

# 业绩略低于市场预期，行业景气度逐步回落

**谨慎推荐** (维持)

**风险评级：较高风险**

大北农（002385）2012年度业绩快报点评

黄凡 (SAC 执业证书编号：S0340511010003)

电话：0769-22119416 邮箱：hf@dgzq.com.cn

2013年2月28日

## 事件：

公司2月28日发布业绩快报预计报告期内，公司营业总收入1,063,957.01万元，比上年同期增长35.78%，营业利润80,705.04万元，比上年同期增长33.46%，利润总额84,190.67万元，比上年同期增长35.11%，归属于上市公司股东的净利润67,589.68万元，比上年同期增长34.17%。

### 1、公司业绩维持高增长，但是略低于市场预期

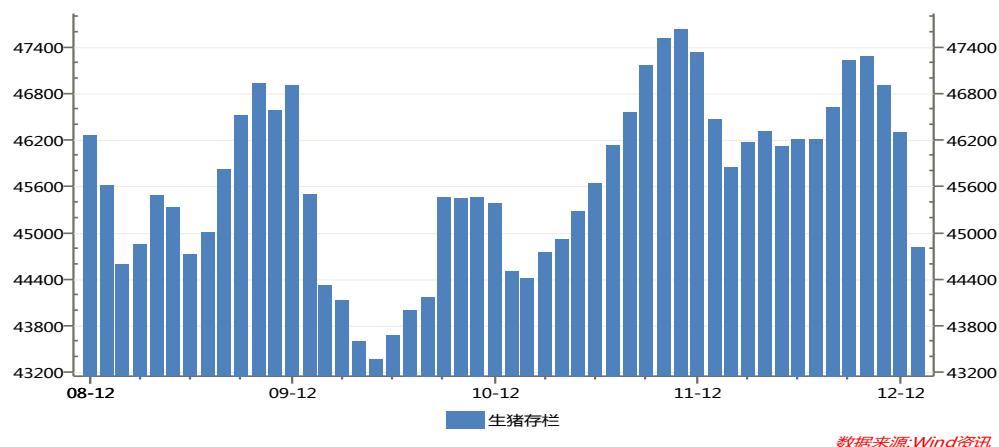
报告期内，公司营业总收入1,063,957.01万元，比上年同期增长35.78%，营业利润80,705.04万元，比上年同期增长33.46%，利润总额84,190.67万元，比上年同期增长35.11%，归属于上市公司股东的净利润67,589.68万元，比上年同期增长34.17%。公司业绩维持了高于行业增速的高增长，但是仍然略低于市场预期。主要原因预计与上游原材料成本的上涨和下游养殖业持续低迷以及种业今年不景气有关。

### 2、高增长再度体现行业龙头的规模优势，但是依然受到下游不景气影响

由于生猪存栏量持续保持在高位，饲料行业全年也保持了较高的景气度，公司在全年实现了34%的超越行业增速高增长，体现了行业龙头在行业中强者恒强的优势，但是下游养殖行业持续低迷，养殖户持续亏损的情况下，必然给公司造成销量和提价的困难，行业景气度逐季回落再2012年下半年已经开始体现。

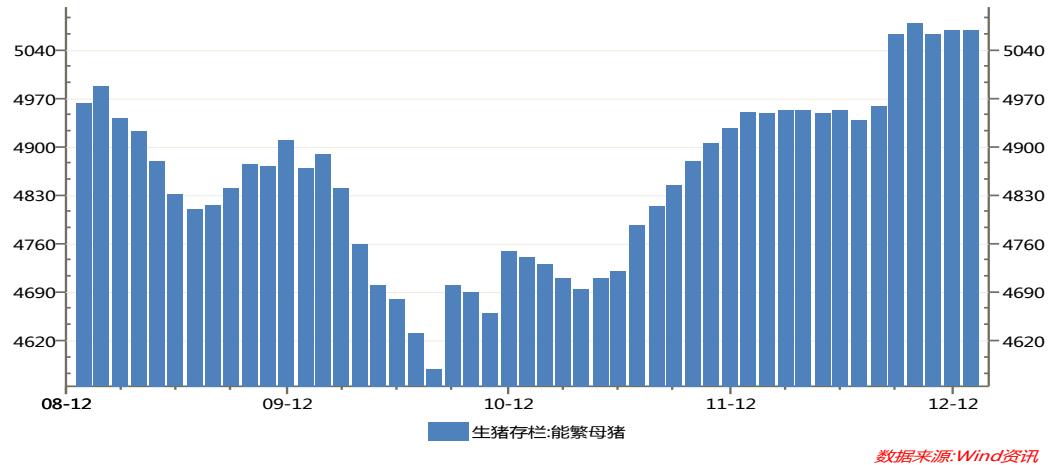
近两年公司利用募集资金初步完成了产能扩张，预计2012-2014年饲料产能分别达到550万吨、700万吨和900万吨，未来公司产能的稳步扩张以及龙头企业的规模优势可以缓和猪周期造成的盈利波动。

