



不断探索新的发展模式，公司继续保持高速增长

2014年04月22日

推荐/首次

大北农

财报点评

——大北农（002385）2013 年年度财报点评

吴桢培

分析师

wuzp@dxzq.net.cn 010-66554063

执业证书编号：S0070513090002

事件：

2014年4月22日公司公布2013年年度报告,报告期公司实现营业收入16,661.12百万元,比上年同期增长56.60%;归属于上市公司股东的净利润769.13百万元,比上年同期增长13.93%;基本每股收益0.48元,比上年同期增长14.29%。

公司2013年利润分配和公积金转增股本预案为：以2014年03月31日的公司总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.00元（含税）。通过对年报的研读,我们认为公司的主要投资亮点有：

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	2364.69	2824.57	3347.42	2916.58	3582.68	4644.04	5517.82
增长率（%）	38.84%	32.20%	30.93%	38.69%	51.51%	64.42%	64.84%
毛利率（%）	20.55%	18.97%	22.37%	22.37%	20.04%	17.97%	22.66%
期间费用率（%）	13.92%	13.93%	13.70%	13.68%	15.91%	14.59%	15.45%
营业利润率（%）	6.40%	4.81%	8.94%	8.11%	3.76%	3.04%	7.55%
净利润（百万元）	131.76	111.71	268.60	208.01	118.92	112.75	343.24
增长率（%）	32.59%	25.21%	32.38%	06.70%	-09.74%	00.93%	27.79%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.15	0.30	0.25	0.08	0.08	0.20
资产负债率（%）	22.01%	24.85%	24.97%	25.70%	30.52%	35.17%	35.51%
净资产收益率（%）	3.44%	2.82%	6.27%	4.61%	2.63%	2.37%	6.49%
总资产收益率（%）	2.68%	2.12%	4.71%	3.43%	1.83%	1.54%	4.18%

观点：

- 公司销售规模实现大幅度增长，销售额同比增长56.60%

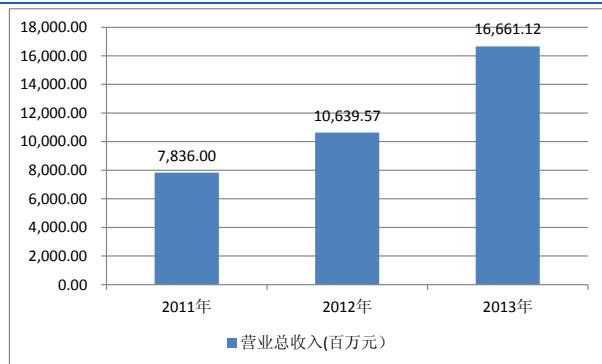
公司2013年度加大研发投入，推动饲料产品升级换代，在行业内推行“事业财富共同体”合作模式，大力推进客户结构调整，进一步提高对专营专销户和规模化养殖场的综合服务能力，加大对大乳猪系列等高档、高端、高附加值产品的推广力度，并集中资金抓住原料行情，实施关键原料尤其是优质玉米的战略储备，客户结构优化、工厂建设、新产品研发、市场占有率以及经营绩效等方面均取得较好的成绩。公司主营饲料业务2013年度销售额为1,567.59百万元，比上年增长63.09%，饲料收入占主营业务收入的

比重为94.55%。饲料销售量为387.06万吨, 比上年增长59.10%。

2013年度受市场上种子供求失衡, 套牌种子冲击等因素的影响, 公司种子业务销售下降较多。2013年公司种子业务收入占主营业务收入的比重为2.63%, 种子销售数量为1,656.41万公斤, 销售额为436.74百万元, 比上年下降25.47%, 其中水稻种子销售收入291.16百万元, 比上年下降15.21%, 玉米种子销售收入138.15百万元, 比上年下降40.43%。

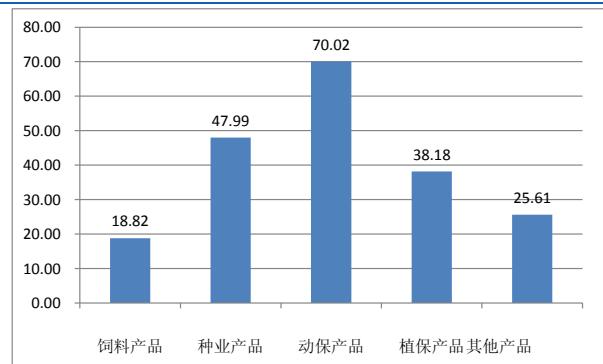
2013年度公司动保业务收入占主营业务收入的比重为1.82%, 动保销售额为301.26百万元, 比上年增长47.07%, 其中疫苗销售收入195.16百万元, 比上年增长57.04%。

