

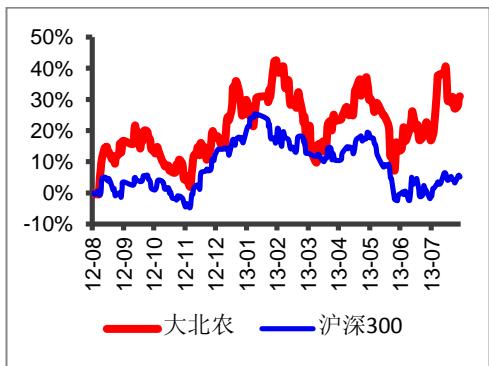
研究员：程一胜
执业证书编号：S0910513030001
电话：021-62446912
Email：chengyisheng@casstock.com

大北农（002385）中报点评：

饲料销量保持快速增长，旺季盈利有望回升

评级：买入（维持）

相对指数表现：



- **业绩略低于预期：**2013年上半年大北农实现营业收入64.99亿元，同比增长45%；实现归属于母公司股东的净利润为3.2亿元，同比增长2.75%；EPS为0.2元/股。业绩增速略低于我们的预期。
- **饲料销量快速增长。**上半年饲料销售额为60.1亿元，同比增长51%，占主营业务收入93%。公司上半年饲料销售148.02万吨，同比增长44.17%，大幅超越行业平均水平，其中猪饲料销量129.73万吨、销售额54.1亿元，同比分别增长46%、52%；在进一步改善客户结构，提高市场占有率的同时，公司重点推广教槽料、保育料、乳猪配合料、母猪浓缩料和高比例预混料等高附加值产品，其销量31万吨，销售收入19.46亿元，同比分别增长50%和57%，增速明显高于公司饲料平均增速水平。综合毛利率为20.96%，比去年同期下降了1.13个百分点。饲料业务毛利率从去年同期19.07%小幅下降至18.68%。
- **费用上升反噬利润。**上半年三费支出总额9.69亿元，同比增长58%，截至6月底，公司员工人数为18120人，比年初增加5088人，主要是一线业务人员，员工增加超过年初制定的15000人的目标，使得销售费用增长57%至6.19亿元，费用增长拖累了部分业绩。在对客户服务上，通过推动“事业财富共同体”计划，逐步将核心客户转变成为合作伙伴共同发展，通过为合作伙伴提供技术、管理和资金等多方面支持，进一步提升客户的竞争力，来达到共赢的格局，提高客户的粘性。
- **下半年业绩看点：**我们认为下半年饲料行业值得期待，一方面养殖业盈利情况正在逐步好转，旺季补栏拉动生猪存栏量逐月上升（7月生猪存栏量环比6月增加542万头，补栏效应明显）；另一方面，业务人员配备后将增加下半年销售力度，费用率将会有所下降。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计2013至15年饲料销量分别为312万吨/396万吨/492万吨，净利润分别为8.41亿、10.47亿和12.62亿，对应的EPS分别为0.52/0.65/0.79元/股（上次预测为0.54/0.68/0.85元/股），目前股价对应的三年PE分别是23倍、18倍和15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动；重大疫情风险



财务报表预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	10640	13685	16980	20440	货币资金	1763	2261	2914	3715
营业成本	8358	10840	13475	16228	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2282	2845	3505	4212	应收账款	184	234	290	349
%营业收入	21.4%	20.8%	20.6%	20.6%	存货	1183	1544	1919	2311
营业税金及附加	3	4	5	6	预付账款	182	238	296	357
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	24	31	38	46
销售费用	928	1232	1477	1778	流动资产合计	3347	4315	5466	6788
%营业收入	8.7%	9.0%	8.7%	8.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	568	725	900	1083	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	长期股权投资	48	48	48	48
财务费用	-31	-14	-17	-20	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	1600	1895	2260	2696
资产减值损失	12	5	5	6	无形资产	352	332	314	297
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	8	8	8	8
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	18	1	1	1
营业利润	807	1015	1263	1523	其他非流动资产	334	334	334	334
%营业收入	7.6%	7.4%	7.4%	7.4%	资产总计	5708	6935	8432	10173
营业外收支	35	34	42	51	短期贷款	18	0	0	0
利润总额	842	1049	1306	1574	应付款项	561	721	897	1080
%营业收入	7.9%	7.7%	7.7%	7.7%	预收账款	353	452	560	675
所得税费用	135	168	209	252	应付职工薪酬	243	314	391	470
净利润	707	881	1097	1322	应交税费	60	75	93	113
归属于母公司所有者的净利润	675.1	841.1	1047.2	1262.2	其他流动负债	71	90	111	134
少数股东损益	32	40	50	60	流动负债合计	1306	1652	2052	2471
EPS (元/股)	0.42	0.52	0.65	0.79	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	119	119	119	119
					负债合计	1425	1771	2171	2590
经营活动现金流量净额	695	913	1145	1394	归属于母公司所有者权益	4066	4907	5954	7216
取得投资收益收回现金	2	0	0	0	少数股东权益	217	257	307	367
长期股权投资	-50	0	0	0	股东权益	4283	5164	6261	7583
无形资产投资	0	0	0	0	负债及股东权益	5708	6935	8432	10173
固定资产投资	-909	-411	-509	-613					
其他	-75	0	0	0					
投资活动现金流量净额	-1034	-411	-509	-613					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	82	0	0	0					
银行贷款增加(减少)	-9	-18	0	0					
筹资成本	139	14	17	20					
其他	-311	0	0	0					
筹资活动现金流量净额	-99	-5	17	20					
现金净流量	-437	498	653	801					
基本指标									
					EPS	0.420	0.524	0.652	0.786
					BVPS	5.07	6.12	3.71	4.49
					PE	28.31	22.73	18.25	15.14
					PEG	1.22	0.98	0.79	0.65
					PB	2.35	1.94	3.21	2.65
					EV/EBITDA	19.53	14.84	11.49	9.08
					ROE	16.6%	17.1%	17.6%	17.5%



航天证券

证券研究报告

公司报告

具备证券投资咨询业务资格的说明：

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明：

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于基准表现20%以上

增持： 相对强于基准表现10~20%

中性： 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持： 相对弱于基准表现10%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越基准整体表现

中性： 行业与基准整体表现持平

看淡： 行业弱于基准整体表现

免责声明：

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址：上海市曹杨路430号

电话：021-62446688

网址：www.casstock.com