

分析师： 乔洋 (8621)65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

盈利增长稳定，看好“饲料+种子”双核发展

事件描述

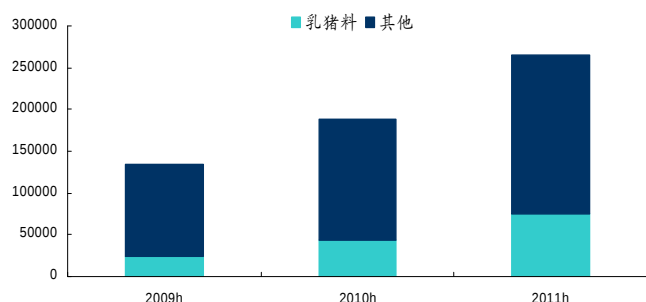
大北农（002385.SZ）今日公告 2011 年第三季度业绩报告：

- ✧ 第三季度公司实现营业收入 21.37 亿元，同比增加 57.80%；归属于上市公司股东的净利润 9507.07 万元，同比增加 59.96%；实现每股收益 0.24 元。
- ✧ 前三季度共实现营业收入 52.79 亿元，同比增长 44.73%；归属于上市公司股东的净利润 3.13 亿元，同比增加 59.72%；实现每股收益 0.78 元。
- ✧ 公司预告 2011 年度净利润同比增长幅度的预计范围为 50%~70%，归属于上市公司股东的净利润为 4.67~5.29 亿元，EPS 为 1.17~1.32 元
- ✧ 我们认为，公司的核心竞争力在于饲料业务的创新销售模式以及较强的经营管理团队，这一点由公司上市以来的稳步快速增长、公司的战略规划（全价料大趋势到来之际，公司转向全价料产能建设，同时借助乳猪料的快速扩张弥补全价料带来的毛利率的下降）可以充分体现。其次伴随种子行业改革浪潮的逐步推进，公司作为国内种子行业的优质企业将得到快速发展。公司未来增长点主要是募投产能的释放带来全价料销量的快速增长以及乳猪料的持续快速推广。我们预计 2011~2013 年公司 EPS 为 1.25 元、1.83 元和 2.15 元，维持“推荐”评级。

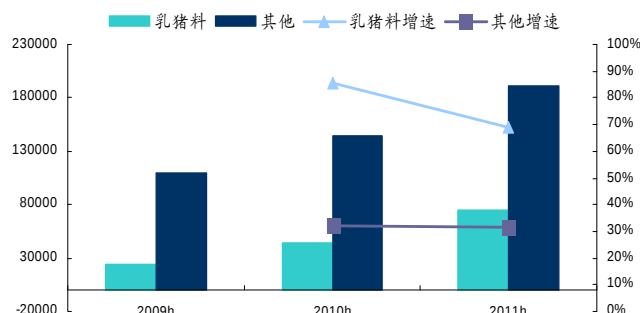
事件评论

第一，第三季度公司实现营业收入21.37 亿元，综合毛利率较去年同期下降2.60个百分点

- ✧ 2011 年第三季度公司实现营业收入 21.37 亿元，同比增长 57.80%。公司收入增长一方面源于饲料产能的扩张及服务水平的提升，另一方面源于高端乳猪料推广力度加大。公司自上市以来，饲料业务持续高速增长，去年开始推广的乳猪料产品在公司经营管理下快速占领市场。公司三季度收入的高速增长一方面反映饲料行业步入景气周期，另一方面凸显了公司的经营实力，主营业务稳步快速增长。

