

2013年8月28日

研究员: 程一胜

执业证书编号: S0910513030001

电话: 021-62446912

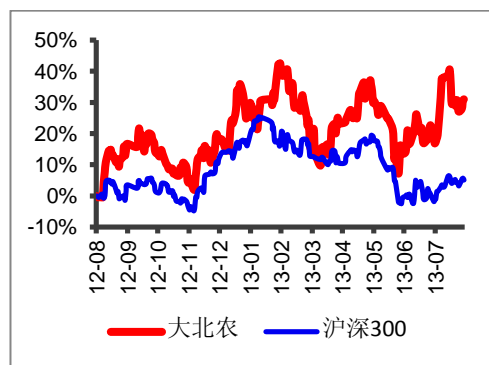
Email: chengyisheng@casstock.com

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)

| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 10640 | 13685 | 16980 | 20440 |
| 营业成本 | 8358 | 10840 | 13475 | 16228 |
| 毛利 | 2282 | 2845 | 3505 | 4212 |
| % 营业收入 | 21.4% | 20.8% | 20.6% | 20.6% |
| 营业税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| % 营业收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 销售费用 | 928 | 1232 | 1477 | 1778 |
| % 营业收入 | 8.7% | 9.0% | 8.7% | 8.7% |
| 管理费用 | 568 | 725 | 900 | 1083 |
| % 营业收入 | 5.3% | 5.3% | 5.3% | 5.3% |
| 财务费用 | -31 | -14 | -17 | -20 |
| % 营业收入 | -0.3% | -0.1% | -0.1% | -0.1% |
| 资产减值损失 | 12 | 5 | 5 | 6 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 807 | 1015 | 1263 | 1523 |
| % 营业收入 | 7.6% | 7.4% | 7.4% | 7.4% |
| 营业外收支 | 35 | 34 | 42 | 51 |
| 利润总额 | 842 | 1049 | 1306 | 1574 |
| % 营业收入 | 7.9% | 7.7% | 7.7% | 7.7% |
| 所得税费用 | 135 | 168 | 209 | 252 |
| 净利润 | 707 | 881 | 1097 | 1322 |
| 归属于母公司所有者 的净利润 | 675.1 | 841.1 | 1047.2 | 1262.2 |
| 少数股东损益 | 32 | 40 | 50 | 60 |
| EPS (元/股) | 0.42 | 0.52 | 0.65 | 0.79 |

现金流量表 (百万元)

| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流净额 | 695 | 913 | 1145 | 1394 |
| 取得投资收益收回现 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产投资 | -909 | -411 | -509 | -613 |
| 其他 | -75 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流净额 | -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 |
| 筹资活动现金流净额 | -99 | -5 | 17 | 20 |
| 现金净流量 | -437 | 498 | 653 | 801 |

资产负债表 (百万元)

| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1763 | 2261 | 2914 | 3715 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 184 | 234 | 290 | 349 |
| 存货 | 1183 | 1544 | 1919 | 2311 |
| 预付账款 | 182 | 238 | 296 | 357 |
| 其他流动资产 | 24 | 31 | 38 | 46 |
| 流动资产合计 | 3347 | 4315 | 5466 | 6788 |
| 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 1600 | 1895 | 2260 | 2696 |
| 无形资产 | 352 | 332 | 314 | 297 |
| 商誉 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 递延所得税资产 | 18 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动资产 | 334 | 334 | 334 | 334 |
| 资产总计 | 5708 | 6935 | 8432 | 10173 |
| 短期贷款 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 561 | 721 | 897 | 1080 |
| 预收账款 | 353 | 452 | 560 | 675 |
| 应付职工薪酬 | 243 | 314 | 391 | 470 |
| 应交税费 | 60 | 75 | 93 | 113 |
| 其他流动负债 | 71 | 90 | 111 | 134 |
| 流动负债合计 | 1306 | 1652 | 2052 | 2471 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 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 |
| 归属于母公司所有者权 益 | 4066 | 4907 | 5954 | 7216 |
| 少数股东权益 | 217 | 257 | 307 | 367 |
| 股东权益 | 4283 | 5164 | 6261 | 7583 |
| 负债及股东权益 | 5708 | 6935 | 8432 | 10173 |

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% |

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