

大北农 (002385)

战略转型阵痛已过，20倍成长股值得买

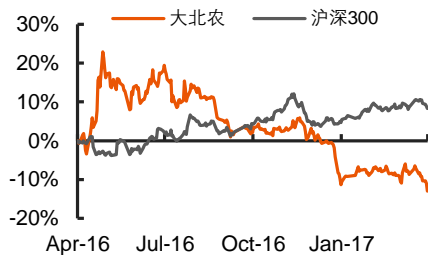
强烈推荐 (维持)

现价: 6.22 元

主要数据

| | |
|---------------|----------------|
| 行业 | 食品饮料 |
| 公司网址 | www.dbn.com.cn |
| 大股东/持股 | 邵根伙/42.15% |
| 实际控制人/持股 | 邵根伙/% |
| 总股本(百万股) | 4,101 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,396 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 255.06 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 149.04 |
| 每股净资产(元) | 2.26 |
| 资产负债率(%) | 34.30 |

行情走势图



相关研究报告

- 《大北农*002385*成本冲击超预期, 净利增速曲线更平缓》 2017-01-26
- 《大北农*002385*业务右侧之始, 股价佳境之前》 2016-10-30

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

大北农公布一季报, 1Q17 营收 39.6 亿元, 同比+20.7%, 归母净利 1.92 亿元, 同比+39.8%, EPS0.05 元。同时公司预告 1H17 归母净利同比增 40-70%。

平安观点:

- **1Q17 营收、归母净利同比+20.7%、+39.8%超我们预期, 受益于猪料、水产料销量快速增长。**
- **主要业务线均快速增长。**我们估计, 1Q17 猪料销量同比增约 25%, 16 年开始发力的水产料可能翻倍增长, 养猪、水稻种子均保持快速增长。
- **成本上升拖累毛利率, 费用率加速下行并将延续。**1Q17 公司毛利率同比下降 2.5pct, 原因主要是豆粕 1Q16 同比是双位数下降, 但 1Q17 变为同比增双位数。好的方面是 17 年以来豆粕价格环比持续下跌, 报表毛利率基数高点在 1H16。1Q17 公司销售费用率、管理费用率同比下滑 2.4、1.3pct, 猪料、水产、种业等费用率均见顶回落, 预计至少可延续 2017 全年。
- **战略转型阵痛已过, 重回成长轨道。**大北农转略转型始于 2H14, 经历 15、16 年转型阵痛期后, 首先业务线进行了重构, 猪料再次强化高端料战略, 水产料替代反刍成为猪料之外饲料业务补充; 农信互联加速发展; 养猪正式成为核心战略; 水稻基本成为种业顶梁柱等。其次, 当前营收、利润主要支柱的猪料业务方面, 大北农客户结构、渠道结构、组织结构新旧更替初步完成, 有望加速优化并持续数年。且猪场驻点深度服务、农信互联平台发力、养猪大创业、母猪新蓝海新四大法宝逐渐成熟, 有望拉动饲料、疫苗、种猪等主导产品加速增长, 公司应该已重回成长轨道。
- **20 倍成长股, 值得买, “强烈推荐”。**考虑豆粕成本 17 年稳步下行和公司饲料销量超预期, 上调 17-18 年 EPS 约 12%、19%至 0.30、0.40 元, 同比 +41.7%、+31.5%, 动态 PE20.4、15.5 倍。中国生猪产业链正快速变革, 大北

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 16,098 | 16,841 | 20,391 | 24,432 | 29,166 |
| YoY(%) | -12.7 | 4.6 | 21.1 | 19.8 | 19.4 |
| 净利润(百万元) | 706 | 883 | 1,250 | 1,644 | 2,037 |
| YoY(%) | -11.3 | 25.1 | 41.7 | 31.5 | 23.9 |
| 毛利率(%) | 24.3 | 24.9 | 23.5 | 22.9 | 22.2 |
| 净利率(%) | 4.4 | 5.6 | 6.5 | 7.1 | 7.3 |
| ROE(%) | 9.7 | 9.9 | 13.1 | 15.7 | 17.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.17 | 0.22 | 0.30 | 0.40 | 0.50 |
| P/E(倍) | 36.2 | 28.9 | 20.4 | 15.5 | 12.5 |
| P/B(倍) | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |

