



## 证券研究报告：公司研究

### 农林牧渔/种植业

报告原因:2014 年半年报披露

### 大北农（002385）

增持

饲料行业景气回升，下半年盈利有望提速

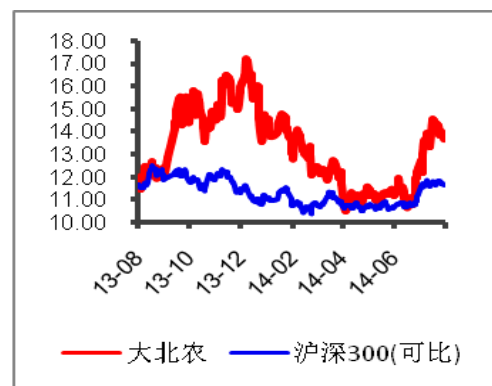
2014 年 8 月 26 日

公司研究

#### 市场基础数据

最新价（元）	13.69
总市值（亿元）	224.48
总股本（亿元）	16.40
流通 A 股（亿元）	128.96
市盈率（TTM）	30.67
市净率	4.45

近一年公司股价走势图



分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

Tel: 0351-8686835

E-mail: zhangxu@sxzq.com

研究助理：梁凯

电话：0351-8686900

E-mail: liangkai@sxzq.com

联系人：梁凯

电话：0351-8686990

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
山西证券股份有限公司

**基本业绩：**2014 年上半年度，公司营业收入 822,516.73 万元，同比增长 26.56%，营业成本 641,536.18 万元，同比增长 25.08%。主营业务方面，饲料销售收入为 759,862.92 万元，同比增长 26.43%；种子销售收入为 23,146.13 万元，同比增长 1.12%；动保销售收入为 15,364.02 万元，同比增长 24.22%。公司主营业务综合毛利率为 21.83%，同比增长了 0.87 个百分点。归属于上市公司股东的净利润 28,497.66 万元，同比下降 11.01%。

#### 投资要点：

**养殖行业周期反转，带动饲料行业复苏。**在整个生猪养殖市场长达半年的亏损期后，前期市场猪价已经明显步入了上行区间。公司在上半年养殖行业持续收缩的情况下，饲料销售收入仍然同比增长26.43%，而在下半年随着养殖行业转暖以及多个新项目完工后的产能释放，公司下半年盈利有望提速。

**智慧大北农平台建设日趋完善，增加客户黏性。**公司上半年大力发展互联网与智慧型服务网络建设，“农智网”，“农智网店”，“农智通”，“服务体验中心”，“农信网”，“农富宝”等多个产品陆续上线。为公司的养猪户、经销商等合作伙伴提供了集猪场管理、养猪资讯、网上订购产品、小额贷款、网络结算等农村互联网解决方案。通过农富网合理盘活进货资金，通过猪管网进行猪场管理，2014年上半年通过网络订货、结算、并完成交易的金额为70.5亿元。通过网络实现业务整合，加强产业链上下游的紧密合作。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

优化人员结构，提供组织效率。三费的高速增长是制约公司业绩增长的一大主因，而薪酬以及差旅费的增长是导致销售和管理费用增加的最大原因。2013 年公司通过不断扩大销售队伍以抢占市场，上半年员工人数增加了 5088 人。而 2014 年公司开始逐步调整战略，减缓员工增加速度，2014 年上半年新增员工数量仅 1316 人，通过重点建设精英型小团队，打造扁平化的组织体系。规定省级单位负责人直管 15-20 个分公司级业务单元，初步建立了事业部、分公司、突击队三层结构，砍掉了中间没有必要的环节。工作模式也进行了相应调整，工作重心更多用以维护优质重点客户。进一步优化了人员结构，缩减了人员开支。虽然公司上半年三费增长仍然保持在较高水平，但是相比去年同期，销售费用和管理费用都有所改善。

**投资风险：**上游玉米、豆粕等原材料上涨导致成本增加；猪价下降间接导致饲料的销量降低。

**投资建议：**随着养殖行业的转暖，饲料行业的景气度逐步回升。同时智慧大北农平台的建设以及销售团队结构的改善都有利于推动公司业绩的增长。我们预计公司 14/15 年 EPS 为 0.493 元。给予公司增持评级。

**表一：财务报表预测摘要**

报表预测					
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	7836.00	10639.57	16661.12	21659.46	29240.27
减：营业成本	6151.09	8357.86	13206.31	17061.63	23033.20
营业税金及附加	2.49	3.03	3.31	4.30	5.80
营业费用	683.63	927.69	1576.98	2382.54	3216.43



山西证券股份有限公司  
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

农林牧渔行业：公司研究

管理费用	404.31	567.99	912.15	1185.80	1600.83
财务费用	-33.17	-30.97	10.33	68.50	67.46
资产减值损失	24.24	11.82	25.53	20.53	20.53
加：投资收益	1.30	4.55	2.57	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>604.72</b>	<b>806.68</b>	<b>929.09</b>	<b>936.17</b>	<b>1296.03</b>
加：其他非经营损益	18.42	34.85	42.17	31.82	31.82
<b>利润总额</b>	<b>623.14</b>	<b>841.54</b>	<b>971.27</b>	<b>967.98</b>	<b>1327.84</b>
减：所得税	95.27	134.52	188.35	145.20	199.18
<b>净利润</b>	<b>527.87</b>	<b>707.02</b>	<b>782.92</b>	<b>822.79</b>	<b>1128.66</b>
减：少数股东损益	24.11	31.91	13.79	14.49	19.87
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>503.76</b>	<b>675.11</b>	<b>769.13</b>	<b>808.30</b>	<b>1108.79</b>
<b>每股收益（EPS）</b>	<b>0.307</b>	<b>0.412</b>	<b>0.469</b>	<b>0.493</b>	<b>0.676</b>

资料来源：公司网站，山西证券研究所

**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

**免责声明：**

山西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。