

证券研究报告

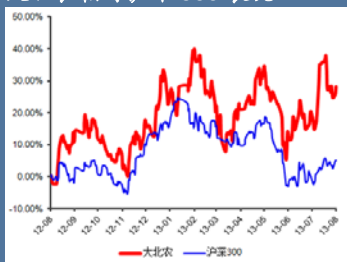
公司研究——中报点评

大北农 (002385)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2013.6.18

大北农相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-08-27)

收盘价 (元)	11.86
52 周内股价波动区间 (元)	8.64-13.37
最近一月涨跌幅 (%)	9.61
总股本 (亿股)	16.04
流通 A 股比例 (%)	57
总市值 (亿元)	190

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编: 100031

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

联系电话: +86 10 63081261

邮箱: kangjingdong@cindasc.com

胡申 研究助理

联系电话: +86 10 63081425

邮箱: hushen@cindasc.com

相关研究

《产品和服务齐发力 公司快速成长》
2013.06

靠服务赢未来 静待行业拐点

2013 年中报点评

2013 年 8 月 28 日

事件: 公司发布 2013 年中报, 2013 年上半年公司实现营业收入 64.99 亿元, 同比增长 45.48%; 归属于母公司股东的净利润 3.20 亿元, 同比增长 2.75%; 基本每股收益 0.20 元, 基本符合我们的预期。

点评:

◆ **行业上涨周期有望年底开启:** 从行业角度来看, 对比 2012 年原料成本高和下游猪价低的双重挤压, 我们认为今年原料压力会有所减缓, 我们判断今年年底生猪价格会重新进入上升周期, 而同时生猪存栏量会处于相对低位, 下游需求相对不足; 综上, 从行业角度讲我们判断饲料行业 2013 年延续 2012 年弱势的可能性较大, 2014 年饲料行业有望迎来上涨周期。

◆ **逆势扩张意图明显。** 公司固定资产和在建工程数量能从侧面反映出公司的发展思路。近几年公司固定资产规模不断扩大, 2012 年的固定资产规模达到了 2007 年的 4.4 倍, 而且在建工程数量也基本上保持正增长, 说明公司固定资产方面投资处于加速增长的局面。另外在行业不景气的背景下大北农产业投资有加速的趋势, 中报公司固定资产同比增长 61.62%、在建工程上涨 66.35%。公司饲料业务的产能也大幅增长, 目前公司相关产能已经过 500 万吨。我们判断, 根据公司的发展战略, 2015 年公司内部产能有望实现 1000 万吨的规模, 2015 年公司内在和合作伙伴的合并产能有望突破 1500 万吨大关。

◆ **靠服务打造核心竞争力。** 针对客户, 公司除了提供产品之外, 还提供技术、团队、资金、信息、管理和文化等方面的服务, 力求提升“共同体”合作伙伴的共同竞争力; 为了更好的进行客户服务, 公司还推出了“智慧金融”和“智慧养猪”等计划, 帮客户排忧解难。大北农一贯主张卖产品价值, 随着“事业财富共同体”的战略的建立和规模的日渐壮大, 客户对公司的依赖程度增加, 客户忠诚度得到保障, 为公司快速可持续发展提供了保障。在当前行业景气度低迷的时间节点更体现了其存在的价值。

◆ **盈利预测:** 我们维持盈利预测不变, 预计公司 2013~2015 年每股收益为 0.52 元、0.76 元、1.14 元, 对应 2013 年 8 月 27 日收盘价 (11.86 元) 未来三年的市盈率分别为 23 倍、16 倍、10 倍, 我们维持对其“增持”评级。

◆ **风险因素:** 宏观经济不景气、生猪价格一直处于低位波动、上游原料价格波动、突发性事件。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	7,836.00	10,639.57	16,741.51	26,115.19	41,098.49
增长率 YoY	49.30%	35.78%	57.35%	55.99%	57.37%
净利润(百万元)	503.76	675.11	831.11	1,218.54	1,820.64
增长率 YoY	61.86%	34.01%	23.11%	46.62%	49.41%
毛利率	21.50%	21.45%	20.74%	20.51%	20.25%
净资产收益率 ROE	15.36%	17.90%	18.85%	22.73%	26.46%
每股收益 EPS(元)	1.26	0.84	0.52	0.76	1.14
市场一致预期 EPS(元)	0.66	0.73	0.53	0.71	0.94
市盈率 P/E(倍)	38	28	23	16	10
市净率 P/B(倍)	2.73	2.34	4.00	3.18	2.44

