗在今年 7 月通过验收并获得新兽药注册证书。在此情况下, 福州大北农计划在现有 7 条 GMP 生产线基础上新建细胞苗、菌苗、胚苗等 5 条生产线。2010 年福州大北农净利润 1200 多万元, 占总盈利的 3.9%, 新产能完全产后盈利有望提升至 2000 万元。
 - 大北农计划在北京延庆县建立一个 1800 头基础母猪规模的原种猪场。我国年需求原种猪 62 万头, 每年国外高价进口 1 万头左右, 而国内目前仅有唐人神等少数几家可以生产, 优质原种市场缺口巨大。本次项目完全达产后, 年可出栏原种猪 15500 头、淘汰种猪 20500 头, 按原种猪头净利 1500 元、淘汰猪头净利 200 元匡算, 完全达产后年利润将达到 2735 万元。
 - 原种场建立是公司向上游进军种猪产业的第一步, 原种场成功后, 未来将在国内适宜地区建设种猪扩繁场, 逐步形成完整的原种、祖代、父母代三级繁育体系和以点带面的全国性市场格局。

- 我们看好大北农在前段研发和后端营销上的核心竞争优势，未来看点在于（1）饲料行业景气滞后于养殖，将持续至 2012 全年，大北农饲料产能高速扩张契合了行业高景气；（2）依托产品和营销优势，进军高端教保料细分市场，成为新的快速增长点；（3）农华 101 等高利润率的种子旺销；（4）股权激励要求的高行权条件有利于流通股东，彰显公司管理层对业绩持续高速增长的信心，有助估值水平提升。
- 考虑到股权激励方案对费用的潜在影响，我们微调盈利预测，预计 2011-14 年净利润为 5.22 亿元、7.03 亿元、9.18 亿元、12.57 亿元，对应摊薄后 EPS 为 1.30、1.71、2.20、2.96 元。
- 2012 年许多农产品价格涨幅将大大收敛，农业股面临的上涨弹性也将随之收窄，但饲料行业的景高气和抗周期性使其成为 2012 年难得的靓丽风景，这是我们将饲料业作为和水产品行业并驾齐驱的两个重点子板块之一进行推荐的原因所在，我们继续重点推荐大北农，目标价 46.8 元，对应 27×2012PE 和 21×2013PE。

图表 1：种猪市场容量测算

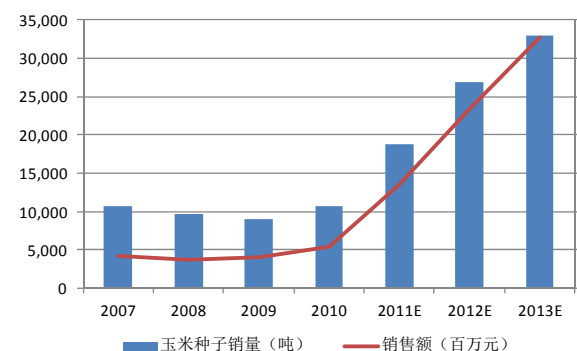
	2009年生猪出栏量（万头）	09年底能繁母猪存栏（万头）	理论父母代（二元）种猪年需求量	理论原种猪需求量（万头）
全国	64539	4910	1594	62
二元种猪需求量=生猪出栏量÷能繁母猪年提供商品猪13.5头÷能繁母猪使用年限（3年）				
原种猪需求量=父母代种猪需求量÷原种猪年提供父母代种猪头数8.6头÷原种母猪使用年限（3年）				

