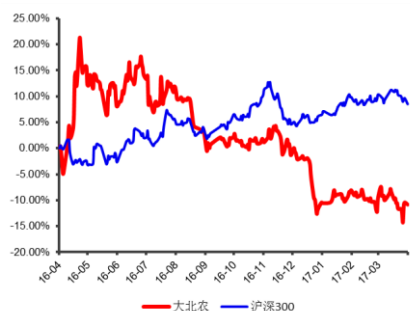


农林牧渔 饲料 II

大北农(002385): 控费增效成效显著, 战略业务快速发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,101/2,396
总市值/流通(百万元)	26,654/15,575
12个月最高/最低(元)	11.63/6.22

相关研究报告:

《大北农近期公告点评: 饲料主业控费得力, 养殖等业务大力推进》
—2017/03/15

证券分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511050002

事件: 公司近日发布 2017 年 1 季报, 实现营业收入 39.67 亿元, 同比增长 20.96%; 归属于上市公司股东的净利润 1.92 亿元, 同比增长 39.77%。实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.74 亿元, 同比增长 32.32%。基本每股收益是 0.0469 元。

点评:

1、饲料销量稳步增长, 主要受益于市场回暖和客户聚焦策略。

2017 年 1 季度, 公司饲料业务延续了 2016 年的增长趋势, 销量同比增长 20%左右, 综合毛利率保持在 22%左右。分类别来看, 水产料同比增长 80%左右, 猪料中高档料同比增长 15%左右, 其中母猪料销量同比增长 27%左右。饲料销量增长且增速较 2016 年有所提升, 一方面是受益于猪价高企、养殖效益较好导致饲料行业需求回暖, 另一方面与公司所积极推进的产品聚焦和客户聚焦策略有关。经历了 15-16 年的两年调整期之后, 公司坚定推行产品简化策略和客户聚焦策略, 把产品重心聚焦到猪料特别是前端料上, 同时集中所有销售资源和金融资源, 聚焦服务于 500 头及以上的规模猪场。通过聚焦策略, 提高了对规模猪场的粘性, 优化了小客户和散养户, 大客户直销占比提升到了 40%, 前端料市占率达到了 8%左右。后期, 公司继续推行聚焦策略, 且生猪存栏有回升的预期, 预计全年饲料总销量将继续保持 20%左右的增速。

2、控费增效成效明显。 饲料销量的增长拉动了收入和毛利的增长。1 季度实现毛利 98779.04 万元, 同比增长 9.54%。净利润增速明显超过毛利增速, 主要原因在于三项费用保持稳定, 费用率明显下降。1 季度, 公司销售费用较去年同期减少了近 700 万元, 管理费用和财务费用微增, 合计三项费用为 7.33 亿元, 较上年仅增长了 0.32%, 三项费用率为 18.92%, 较上年同期下降了 3.32 个百分点, 上年同期是 22.3%。2017 年, 公司将通过精简客勤人员、加强考核等措施持续推动控费增效, 预计销售费用率和管理费用率将继续保持目前较低的水平。

3、生猪养殖业务发展迅速, 2017 出栏量有望增长 2 倍。 1 季度, 公司销售肥猪 16.99 万头, 去年同期为 10 万头, 同比增长了 70%。生猪养殖业务贡献净利润 2700 万元。1 季度末, 拥有大小猪存栏 32.56 万头, 其中母猪存栏 5.52 万头。预计, 全年生猪出栏量为 120 万头, 同比增长 200%。

4、战略业务步入新的发展阶段。 农信互联、动物疫苗、动保、植保和水产业务是公司近年来着力培养的新业务, 公司希望新业务和

饲料、养殖业务能够协同发展, 多轮驱动。1 季度, 上述各项业务发展顺利, 农信互联业务搭建的养殖综合服务平台发展趋势良好。自 2015 年 1 月份推出至今, 猪联网已服务 3000 万头商品猪, 猪交易累计成交额达到 409 亿元。从发展阶段来看, 上述各项战略业务目前已经渡过了磨合期, 未来将进入协同发展、贡献盈利或盈利增长的新阶段。

4、给予公司“增持”评级。我们预计, 公司 17/18/19 年实现归属于母公司的净利润是 11.16 亿元/11.92 亿元/16.43 亿元, 每股收益是 0.27 元/0.29 元/0.4 元, 对应的 PE 是 23/22/16 倍, 给予“增持”评级。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16841	21129	25502	33423
净利润(百万元)	936	1116	1192	1643
摊薄每股收益(元)	0.22	0.27	0.29	0.40

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2120	2002	2535	3060	4011	营业收入	16098	16841	21129	25502	33423
应收和预付款项	1026	1376	1422	2044	2572	营业成本	12188	12650	16123	19534	25835
存货	1663	2046	2616	3060	4452	营业税金及附加	3	32	40	49	64
其他流动资产	2626	2238	2618	2709	2732	销售费用	1819	1735	2007	2423	3175
流动资产合计	7436	7662	9191	10873	13767	管理费用	1260	1270	1446	1900	2173
长期股权投资	112	759	778	817	858	财务费用	120	119	155	196	215
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	59	91	114	138	180
固定资产	3457	3651	3623	3533	3444	投资收益	125	85	38	78	82
在建工程	287	497	449	424	412	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	1690	1778	1696	1608	1512	营业利润	775	1030	1281	1340	1863
长期待摊费用	89	102	102	102	102	其他非经营损益	865	1118	1386	1471	2034
其他非流动资产	779	808	824	845	873	利润总额	865	1118	1386	1471	2034
资产总计	13849	15258	16663	18203	20969	所得税	157	182	270	279	390
短期借款	541	651	651	651	651	净利润	708	936	1116	1192	1643
应付和预收款项	1522	1612	1890	2147	3125	少数股东损益	3	53	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	706	883	1116	1192	1643
其他负债	2528	2967	3862	4512	5252						
负债合计	4590	5230	6403	7309	9028						
股本	2734	4101	4101	4101	4101	预测指标					
资本公积	2472	1071	1070	1070	1070		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	3412	4076	4309	4943	5990	毛利率	4.8%	6.3%	6.6%	5.7%	6.0%
归母公司股东权益	8619	9251	9480	10114	11161	销售净利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东权益	640	777	777	777	777	销售收入增长率	-3.5%	7.2%	19.5%	19.2%	27.1%
股东权益合计	9259	10028	10257	10891	11939	EBIT 增长率	-13%	32%	19%	7%	38%
负债和股东权益	13849	15258	16660	18201	20966	净利润增长率	-11%	25%	26%	7%	38%
						ROE	6.7%	7.7%	9.2%	8.9%	13.6%
						ROA	9.1%	9.7%	11.0%	11.3%	14.4%
						ROIC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EPS (X)	0.26	0.22	0.27	0.29	0.40
						PE (X)	25.19	30.20	23.88	22.36	16.22
						PB (X)	2.06	2.88	2.81	2.64	2.39
						PS (X)	1.10	1.58	1.26	1.05	0.80
						EV/EBITDA (X)	21.00	17.85	15.48	14.59	11.63

现金流量表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金流	1299	642	688	1114	1883
投资性现金流	(3664)	(1117)	(385)	(349)	(418)
融资性现金流	1769	302	(1084)	(754)	(811)
现金增加额	(596)	(172)	(781)	11	655

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于 -15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋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 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。