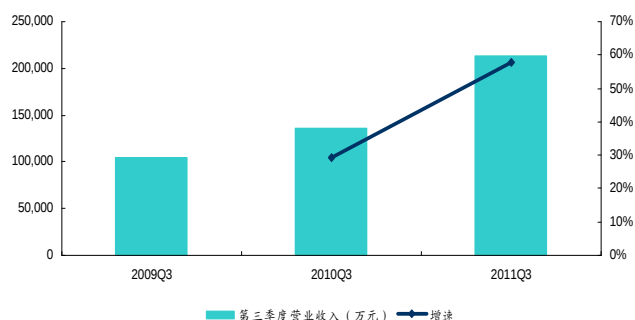
图 1：2009～2011H 饲料销售收入结构（万元）


资料来源：公司公告，长江证券研究部

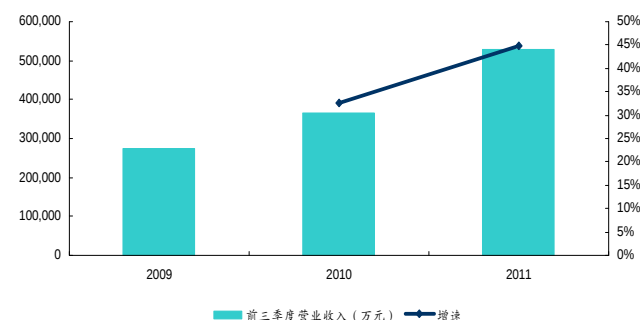
图 2：2009H-2011H 公司饲料销售额（万元）及增速


资料来源：公司公告，长江证券研究部

前三季度公司累计实现营业收入 52.79 亿元，同比增长 44.73%。

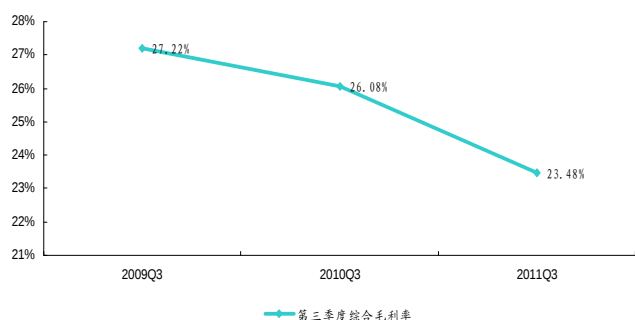
图 3：2009～2011 年公司三季度营业收入（万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

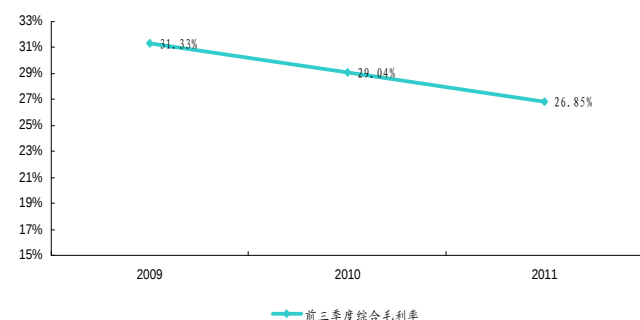
图 4：2009～2011 年公司前三季度营业收入（万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

今年第三季度公司综合毛利率水平为 23.48%，较去年同期下降 2.60 个百分点。今年前三季度公司综合毛利率水平为 26.85%，较去年同期下跌 2.19 个百分点。我们判断，饲料业务毛利率下降主要原因是原材料成本上涨。

图 5：2009～2011 年公司三季度综合毛利率


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：2009～2011 年公司前三季度综合毛利率


资料来源：Wind，长江证券研究部

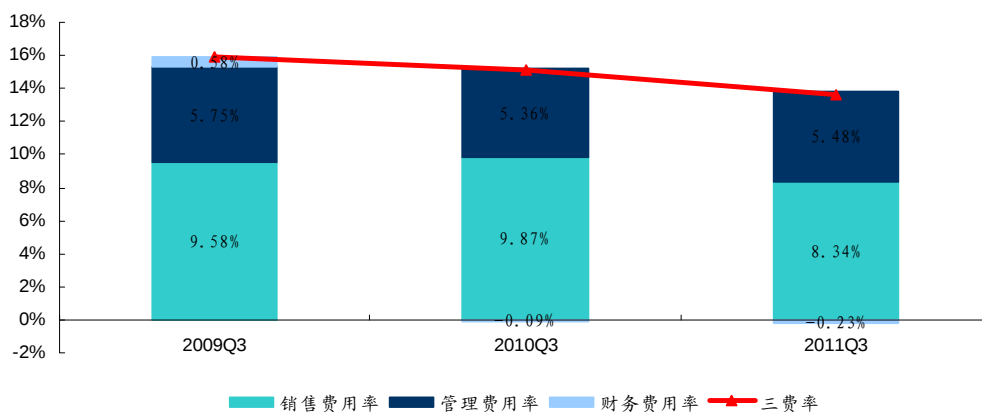
第二，第三季度公司财务费用和管理费用上升，综合期间费用率较去年同期下降1.56个百分点

第三季度公司实现销售费用 1.78 亿元，较去年同期增长 33.20%，增长原因为公司销售规模扩张带来的费用增加所致。管理费用 1.17 亿元，同比增长 61.22%，主要系科研投入增加所致。财务费用较去年同期减少 367.71 万

元，主要系公司首发募资偿还银行借款带来银行利息支出减少所致。

- ✧ 第三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 8.34%，5.48%和-0.23%；分别较去年同期费用率下降 1.54，-0.12 和 0.14 个百分点。第三季度综合期间费用率为 13.58%，较去年同期下降 1.56 个百分点。

