

大北农(002385)/饲料
饲料量增趋势恢复，养猪大战略加速推进
评级：增持(维持)

市场价格：6.59

目标价格：7.50

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

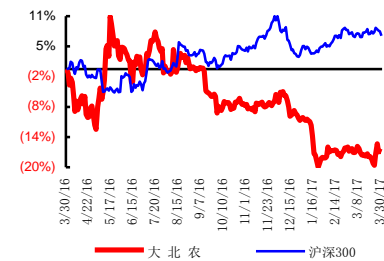
联系人：陈露

电话：010-59013787

Email: chenlu@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,101
流通股本(百万股)	2,382
市价(元)	6.59
市值(百万元)	27,023
流通市值(百万元)	15,699

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 大北农(002385) 2016年三季报
点评：利增快于量起，期待后周期发力
- 2 大北农(002385) 2016年半年报
点评：管控能力加强助毛利提高，期待下半年量利齐升
- 3 大北农点评：上调半年报业绩区间，养殖生态圈羽翼渐丰

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	18,444.92	16,098.09	16,840.94	19,947.98	24,764.28
增长率 yoy%	10.71%	-12.72%	4.61%	18.45%	24.14%
净利润	795.68	705.55	882.68	1,137.71	1,414.86
增长率 yoy%	3.45%	-11.33%	25.10%	28.90%	24.36%
每股收益(元)	0.48	0.26	0.22	0.28	0.35
每股现金流量	0.51	0.48	0.36	0.37	0.46
净资产收益率	13.52%	8.19%	9.71%	12.09%	15.41%
P/E	28.08	47.31	30.62	23.75	19.10
PEG	8.13	—	1.22	0.82	0.78
P/B	3.80	3.87	2.97	2.87	2.94

备注：

投资要点

- **事件：大北农发布 2016 年年报，公司实现营业收入 168.41 亿元，同比增长 4.61%，实现归属于上市公司股东净利润 8.83 亿元，同比增长 25.11%，扣非后净利润 8.10 亿元，同比增长 47.86%。**
- **饲料主业产品结构优化，降费增效初显成效。**公司全年饲料销量 399.78 万吨，同比增长 4.7%，其中猪料 328.47 万吨，同比增长 5.41%，水产料 38.75 万吨，同比增长 33.37%，反刍料 23.61 万吨，禽料 8.39 万吨。饲料产品毛利率 22.3%，同比增加 0.24 个百分点。公司自两年前开始逐步将饲料销售模式转型为市场驻场服务模式，在适应养殖规模化浪潮的同时，通过专业技术服务扩张市场份额，目前直销比例达到 40%，未来有望进一步加大。在产品结构上，公司进一步加强了高端料的占比，凭借长期在教保母饲料上的优势，提升综合毛利率，高端饲料销量同比增长 14%。另外，公司在 2016 年推进精细化管理，“降费用、提效率”的大基调初现成效。一方面推进原料集中分类采购，配备专业的行情预判人员，采购能力大幅提升，另一方面通过销售团队的改革，销售费用降低，三项费用总额同比下降 2.36%，其中销售费用同比下滑 4.65%。
- **种业品种分化明显，玉米种子受行业大环境影响表现欠佳。**公司全年种子销量 3005.2 万公斤，水稻种子收入同比增长 24.7%，保持相对稳定的增速；玉米种子收入同比下降 54.1%，受到行业库存压力大，市场环境较差的影响。我们测算，整体种业贡献利润约 8000-9000 万元。
- **养猪大创业发展加速，互联网业务发展良好。**公司全年共出栏生猪 40 万头，受益养殖景气，实现盈利 6000-8000 万元。目前公司已经初步完成了养殖板块的布局，正逐步布局种猪场（拟收购美国华多），多渠道、多方式推进“公司+农户”的养殖模式和自繁自养养猪模式。同时，公司农信互联板块发展态势良好，截止 2016 年末，公司猪联网管理的商品猪头数达到 2000 万头全国的国家生猪市场，已累计完成线上生猪交易额约 280 亿元。虽然目前没有独立实现盈利，但对于公司扩大猪场服务半径，深化服务内容和依托金融平台促进饲料、动保等产品销售起到了推进作用，2016 年度新增猪场带来的饲料销量贡献毛利约 3500 万元。
- **近期市场对公司的关注度较低，随着生猪存栏在二季度后的逐步回升，公司饲料业务有望恢复增长**（草根调研显示 1-2 月公司销量同比增长 20%，一季度预计达到 20-25%），同时公司继续加大猪场直销力度（短期目标将猪场直销比例提高到 60%），期间费用率有望进一步下滑。此外，公司养猪大战略逐步实践贡献业绩，预计 17 年出栏量可翻倍增长到 100 万头。中长期看，未来两三年在互联网平台协同下，养殖生态圈中的各类业务板块盈利爆发点都值得期待，且种业也有望走出周期低谷。预计 2017-18 年净利润为 11.4 亿、14.1 亿，对应当前股价 24 倍、19 倍，估值偏低，建议增持。
- **风险因素：**销量增长不达预期；养猪战略进展低于预期；互联网平台建设成效低于预期。

