



东兴证券
DONGXING SECURITIES

饲料销量增长 净利润增速提升

——大北农（002385）2010 三季度报点评

2010 年 10 月 26 日

推荐/维持

大北农

财报点评

银国宏

S1480207120048

联系人：王昕

农林牧渔行业分析师 010-66507312 MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件：

10 月 26 日公司公布 2010 年三季度报：2010 年 1-9 月公司营业收入、营业利润和净利润分别为 36.48 亿元、2.32 亿元和 1.96 亿元，同比增长 32.5%、13.71%和 11.67%，每股收益 0.51 元。

公司分季度财务指标

指标	2008	2009	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入（百万元）	3,607.18	3,975.38	1122.18	1171.64	1353.98
增长率（%）	58.89	10.21	34.21%	34.67%	29.32%
毛利率（%）	20.50	24.09	25.11%	22.12%	20.68%
期间费用率（%）	15.52	15.93	16.60%	16.22%	15.14%
营业利润率（%）	4.65	7.98	8.27%	5.62%	5.45%
净利润（百万元）	143.95	278.75	78.51	56.55	58.65
增长率（%）	32.56	93.64	2.48%	6.13%	27.89%
每股盈利（季度，元）	0.42	0.82	0.233	0.143	0.148
资产负债率（%）	60.06	53.79	51.41%	18.49%	19.28%
净资产收益率（%）	27.04	38.60	8.21%	1.91%	1.94%
总资产收益率（%）	13.72	20.45	3.99%	1.56%	1.57%

评论：

积极因素：

- 营业收入保持30%以上增长，主要来自高档乳猪料。前三季度和第三季度公司营业收入均保持30%左右的增长，其中上半年主要源于高档乳猪料的增长，第三季度除乳猪料继续保持较高销量外，7月份以来公司饲料销售回暖，饲料整体销量同比增长40-50%左右。
- 第三季度成本增速下降，净利润增速大幅上涨。前三季度营业收入和营业成本单季度同比增速分别为34.21%、34.67%、29.32%和36.85%、36.64%、29.67%，前三季度公司净利润单季度同比增速分别为5.11%、6.8%和27.95%。我们认为成本增速下滑的主要原因是随着玉米价格高位平稳公司原料采购的上涨压力有所缓解；上半年招收的人员经过培训后开始发挥效用，未来将逐步平滑这部分费用，在成本压力缓解和饲料营收增长的同时公司7-9月净利润同比和环比增速均有较大增幅。

消极因素:

- 销售费用增长42.76%。前三季度公司销售费用较上年同期增加111.33百万元增幅达42.76%，主要是公司基于加强市场网络建设和增大服务力度的需求，上半年新招收了一批员工，公司目前销售人员达到近6000人，由此带来的薪资、差旅费等费用也有所增加，积极的一面是第三季度公司期间费用率已有第二季度的16.22%降为15.14%。

业务展望:

7月以来公司饲料销量出现较快增长，我们预计在饲料的传统旺季四季度公司饲料销量将有更好表现，我们预计未来上游玉米等价格出现类似上半年较大涨幅的可能性不大，而下游因猪价上涨带来养殖回暖和饲料需求增加，这两者将促进饲料消费进一步增长。三季度是种子淡季，预计后三个月将有部分种子进入销售，农华101在9月底通过国审后今年也将有少量销售。今年公司扩大了销售队伍，费用相应有所增加，但我们认为今年的投入下半年将见效，并且未来人员将以调结构为主，今年较高的费用增长将逐渐平滑。前三季度公司有6千余万元应收账款，我们预计这部分植保和赊销的销售款项年终将陆续收回。

盈利预测与投资建议

处于中游的饲料行业今年下半年逐渐回暖，公司作为国内预混料第一在饲料细分领域将凭借强力营销而保持其惯有的优势地位；乳猪料是今年公司考核重点且目前月销量已较3月翻番，在目前国内市场空间大且竞争尚不激烈之时，公司将利用先发优势使得高档乳猪料成为饲料增长的引擎；今年公司制种面积有所增长同时种子价格全面上涨，将带动种子产销值增长，农华101对公司的贡献将主要体现在明年。我们预计2010-2012年EPS分别为0.87元、1.26元和1.77元，10月25日股价48.3元，对应的PE为56倍、38倍和27倍，维持推荐评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3975.38	5551.49	7551.58	10021.89
(+/-)%	10.20%	39.65%	36.03%	32.71%
经营利润（EBIT）	317.33	406.45	588.01	825.637
(+/-)%	89.24%	28.08%	44.67%	40.41%
净利润	278.75	351.65	505.33	707.08
(+/-)%	93.64%	26.15%	43.70%	39.93%
每股净收益（元）	0.82	0.87	1.26	1.77

资料来源：东兴证券

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。