

利润环比改善，费用控制初现成效

大北农 (002385.SZ)
推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件

公司发布了 2014 年三季报。公司 2014 前三季度实现收入 131.94 亿元，同比增 18.40%，归属于母公司净利润为 4.39 亿元，同比下降 1.85%，扣非后净利润为 4.02 亿元，同比下滑 6.19%，EPS 为 0.27 元。其中 Q3 实现收入 49.69 亿元，同比增 7%，净利润 1.54 亿元，同比增 21.31%，EPS 为 0.1 元。同时，公司预计 2014 年净利润增速为 0%-30%。

2. 我们的分析与判断

(一) 利润环比大幅改善，费用控制初现成效

三季度开始，下游生猪养殖景气度开始逐渐回暖，但能繁母猪的存栏量和生猪的存栏量并没有见底，加之去年高基数的原因，公司 Q3 销量增速仅约 10% 左右，略低于 Q1 和 Q2 销量增速。我们认为随着能繁母猪存栏量见底，公司饲料销量增速将会回升。

毛利率方面，一个由于今年上半年玉米豆粕等原料价格下滑，另外公司也加大了高端料的销售比例，使公司 Q3 综合毛利率从去年同期的 17.98% 上升为 19.85%，提升了 1.87 个百分点。

费用方面，公司 Q3 三项费用率为 16.08%，较去年同期的 14.59% 提升了 1.49 个百分点，这较 Q2 同比增加的 2.9 个百分点有所下滑，也表明公司在费用控制方面初现成效。

公司 1-3 季度应收账款达到 11 亿元，较年初增加 212.5%，主要是公司在养殖行情低迷的形势下，对部分优质客户提高了信用额度，从而导致公司资产减值损失达到 4281 万元，但大部分应收账款在年底将会结清。最终，公司前三季度净利率为 3.32%，较去年同期下滑了 0.69 个百分点，其中 Q3 净利率达到 3.09%，较去年同期提升了 0.36 个百分点。

(二) 生猪养殖进入上行周期，公司业绩将环比提升

从 5 月份开始，生猪价格开始逐步上行，目前大部分养殖户已经开始盈利，我们预计养殖户的补栏积极性将逐渐增强。饲料属于后周期行业，随着存栏量减少的幅度放缓，饲料将会滞后于猪价半年开始逐渐好转。我们认为饲料行业的最差时候已经过去，逐渐进入复苏通道。受下游养殖深度亏损影响，公司前三季度业绩低于市场预期，我们认为大北农逆势扩张效果会在产业周期上行时显现。随着畜禽养殖景气反转和能繁母猪存栏量逐渐见底，我们预计饲料行业环比大幅增长将会出现在明年。

公司已经开始加大费用控制力度，严格控制了人员的增加和相关费用的支出，在三季报中已经初步体现出来，我们认为随着饲料行业整体的好转加之公司对费用的控制，明年公司的利润将出现较大幅度增长。

分析师：

吴立

电话：010-83574546

 邮箱：wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090001

张婧

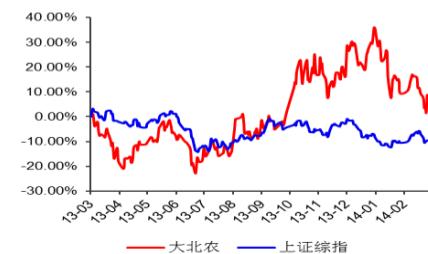
电话：010-66568757

 邮箱：zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513070001

市场数据	时间 2014.10.27
A 股收盘价(元)	13.03
A 股一年内最高价(元)	17.45
A 股一年内最低价(元)	9.22
上证指数	2290.44
市净率	4.13
总股本 (亿股)	16.40
实际流通 A 股(亿股)	9.42
限售的流通 A 股(亿股)	6.98
流通 A 股市值(亿元)	123

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

(三) 智慧大北农战略开始落地，有效帮助客户提升效率

14年公司大力推行“智慧大北农战略”，未来大北农发展战略目标是打造高科技、互联网化、类金融的现代农业服务商。

公司分别在2月份、5月份组织召开了两场新品发布会，针对养殖户和经销商重点推出了猪管网、智农网、农信网及智农通等“三网一通”新产品体系(其中智农网是由原来的客服网升级后更名)，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。截止目前，公司互联网的核心产品已陆续推出，公司的智慧产品链已初步形成，并且受到了经销商和养殖户的喜爱，切实的帮助客户提高经营和养殖效率。猪管网能帮养殖户提高生产管理水平；进销财能帮助经销商提升资金运营效率；养猪学院为养殖户提供了学习交流平台；行情宝实时给养殖户提供最新猪价，并且有专业分析帮助养殖户提高行情预判能力；猪病通能帮养殖户提升防疫水平。