图 1：生猪存栏量



资料来源：wind 东莞证券研究所

图 2：能繁母猪存栏量



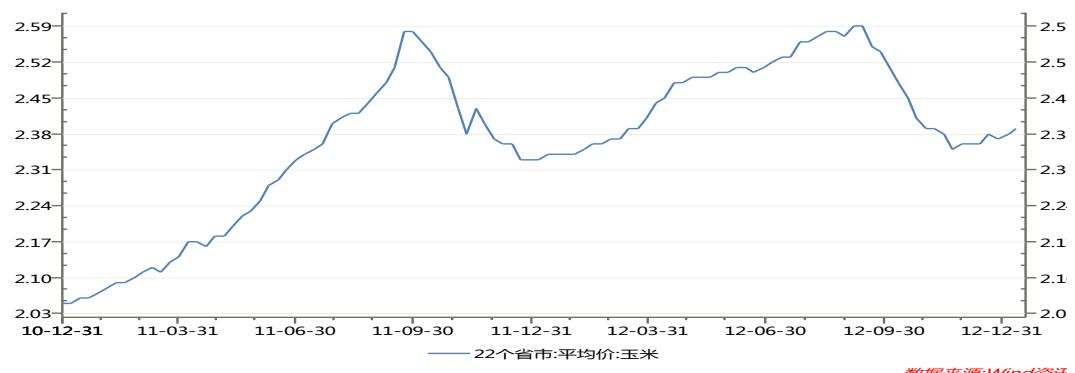
数据来源:Wind资讯

资料来源：wind 东莞证券研究所

### 3、原材料价格居高不下，下游养殖业不景气给饲料行业提价造成压力

饲料行业是靠成本来竞争的行业，今年饲料原材料价格平均也保持在高位，特别是豆粕的价格，从年初的 3.07 元/千克最高涨至三季度的 4.68 元/千克，虽然四季度豆粕价格高位回落，但是平均依然保持在 4 元/千克的高位，另一方面，饲料行业下游养殖行业的不景气也一定程度上给饲料行业的提价带来压力。

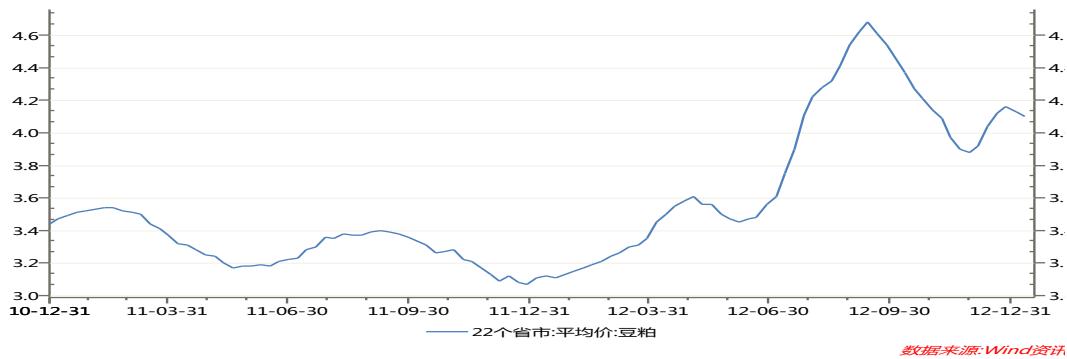
图 3：玉米价格走势（元/公斤）



数据来源:Wind资讯

资料来源：wind 东莞证券研究所

图 4：豆粕价格走势（元/公斤）



资料来源: wind 东莞证券研究所

#### 4、种业面临去库存压力，公司种业业务受到影响

2012年种子行业整体面临库存过剩的局面，公司去年玉米种子虽然制种量和前年相当，但是销售或将面临较大压力，预计种业增速放缓也是公司业绩低于预期的一个原因。

#### 5、投资建议：中长期维持“谨慎推荐”评级

饲料行业的中长期看点在于养殖行业的规模化、行业集中度的上升是大势所趋，行业是靠成本来竞争的行业，大企业由于在原料采购，库存，物流等各个环节靠规模效应，对成本控制较好，在原材料价格上涨的背景下，大企业的规模效应，成本定价能力要明显好于小企业，另外大企业还靠“全产业链+技术指导+服务营销”一体化加强对客户的粘性，行业呈现出强者恒强特点。

由于生猪存栏量短期依然维持在高位，饲料行业依然处于景气高峰期，饲料行业相对于其它农业子板块依然会维持较快的盈利增速。中期来看，随着未来生猪存栏的回落，饲料行业的景气度也将逐步降低，但是这种周期的波动将更使得行业整合更为剧烈，优势企业在行业调整后优势更加扩大。预计公司2013年、2014年EPS分别为1.1元和1.45元，对应的PE分别为22倍和16倍，目前估值合理，维持“谨慎推荐”评级。

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430