

大北农 (002385): 业绩放缓 中长期看好

分析师: 刘苗

执业证书编号: S0300512080001

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期: 2012年11月15日

www.lxzq.com.cn

要点:

1、三季度业绩增速放缓

2012年前三季度实现营业收入72.92亿元, 同比增长38%; 营业利润5.07亿元, 同比增长35%; 归属母公司净利润4.33亿元, 同比增长38%。但第三季度营收同比增长32%, 营业利润同比增长19%, 归属净利润同比增长27%, 增速明显放缓。

2、猪周期及原料成本是主要影响因素

公司是国内规模最大的预混料生产企业, 乳猪教槽料、保育料、母猪料等高端猪饲料保持较强的竞争。同时, 公司开发并推出了高比例预混料、母猪浓缩料、乳猪配合料、仔猪浓缩料等高端高档新产品, 将公司的核心产品从原来的“教保料”扩展到“大乳猪料”系列产品。2011年, 饲料业务贡献近90%的营业收入和约77%毛利, 是公司最核心的业务。

今年以来, 饲料行业上游原材料如玉米、豆粕、鱼粉等大宗原料价格不断上涨, 下游猪肉价格持续低迷, 生猪养殖盈利不断下降, 养殖户补栏积极性较差, 生猪存栏量同比增速不断下滑, 1-3季度全国生猪存栏增速分别为5.5%、4.4%和1.8%。根据我们对猪周期的判断, 猪价反弹可能要到2013年中期左右, 因此我们判断未来二三个季度生猪存栏量将可能出现下滑, 因此四季度公司业绩将持续放缓势头。但随着猪价上升, 补栏和存栏将双双提升, 养殖及饲料都将迎来新一轮的景气周期。

3、盈利预测

我们预计公司2012/2013/2014年净利润增速分别为35%/24.4%/31.5%, EPS分别为0.85/1.05/1.39元, 目前股价对应12/13/14年PE分别为23/19/14, 我们认为目前猪价正处于低谷期, 未来随着价格上涨, 养殖及饲料企业将率先受益, 建议中长线投资者关注, 给予公司“增持”评级。

4、风险提示

- 1) 大豆等原料价格波动
- 2) 疫情发生导致猪等畜禽存量大幅下滑

图表1 盈利预测表

资产负债表(百万元)	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E	利润表(百万元)	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,092	3,357	3,906	4,481	5,361	营业收入	5,248	7,836	10,121	12,714	17,124
现金	2,093	2,150	1,907	2,569	2,162	营业成本	4,046	6,151	7,833	9,857	13,324
应收账款	56	85	85	85	85	营业税金及附加	2	2	3	4	5
其它应收款	34	25	25	25	25	营业费用	530	684	942	1,175	1,572
预付账款	86	117	156	194	262	管理费用	311	404	559	696	931
存货	818	961	1,715	1,590	2,809	财务费用	(3)	(33)	(40)	(51)	(68)
其他	5	20	18	19	19	资产减值损失	11	24	16	18	19
非流动资产	952	1,380	1,540	1,754	1,966	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期投资	29	39	32	33	33	投资净收益	7	1	4	3	3
固定资产	549	869	1,095	1,300	1,505	营业利润	357	605	811	1,017	1,345
无形资产	173	206	228	251	273	营业外收入	30	25	27	27	27
其他	202	265	185	170	155	营业外支出	10	7	8	8	8
资产总计	4,045	4,737	5,445	6,235	7,327	利润总额	377	623	830	1,036	1,363
流动负债	804	1,052	1,206	1,300	1,469	所得税	63	95	132	164	215
短期借款	27	14	78	50	-	净利润	314	528	699	872	1,149
应付账款	263	380	380	380	380	少数股东损益	3	24	19	27	37
其他	513	657	748	870	1,089	归属母公司净利润	311	504	680	846	1,112
非流动负债	59	95	71	76	76	EBITDA	413	653	834	1,043	1,367
长期借款	-	-	(1)	(2)	(3)	EPS(元)	0.78	1.26	0.85	1.05	1.39
其他	59	95	73	78	79						
负债合计	863	1,147	1,277	1,376	1,544						
少数股东权益	100	111	130	156	193						
股本	401	401	802	802	802						
资本公积	2,023	2,017	1,617	1,617	1,617						
留存收益	658	1,061	1,620	2,284	3,171						
归属母公司股东权益	3,082	3,479	4,039	4,703	5,589						
负债和股东权益	4,045	4,737	5,445	6,235	7,327						
现金流量表(百万元)	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E	主要财务比率	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	390	665	12	1,105	103	成长能力					
净利润	314	528	699	872	1,149	营业收入	32.0%	49.3%	29.2%	25.6%	34.7%
折旧摊销	59	81	63	77	91	营业利润	12.5%	69.4%	34.2%	25.4%	32.2%
财务费用	(3)	(33)	(40)	(51)	(68)	归属于母公司净利润	11.7%	61.9%	34.9%	24.4%	31.5%
投资损失	(7)	(1)	(4)	(3)	(3)	盈利能力					
营运资金变动	(0)	38	(701)	210	(1,067)	毛利率	22.9%	21.5%	22.6%	22.5%	22.2%
其它	27	53	(4)	(1)	3	期间费用率	16.0%	13.5%	14.4%	14.3%	14.2%
投资活动现金流	(287)	(489)	(239)	(283)	(302)	净利润率	5.9%	6.4%	6.7%	6.7%	6.5%
资本支出	297	448	234	247	269	ROE	10.1%	14.5%	16.8%	18.0%	19.9%
长期投资	9	(48)	(7)	1	0	ROIC	32.3%	40.6%	33.6%	42.1%	35.7%
其他	19	(88)	(12)	(36)	(33)	偿债能力					
筹资活动现金流	1,644	(118)	(16)	(160)	(208)	资产负债率	21.3%	24.2%	23.5%	22.1%	21.1%
短期借款	(339)	(13)	64	(28)	(50)	净负债比率	3.1%	1.2%	6.0%	3.5%	-0.2%
长期借款	(4)	-	(1)	(1)	(1)	流动比率	3.85	3.19	3.24	3.45	3.65
普通股增加	61	-	401	-	-	速动比率	2.83	2.28	1.82	2.22	1.74
资本公积增加	1,951	(6)	(401)	-	-	营运能力					
其他	(25)	(99)	(78)	(131)	(157)	总资产周转率	1.77	1.78	1.99	2.18	2.53
现金净增加额	-	3	(243)	662	(407)	应收账款周转率	104.30	111.04	119.16	149.69	201.61
						应付账款周转率	16.23	19.12	20.61	25.93	35.05
						每股指标(元)					
						EPS	0.39	0.63	0.85	1.05	1.39
						每股经营现金流	0.49	0.83	0.02	1.38	0.13
						每股净资产	3.84	4.34	5.04	5.87	6.97
						估值比率					
						P/E	25.2	15.6	23.1	18.6	14.1
						P/B	2.55	2.26	3.89	3.34	2.81

资料来源：联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。