



饲料业

研究简报

大北农(002385.SZ)

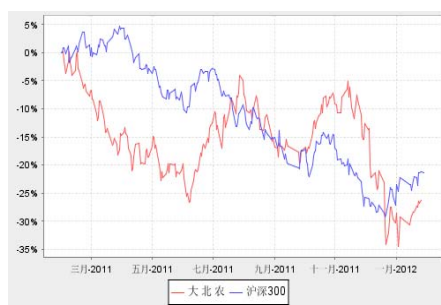
复制福建模式，布局新一轮增长

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **43.5**
 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@r.qlzq.com.cn
 2012年2月14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)	30.31
市值(百万元)	12148.25
流通市值(百万元)	6743.46

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	8,098.7	13,611.	18,623.
营业收入增速	10.21%	32.02%	54.31%	68.07%	36.82%
净利润增长率	93.64%	11.65%	60.95%	42.66%	30.82%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.78	1.25	1.74	2.24
前次预测每股收益(元)	0.82	0.78	1.30	1.71	2.20
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	24.96	17.91	13.93
PEG	0.00	4.47	0.41	0.42	0.45
每股净资产(元)	2.47	7.69	8.69	10.73	12.96
每股现金流量(元)	0.80	0.97	1.27	1.50	2.17
净资产收益率	33.21%	10.10%	14.38%	16.23%	17.27%
市净率	0.00	5.26	3.59	2.91	2.41
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

- 福建省系大北农历经多年成功经营的饲料、猪禽疫苗等动保产品战略前沿要地。通过本次福建地区多项业务的系统性调研，我们在如下三方面的认识取得了突破性提升：（1）对饲料产能扩张路径及盈利曲线进行准确描绘；（2）洞悉疫苗等新业务的盈利增势；（3）从草根视角管窥公司下属经营单元的战术执行、成本管理及营销创新能力，进而评估公司盈利水平、持续增长潜力及福建模式的复制推广潜力。
- 其一，福建是大北农饲料销售优势地区，近两年收入平均增长 56%，在福建的市场占有率达 15.5%，远高于大北农全国猪饲料市场 2-3% 的平均份额水平，我们预计 2011 年福建饲料净利润达到 1 亿元。
- 见微知著，目前大北农正在全国范围加紧新一轮产能布局，保障未来三年饲料高速增长。截至 2011 年底，大北农共拥有生产基地 27 个、在建 12 个、拟建 8 个，饲料总产能 500 万吨，较 2010 年的 275 万吨增长 80% 以上，我们预计未来两年还有 200 万吨的新增产能，保障饲料业务份额提升和利润水平的持续稳定增长。
- 其二，除饲料外，大北农其他业务单元如种子、疫苗都在各自细分领域露出峥嵘。随着圆环、蓝耳病等猪疫苗新品在去年下半年的陆续投产，预计福建大北农动物疫苗业务将成为令人耳目之新的利润增长来源之一。虽然基数较小，但我们预计 2012 年有望实现翻番，达到 4000 万元净利润水平。
- 其三，基于产能规模快速扩张和深耕细作的服务，福建大北农已经形成了一套以“养猪大赛+实证养殖+标杆打造”为核心的高端料市场推广模式，伴随着“福建模式”在广东、山东等其他区域的快速推广，我们预判 2012 年大北农将有 6-8 个饲料盈利过 5000 万的省，2014 年前或出现 3-4 个盈利过亿的省份。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

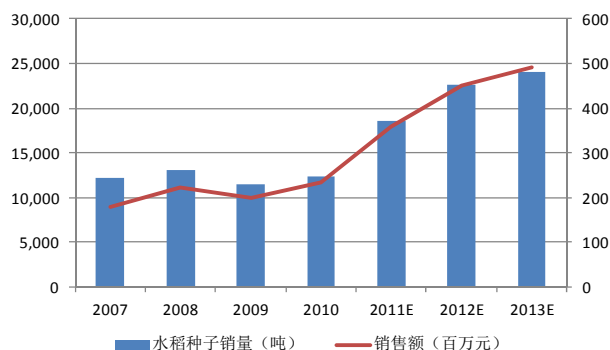
- 畜禽养殖及饲料行业景气高位持续的时间或将受到疫情影响而拉长。近期，全国散发的生猪流行性腹泻导致仔猪存活率下降，四川、山东等部分地区仔猪死亡率高达 20%，考虑到供给端可能做减法，我们认为猪价进一步下跌的空间已然不大，生猪养殖及饲料行业维持景气高位的时间有望延长，大北农盈利增长和估值回升有望对股价构成积极拉动。
- 考虑到股权激励行权费用的计入，我们略微调减 2011 年盈利，同时小幅调升 2012-13 年盈利预测。预计 2011-13 年净利润分别为 5.0、7.2、9.3 亿元，同比增长 61%、43%、31%，对应 11-13 年 EPS 分别为 1.25、1.74、2.24 元。
- 我们继续看好大北农在饲料、种子、动保产品等领域的“前端研发+后端销售”之核心竞争优势，继续将大北农作为 2012 年兼具盈利增长弹性和稳健性的重点品种积极推荐，目标价 43.5 元，建议机构投资者积极买入。