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2013年8月27日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3,357.20	3,346.84	4,157.82	5,808.40	8,662.86
现金	2,149.66	1,763.44	1,618.03	1,871.67	2,485.84
应收账款	15.99	10.57	25.39	39.61	62.34
其它应收款	84.94	144.85	204.69	319.30	502.49
预付账款	116.93	181.79	270.42	423.07	667.96
存货	961.47	1,183.02	1,976.11	3,091.58	4,881.07
其他	28.22	63.17	63.17	63.17	63.17
非流动资产	1,379.51	2,361.18	2,913.67	3,445.38	3,948.89
长期投资	39.07	48.22	48.22	48.22	48.22
固定资产	869.48	1,339.83	1,437.15	1,945.40	2,301.27
无形资产	206.22	351.80	488.75	618.63	741.87
其他	264.73	621.32	939.55	833.13	857.53
资产总计	4,736.70	5,708.02	7,071.49	9,253.78	12,611.75
流动负债	1,051.68	1,305.95	1,943.32	2,849.48	4,300.75
短期借款	14.25	18.20	18.20	18.20	18.20
应付账款	380.15	556.49	851.76	1,332.57	2,103.89
其他	657.28	731.26	1,073.35	1,498.71	2,178.66
非流动负债	94.89	119.28	119.28	119.28	119.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	94.89	119.28	119.28	119.28	119.28
负债合计	1,146.57	1,425.23	2,062.60	2,968.76	4,420.04
少数股东权益	110.69	217.27	256.55	314.14	400.19
归属母公司股东权益	3,479.45	4,065.51	4,752.34	5,970.88	7,791.52
负债和股东权益	4736.70	5708.02	7071.49	9253.78	12611.75

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,836.00	10,639.57	16,741.51	26,115.19	41,098.49
同比	49.30%	35.78%	57.35%	55.99%	57.37%
归属母公司净利润	503.76	675.11	831.11	1,218.54	1,820.64
同比	61.86%	34.01%	23.11%	46.62%	49.41%
毛利率	21.50%	21.45%	20.74%	20.51%	20.25%
ROE	15.36%	17.90%	18.85%	22.73%	26.46%
每股收益(元)	1.26	0.84	0.52	0.76	1.14
P/E	38	28	23	16	10
P/B	2.73	2.34	4.00	3.18	2.44
EV/EBITDA	6.75	9.90	15.82	11.03	7.52

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,836.00	10,639.57	16,741.51	26,115.19	41,098.49
营业成本	6,151.09	8,357.86	13,268.95	20,759.00	32,774.88
营业税金及附加	2.49	3.03	5.52	8.61	13.55
营业费用	683.63	927.69	1,536.80	2,397.26	3,772.66
管理费用	404.31	567.99	917.05	1,430.51	2,251.25
财务费用	-33.17	-30.97	-25.76	-21.53	-23.51
资产减值损失	24.24	11.82	34.28	53.59	71.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.30	4.55	5.00	5.00	5.00
营业利润	604.72	806.68	1,009.67	1,492.75	2,243.51
营业外收入	25.47	42.03	33.75	33.75	33.75
营业外支出	7.05	7.18	7.11	7.11	7.11
利润总额	623.14	841.54	1,036.31	1,519.39	2,270.15
所得税	95.27	134.52	165.92	243.26	363.46
净利润	527.87	707.02	870.39	1,276.13	1,906.69
少数股东损益	24.11	31.91	39.28	57.59	86.05
归属母公司净利润	503.76	675.11	831.11	1,218.54	1,820.64
EBITDA	706.09	961.99	1,202.78	1,724.95	2,529.60
EPS (摊薄)	1.26	0.84	0.52	0.76	1.14

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	665.41	694.87	709.47	979.45	1,362.85
净利润	527.87	707.02	870.39	1,276.13	1,906.69
折旧摊销	81.50	117.70	163.37	202.45	256.35
财务费用	1.45	2.75	3.11	3.11	3.11
投资损失	-13.00	-1.30	-4.55	-5.00	-5.00
营运资金变动	37.56	-171.65	-353.30	-544.37	-860.18
其它	18.33	43.60	30.91	47.13	61.88
投资活动现金流	-488.57	-1,033.55	-707.49	-722.70	-745.58
资本支出	-446.83	-908.91	-712.49	-727.70	-750.58
长期投资	4.65	-48.22	5.00	5.00	5.00
其他	-46.39	-76.42	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-117.70	-98.53	-147.39	-3.11	-3.11
短期借款	7.20	82.14	0.00	0.00	0.00
长期借款	-15.00	-8.67	0.00	0.00	0.00
其他	112.42	138.70	147.39	3.11	3.11
现金净增加额	59.13	-437.27	-145.41	253.64	614.16

农林牧渔研究小组

康敬东，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

胡申，管理学硕士，2012 年 7 月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究工作。

农林牧渔业行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548
亚盛集团	600108	益生股份	002458	万向德农	600371
好当家	600467	登海种业	002041	南宁糖业	000911
海大集团	002311	荃银高科	300087		

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制, 但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下, 信达证券或其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, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数(以下简称基准);

时间段: 报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入: 股价相对强于基准 20% 以上;

增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;

持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;

卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好: 行业指数超越基准;

中性: 行业指数与基准基本持平;

看淡: 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 信达证券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, 投资者需自行承担风险。