图 7：第三季度公司三项费用率同比有较大幅度减少



资料来源：Wind，长江证券研究部

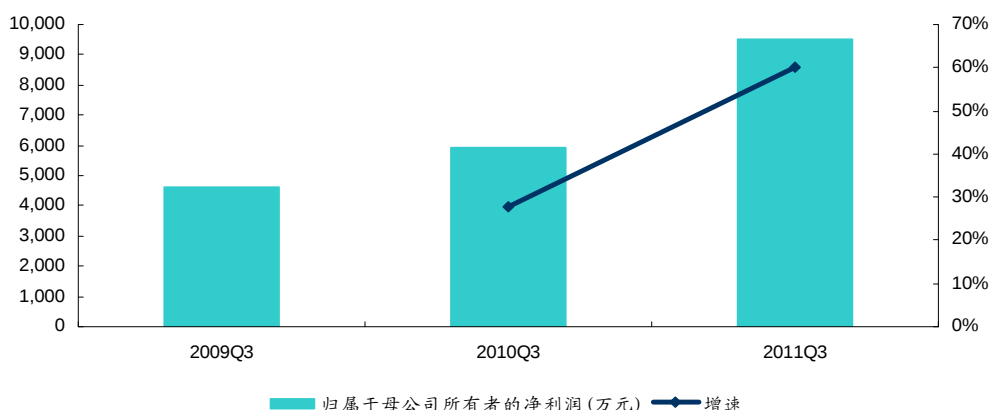
第三，长期股权投资、研发投入和资产减值损失均有大幅增加

- ✧ 长期股权投资较年初增加 51.64%，主要系子公司北京金色农华种业科技有限公司对外投资所致。
- ✧ 开发支出较年初增加 191.83%，主要系动物疫苗、维生素制剂、种子等研发投入增加所致。
- ✧ 三季度单季度资产减值损失为 198.25 万元，比上年同期增加 54.68%，主要原因是种子产品结构优化，原有库存原材料已不适应新产品的需要而计提跌价准备以及应收帐款增加使得计提坏账损失增加所致。

第四，第三季度公司实现归属于母公司所有的净利润9507.07万元，同比增加59.96%

- ✧ 第三季度公司实现营业利润 9507.07 万元，同比增加 59.96%。前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 3.13 亿元，同比增加 59.72%，净利润大幅增长主要系饲料和种子业务增长较快。

图 8：第三季度归属于母公司所有者净利润（万元）及增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

- ✧ 公司预告 2011 年度净利润同比增长幅度的预计范围为 50%~70%，归属于上市公司股东的净利润为 4.67~5.29 亿元，EPS 为 1.17~1.32 元

第五，盈利预测

我们认为，公司的核心竞争力在于饲料业务的创新销售模式以及较强的经营管理团队，这一点由公司上市以来的稳步快速增长、公司的战略规划（全价料大趋势到来之际，公司转向全价料产能建设，同时借助乳猪料的快速扩张弥补全价料带来的毛利率的下降）可以充分体现。其次伴随种子行业改革浪潮的逐步推进，公司作为国内种子行业的优质企业将得到快速发展。公司未来增长点主要是募投产能的释放带来全价料销量的快速增长以及乳猪料的持续快速推广。我们预计 2011~2013 年公司 EPS 为 1.25 元、1.83 元和 2.15 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5248	7591	12888	20803	货币资金	2093	2483	2917	3277
营业成本	4046	5889	10185	16700	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1202	1702	2704	4103	应收账款	91	131	223	359
% 营业收入	22.9%	22.4%	21.0%	19.7%	存货	818	1190	2059	3376
营业税金及附加	2	3	5	8	预付账款	86	125	217	356
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	1	1
销售费用	530	751	1276	2059	流动资产合计	3092	3936	5425	7382
% 营业收入	10.1%	9.9%	9.9%	9.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	311	451	683	1144	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	5.9%	5.3%	5.5%	长期股权投资	29	29	29	29
财务费用	-3	-8	-10	-11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	1735	1592	1443	1314
资产减值损失	11	5	11	16	无形资产	173	165	156	149
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	7	0	0	0	递延所得税资产	5	1	2	3
营业利润	357	500	739	886	其他非流动资产	-990	-990	-990	-990
% 营业收入	6.8%	6.6%	5.7%	4.3%	资产总计	4045	4731	6065	7886
营业外收支	20	15	15	0	短期贷款	27	0	0	0
利润总额	377	515	754	886	应付款项	269	392	677	1111
% 营业收入	7.2%	6.8%	5.8%	4.3%	预收账款	291	421	714	1152
所得税费用	63	86	126	148	应付职工薪酬	150	219	378	620
净利润	314	428	627	737	应交税费	21	29	43	51
归属于母公司所有者					其他流动负债	45	66	112	184
的净利润	311.2	424.6	621.8	730.8	流动负债合计	804	1126	1925	3119
少数股东损益	3	4	6	6	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.92	1.25	1.83	2.15	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	59	59	59	59
经营活动现金流净额	390	628	697	687	负债合计	863	1185	1984	3178
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	3082	3443	3971	4592
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	100	104	109	116
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3182	3547	4081	4708
固定资产投资	-296	-156	-179	-228	负债及股东权益	4045	4731	6065	7886
其他	9	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-287	-156	-179	-228		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.915	1.249	1.829	2.150
股权融资	2098	0	0	0	BVPS	9.06	10.13	11.68	13.51
银行贷款增加（减少）	-341	-27	0	0	PE	31.17	22.85	15.60	13.27
筹资成本	95	-56	-84	-98	PEG	0.95	0.69	0.47	0.40
其他	-209	0	0	0	PB	3.15	2.82	2.44	2.11
筹资活动现金流净额	1644	-83	-84	-98	EV/EBITDA	18.61	9.02	6.37	5.18
现金净流量	1747	389	435	360	ROE	10.1%	12.3%	15.7%	15.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。