图表 1：大北农饲料业务详细假定

饲料合计	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
设计产能（吨）	660,000	1,030,000	1,280,000	2,740,000	4,700,000	6,332,000	6,965,200
其中：预混料	150,000	180,000	190,000	330,000	500,000	632,000	695,200
浓缩料	110,000	200,000	260,000	660,000	750,000	1,110,000	1,221,000
配合料	400,000	650,000	830,000	1,750,000	3,450,000	4,590,000	5,049,000
产能yoy		56%	24%	114%	72%	35%	10%
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%	20.49%	19.57%	19.68%
毛利额（百万元）	280.86	478.81	702.26	909.05	1,472.25	2,410.04	3,340.92
成本（百万元）	1,473.30	2,461.31	2,667.82	3,668.85	5,711.60	9,903.12	13,633.54

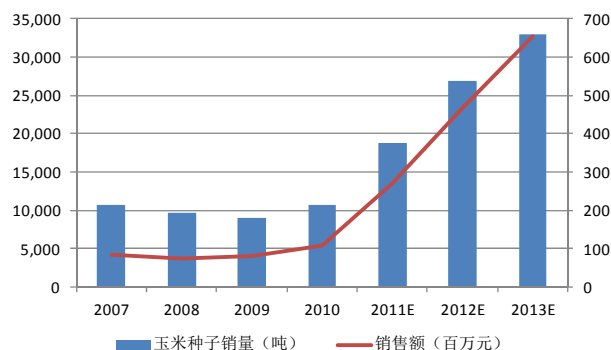
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：大北农水稻种子业务稳定增长



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：大北农玉米种子业务爆发式增长



来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 大北农销售收入预测表

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%	13.96%	13.21%
占主营业务利润比重	38.47%	36.92%	42.12%	35.25%	29.74%	26.59%	25.06%
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%	19.78%	22.88%
占主营业务利润比重	9.97%	13.67%	14.16%	16.08%	19.89%	20.65%	23.82%
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%	12.50%	12.40%	12.30%
销售成本 (百万元)	755.09	1,326.10	1,457.31	2,292.03	3,712.45	6,763.91	8,992.28
增长率 (YOY)	0.00%	75.62%	9.89%	57.28%	61.97%	82.20%	32.94%
毛利 (百万元)	49.91	111.56	169.51	297.83	530.35	957.45	1,261.18
增长率 (YOY)	0.00%	123.53%	51.95%	75.70%	78.07%	80.53%	31.72%
占总销售额比重	36.14%	40.31%	41.22%	49.71%	52.39%	56.73%	55.06%
占主营业务利润比重	10.47%	15.37%	17.91%	25.01%	27.95%	31.13%	29.65%
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%	6.76%	6.17%
占主营业务利润比重	22.61%	16.12%	11.51%	12.51%	15.61%	14.66%	13.75%
动保植保其他							
销售收入 (百万元)	206.70	326.07	295.59	286.91	285.04	377.97	499.79
增长率 (YOY)	—	57.75%	-9.35%	-2.94%	-0.65%	32.60%	32.23%
毛利率	42.60%	39.87%	45.79%	46.24%	45.36%	56.73%	65.64%
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	214.44	328.08
增长率 (YOY)	—	47.67%	4.09%	-1.98%	-2.54%	65.86%	53.00%
占总销售额比重	9.28%	9.14%	7.49%	5.51%	3.52%	2.78%	2.68%
占主营业务利润比重	18.47%	17.91%	14.30%	11.14%	6.81%	6.97%	7.71%
销售收入小计	2227.58	3566.93	3946.44	5209.73	8098.78	13611.45	18623.22
销售成本小计	1750.86	2841.12	2999.87	4019.08	6200.99	10536.16	14369.10
毛利	476.72	725.82	946.57	1190.65	1897.80	3075.28	4254.12
平均毛利率	21.40%	20.35%	23.99%	22.85%	23.43%	22.59%	22.84%

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。