

股权激励计划充分激发员工活力，业绩持续高增长可期

■事件：7月1日，公司公告：拟向激励对象（共计1600人）授予不超过1.56亿股限制性股票，约占总股本41.0亿股的3.8%。授予价格为3.76元/股。授予的限制性股票的自本次授予登记日起满12个月后，满足解除限售条件的激励对象可以在未来36个月内按30%、30%、40%的比例分三期解除限售。本次授予的限制性股票各年度业绩考核目标：以16年为基准年，17年度、18年度、19年度公司归属于上市公司股东的净利润增长率分别不低于40%、68%、90%。

■我们的分析和判断：

1、通过激励计划，实现股东、公司和激励对象利益的一致，促进公司未来业绩持续高增长

本次激励计划，实现员工持股，充分调动高级管理人员、核心技术人员（研发人员）、业务骨干、中层管理人员的主动性、积极性和创造性，为股东带来更高效、更持续的回报，有利于促进公司业绩持续增长。此外，通过本股权激励计划的引入，进一步完善公司的绩效考核体系和薪酬体系，吸引、保留和激励实现公司战略目标所需要的人才，为公司未来业绩稳定增长夯实基础。

2.公司中高档饲料产品持续发力，17年有望实现高盈利

1) 养殖盈利提升，公司前端料等中高档产品销量明显提升。下游养殖户补栏加速，预计公司饲料销量全面加速，一季度销量增长约20%，从华北地区来看，作为公司全国第三大销售区域，一季度高端料销量增长约20%，高于16年全年高端料同比增长的14.07%，且春节前后育肥猪存栏较低，二三季度高端料销量有望迅速增长。公司2016年88.14%的收入来自饲料板块，养殖持续高盈利下，规模化农场补栏力度加大，增加猪场服务人员，带动公司高端料（保育料、母猪料、保育料等）快速增长，同时前端料及中高档产品比例的提升带动公司2017年盈利高速增长。2) 人员调整，费用控制，盈利能力提升。在养殖规模化趋势下，公司积极调整发展战术，调整销售人员，进一步贯彻提效、降费策略，畜牧饲料及种业业务运营费用同比将下降，带动盈利能力提升。17年一季度，公司三项费用率18.48%，同比下降3.8个百分点。其中，销售费用率10.28%，同比下降2.36个百分点；管理费用率7.45%，同比下降1.44个百分点；财务费用率0.75%维持不变，整体来看公司控费效果显著，2017年公司有望进一步提高盈利能力。

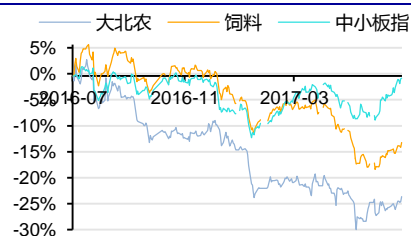
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**7.5元**
股价（2017-06-30）**6.29元**

交易数据

总市值(百万元)	25,793.21
流通市值(百万元)	15,071.71
总股本(百万股)	4,100.67
流通股本(百万股)	2,396.14
12个月价格区间	5.83/8.54元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.16	-5.65	-21.7
绝对收益	0.64	-2.67	-20.68

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

相关报告

大北农：控股股东及高管增持完成，彰显公司发展信心/李佳丰	2017-05-21
大北农：控股股东及高管增持，彰显公司发展信心/李佳丰	2017-05-12
大北农：业绩超市场预期，销量预计全面加速/李佳丰	2017-04-20
大北农：高端料销量增长明显，推动公司业绩稳定提升/李佳丰	2017-03-30
大北农：养猪大创业加速推进，农业互联网平台加速成型！/李佳丰	2017-03-27

3、“农业互联网平台”加速成型

公司已初步建成“数据-电商-金融”三个模块完整的智慧大北农生态圈，以“农信网”为互联网总入口，“智农通”APP为移动端总入口，构成了从PC到手机端的生态圈。将“数据-电商-金融”三大平台整合在一起，实现对农业全链条的平台服务。目前，公司以猪联网为核心的农业互联网运营平台进一步促进公司在互联网+农业新环境的战略转型，快速切入养猪服务，建立“平台+公司+猪场”的新发展模式，据公司官网，截止17年1月份，生猪交易量突破300亿，交易量突破1800万头。同时公司公告，联合水产设备公司共同收购“厦门天丞”并拟将其更名为“农信渔联”，是公司在“互联网+生猪”领域顺利推进背景下，战略布局“互联网+水产”，打造“渔联网”，致力于复制猪领域经验，提升水产行业的信息化水平、缩短行业供应链，加速周转流通，引进金融服务，提升整个行业的经营管理水平与产出效率，2017年农信互联有望实现盈亏平衡。