到目前，猪管网的注册用户数(包括养殖户和经销商)接近5,000个，其中通过猪管网累计管理的猪头数为128万头.智农网上的注册客户超过6万名，自上线以来处理有效订单数为151.23万条,完成线上销售额达到348.92亿元，其中2014年上半年度通过网络订货、结算、并完成交易的金额为70.5亿元。

我们认为大北农在农业行业最具有互联网思维，在消费互联网时代向产业互联网时代发展过程中，大北农有可能成为农业产业互联网中的BAT！1、公司倡导的文化理念具备互联网思维：创新、充分授权、平台、去中心化。2、大北农提出事业财富共同体概念，经营由卖产品向卖服务过渡，从融资、技术、产品、财务、管理、信息上为经销商提供创业服务平台。3、提出智慧养猪，打造正能量的养殖行业生态系统，为养殖户提供全方面养殖服务，以改善养殖生态，提升养殖效率。

3、投资建议

我们预计公司2014/15/16年EPS为0.65/0.94/1.27元，增速为36.5%、43.9%、34.6%。公司已经开始加大费用控制力度，严格控制了人员的增加和相关费用的支出，在三季报中已经初步体现出来，我们认为随着饲料行业整体的好转加之公司对费用的控制，明年公司的利润将出现较大幅度增长，而公司估值将随公司智慧大北农战略的实施逐步提升，我们继续给予“推荐”投资评级。

表 10: 公司财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1560	2578	2416	3520	营业收入	16661	23384	33442	45381
应收款项	466	448	641	1003	营业成本	13206	18716	26888	36604
存货净额	1942	2534	3807	5188	营业税金及附加	3	6	8	11
其他流动资产	341	430	649	881	销售费用	1577	2105	2909	3857
流动资产合计	4308	5990	7513	10592	管理费用	912	1263	1762	2383
固定资产	2410	2775	3082	3246	财务费用	10	28	38	54
无形资产及其他	465	442	420	398	投资收益	3	1	3	2
投资性房地产	826	826	826	826	资产减值	(26)	(20)	(19)	(22)
长期股权投资	198	198	198	198	其他收入	0	0	0	0
资产总计	8206	10232	12039	15260	营业利润	929	1247	1820	2453
短期借款及交易性金融负债	752	1100	623	825	营业外净收支	42	25	10	10
应付款项	816	1166	1716	2299	利润总额	971	1272	1830	2463
其他流动负债	1220	1777	2446	3376	所得税费用	188	203	293	394
流动负债合计	2787	4043	4785	6499	少数股东损益	14	18	26	35
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	769	1050	1511	2034
其他长期负债	127	150	168	184					
长期负债合计	127	150	168	184	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	2914	4193	4953	6683	净利润	769	1050	1511	2034
少数股东权益	259	271	291	316	资产减值准备	14	(13)	2	1
股东权益	5033	5768	6796	8261	折旧摊销	173	250	296	336
负债和股东权益总计	8206	10232	12039	15260	公允价值变动损失	26	20	19	22
					财务费用	10	28	38	54
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(861)	254	(446)	(445)
每股收益	0.48	0.65	0.94	1.27	其它	(3)	25	18	25
每股红利	0.10	0.20	0.30	0.35	经营活动现金流	117	1586	1399	1972
每股净资产	3.13	3.59	4.23	5.14	资本开支	(953)	(601)	(601)	(501)
ROIC	16%	20%	28%	35%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	18%	22%	25%	投资活动现金流	(1103)	(601)	(601)	(501)
毛利率	21%	20%	20%	19%	权益性融资	350	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	6%	6%	支付股利、利息	(168)	(315)	(484)	(569)
收入增长	57%	40%	43%	36%	其它融资现金流	770	348	(477)	202
净利润增长率	14%	37%	44%	35%	融资活动现金流	783	33	(960)	(367)
资产负债率	39%	44%	44%	46%	现金净变动	(203)	1018	(162)	1104
息率	0.9%	1.6%	2.5%	2.9%	货币资金的期初余额	1763	1560	2578	2416
P/E	25.4	18.6	12.9	9.6	货币资金的期末余额	1560	2578	2416	3520
P/B	3.9	3.4	2.9	2.4	企业自由现金流	(866)	989	823	1512
EV/EBITDA	19.8	15.4	11.3	9.2	权益自由现金流	(96)	1314	314	1668

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

吴立、张婧，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

吴立，农林牧渔行业分析师。2012年、2013年连续入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

2007年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007年-2010年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010至今从事农林牧渔行业研究。

覆盖股票范围：

A股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部	机构请致电：
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn