

饲料主营增速稳，全产业链潜力足

——大北农（002385）2017年一季报点评

2017年04月20日

强烈推荐/维持

大北农

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
程诗月	联系人	
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458

事件：

大北农披露 2017 年一季报，公司 2017 年一季度实现营业收入 39.68 亿元，同比增长 20.96%；归属于母公司净利润 1.92 亿元，同比增长 39.77%；扣非净利润 1.74 亿元，同比增长 32.32%；EPS0.05。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	4314.26	4441.88	3280.08	4114.17	4443.16	5003.53	3967.6
增长率（%）	-13.19%	-15.39%	-6.03%	6.63%	2.84%	12.95%	20.84%
毛利率（%）	22.53%	28.06%	27.41%	26.18%	22.17%	24.56%	24.95%
期间费用率（%）	19.39%	20.28%	22.30%	19.46%	17.05%	16.67%	18.51%
营业利润率（%）	4.67%	8.36%	5.14%	6.85%	5.51%	6.68%	6.28%
净利润（百万元）	166.27	345.25	141.93	234.17	221.32	338.41	215.75
增长率（%）	23.49%	-10.51%	37.35%	150.78%	33.11%	-01.98%	52.01%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.11	0.05	0.06	0.06	0.07	0.05
资产负债率（%）	45.28%	33.14%	30.24%	33.55%	35.01%	34.28%	35.71%
净资产收益率（%）	2.48%	3.73%	1.51%	2.46%	2.30%	3.37%	2.16%
总资产收益率（%）	1.36%	2.49%	1.05%	1.64%	1.50%	2.22%	1.39%

观点：

- **饲料销量明显恢复，贡献业绩持续增长。**公司2017Q1实现营业收入39.68亿元，同比增长20.96%；归属于母公司净利润1.92亿元，同比增长39.77%。主要得益于公司不断调整饲料产品结构，扩大优势产品前端料占比，公司在华北地区一季度高端料增长超过20%。目前能繁母猪存栏量已经筑底，生猪存栏受益于规模养殖户补栏积极性的提升以及PSY的提高，回升态势已逐步显现。公司作为高端料占比较大的龙头企业，有望首先受益于行业景气行情，2017年饲料产品销量持续增长具有很强的确定性。
- **三项费用占比下降，金融服务助力运营提效。**2017年一季度，公司销售费用、管理费用占销售收入的比例与去年同期相比分别下降2.36、1.44个百分点。主要受益于公司产品直销比例的提高和规模用户占比的增长，16年公司直销占比达到40%，2017年有望继续增长至60%。公司金融服务发展增速快，以小额贷款、担保模式替代传统赊销模式，有利于未来提升公司应收账款周转率，提升运营效率。

- **进军生猪育种领域, 全产业链布局日趋完善。**公司于2017年3月收购美国华多, 正式进军生猪育种领域。此次收购一方面巩固了公司的技术内核; 另一方面, 通畅的引种渠道将会助力“公司+农户”的养殖模式的扩张, 先进美系种猪产品的加入也会为猪交所的顺利运营再添助力。2017年以来, 公司先后在四川省阆中市、贵州六枝特区、新疆奇台农场、武汉安陆和天津等地布局扩张生猪养殖产能, 并设立多个农牧食品公司, 总投资额超20亿元。公司上游把控生猪种源, 中游以“公司+农户”模式扩展养殖产能, 下游延伸食品加工, 预计2017年生猪出栏达到80万头, 逐步完善的生猪全产业链有助于促进公司利润多点增长, 奠定了公司成长为未来农业大公司的良好基础。

表 1: 2017 年公司生猪产业链布局加速

公告日期	投资项目名称	建设内容	总投资额(亿元)
2017/1/14	产业扶贫阆中市项目	25 万头优质肉猪场及配套设施	3.5
2017/1/24	贵州六枝特区生态养殖项目	年出栏 100 万头优质肉猪暨种养循环生态农业项目	10
2017/1/24	新疆奇台农场现代循环农业 30 万头生猪产业开发园项目	2400 头祖代种猪场 1 座, 6600 头父母代种猪场 2 座	5
2017/1/24	投资设立广西、浙江、河南、安徽养猪平台公司	投资设立全资子公司, 推进“养猪大创业”	5.5
2017/3/25	年出栏 50 万头优质肉猪暨种养循环生态农业项目	在安陆市投资年出栏 50 万头生态养殖项目, 并设立安陆绿色巨农农牧食品有限公司	2.59
2017/3/25	全资子公司合资成立天津天食畜禽科技有限公司	初步规划 2017 年建成一个扩繁场、两个存栏 4400 头的二元猪场	1.47
2017/3/25	全资子公司收购河北吉正农牧有限公司 70% 股权		0.56

