



饲料产能扩张盈利提升 全年稳增长

——大北农（002385）2012年1季报点评

2012年4月24日

强烈推荐/维持

大北农

财报点评

王昕	农林牧渔行业分析师	执业证书编号：S1480511090001
	010-66554015 wangxin@dxzq.net.cn wangxin200810@hotmail.com	

事件：

2012年4月24日公司发布2012年1季报：公司今年1季度实现营业收入21.03亿元，同比增长46.08%；归属于母公司所有者净利润1.79亿元，同比增长50.15%。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	1122.18	1171.64	1353.98	1600.59	1439.57	1703.22	2136.62	2556.59
增长率（%）	34.21	34.67	29.32	30.95	28.28	45.37	57.80	59.73
毛利率（%）	25.11	22.12	20.68	23.82	25.12	20.54	19.01	22.19
期间费用率（%）	16.60	16.22	15.14	16.08	14.75	13.57	13.58	12.56
营业利润率（%）	8.27	5.62	5.45	7.78	10.09	6.90	5.33	8.92
净利润（百万元）	78.51	56.55	58.65	120.29	136.38	99.37	89.22	202.90
增长率（%）	2.48	6.13	27.89	14.17	73.71	75.74	52.12	68.68
每股盈利(季度,元)	0.23	0.14	0.14	0.31	0.30	0.24	0.24	0.48
资产负债率（%）	51.41	18.49	19.28	21.33	16.75	19.34	22.74	24.21
净资产收益率（%）	8.21	1.91	1.94	3.78	4.11	3.00	2.63	5.65
总资产收益率（%）	3.99	1.56	1.57	2.97	3.42	2.42	2.03	4.28

评论：

积极因素：

- 收入增长近50%，主要来自饲料陆续达产。今年1季度收入21.03亿元，较上年同期增加6.63亿元，增长46.08%，主要是公司募集资金投资项目陆续投产及公司进一步提升客户服务能力所致。
- 净利润增长50%，快于收入。公司1季度净利润较上年同期增加5973.37万元，增长50.15%，主要因公司营业收入增长较快，且费用增长速度低于营业收入的增长速度。

消极因素：

- 三项费用有所增加，但占收入比重基本稳定。今年1季度公司销售费用较上年同期增加4517.43万元，增长34.20%，主要是因为销售业务增加，销售绩效工资、运杂费、差旅费等相应增长。管理费用较上年同期增加2922.69万元，增长35.22%，主要因公司人员增加，薪酬、科研费用等增加所致。公司财务费用较上年同期减少333.08万元，下降了125.06%，主要因为银行存款利息收入增加。

业务展望：

目前饲料行业格局分散，扩张产能是实现行业洗牌加速产业集中度的主要方式，公司未来饲料产业的发展将是在完成省级核心厂建设基础上，围绕公司市场基础较好、养殖密集度较高、交通运输条件较好区域，采取租赁、新建、收购、合资等多种形式布局若干卫星厂。我们估计公司经过上市前后的两轮饲料产业布局，目前产能已达500万吨，随着IPO和超募资金投向项目的达产，公司已基本实现所有省份均有饲料厂的布局，我们预计今年下半年还将有100万吨左右饲料投产，明年约有80-90万吨。

种子方面，公司将继续保持不低于种子销售收入8%的研发投入，为公司中长期发展打下坚实基础，在市场推广上主要是在农华101和天优华占等技术服务推广模式上寻求创新和突破，积极探索区域性新型营销推广模式。疫苗方面，公司自主知识产权产品“诸欢泰”和特色新产品“蓝定抗”将上市，随着北京大兴生物疫苗基地的建设，预计未来将形成福州和北京两个疫苗中心。公司现有疫苗产品主要面向大猪场，我们预计未来疫苗除继续提高大场占有率外还将借助饲料渠道提高中小猪场拓展力度。

在人才建设上，公司将继续吸纳和感召国际性高端研发或管理人才、有丰富市场开拓经验或养殖育种经历的市场或技术服务人员。在研发投入方面，以微生物饲料、生物育种、动物疫苗为重点，全力打造有国际竞争力的农业科技研究中心。

随着募集资金投资项目的陆续投产，公司高档高端饲料产能将进一步扩大，产品品种和销售结构将优化，同时产品盈利能力也将有提升。同时公司以往的信息化建设逐步到位后，费用率将有下降，整体经营效率将步入上升期。公司公告预计今年1-6月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度40%~70%，净利润约为3.05亿元-3.7亿元，对应EPS0.76元-0.93元。

盈利预测与投资建议

去年公司饲料产能释放、销量增长，乳猪料和种子销售向好进一步提升了公司整体盈利能力，今年初期公司公告再建包括教保料、配合料和预混料在内共计78万吨产能，再次体现了公司饲料产能扩张的力度和速度，我们预计公司今年将新增产能100万吨，明年约80-90万吨左右，公司总产能将由现在的约500万吨增长40%左右。我们认为公司饲料业务在前两轮扩张基础上未来将从南到北建设更多卫星厂，逐步形成南北两个饲料生产中心，缓解公司高档乳猪料供不应求的局面，同时加速配合料产能扩张和释放。疫苗方面北京大兴生物医药产业基地的建设进一步提高了公司科研能力，丰富了产品线，未来北京将成为除福州外公司另一疫苗基地，随着疫苗新品种投向市场和后续品种的开发，我们预计疫苗业务可望成为公司增长新亮点。我们预计公司12和13年EPS分别为1.75元和2.38元，对应PE20倍和15倍，目标价45元，维持此前“强烈推荐”评级。

风险提示

生猪价格受疫病、突发事件和国家调控影响，生猪价格下跌影响存栏量进而影响公司饲料销量。

天气灾害等不可提前预知因素对水稻和玉米产量有影响。

公司盈利预测表

万元	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7834.24	11970.01	17608.76
(+/-)	49.27%	52.79%	47.11%

经营利润(百万元)	602.61	827.57	1,139.49
(+/-)	68.82%	39.57%	37.69%
净利润(百万元)	506.37	699.61	955.83
(+/-)	62.70%	38.27%	36.62%
每股收益(元)	1.26	1.75	2.38

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。