农战略领先、执行能力强，抓住互联网改造产业链机会，正用“类温氏”模式整合产业链，且是头号种子选手。公司 2H14-16 年是战略大转型，股价遭遇了业绩和估值双杀，17 年预期 PE 已降至 20.4 倍，公司正跨过业务底部向上开始新一轮成长期，值得买入，维持“强烈推荐”。

■ **风险提示。**经济疲软拖累猪肉需求，或爆发严重生猪疫病，拖累业绩。

图表1 季报快读：1Q17 营收、归母净利+20.7%、+39.8%

| | 1Q16 | 1Q17 | QoQ | 备注 |
|-----------|-------|-------|---------|---------------------------|
| 营业收入 | 3,280 | 3,960 | 20.7% | 饲料销量快速增长推动 |
| 营业成本 | 2,378 | 2,972 | 25.0% | |
| 毛利率 | 27.5% | 24.9% | -2.5% | 豆粕成本同比上升 |
| 毛利 | 902 | 988 | 9.5% | |
| 营业税金及附加 | 1 | 11 | 1249.5% | |
| 销售费用 | 415 | 408 | -1.6% | 销售人员减少，控制费用 |
| 管理费用 | 291 | 296 | 1.4% | |
| 财务费用 | 25 | 30 | 20.5% | |
| 资产减值损失 | 23 | 35 | 49.5% | 为下游融资提供资金支持，但猪价仍有利于降低实际坏账 |
| 公允价值变动收益 | 0 | -1 | 0.0% | |
| 投资收益 | 21 | 33 | 53.2% | 融资后现金上升，购买理财产品 |
| 营业利润 | 168 | 249 | 47.5% | |
| 营业利润率 | 5.1% | 6.3% | 1.1% | |
| 营业外收入 | 14 | 13 | -7.7% | |
| 营业外支出 | 7 | 6 | -8.1% | |
| 利润总额 | 176 | 256 | 45.1% | |
| 所得税 | 34 | 40 | 16.5% | |
| 所得税率 | 23.3% | 18.5% | -4.8% | |
| 少数股东损益 | 4 | 24 | 436.1% | 种子子公司、养猪、农信互联减亏 |
| 归属于母公司净利润 | 138 | 192 | 39.8% | |
| 净利率 | 4.2% | 4.9% | 0.7% | |
| EPS | 0.03 | 0.05 | 39.8% | 超出我们预期，毛利率降幅低于预期 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 7,662 | 9,174 | 10,809 | 12,947 |
| 现金 | 2,002 | 2,759 | 3,338 | 4,435 |
| 应收账款 | 1,091 | 1,196 | 1,508 | 1,756 |
| 其他应收款 | 156 | 156 | 206 | 234 |
| 预付账款 | 231 | 225 | 308 | 349 |
| 存货 | 2,046 | 2,326 | 2,928 | 3,455 |
| 其他流动资产 | 2,136 | 2,512 | 2,521 | 2,718 |
| 非流动资产 | 7,596 | 7,676 | 7,776 | 7,867 |
| 长期投资 | 759 | 759 | 759 | 759 |
| 固定资产 | 4,148 | 4,221 | 4,298 | 4,373 |
| 无形资产 | 1,468 | 1,479 | 1,491 | 1,502 |
| 其他非流动资产 | 1,221 | 1,216 | 1,228 | 1,232 |
| 资产总计 | 15,258 | 16,850 | 18,585 | 20,814 |
| 流动负债 | 4,595 | 5,476 | 5,974 | 6,693 |
| 短期借款 | 651 | 651 | 651 | 651 |
| 应付账款 | 901 | 1,106 | 1,339 | 1,611 |
| 其他流动负债 | 3,043 | 3,719 | 3,985 | 4,431 |
| 非流动负债 | 635 | 636 | 636 | 636 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 635 | 636 | 636 | 636 |
| 负债合计 | 5,230 | 6,113 | 6,610 | 7,329 |
| 少数股东权益 | 777 | 857 | 944 | 1,029 |
| 股本 | 4,101 | 4,101 | 4,101 | 4,101 |
| 资本公积 | 1,071 | 1,071 | 1,071 | 1,071 |
| 留存收益 | 4,076 | 4,706 | 5,856 | 7,282 |
| 归属母公司股东权益 | 9,251 | 9,880 | 11,031 | 12,456 |
| 负债和股东权益 | 15,258 | 16,850 | 18,585 | 20,814 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 642 | 1,689 | 1,654 | 2,264 |
| 净利润 | 883 | 1,250 | 1,644 | 2,037 |
| 折旧摊销 | 437 | 480 | 489 | 498 |