4、饲料盈利增长加速期将至，业绩持续高增长可期

据我们草根调研养殖户自2016年下半年以来补栏速度逐渐加大，我们认为能繁母猪存栏底部已至，下游养殖户补栏开始加速，饲料行业销量整体拐点已至，叠加养殖产业结构调整，① 下游养殖集中度提升推动饲料集中度提升，龙头销量增速高于行业；② 养殖高盈利，饲料中高档产品比例提升；③ 产品、客户结构变化，推动盈利弹性高于销量弹性。饲料龙头企业有望迎来新一轮高增长，业绩持续高增长可期。

■ **投资建议：**我们预计公司2017/18/19实现归属于母公司净利润12.1/14.4/18.5亿，增速同比分别为37.5%、18.6%、28.3%，对应EPS为0.30/0.35/0.45元。随着养殖景气传导及公司管理改善，公司业绩有望持续高增长。我们维持“买入-A”投资评级，6个月目标价7.5元。

■ **风险提示：**销量不达预期；智慧大北农进展不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	16,098.1	16,840.9	19,518.6	23,482.9	27,662.8
净利润	705.5	882.7	1,214.0	1,439.9	1,847.2
每股收益(元)	0.17	0.22	0.30	0.35	0.45
每股净资产(元)	2.10	2.26	2.53	2.82	3.20
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	36.6	29.2	21.2	17.9	14.0
市净率(倍)	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0
净利润率	4.4%	5.2%	6.2%	6.1%	6.7%
净资产收益率	8.2%	9.5%	11.7%	12.5%	14.1%
股息收益率	0.8%	1.0%	0.0%	1.1%	1.1%
ROIC	16.5%	12.6%	14.9%	19.8%	22.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,098.1	16,840.9	19,518.6	23,482.9	27,662.8	成长性					
减:营业成本	12,188.0	12,650.3	14,565.5	17,558.2	20,686.3	营业收入增长率	-12.7%	4.6%	15.9%	20.3%	17.8%
营业税费	3.3	32.1	15.0	15.8	21.6	营业利润增长率	-15.1%	32.9%	36.5%	19.0%	31.0%
销售费用	1,819.2	1,734.5	1,976.4	2,359.2	2,669.3	净利润增长率	-11.3%	25.1%	37.5%	18.6%	28.3%
管理费用	1,259.8	1,269.8	1,449.5	1,784.1	1,997.4	EBITDA 增长率	-1.0%	22.9%	23.7%	13.7%	23.7%
财务费用	119.8	118.9	118.3	115.3	115.9	EBIT 增长率	-11.2%	28.4%	32.7%	17.3%	29.0%
资产减值损失	58.6	90.9	58.6	48.6	52.8	NOPLAT 增长率	-12.9%	31.3%	33.1%	17.3%	29.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	71.8%	12.3%	-11.9%	15.5%	-13.7%
投资和汇兑收益	125.3	85.2	70.0	70.0	70.0	净资产增长率	47.0%	8.3%	11.5%	11.0%	13.2%
营业利润	774.8	1,029.6	1,405.4	1,671.8	2,189.6	利润率					
加:营业外净收支	90.1	88.2	79.3	93.6	95.0	毛利率	24.3%	24.9%	25.4%	25.2%	25.2%
利润总额	864.9	1,117.7	1,484.7	1,765.5	2,284.6	营业利润率	4.8%	6.1%	7.2%	7.1%	7.9%
减:所得税	156.7	181.9	237.6	282.5	365.5	净利润率	4.4%	5.2%	6.2%	6.1%	6.7%
净利润	705.5	882.7	1,214.0	1,439.9	1,847.2	EBITDA/营业收入	7.9%	9.2%	9.9%	9.3%	9.8%
						EBIT/营业收入	5.6%	6.8%	7.8%	7.6%	8.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	73	78	66	49	37
						流动资产周转天数	26	39	26	29	30
						流动营业资本周转天数	147	161	147	148	157
						应收账款周转天数	18	23	17	20	20
						存货周转天数	40	40	38	39	39
						总资产周转天数	273	311	283	254	241
						投资资本周转天数	135	174	149	125	106
						投资回报率					
						ROE	8.2%	9.5%	11.7%	12.5%	14.1%
						ROA	5.1%	6.1%	8.1%	8.4%	9.9%
						ROIC	16.5%	12.6%	14.9%	19.8%	22.2%
						费用率					
						销售费用率	11.3%	10.3%	10.1%	10.0%	9.6%
						管理费用率	7.8%	7.5%	7.4%	7.6%	7.2%
						财务费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
						三费/营业收入	19.9%	18.5%	18.2%	18.1%	17.3%
						偿债能力					
						资产负债率	33.1%	34.3%	27.3%	30.0%	27.3%
						负债权益比	49.6%	52.2%	37.6%	43.0%	37.6%
						流动比率	1.89	1.67	2.31	2.36	2.81
						速动比率	1.47	1.22	1.72	1.72	2.17
						利息保障倍数	7.47	9.66	12.88	15.50	19.89
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.06	-	0.07	0.07
						分红比率	31.0%	27.9%	0.0%	19.6%	15.8%
						股息收益率	0.8%	1.0%	0.0%	1.1%	1.1%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,120.1	2,002.3	3,561.4	3,664.5	6,514.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	942.5	1,246.9	644.6	1,919.7	1,179.6
应收票据	51.6	53.6	67.1	85.0	89.3
预付账款	128.7	231.1	252.9	298.6	343.2
存货	1,663.2	2,045.8	2,106.2	2,997.5	2,994.0
其他流动资产	2,529.5	2,082.3	1,599.4	2,070.4	1,917.4
可供出售金融资产	121.7	204.9	117.6	148.1	156.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	112.1	759.3	759.3	759.3	759.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	3,560.2	3,733.5	3,392.3	3,051.1	2,709.9
在建工程	287.4	497.2	497.2	497.2	497.2
无形资产	1,690.0	1,778.1	1,716.9	1,655.6	1,594.4
其他非流动资产	642.3	623.4	674.4	603.1	573.7
资产总额	13,849.3	15,258.2	15,389.2	17,750.1	19,329.4
短期债务	541.0	650.7	-	-	-
应付账款	1,133.7	1,160.7	1,265.2	1,804.6	1,800.0
应付票据	39.2	28.9	14.1	54.1	30.2
其他流动负债	2,212.0	2,754.7	2,277.8	2,826.3	2,803.9
长期借款	-	0.0	-	-	-
其他非流动负债	664.3	635.0	646.4	648.6	643.3
负债总额	4,590.3	5,230.0	4,203.5	5,333.5	5,277.5
少数股东权益	640.0	777.4	810.5	853.5	925.4
股本	2,733.8	4,100.7	4,100.7	4,100.7	4,100.7
留存收益	5,884.8	5,147.8	6,274.5	7,462.3	9,025.9
股东权益	9,259.0	10,028.2	11,185.7	12,416.5	14,051.9

