



上市公司半年报点评

证券研究报告
农林牧渔—饲料

增 持 维持

大北农 (002385)

2011 年 8 月 26 日

净利润大幅增长归因于销量上升及费用下降

农林牧渔行业首席分析师: 丁 频
SAC 执业证书编号:S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405
联系人: 夏 木
xiam@htsec.com
021-23219748

8 月 25 日收盘价: 36.68 元 目标价: 40.00 元

事件:

公司今日发布 2011 年半年报。报告期内, 公司共实现营业总收入 314278.93 万元, 同比增长 37.01%; 实现营业利润 26280.59 万元, 同比增长 65.63%; 实现归属于母公司所有者的净利润 21770.13 万元, 同比增长 59.62%; 每股收益 0.54 元。业绩符合我们此前的预期 (归属于母公司所有者的净利润同比增长 60%)。

点评:

饲料——营收占比持续提升, 猪料结构继续完善。

公司上半年饲料业务实现收入 265601.75 万元, 较去年同期增长 40.42%, 而总销量则达到 70.72 万吨, 同比增长 34.84%, 毛利率持平微降 0.69%。

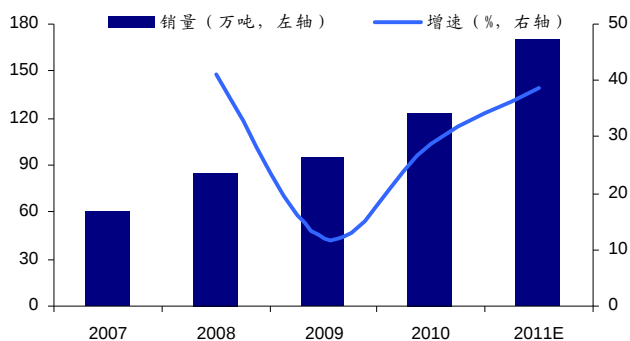
1) 公司饲料销售收入占总收入的比重持续提升 (由去年同期的 82.57% 升至目前的 84.58%), 这一方面来源于上半年整个禽畜养殖行业景气度较高, 公司作为饲料行业、尤其是高端预混料和乳猪料行业的龙头企业之一, 能够更好的分享行业的高景气行情; 另一方面也源自公司饲料产品中毛利较高的猪料占比较多 (比例在 80% 左右), 最大限度的受益于猪价上涨所带来的饲料需求增长。

2) 上半年公司猪饲料中乳猪饲料销售额为 74546.10 万元, 占比整个饲料收入的 28%, 同比去年增长 68.98%, 而在乳猪饲料中, 教槽料和保育浓缩料两个细分种类的饲料增速又是最快的, 收入同比增长大约 75%, 对公司饲料业绩贡献良多。虽然由于高端配合料的毛利率略逊于预混料和全价料, 以至于公司上半年饲料业务的毛利率微幅下降了 0.69 个百分点 (更主要的原因在与原材料价格的快速攀升, 公司预计仅玉米和氨基酸的价格上涨就推升公司饲料成本上涨超过 1 亿元), 但是我们认为, 无论从短期还是中长期来看, 高端 (乳猪) 教槽料和全价料等配合饲料在公司饲料结构中的占比都将逐步增长:

a) 短期来看, 今年虽然猪价涨势较为凌厉, 但对国家调控和疫病的担忧使得农户对于母猪补栏的积极性要较仔猪弱一些, 因此市场对于高端乳猪配合料的需求也较为旺盛 (农业部的数据显示, 自去年 12 月份到今年 7 月份, 仔猪补栏量的增速要快于母猪存栏量增长速度), 我们认为在这一趋势下, 公司会审时度势, 加大猪料产品中配合料的比重。

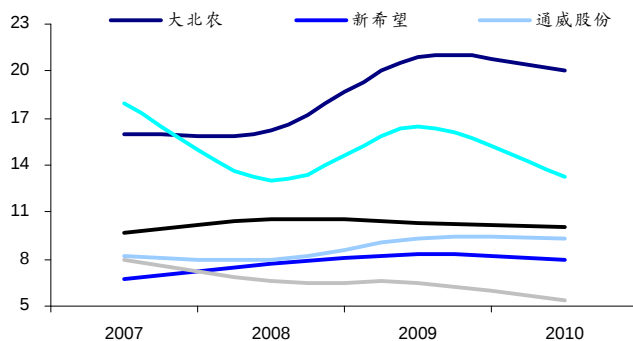
b) 长期来看, 目前饲料行业的规模化养殖的进程明显加快, 比例明显提高, 所以对于配合料的需求增速也明显高于预混料和浓缩料, 我们认为这种需求结构的变化从中长期来看是规模化养殖发展与变革提速的必然结果。

图 1 大北农历年饲料销量与增速



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 饲料行业主要标的公司饲料业务毛利率对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

下半年，我们认为，一方面目前母猪和生猪的存栏数量还在不断上升中，存栏量的上升表明养殖户对于饲料仍将存在较为刚性的确切需求；另一方面，公司下半年饲料产能将进一步释放（下半年公司下属北京科高大北农基地的 9 万吨教槽料项目和漳州大北农的 42 万吨乳猪料项目均将达产放量；而吉林大北农 24 万吨猪料项目已于今年 6 月 30 日达到可开工状态，下半年将逐步放量；同时公司初步预计湖南大北农 30 万吨、三明大北农 18 万吨、和龙岩武平 18 万吨项目都将在 2011 年底之前达到可开工状态），预计下半年饲料的销量仍将保持较快增长，全年销量有望达到 175 万吨，同比增速为 40%。

种子——旧产品逐步淘汰，毛利率继续提升。

报告期内公司共销售水稻、玉米等种子 29068.41 万元，同比增长 32.21%，继续保持良好增长态势的同时，毛利率进一步提升（从去年上半年的 41.45% 提升至目前的 43.76%），主要原因在于：

1) 逐步加快低端旧产品的淘汰步伐，优化品种结构；

2) 公司原本水稻种子毛利水平就较高，今年玉米种子的毛利水平受益于盈利能力较好的“农华 101”的快速推广（去年通过国审，上半年呈供不应求状态），得以快速提升，从去年的 30% 提升至目前的 44%，抬高整体毛利水平。

盈利预测与投资建议。

我们预计公司 2011 年全年饲料总体销量增长有望达到 40%（175 万吨），同时公司一直高企的销售费用率上半年出现下降，预计全年净利润增速在 55% 左右。预计 2011 年和 2012 年 EPS 分别为 1.21 元、1.60 元，维持对公司的“增持”评级，目标价 40 元，对应 2012 年 PE25x。

风险提示。

猪价大幅下跌，四季度种子销售不达预期。

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	
投资建议的评级标准	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。