来源：齐鲁证券研究所

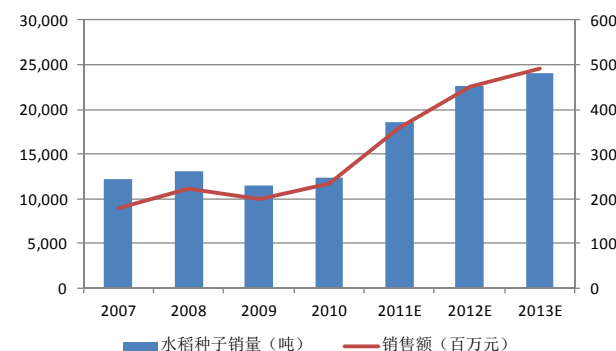
图表 2：大北农饲料业务详细假定

饲料合计	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
饲料产量（吨）	615,809	885,088	986,085	1,285,200	1,946,500	3,237,700	4,202,070
其中：预混料	131,135	175,310	219,119	211,200	248,000	338,200	417,120
浓缩料	106,162	156,875	155,151	181,500	306,000	486,000	732,600
配合料	378,512	552,903	611,814	892,500	1,392,500	2,413,500	3,052,350
产能利用率	93.3%	85.9%	77.0%	46.9%	41.4%	51.1%	60.3%
销量（吨）	603,493	851,166	953,563	1,263,672	1,914,200	3,184,215	4,132,870
销量YoY		41%	12%	33%	51%	66%	30%
其中：预混料	128,513	152,552	196,152	206,976	243,040	331,436	408,778
浓缩料	104,039	154,658	155,593	178,778	301,410	478,710	721,611
配合料	370,941	543,956	601,819	877,919	1,369,750	2,374,069	3,002,482
销售单价（元/吨）	2906.69	3454.23	3534.19	3622.70	3752.93	3866.93	4107.19
销售额（百万元）	1,754	2,940	3,370	4,578	7,184	12,313	16,974
毛利率	16.01%	16.29%	20.84%	19.86%	20.55%	19.82%	20.10%
毛利额（百万元）	280.86	478.81	702.26	909.05	1,476.49	2,440.92	3,412.70
成本（百万元）	1,473.30	2,461.31	2,667.82	3,668.85	5,707.36	9,872.23	13,561.77

