



大北农（002385）半年报点评：

逆势扩张致使增收不增利，下半年业绩或好于上半年

分析师：罗柏言

执业证书编号：S0300513060001

Email: luobaiyan@lxzq.com.cn

日期：2013年9月2日

www.lxzq.com.cn

事件：

公司发布2013年中报，报告期内公司实现营业收入64.99亿元，同比增长45.48%，营业成本51.29亿元，同比增长47.79%，归属于上市公司股东的净利润3.2亿元，同比增长2.75%（其中二季度下滑7.51%），归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.07亿元，同比增长1.91%，实现基本每股收益0.2元。

点评：

1、毛利率下降、费用率上升和坏账准备增加是公司增收不增利的主因。虽然产能扩大和产品结构、客户结构不断优化导致公司销量和收入快速增长，但由于豆粕采购均价大幅增长且种子收入占比下降，所以销售毛利率同比减少1.24个百分点。而且逆势扩张在导致销售规模扩大的同时期间费用也大幅增长，2013上半年公司三项费用总额96925.66万元，同比增长58.22%，费用大幅增长一方面是因为上半年公司员工人数增加了5088人，一方面是因为存款余额下降和借款增加，三费大幅增长在很大程度上吞噬了公司利润。此外，养殖行业亏损和公司较为激进的促销策略导致上半年计提资产减值准备2715.4万元，同比增长了97.87%，而且全部来自于坏账准备。所以毛利率下降、费用率上升和坏账准备增加是公司增收不增利的主因。

2、饲料行业景气度短期难以回升，但公司下半年业绩或好于上半年。我国猪周期主要由供给特别是能繁母猪存栏量来决定，而需求的影响主要体现在季节性波动上。过去生猪养殖以散户为主，散户调整迟滞，猪周期表现明显，但百万头甚至千万头大型养殖场的增多，不仅极大的增加了生猪供应，而且养殖户信息灵通，能够根据市场行情进行养殖调整，所以猪周期已经被平衡被缩短。由于存栏量太大，潜在供应非常充足以及猪周期的缩短，如果不出现大规模疫情或者行业不淘汰过剩产能的话，预计下半年和明年猪价依旧低迷，猪价变化将更多的呈现季节性，养殖户亏损或将常态化。因为饲料行业与下游养殖行业息息相关且略微滞后于养殖行业，所以预计饲料行业景气度短期难以回升。而通过逆势扩张，截至2013上半年末，公司员工人数达到18120人，其中推广服务人员超过1万人，是行业内拥有专业推广服务人员最多的企业之一，新招的人员在经过半年左右的适应后预计四季度左右就将带来正的贡献，随着人均销售效率提高和费用率下降，预计公司下半年业绩或好于上半年。

3、维持公司“增持”评级。 经过测算，我们预测公司 2013—2015 年的业绩分别为 0.43 元、0.58 元、0.76 元，对应 PE 分别为 28X、21X、16X。虽然逆势扩张导致公司业绩面临短期压力，但长期来看有利于公司市占率和龙头地位的提升，所以我们维持公司“增持”的投资评级，预测未来 6 个月公司合理股价为 13 元。

4、主要风险提示： 1、饲料行业景气度下滑；2、公司应收账款出现问题；3、原料价格波动。

图表 1 公司盈利预测（万元）

	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
营业收入	783600	1063957	1405542	1846160	2308956
增速	49.30%	35.78%	32.11%	31.35%	25.07%
营业成本	615108.7	835786.4	1109192	1454774	1812530
毛利率	21.50%	21.45%	21.08%	21.20%	21.50%
销售费用	68362.74	92769.04	133839.5	175796.3	219864.9
管理费用	40430.56	56799.48	76443.82	100407.9	125578.1
财务费用	-3317.02	-3096.76	-670.044	-880.094	-1100.72
营业利润	60471.94	80668.49	80278.77	107578.5	141473.1
利润总额	62314	84153.88	84192.8	112823.5	148370.7
所得税	9526.733	13452.14	13489.96	18077.38	23773
归属母公司净利润	50376.31	67511	69254.86	92805.78	122046
增速	61.86%	34.01%	2.58%	34.01%	31.51%
EPS(元)	0.31	0.42	0.43	0.58	0.76

数据来源：公司公告，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。