

大北农 (002385)

高考核真激励，低估值快成长！

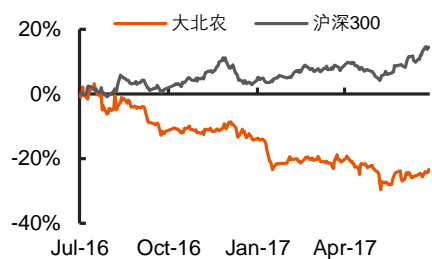
强烈推荐（维持）

现价：6.29 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)	257.93
流通 A 股市值(亿元)	150.72
每股净资产(元)	2.27
资产负债率(%)	35.70

行情走势图



相关研究报告

- 《大北农*002385*战略转型阵痛已过，20 倍成长股值得买入》 2017-04-20
- 《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*农信互联股东结构调整备战扩张，股票性价比优势凸显》 2017-01-24

证券分析师

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

刘彪 一般从业资格编号
S1060117050002
LIUBIAO018@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：

大北农发布限制性股票激励计划，拟以 3.762 元/股向合计 1600 人授予不超过约 1.558 亿股限制性股票，尚需股东大会、董事会通过。

平安观点：

■ **大面积真激励，高考核低摊薄。**本计划涉及 1600 人，基本覆盖当前利润核心业务单元猪饲料的高级管理人员及中层骨干，人均近 10 万股，按当前市价，税前浮盈约 25 万，激励效果明显。解禁考核条件是 17、18、19 年归母净利润分别比 16 年增 40%、68%、90%，且已扣除本次激励摊销费用，考核压力不低，显示对利润持续快速增长信心足。发行股份不超 1.558 亿股，占当前总股本约 3.8%，摊薄低，17、18、19 年报表需摊销 0.94、1.8、0.87 亿元，无现金支出，不影响实际经营。

■ **此时激励，可助推猪料新战略加速推进。**大北农猪饲料战略转型始于 2H14，15、16 年对客户及渠道结构、销售人力、组织结构、战术打法、产品聚焦进行了快速大幅度转变，2H16 初步成型，规模猪场和高端料占比均持续提升，营收增速逐季上扬。17 年是新战略由内及外发力关键之年，此时对经历了大调整的核心员工激励，相当于变形兑现此前送股承诺，利于团结人心，提振士气，助力高端猪料市占率增 2 倍、规模猪场占比冲 60%新战略加速推进，迭加新模式下费用率曲线持续下行，猪料业务单元利润 3 年翻倍可期。

■ **17 年多业务转型效果或叠加显现。**农信互联类温氏平台效果或 2H17 显现、种业水稻已挑大梁且玉米不再拖累、疫苗收购整合南京天邦完成、水产料从圈地转为求利润，它们 17 年或同比增 50%+，或扭亏为盈。养猪趋势弱，但 17 年盈利占比仅中个位数，且 19 年之后或成盈利增长新的一极。

■ **低估值快成长，或迎戴维斯双击。**因豆粕成本持续快降、玉米补贴可抵消激励成本，维持 17-18 年 EPS0.30、0.40 元，同比增 42%、32%，PE 为 20.6、15.7 倍。公司战略转型效果加速显现，17 年 PE 仅 20 倍，多业务持续增长潜力大，利润持续快速增长、农信互联、种业、疫苗均可能催化股价，2H17 或迎来戴维斯双击，继续“强烈推荐”。

■ **风险提示：**原料成本上涨超预期；生猪存栏低于预期。

	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)	36.6	29.2	20.6	15.7	12.7
P/B(倍)	3.0	2.8	2.6	2.3	2.1

图表1 限制性股票激励计划主要内容

事项	内容					
激励计划标的股票的数量	不超过 15582.5427 万股限制性股票，约占本计划草案公告时公司股本总额 410066.9122 万股的 3.8%。					
	激励对象共计 1600 人，包括：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、以及对公司经营业绩和未来发展有积极贡献的其他员工。					
激励对象获授的限制性股票分配情况	序号	姓名	职务	获授的限制性股票数 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公布日公司总股本的比例
	1	吴文	副总裁	60	0.39%	0.02%
	2	宋维平	副总裁	60	0.39%	0.02%
	3	周业军	副总裁	80	0.51%	0.02%
	4	林孙雄	财务总监	60	0.39%	0.02%
	5	陈忠恒	副总裁、董秘	40	0.26%	0.01%
	6	核心管理人员及技术(业务)人员，共计 1595 人		15,282.54	98.33%	3.73%
合计	合计 1600 人		15,582.54	100.00%	3.80%	
授予价格	每股 3.762 元					
有效期	本次授予的限制性股票完成登记之日起至所有限制性股票解除限售或回购注销完毕之日止，最长不超过 48 个月					
授予日	在本计划经公司股东大会审议通过后由公司董事会确定					
限售期	自激励对象获授限制性股票完成登记之日起 12 个月					
解除限售安排	解除限售期	解除限售时间				解除限售比例
	第一个	自本次授予完成登记之日起 12 个月后的首个交易日起至本次授予完成登记之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止				30%
	第二个	自本次授予完成登记之日起 24 个月后的首个交易日起至本次授予完成登记之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止				30%
	第三个	自本次授予完成登记之日起 36 个月后的首个交易日起至本次授予完成登记之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止				40%
公司财务业绩指标考核要求	解除限售期	业绩考核目标				
	第一个	以 2016 年归属于上市公司股东的净利润为基数，2017 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 40%				
	第二个	以 2016 年归属于上市公司股东的净利润为基数，2018 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 68%				
	第三个	以 2016 年归属于上市公司股东的净利润为基数，2019 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 90%				
本次股权激励计划实施对各期经营业绩的影响	公司本次授予激励对象限制性股票数量为 15,582.5427 万股，确认授予日公司向激励对象授予的权益工具公允价值总额为 39205.68 万元，该等公允价值总额作为公司本次股权激励计划的总成本将在股权激励计划的实施过程中按照解除限售比例进行分期确认。假定授予日为 2017 年 7 月底，据测算，股权激励计划实施对各期会计成本的影响如下表所示：					
	本次授予限制性股份数(万股)	摊销总费用(万元)	2017 年(万元)	2018 年(万元)	2019 年(万元)	2020 年(万元)
	15,582.54	39,205.68	9,398.62	18,036.40	8,691.49	3,079.17

资料来源：公司公告，平安证券研究所

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	29.2	20.6	15.7	12.7
P/B	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	17.5	12.9	10.5	9.0

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