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：大北农玉米种子爆发式增长


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：大北农水稻种子稳步放量


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：大北农销售详细预测表

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
预混料							
平均售价 (元/吨)	4,564.19	5,302.78	5,271.00	5,200.00	5,460.00	5,733.00	6,019.65
增长率 (YOY)	0.00%	16.18%	-0.60%	-1.35%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	128,513.00	152,552.00	196,151.64	206,976.00	243,040.00	331,436.00	408,777.60
增长率 (YOY)	0.00%	18.71%	28.58%	5.52%	17.42%	36.37%	23.34%
销售收入 (百万元)	586.56	808.95	1,033.92	1,076.28	1,327.00	1,900.12	2,460.70
增长率 (YOY)	0.00%	37.91%	27.81%	4.10%	23.30%	43.19%	29.50%
毛利率	31.27%	33.13%	38.56%	39.00%	42.53%	43.03%	43.33%
销售成本 (百万元)	403.14	540.94	635.24	656.53	762.63	1,082.50	1,394.48
增长率 (YOY)	0.00%	34.18%	17.43%	3.35%	16.16%	41.94%	28.82%
毛利 (百万元)	183.42	268.01	398.68	419.75	564.37	817.62	1,066.22
增长率 (YOY)	0.00%	46.12%	48.76%	5.28%	34.46%	44.87%	30.40%
占总销售额比重	26.33%	22.68%	26.20%	20.66%	16.39%	14.02%	13.29%
占主营业务利润比重	38.47%	36.92%	42.12%	35.25%	29.67%	26.79%	25.30%
浓缩料							
平均售价 (元/吨)	3,485.33	4,484.15	4,558.93	5,100.00	5,355.00	5,622.75	5,903.89
增长率 (YOY)	0.00%	28.66%	1.67%	11.87%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	104,039.00	154,658.00	155,592.95	178,777.50	301,410.00	478,710.00	721,611.00
增长率 (YOY)	0.00%	48.65%	0.60%	14.90%	68.60%	58.82%	50.74%
销售收入 (百万元)	362.61	693.51	709.34	911.77	1,614.05	2,691.67	4,260.31
增长率 (YOY)	0.00%	91.26%	2.28%	28.54%	77.02%	66.76%	58.28%
毛利率	13.11%	14.31%	18.90%	21.00%	23.39%	23.59%	23.79%
销售成本 (百万元)	315.07	594.27	575.27	720.29	1,236.52	2,056.70	3,246.78
增长率 (YOY)	0.00%	88.61%	-3.20%	25.21%	71.67%	66.33%	57.86%
毛利 (百万元)	47.54	99.24	134.06	191.47	377.53	634.96	1,013.53
增长率 (YOY)	0.00%	108.76%	35.09%	42.82%	97.17%	68.19%	59.62%
占总销售额比重	16.28%	19.44%	17.97%	17.50%	19.93%	19.85%	23.01%
占主营业务利润比重	9.97%	13.67%	14.16%	16.08%	19.85%	20.80%	24.05%
配合料							
平均售价 (元/吨)	2,170.16	2,642.97	2,703.18	2,950.00	3,097.50	3,252.38	3,414.99
增长率 (YOY)	0.00%	21.79%	2.28%	9.13%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	370,941.00	543,956.00	601,818.73	877,918.62	1,369,749.77	2,374,069.00	3,002,481.67
增长率 (YOY)	0.00%	46.64%	10.64%	45.88%	56.02%	73.32%	26.47%
销售收入 (百万元)	805.00	1,437.66	1,626.82	2,589.86	4,242.80	7,721.36	10,253.46
增长率 (YOY)	0.00%	78.59%	13.16%	59.20%	63.82%	81.99%	32.79%
毛利率	6.20%	7.76%	10.42%	11.50%	12.60%	12.80%	13.00%
销售成本 (百万元)	755.09	1,326.10	1,457.31	2,292.03	3,708.21	6,733.03	8,920.51
增长率 (YOY)	0.00%	75.62%	9.89%	57.28%	61.79%	81.57%	32.49%
毛利 (百万元)	49.91	111.56	169.51	297.83	534.59	988.33	1,332.95
增长率 (YOY)	0.00%	123.53%	51.95%	75.70%	79.49%	84.88%	34.87%
占总销售额比重	36.14%	40.31%	41.22%	49.71%	52.39%	56.95%	55.39%
占主营业务利润比重	10.47%	15.37%	17.91%	25.01%	28.11%	32.38%	31.62%
种子							
平均售价 (元/公斤)	11.58	13.18	13.75	14.91	16.89	18.57	20.13
增长率 (YOY)	0.00%	13.78%	4.32%	8.48%	13.25%	9.94%	8.41%
销售数量 (吨)	23,028.00	22,822.56	20,425.48	23,130.52	37,300.19	49,571.04	57,087.64
增长率 (YOY)	0.00%	-0.89%	-10.50%	13.24%	61.26%	32.90%	15.16%
销售收入 (百万元)	266.71	300.74	280.77	344.92	629.90	920.32	1,148.96
增长率 (YOY)	—	12.76%	-6.64%	22.85%	82.62%	46.11%	24.84%
毛利率	40.42%	38.90%	38.81%	43.18%	47.03%	48.98%	50.93%
销售成本 (百万元)	158.91	183.76	171.80	195.98	333.64	469.51	563.85
增长率 (YOY)	—	15.64%	-6.50%	14.07%	70.24%	40.73%	20.09%
毛利 (百万元)	107.80	116.99	108.97	148.94	296.26	450.81	585.11
增长率 (YOY)	—	8.52%	-6.86%	36.68%	98.92%	52.17%	29.79%
占总销售额比重	11.97%	8.43%	7.11%	6.62%	7.78%	6.79%	6.21%
占主营业务利润比重	22.61%	16.12%	11.51%	12.51%	15.58%	14.77%	13.88%
动保植保其他							
销售收入 (百万元)	206.70	326.07	295.59	286.91	285.04	324.04	388.85
增长率 (YOY)	—	57.75%	-9.35%	-2.94%	-0.65%	13.68%	20.00%
毛利率	42.60%	39.87%	45.79%	46.24%	45.36%	49.53%	55.84%
销售成本 (百万元)	118.65	196.05	160.25	154.25	155.75	163.53	171.71
增长率 (YOY)	—	65.23%	-18.26%	-3.74%	0.97%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	88.05	130.02	135.34	132.66	129.29	160.51	217.14
增长率 (YOY)	—	47.67%	4.09%	-1.98%	-2.54%	24.15%	35.28%
占总销售额比重	9.28%	9.14%	7.49%	5.51%	3.52%	2.39%	2.10%
占主营业务利润比重	18.47%	17.91%	14.30%	11.14%	6.80%	5.26%	5.15%
销售收入小计	2227.58	3566.93	3946.44	5209.73	8098.78	13557.51	18512.27
销售成本小计	1750.86	2841.12	2999.87	4019.08	6196.74	10505.28	14297.32
毛利	476.72	725.82	946.57	1190.65	1902.04	3052.24	4214.95
平均毛利率	21.40%	20.35%	23.99%	22.85%	23.49%	22.51%	22.77%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308