图 1: 公司营业总收入变化趋势



数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 2013 年公司主要产品销售毛利率



数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

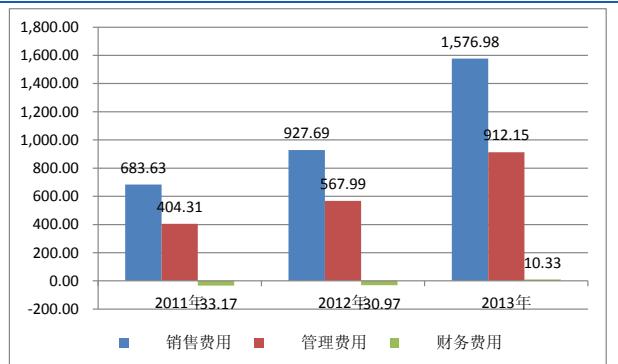
➤ 公司期间费用同比大幅增长, 研发支出占营业收入的2.96%

2013年公司三项费用共计2,499.46百万元。其中:

2013年公司销售费用1,576.98万元同比增长69.99%, 主要是因为2013年公司推广服务人员大幅增加致薪酬和差旅费较大幅度增加;

2013年公司管理费用912.15百万元同比增长60.59%, 主要原因是2013年公司加大研发投入导致相关费用增加;

图 3: 公司期间费用变动情况



数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司净利润与经营活动产生的现金流量净额比较



数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2013年财务费用金额为10.33百万元同比增长133.34%，主要原因是2013年公司银行借款增加，利息支出相应增加，以及存款利息收入减少所致；

经营活动产生的现金流量净额为522.01百万元同比增长-24.88%，主要原因是2013年公司销量增加带动采购成本及付款增加，同时员工人数增加，相关的差旅、薪酬等费用增加。

公司研发支出投入总额为492.97百万元，占公司最近一期经审计净资产的9.32%，占公司营业收入总额的2.96%。2013年公司新增专利69件，其中发明专利18件。通过国家审定的种子新品种为5项次，通过区域审定的种子新品种为9项次。区试晋级品种中，玉米晋级品种22项次，其中国家级7个项次，水稻晋级品种38项次，其中国家级11个项次。公司储备成果不断增多，为公司未来的持续发展奠定了坚实的基础。

➤ 公司实行“事业财富共同体”的合作模式，不断推动业务规模迅速扩张

公司抓住产业发展的新机遇，进一步加大了品牌、团队、市场和产品的开发力度，以“事业财富共同体”为合作模式，推行智慧大北农计划，改变与行业内优秀的经销商、养殖企业、农户的合作关系，并不断提高对专营专销户和中大型养殖企业的综合服务，为他们提供创业文化、团队培养、公司化运营、产品技术、资讯信息、管理咨询、经营资金、信息化建设等多方面的支持和服务。公司募投项目将继续竣工投产，不断增加公司的产能，业务规模迅速扩张。公司进一步创新并深化大北农的团队激励体系，坚持用互联网思维改造行业，推动线上线下互为融合的新推广模式。公司积极采取各项营销措施消化公司不断增加的新产能，我们看好公司各项业务在2014年的表现。

结论：

公司主要业务围绕种植业和养殖业，涉足饲料、种业、动保等领域。根据我们的盈利预测，公司2014年、2015年营业收入分别为23,458.00百万元、30,731.00百万元，分别同比增长40.79%、31.00%。公司净利润分别为1,133.00百万元、1,607.00百万元，分别同比增长47.25%、41.90%，基本每股收益分别为0.69元和0.98元，对应2014年、2015年的市盈率为17.60倍、12.40倍，给予“推荐”评级。

