

2014年2月28日

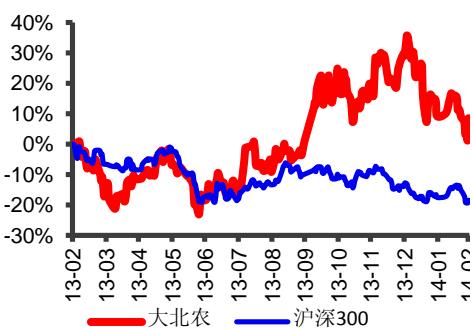
研究员：程一胜
 执业证书编号：S0910513030001
 电话：021-62446912
 Email：chengyisheng@casstock.com

大北农（002385）业绩快报点评：

四季度销售强劲，带动盈利回升

评级：买入（维持）

相对指数表现：



- **业绩增长符合预期：**大北农公布2013年业绩快报，全年实现营业收入166.61亿元，同比增长56.6%；实现归属于母公司股东的净利润7.74亿元，同比增长14.67%；实现基本每股收益0.48元。业绩增速符合我们的预期。
- **受四季度业绩大增提振。**从公布的数据来看，大北农Q4单季实现营业收入55.18亿元，同比增长65%、环比增长19%；单季实现净利润为3.27亿元，同比增长35%、环比增长157%。这与四季度饲料销售的强劲增长有关。我们预计全年大北农饲料销量为377万吨，比2012年增长134万吨或55%，饲料销售增长幅度超过预期，单从Q4来看，单季饲料销量125万吨，同比增长64%。无论从环比还是从同比上，四季度饲料销售情况都有明显的提高，同时也远好于行业平均水平。
- **新增业务人员业绩贡献逐步体现。**上半年新增业务人员较多，我们预计公司目前销售人员数量在12550人左右，比去年底多出了近5000人，随着员工对业务逐步熟悉，销售员工人均销售额从Q3的37万元提升到Q4的44万，全年人均销售额133万元，尽管比去年人均销售141万元略低，但是我们看到在短期内取得如此成绩实属不易，何况未来还有继续成长的空间。
- **做大平台，构建事业财富共同体。**公司通过构建平台，将自身定位成农牧行业的创业助推器和孵化器，让公司与其他创业企业同命运、共发展，这既与公司企业文化氛围浓厚有关，同时也是对行业的充分认识，农业行业的小和散使得其具备广阔的整合空间。公司亦在探索在新经济下如何利用互联网开展营销，这些都走在整个行业的前列。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计2014-2015年的净利润分别为10.31亿元和12.43亿元，EPS分别为0.64元/股和0.77元/股，鉴于公司业绩增长动能强劲，未来可能会进一步上调盈利预测。当前股价对应2014年PE为22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	2196	2836	3616
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	32	38	46
销售费用	928	1259	1477	1778	流动资产合计	3347	4251	5388	6689
%营业收入	8.7%	9.2%	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	3	3	4	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	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	943	1243	1498	其他非流动资产	334	334	334	334
%营业收入	7.6%	6.9%	7.3%	7.3%	资产总计	5708	6870	8354	10074
营业外收支	35	34	42	51	短期贷款	18	0	0	0
利润总额	842	978	1285	1549	应付款项	561	721	897	1080
%营业收入	7.9%	7.1%	7.6%	7.6%	预收账款	353	452	560	675
所得税费用	135	156	206	248	应付职工薪酬	243	314	391	470
净利润	707	821	1080	1301	应交税费	60	70	92	111
归属于母公司所有者的净利润	675.1	784.0	1030.9	1242.5	其他流动负债	71	90	111	134
少数股东损益	32	37	49	59	流动负债合计	1306	1647	2051	2469
EPS (元/股)	0.42	0.48	0.64	0.77	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)									
	2012A	2013E	2014E	2015E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流量净额	695	864	1152	1397	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	2	0	0	0	其他非流动负债	119	119	119	119
长期股权投资	-50	0	0	0	负债合计	1425	1766	2170	2589
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4066	4850	5880	7123
固定资产投资	-909	-411	-509	-613	少数股东权益	217	254	303	362
其他	-75	0	0	0	股东权益	4283	5104	6184	7485
投资活动现金流量净额	-1034	-411	-509	-613	负债及股东权益	5708	6870	8354	10074
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	82	0	0	0	EPS	0.420	0.488	0.642	0.774
银行贷款增加(减少)	-9	-18	0	0	BVPS	5.07	6.05	3.66	4.43
筹资成本	139	-3	-3	-4	PE	29.45	25.36	19.29	16.00
其他	-311	0	0	0	PEG	1.31	1.12	0.86	0.71
筹资活动现金流量净额	-99	-21	-3	-4	PB	2.44	2.05	3.38	2.79
现金净流量	-437	433	639	780	EV/EBITDA	20.40	16.36	12.10	9.59
					ROE	16.6%	16.2%	17.5%	17.4%

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.cassstock.com