

大北农 (002385.SZ) 饲料行业

评级: 买入 维持评级

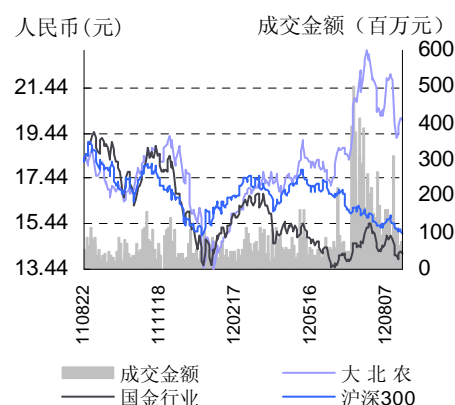
业绩点评

市价(人民币): 20.00 元
目标(人民币): 23.90-29.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	357.69
总市值(百万元)	160.32
年内股价最高最低(元)	23.10/13.44
沪深 300 指数	2295.59
中小板指数	5007.31



相关报告

1. 《饲料和种子齐飞, 营销与管理共长》, 2012.5.7

虞秀兰 分析师 SAC 执业编号: S1130512050001
(8621)61038294
yuxl@gjzq.com.cn

行业集中度加速提升, 长期稳健增长

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.777	1.257	0.897	1.194	1.654
每股净资产(元)	7.69	8.68	10.22	12.15	15.16
每股经营性现金流(元)	0.97	1.66	1.94	2.44	3.28
市盈率(倍)	52.04	25.86	21.33	16.03	11.57
行业优化市盈率(倍)	59.96	57.15	57.15	57.15	57.15
净利润增长率(%)	11.65%	61.86%	42.68%	33.12%	38.55%
净资产收益率(%)	10.10%	14.48%	17.54%	19.64%	21.82%
总股本(百万股)	400.80	400.80	801.60	801.60	801.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 大北农公布 2012 年半年报, 收入 44.68 亿元, 同比增长 42.15%; 归属上市公司净利润 3.72 亿元, 增长 41.39%; EPS0.39 元, 符合我们及市场的预期。如剔除股权激励影响, 净利润为 3.28 亿元, 同比增长 50.79%。

经营分析

- **猪饲料快速增长:** 公司上半年饲料销量为 102.67 万吨, 比上年同期增长 45.18%。增加了高比例预混料、母猪浓缩料、乳猪配合料等高端高档新产品, 并将核心产品从原来的“教保料”扩展到“大乳猪料”系列产品, 大乳猪系列产品收入 11.16 亿元, 同比增长 44.61%; 高比例预混料产品收入 1.25 亿元, 同比增长 102.32%。高端料有效提升盈利水平, 虽配合料占比提升, 饲料毛利率仅下滑了 0.1%。
- **种业拖累收入增长, 归因于行业性和季节性因素:** 水稻种子收入 1.99 亿元, 同比减少 9.37%; 玉米种子收入 6306 万元, 同比减少 10.93%。主要受春节比上年提前, 客户提货也相应提前影响。公司 2011-2012 年度种子销售额同比增长约 12%, 其中玉米增长近 40%, 水稻增长近 15%, 净利润增长幅度超过 40%。我们持续看好公司的核心品种增长以及后续的储备品种, 以及超级杂交水稻、高产多抗玉米新品种产业化项目的投产效用。
- **疫苗即将发力, 未来拉动净利润和盈利水平:** 兽药销售收入 3840 万元, 同比下降 0.70%, 疫苗收入 5637 万元, 同比增长 35.59%, 主要为猪圆环疫苗推广。随着后续鸡法氏囊耐热疫苗、猪瘟耐热活疫苗等品种推出及销售渠道成熟, 销售费用率将有所降低, 未来有望提升盈利水平和贡献超过 5% 的净利润。
- **猪饲料下半年集中度加速提升:** 目前生猪价格低迷加速中小企业的退出, 原材料价格上涨也促进了龙头企业的采购和规模优势, 我们认为未来一年内龙头将加速抢占市场份额, 且将在明年迎来新的景气期。公司上半年经营性净现金流-2.23 亿主要为预付原料采购费用, 一定程度缓解了饲料成本上涨压力。

■ 下半年费用率下降仍有空间，我们判断可能来自于以下方面：

- 上半年销售额超过 1 个亿的公司近 20 家，销售额超过 2 个亿的近 10 家，随着大型子公司数量增多，盈利能力将提升。
- 公司募投项目及超募资金的产能陆续在今年投产或接近正常运营，这将摊薄固定成本费用。
- 疫苗业务的研发投入和销售费用率将随着收入增长而摊薄。

投资建议

■ 盈利预测。我们维持对公司 2012-2014 年盈利预测，销售收入分别为 113、156 及 212 亿元，同比分别增长 43.9%、38.7%和 35.7%；EPS 分别为 **0.91**、**1.22** 和 **1.68** 元，净利润同比增长 **44.0%**、**34.3%**和 **38.2%**。

■ 投资建议。结合公司 2012-14 年的盈利增长，我们给予公司 20-25×13PE 的估值水平，目标价 23.9-29.8 元，给予“买入”的投资评级。我们持续看好

风险提示

■ 公司上半年应收账款 2.30 亿元，同比增长 170%，由于下半年猪饲料行情相对低迷，可能有一定的坏账风险。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	7	12	40
买入	0	1	1	3	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	2.00	1.22	1.21	1.17
评分	0	0	1.60	1.58	1.54

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-07	增持	19.13	20.80 ~ 24.40

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B