风险提示

动物疾病疫情的风险；原材料价格高位运行风险；产能扩张低于预期的风险。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	营业收入	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	营业成本	营业税金及附加	营业费用	管理费用	财务费用
流动资产合计	3347	4308	7186	10311	13167	营业收入	10640	16661	23458	30731	36799				
货币资金	1763	1560	3476	5574	7403	营业成本	8358	13206	18658	24271	28751				
应收账款	145	352	443	423	532	营业税金及附加	3	3	5	6	7				
其他应收款	39	77	108	142	170	营业费用	928	1577	2193	2873	3613				
预付款项	182	289	453	666	919	管理费用	568	912	1262	1653	1980				
存货	1183	1942	2658	3458	4096	财务费用	-31	10	25	45	48				
其他流动资产	24	47	47	47	47	资产减值损失	11.82	25.53	5.00	5.00	5.00				
非流动资产合计	2361	3898	2862	2529	2196	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	48	198	198	198	198	投资净收益	4.55	2.57	60.00	60.00	60.00				
固定资产	1339.8	1989.3	2122.1	1835.6	1549.0	营业利润	807	929	1369	1936	2455				
无形资产	352	465	418	372	325	营业外收入	42.03	50.28	55.32	60.43	66.35				
其他非流动资产	187	530	0	0	0	营业外支出	7.18	8.10	9.33	10.32	13.42				
资产总计	5708	8206	10048	12840	15364	利润总额	842	971	1415	1987	2508				
流动负债合计	1306	2787	3004	4536	5440	所得税	135	188	259	346	463				
短期借款	18	749	405	0	0	净利润	707	783	1156	1640	2044				
应付账款	556	815	1125	1529	1812	少数股东损益	32	14	23	33	42				
预收款项	353	526	782	1117	1518	归属母公司净利润	675	769	1133	1607	2002				
一年内到期的非流	0	3	3	3	3	EBITDA	1229	1560	1727	2315	2836				
非流动负债合计	119	127	-43	-82	-82	BPS (元)	0.84	0.48	0.69	0.98	1.22				
长期借款	0	0	-166	-205	-205	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E				
负债合计	1425	2914	2961	4454	5358	成长能力									
少数股东权益	217	259	282	315	357	营业收入增长	35.78%	56.60%	40.79%	31.00%	19.75%				
实收资本(或股本)	802	1638	1639	1639	1639	营业利润增长	33.40%	15.17%	47.40%	41.40%	26.76%				
资本公积	1647	1154	2032	2032	2032	归属于母公司净利润	47.25%	41.90%	47.25%	41.90%	24.60%				
未分配利润	1501	2078	2764	3724	4897	获利能力									
归属母公司股东权	4066	5033	6804	8070	9648	毛利率 (%)	21.45%	20.74%	20.46%	21.02%	21.87%				
负债和所有者权	5708	8206	10048	12840	15364	净利率 (%)	6.65%	4.70%	4.93%	5.34%	5.56%				
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	11.83%	9.37%	11.27%	12.52%	13.03%				
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		ROE (%)	16.61%	15.28%	16.64%	19.91%	20.75%				
经营活动现金流	695	522	1058	2873	2247	偿债能力									
净利润	707	783	1156	1640	2044	资产负债率 (%)	25%	36%	29%	35%					
折旧摊销	453.55	621.00	0.00	333.03	333.03	流动比率	2.56	1.55	2.39	2.27	2.42				
财务费用	-31	10	25	45	48	速动比率	1.66	0.85	1.51	1.51	1.67				
应收账款减少	0	0	-91	19	-109	营运能力									
预收帐款增加	0	0	256	335	401	总资产周转率	2.04	2.39	2.57	2.69	2.61				
投资活动现金流	-1034	-1641	763	55	55	应收账款周转率	93	67	59	71	77				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	22.72	24.30	24.19	23.16	22.03				
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	5	3	60	60	60	每股收益(最新摊薄)	0.84	0.48	0.69	0.98	1.22				
筹资活动现金流	-99	968	96	-830	-473	每股净现金流(最新摊	-0.55	-0.09	1.17	1.28	1.12				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.07	3.07	4.15	4.92	5.89				
长期借款增加	0	0	-166	-39	0	估值比率									
普通股增加	401	836	1	0	0	P/E	14.48	25.33	17.60	12.40	9.95				
资本公积增加	-370	-493	878	0	0	P/B	2.40	3.96	2.93	2.47	2.07				
现金净增加额	-437	-152	1916	2098	1829	EV/EBITDA	6.51	12.25	9.66	6.11	4.35				

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

吴桢培

中央财经大学金融学硕士、中国农业科学院农业经济学博士、中国注册会计师，6年会计师事务所审计、7年央企财务管理、3年证券研究从业经验。具有很强的财务会计报表阅读能力，善于从公司会计报表中挖掘公司的投资价值；具有较高的农业经济政策理论水平，能准确把握行业的发展趋势。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。