图表 1: 大北农三大报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	16,661	18,445	16,098	16,841	19,948	24,764	货币资金	1,560	2,614	2,120	2,971	3,417	3,706
增长率	56.60%	10.7%	-12.7%	4.6%	18.4%	24.1%	应收款项	466	739	994	317	375	466
营业成本	-13,206	-14,391	-12,188	-13,329	-15,864	-19,802	存货	1,942	1,917	1,663	2,191	2,608	3,255
% 销售收入	79.3%	78.0%	75.7%	79.1%	79.5%	80.0%	其他流动资产	341	455	2,658	2,809	2,863	2,945
毛利	3,455	4,054	3,910	3,512	4,084	4,962	流动资产	4,308	5,726	7,436	8,288	9,263	10,372
% 销售收入	20.7%	22.0%	24.3%	20.9%	20.5%	20.0%	% 总资产	52.5%	54.3%	53.7%	57.6%	59.3%	61.1%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-5	-6	-7	长期投资	198	73	234	234	234	234
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,429	3,223	3,848	4,067	4,331	4,630
营业费用	-1,577	-1,914	-1,819	-1,516	-1,676	-1,981	% 总资产	29.6%	30.6%	27.8%	28.3%	27.7%	27.3%
% 销售收入	9.5%	10.4%	11.3%	9.0%	8.4%	8.0%	无形资产	717	1,021	1,991	1,465	1,444	1,387
管理费用	-912	-1,117	-1,260	-1,010	-1,117	-1,313	非流动资产	3,898	4,825	6,414	6,106	6,350	6,592
% 销售收入	5.5%	6.1%	7.8%	6.0%	5.6%	5.3%	% 总资产	47.5%	45.7%	46.3%	42.4%	40.7%	38.9%
息税前利润 (EBIT)	962	1,019	828	981	1,285	1,661	资产总计	8,206	10,551	13,849	14,394	15,613	16,964
% 销售收入	5.8%	5.5%	5.1%	5.8%	6.4%	6.7%	短期借款	752	879	561	20	20	20
财务费用	-10	-95	-120	30	45	49	应付款项	1,548	1,577	1,834	1,938	2,299	2,861
% 销售收入	0.1%	0.5%	0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	610	1,158	1,531	2,023	2,542	3,531
资产减值损失	-26	-26	-59	0	0	0	流动负债	2,909	3,614	3,926	3,981	4,861	6,412
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	14	125	37	35	0	其他长期负债	4	640	664	664	664	664
% 税前利润	0.3%	1.5%	14.5%	3.4%	2.5%	0.0%	负债	2,914	4,254	4,590	4,646	5,526	7,076
营业利润	929	912	775	1,048	1,365	1,710	普通股股东权益	5,033	5,885	8,619	9,092	9,409	9,184
营业利润率	5.6%	4.9%	4.8%	6.2%	6.8%	6.9%	少数股东权益	259	411	640	656	678	704
营业外收支	42	60	90	50	50	50	负债股东权益合计	8,206	10,551	13,849	14,394	15,613	16,964
税前利润	971	972	865	1,098	1,415	1,760							
利润率	5.8%	5.3%	5.4%	6.5%	7.1%	7.1%	比率分析						
所得税	-188	-160	-157	-199	-256	-319		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	19.4%	16.5%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	每股指标						
净利润	783	811	708	899	1,159	1,441	每股收益 (元)	0.470	0.478	0.258	0.215	0.277	0.345
少数股东损益	14	15	3	16	21	26	每股净资产 (元)	3.073	3.535	3.153	2.217	2.295	2.240
归属于母公司的净利润	769	796	706	883	1,138	1,415	每股经营现金净流 (元)	0.319	0.509	0.475	0.358	0.372	0.457
净利率	4.6%	4.3%	4.4%	5.2%	5.7%	5.7%	每股股利 (元)	0.000	0.250	0.080	0.100	0.200	0.400
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.28%	13.52%	8.19%	9.71%	12.09%	15.41%
净利润	783	811	708	899	1,159	1,441	总资产收益率	9.37%	7.54%	5.09%	6.13%	7.29%	8.34%
少数股东损益	0	0	0	16	21	26	投入资本收益率	18.10%	17.01%	8.48%	11.33%	15.08%	20.95%
非现金支出	208	322	461	457	510	574	增长率						
非经营收益	20	61	-9	-78	-85	-50	营业总收入增长率	56.60%	10.71%	-12.72%	4.61%	18.45%	24.14%
营运资金变动	-488	-346	140	191	-58	-90	EBIT增长率	22.91%	5.91%	-18.79%	18.47%	31.02%	29.25%
经营活动现金净流	522	847	1,299	1,484	1,547	1,901	净利润增长率	13.93%	3.45%	-11.33%	25.10%	28.90%	24.36%
资本开支	1,443	983	1,145	99	704	766	总资产增长率	43.76%	28.57%	31.26%	3.93%	8.47%	8.66%
投资	-183	3	-366	0	0	0	资产管理能力						
其他	-16	-46	-2,153	37	35	0	应收账款周转天数	5.4	9.6	16.6	3.5	3.5	3.5
投资活动现金净流	-1,641	-1,025	-3,664	-62	-669	-766	存货周转天数	43.2	48.9	53.6	60.0	60.0	60.0
股权募资	350	250	2,230	0	0	0	应付账款周转天数	18.9	20.1	24.5	23.0	23.0	23.0
债权募资	730	629	-464	-541	0	0	固定资产周转天数	36.7	49.0	73.8	78.4	68.8	58.1
其他	-113	353	3	-15	-410	-820	偿债能力						
筹资活动现金净流	967	1,232	1,769	-556	-410	-820	净负债/股东权益	-15.28%	-19.63%	-11.45%	-25.15%	-28.73%	-32.23%
现金净流量	-152	1,054	-595	867	468	315	EBIT利息保障倍数	93.2	10.7	6.9	-32.4	-28.2	-33.6
							资产负债率	35.51%	40.32%	33.14%	32.28%	35.39%	41.71%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。