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	708.2	935.8	1,214.0	1,439.9	1,847.2
加:折旧和摊销	402.0	437.2	402.5	402.5	402.5
资产减值准备	58.6	90.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	125.0	115.8	118.3	115.3	115.9
投资损失	-125.3	-85.2	-70.0	-70.0	-70.0
少数股东损益	2.7	53.1	33.1	43.1	71.9
营运资金的变动	-1,642.6	108.9	567.3	-1,504.3	822.5
经营活动产生现金流量	1,299.5	642.4	2,265.2	426.4	3,189.9
投资活动产生现金流量	-3,664.2	-1,117.2	157.3	39.5	61.2
融资活动产生现金流量	1,769.2	302.3	-863.4	-362.9	-401.0

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.17	0.22	0.30	0.35	0.45
BVPS(元)	2.10	2.26	2.53	2.82	3.20
PE(X)	36.6	29.2	21.2	17.9	14.0
PB(X)	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0
P/FCF	-9.2	474.4	16.3	95.0	8.5
P/S	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	25.6	18.3	11.9	10.5	7.5
CAGR(%)	27.9%	27.0%	15.4%	27.9%	27.0%
PEG	1.3	1.1	1.4	0.6	0.5
ROIC/WACC	1.6	1.2	1.4	1.9	2.1
REP	2.7	2.8	2.2	1.4	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034