

大北农(002385)/饲料
饲料量利齐升，猪料龙头彰显强势竞争力
评级：买入(维持)

市场价格：6.22

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

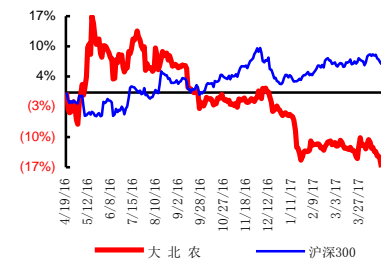
联系人：陈露

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年年报点评：饲料量增趋势恢复，养猪大战略加速推进
- 2 大北农(002385)2016年三季报点评：利增快于量起，期待后周期发力
- 3 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

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,098.09	16,840.94	21,674.33	27,060.23	31,606.35
增长率 yoy%	-12.72%	4.61%	28.70%	24.85%	16.80%
净利润	705.55	882.68	1,202.85	1,511.27	1,882.59
增长率 yoy%	-11.33%	25.11%	36.27%	25.64%	24.57%
每股收益(元)	0.26	0.22	0.29	0.37	0.46
每股现金流量	0.48	0.16	0.59	0.45	0.57
净资产收益率	8.19%	9.54%	11.98%	14.08%	17.15%
P/E	47.31	32.98	21.20	16.88	13.55
PEG	—	1.31	0.61	0.72	0.57
P/B	3.87	3.15	2.54	2.38	2.34

备注：

投资要点

- **事件：大北农发布2017年一季报，公司实现营业收入39.68亿元，同比增长20.96%，实现归属于上市公司股东净利润1.92亿元，同比增长39.77%，扣非后净利润1.74亿元，同比增长32.32%。公司预计2017年上半年归母净利润5.15~6.26亿元，同比增长40~70%。**
- **饲料销量增速提高，产品结构持续优化。**草根调研显示，公司一季度饲料销量增速超过20%，其中东北、华北、华中地区增长快速。伴随着生猪存栏的恢复，公司抓住了春节后补栏行情，过去两年的市场服务模式在养殖规模化提升中彰显出优势，凭借公司在高端料中的产品竞争力，销量恢复提升的效果较为明显。同时在产品结构上，公司今年继续加强高端料占比，前端料和预混料占比从30%提高到35%，提升整体饲料板块的毛利率。
- **三项费用继续缩减，经营效益改善。**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%。今年公司继续推进提效、降费策略，一季度三项费用占营收比例同比均有下滑，整体下滑近4个百分点，其中销售费用下降2.4个百分点。
- **养猪业务发展加速，种业板块有所好转。**公司2016年共出栏生猪40万头，实现盈利6000-8000万元，2017年预计出栏量可达到80-100万头，尽管猪价在一季度同比有所下滑，但出栏量的高速增长带来利润增量，贡献利润约2000万元。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。种业板块中玉米种子受行业低迷影响仍有亏损，但水稻种子销售增长近30%，整体经营情况有所好转。
- **随着生猪存栏的逐步回升，公司饲料业务有望保持增长，同时公司继续提升对规模猪场的服务力度（短期目标将猪场直销比例提高到60%），饲料、疫苗业务皆有望进一步增加销量。**另一方面，各业务板块运营费用仍有同比下滑的空间，整体经营效益和盈利能力都在增强。公司经过过去两年的调整，养殖生态圈已经构建完成，在互联网平台的联合下，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12.0亿、15.1亿，同比增长36.3%、25.6%，对应当前股价21倍、17倍，维持“买入”评级。
- **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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	18,445	16,098	16,841	21,674	27,060	31,606
增长率	10.71%	-12.7%	4.6%	28.7%	24.8%	16.8%
营业成本	-14,391	-12,188	-12,660	-17,101	-21,567	-25,233
% 销售收入	78.0%	75.7%	75.1%	78.9%	79.7%	79.8%
毛利	4,054	3,910	4,191	4,574	5,493	6,373
% 销售收入	22.0%	24.3%	24.9%	21.1%	20.3%	20.2%
营业税金及附加	-3	-3	-32	-7	-8	-9
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-1,914	-1,819	-1,735	-1,951	-2,273	-2,529
% 销售收入	10.4%	11.3%	10.3%	9.0%	8.4%	8.0%
管理费用	-1,117	-1,260	-1,270	-1,300	-1,515	-1,675
% 销售收入	6.1%	7.8%	7.5%	6.0%	5.6%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	1,019	828	1,154	1,316	1,697	2,160
% 销售收入	5.5%	5.1%	6.9%	6.1%	6.3%	6.8%
财务费用	-95	-120	-119	39	59	64
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-26	-59	-91	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	125	85	80	60	50
% 税前利润	1.5%	14.5%	7.6%	5.4%	3.2%	2.2%
营业利润	912	775	1,030	1,435	1,816	2,274
营业利润率	4.9%	4.8%	6.1%	6.6%	6.7%	7.2%
营业外收支	60	90	88	50	50	50
税前利润	972	865	1,118	1,485	1,866	2,324
利润率	5.3%	5.4%	6.6%	6.9%	6.9%	7.4%
所得税	-160	-157	-182	-260	-327	-407
所得税率	16.5%	18.1%	16.3%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	811	708	936	1,225	1,539	1,917
少数股东损益	15	3	53	22	28	35
归属于母公司的净利润	796	706	883	1,203	1,511	1,883
净利率	4.3%	4.4%	5.2%	5.5%	5.6%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	811	708	936	1,225	1,539	1,917
少数股东损益	0	0	0	22	28	35
非现金支出	322	461	528	474	528	592
非经营收益	61	-9	23	-120	-110	-100
营运资金变动	-346	140	-844	847	-106	-82
经营活动现金净流	847	1,299	642	2,449	1,879	2,362
资本开支	983	1,145	887	-1	704	766
投资	3	-366	-931	0	0	0
其他	-46	-2,153	701	80	60	50
投资活动现金净流	-1,025	-3,664	-1,117	81	-644	-716
股权募资	250	2,230	64	0	0	0
债权募资	629	-464	92	-651	0	0
其他	353	3	147	-11	-410	-820
筹资活动现金净流	1,232	1,769	302	-661	-410	-820
现金净流量	1,054	-595	-172	1,869	825	826