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

饲料行业景气加速提升, 预计二季度公司饲料产品销量还将加速, 2017H1 净利润有望实现 50% 以上的同比增长。我们看好公司的运营能力的提升以及全产业链带来的业绩增厚。我们预计公司 17-19 年营收分别为 198 亿、237 亿和 286 亿元, 同比分别增长 17.65%、19.40% 和 20.96%, 净利润分别为 11.7 亿元、14.5 亿元和 17.7 亿元。预计 2017、2018、2019 EPS 分别为 0.27、0.34、0.41, 对应 PE 分别为 24/19/16 倍。17 年目标价 8.10 元, 对应 30 倍 PE, 维持强烈推荐评级。

风险提示: 销量增长不达预期, 生猪价格波动风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	7436	7662	9267	11409	14100	营业收入	16098	16841	19813	23657	28615
货币资金	2120	2002	5589	9381	14774	营业成本	12188	12650	14673	17552	21165
应收账款	846	1091	1162	1460	1722	营业税金及附加	3	32	21	35	36
其他应收款	97	156	183	219	265	营业费用	1819	1735	2140	2496	3055
预付款项	129	231	378	537	738	管理费用	1260	1270	1522	1801	2188
存货	1663	2046	2188	2728	3222	财务费用	120	119	-8	-43	-68
其他流动资产	2529	2082	-296	-2991	-6713	资产减值损失	58.55	90.94	58.58	69.36	72.96
非流动资产合计	6414	7596	7256	7316	7081	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	112	759	800	900	1000	投资净收益	125.33	85.20	74.89	95.14	85.08
固定资产	3456.6	3651.2	4023.4	4012.3	3576.1	营业利润	775	1030	1482	1843	2251
无形资产	1460	1468	1444	1323	1213	营业外收入	106.51	126.14	102.67	111.78	113.53
其他非流动资产	278	219	0	0	0	营业外支出	16.38	37.98	23.41	25.92	29.10
资产总计	13849	15258	16524	18724	21181	利润总额	865	1118	1561	1929	2336
流动负债合计	3926	4595	4142	4441	4823	所得税	157	182	390	482	584
短期借款	541	651	0	0	0	净利润	708	936	1171	1446	1752
应付账款	860	901	1026	1230	1482	少数股东损益	3	53	50	50	50
预收款项	661	711	805	895	1018	归属母公司净利润	706	883	1121	1396	1702
一年内到期的非流	20	21	14	18	18	EBITDA	2693	2966	2018	2380	2751
非流动负债合计	664	635	1633	2635	3635	BPS (元)	0.28	0.22	0.27	0.34	0.41
长期借款	0	0	1000	2000	3000	主要财务比率					
应付债券	499	499	499	499	499	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	4590	5230	5775	7077	8457	成长能力					
少数股东权益	640	777	827	877	927	营业收入增长	-12.72	4.61%	17.65%	19.40%	20.96%
实收资本(或股本)	2734	4101	4101	4101	4101	营业利润增长	-15.06	32.88%	43.90%	24.38%	22.16%
资本公积	2472	1071	1071	1071	1071	归属于母公司净利润	26.96%	24.61%	26.96%	24.61%	21.86%
未分配利润	3141	3742	3985	4304	4683	获利能力					
归属母公司股东权	8619	9251	9919	10768	11794	毛利率(%)	24.29%	24.88%	25.94%	25.81%	26.03%
负债和所有者权	13849	15258	16524	18724	21181	净利率(%)	4.40%	5.56%	5.91%	6.11%	6.12%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)					
经营活动现金流	1299	642	3944	3933	5352	偿债能力					
净利润	708	936	1171	1446	1752	资产负债率(%)	33%	34%	35%	38%	
折旧摊销	1797.9	1817.4	0.00	436.18	436.18	流动比率	1.89	1.67	2.24	2.57	2.92
财务费用	120	119	-8	-43	-68	速动比率	1.47	1.22	1.71	1.95	2.26
应收账款减少	0	0	-71	-298	-262	营运能力					
预收帐款增加	0	0	93	91	122	总资产周转率	1.32	1.16	1.25	1.34	1.43
投资活动现金流	-3664	-1117	-216	-642	-350	应收账款周转率	22	17	18	18	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.71	19.12	20.56	20.97	21.10
长期股权投资减少	0	0	47	-130	-109	每股指标(元)					
投资收益	125	85	75	95	85	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.22	0.27	0.34	0.41
筹资活动现金流	1769	302	-141	501	391	每股净现金流(最新)	-0.22	-0.04	0.87	0.92	1.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.15	2.26	2.42	2.63	2.88
长期借款增加	0	0	1000	1000	1000	估值比率					
普通股增加	1069	1367	0	0	0	P/E	23.54	29.95	24.11	19.35	15.88
资本公积增加	1125	-1401	0	0	0	P/B	2.09	2.92	2.72	2.51	2.29
现金净增加额	-596	-172	3587	3792	5393	EV/EBITDA	6.30	8.83	11.37	8.47	5.73

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

联系人简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。