| 财务费用 | 119 | 117 | 117 | 81 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 172 | -426 | -879 | -677 |
| 其他经营现金流 | -969 | 268 | 283 | 324 |
| 投资活动现金流 | -1,117 | -570 | -583 | -592 |
| 资本支出 | -417 | -570 | -583 | -592 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -700 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 302 | -362 | -492 | -574 |
| 短期借款 | 110 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 191 | -362 | -492 | -574 |
| 现金净增加额 | -172 | 757 | 579 | 1,098 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 16,841 | 20,391 | 24,432 | 29,166 |
| 营业成本 | 12,650 | 15,601 | 18,840 | 22,694 |
| 营业税金及附加 | 32 | 4 | 5 | 6 |
| 营业费用 | 1,735 | 1,735 | 1,908 | 2,194 |
| 管理费用 | 1,270 | 1,333 | 1,440 | 1,584 |
| 财务费用 | 119 | 117 | 117 | 81 |
| 资产减值损失 | 91 | 127 | 153 | 153 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 营业利润 | 1,030 | 1,559 | 2,055 | 2,539 |
| 营业外收入 | 126 | 126 | 126 | 126 |
| 营业外支出 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 利润总额 | 1,118 | 1,648 | 2,143 | 2,628 |
| 所得税 | 182 | 317 | 413 | 506 |
| 净利润 | 936 | 1,330 | 1,730 | 2,121 |
| 少数股东损益 | 53 | 80 | 87 | 85 |
| 归属母公司净利润 | 883 | 1,250 | 1,644 | 2,037 |
| EBITDA | 1,586 | 2,156 | 2,661 | 3,119 |
| EPS (元) | 0.22 | 0.30 | 0.40 | 0.50 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | - | - | - | - |
| 营业收入(%) | 4.6 | 21.1 | 19.8 | 19.4 |
| 营业利润(%) | 32.9 | 51.5 | 31.8 | 23.6 |
| 归属于母公司净利润(%) | 25.1 | 41.7 | 31.5 | 23.9 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 24.9 | 23.5 | 22.9 | 22.2 |
| 净利率(%) | 5.6 | 6.5 | 7.1 | 7.3 |
| ROE(%) | 9.9 | 13.1 | 15.7 | 17.3 |
| ROIC(%) | 9.5 | 12.9 | 15.6 | 17.5 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 34.3 | 36.3 | 35.6 | 35.2 |
| 净负债比率(%) | -6.9 | -13.5 | -16.9 | -23.2 |
| 流动比率 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.9 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 应收账款周转率 | 17.4 | 17.8 | 18.1 | 17.9 |
| 应付账款周转率 | 14.4 | 15.5 | 15.4 | 15.4 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.22 | 0.30 | 0.40 | 0.50 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.16 | 0.41 | 0.40 | 0.55 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.26 | 2.41 | 2.69 | 3.04 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 28.9 | 20.4 | 15.5 | 12.5 |
| P/B | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 17.3 | 12.8 | 10.4 | 8.9 |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033