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,614	2,120	2,002	3,849	4,646	5,437
应收款项	739	994	1,300	408	509	594
存货	1,917	1,663	2,046	2,811	3,545	4,148
其他流动资产	455	2,658	2,313	2,441	2,535	2,612
流动资产	5,726	7,436	7,662	9,509	11,235	12,791
% 总资产	54.3%	53.7%	50.2%	57.0%	60.3%	62.7%
长期投资	73	234	964	964	964	964
固定资产	3,223	3,848	4,231	4,432	4,679	4,961
% 总资产	30.6%	27.8%	27.7%	26.6%	25.1%	24.3%
无形资产	1,021	1,991	2,099	1,472	1,451	1,394
非流动资产	4,825	6,414	7,596	7,171	7,398	7,622
% 总资产	45.7%	46.3%	49.8%	43.0%	39.7%	37.3%
资产总计	10,551	13,849	15,258	16,680	18,633	20,413
短期借款	879	561	672	21	21	21
应付款项	1,577	1,834	1,901	2,490	3,122	3,648
其他流动负债	1,158	1,531	2,022	2,690	3,292	4,269
流动负债	3,614	3,926	4,695	5,202	6,435	7,939
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	640	664	635	635	635	635
负债	4,254	4,590	5,230	5,837	7,071	8,574
普通股股东权益	5,885	8,619	9,251	10,044	10,735	10,977
少数股东权益	411	640	777	800	828	862
负债股东权益合计	10,551	13,849	15,258	16,680	18,633	20,413

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.478	0.258	0.215	0.293	0.369	0.459
每股净资产 (元)	3.535	3.153	2.256	2.449	2.618	2.677
每股经营现金净流 (元)	0.509	0.475	0.157	0.592	0.451	0.567
每股股利 (元)	0.000	0.250	0.060	0.100	0.200	0.400
回报率						
净资产收益率	13.52%	8.19%	9.54%	11.98%	14.08%	17.15%
总资产收益率	7.54%	5.09%	5.78%	7.21%	8.11%	9.22%
投入资本收益率	17.01%	8.48%	11.71%	16.52%	21.55%	29.79%
增长率						
营业总收入增长率	10.71%	-12.72%	4.61%	28.70%	24.85%	16.80%
EBIT 增长率	5.91%	-18.79%	39.43%	14.03%	28.93%	27.30%
净利润增长率	3.45%	-11.33%	25.11%	36.27%	25.64%	24.57%
总资产增长率	28.57%	31.26%	10.17%	9.32%	11.71%	9.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.6	16.6	21.0	3.5	3.5	3.5
存货周转天数	48.9	53.6	53.5	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	20.1	24.5	25.4	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	49.0	73.8	79.0	63.7	52.7	47.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.63%	-11.45%	-8.28%	-30.69%	-35.68%	-41.52%
EBIT 利息保障倍数	10.7	6.9	9.7	-33.8	-28.8	-33.7
资产负债率	40.32%	33.14%	34.28%	34.99%	37.95%	42.00%

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。