



饲料产能释放保增长 净利润增38%

——大北农（002385）2012年三季报点评

2012年10月25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10月25日公司公布三季报：前三季度实现营业收入72.92亿元，同比增长38.12%；营业利润5.07亿元，同比增长34.67%；归属母公司净利润4.33亿元，同比增38.33%，每股收益0.54元。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	1600.59	1439.57	1703.22	2136.62	2556.59	2102.89	2364.69	2824.57
增长率（%）	30.95%	28.28%	45.37%	57.80%	59.73%	46.08%	38.84%	32.20%
毛利率（%）	23.82%	25.12%	20.54%	19.01%	22.19%	24.31%	20.55%	18.97%
期间费用率（%）	16.08%	14.75%	13.57%	13.58%	12.56%	13.48%	13.92%	13.93%
营业利润率（%）	7.78%	10.09%	6.90%	5.33%	8.92%	10.47%	6.40%	4.81%
净利润（百万元）	120.29	136.38	99.37	89.22	202.90	194.94	131.76	111.71
增长率（%）	14.17%	73.71%	75.74%	52.12%	68.68%	42.94%	32.59%	25.21%
每股盈利(季度, 元)	0.310	0.300	0.240	0.240	0.480	0.450	0.390	0.540
资产负债率（%）	21.33%	16.75%	19.34%	22.74%	24.21%	20.39%	22.01%	24.85%
净资产收益率（%）	3.78%	4.11%	3.00%	2.63%	5.65%	5.14%	3.44%	2.82%
总资产收益率（%）	2.97%	3.42%	2.42%	2.03%	4.28%	4.09%	2.68%	2.12%

评论：

积极因素：

- 7-9月公司收入同比增长32%，环比增长19%。7-9月公司实现收入28.25亿元，同比增长32.32%；实现营业利润1.36亿元，同比增长19.16%，归属母公司净利润1.12亿元，同比增长25.21%。环比来看，公司收入增长19.45%，净利润则有8%左右的下滑，主要因三季度玉米和豆粕成本大幅增长，但整体看公司在猪价下跌且原料价格上涨之下，仍保持了较高的增速。
- 成本压力下毛利率仅略降，基本持平。公司前三季度毛利率21.02%，略低于去年同期的21.17%，在国内外玉米、豆粕价格逐月攀升的情况下（6-9月国际豆粕均价分别为482.82美元/吨、587.92美元/吨、620.76美元/吨和617.99美元/吨，国际豆粕9月均价较6月增长近30%，国内增长31%），我们认为公司能保持基本持平的毛利率已属优秀。

消极因素:

- **销售和管理费用小幅上涨。**前三季度公司销售费用和管理费用分别为1.74亿元和1.04亿元，同比增长36.78%和37.11%，销售费用增加主要是因为生产规模扩大和销售人员增加，致使薪资、差旅等销售费用增加；管理费用增加主要是因为科研费用及股票期权费用增加所致，其中期权费用增加2556.39万元。

业务展望:

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，今年下半年已投入和将投产的产能预计有100万吨左右，明年约有80-90万吨。饲料行业竞争激烈整体毛利率不高，我们认为未来企业发展将主要来自两方面：一是配合料产能的不断扩张；二是依靠科技带动新增长，依靠服务提升饲料价值。公司目前正处于产能不断扩张和释放的时期，未来将主要在养殖集中区和饲料产业环境较好的省份重点布局卫星厂，实现以点带面的产业分布；在产品创新和服务提升方面则重点专注乳猪料母猪料等细分饲料品种，同时大力推广为农户创造价值的营销服务体系。

种业方面公司将继续保持不低于种子销售收入8%的研发投入，为企业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，通过发挥玉米等新品种“高产、优质、抗性好”等特点，将推广品种向推广技术服务转变，将店面销售向田间示范销售转变。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，疫苗将成为公司增长的新亮点。

公司未来将提升对专营专销户和中大规模猪场的综合服务水平，通过优秀经销团队和猪场的加盟来逐步改善公司客户结构，具体操作上公司主要通过加强“大北农事业伙伴财富共同体”建设、委派专业技术服务人员担任中大规模猪场技术场长、全面推广客户服务网、利用互联网改变客户结算模式、帮助客户提升管理、协助客户融资和派驻财务专员等服务模式，大力提高公司对重点客户的综合服务价值。去年公司引进了一批国际高端研发和管理人才，今年又在北京新建生物疫苗基地，多项举措着力在饲料种子和疫苗方面打造有国际竞争力的农业科技研究中心，为公司长期发展奠定基础。

盈利预测与投资建议

公司同时公告今年全年公司净利润为6.55-8.06亿元，增幅在30%-60%，对应EPS0.82至1.01元。我们预计公司12-13年EPS分别为0.94元和1.24元，对应PE23倍和17倍，维持“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；天气灾害影响水稻和玉米制种产量。

公司盈利预测表

百万元	2011A	2012E	2013E
营业收入	7,836.00	11,970	17,609
(+/-)	49.3%	52.8%	47.1%

经营利润 (EBIT)	604.72	893.26	1,194.03
(+/-)	47.71%	33.67%	33.18%
净利润	503.76	750.35	997.40
(+/-)	61.9%	48.95%	32.92%
每股净收益 (元)	1.26	0.94	1.24

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。