

## 大北农 15 年将面临双拐点：“饲料业务复苏拐点+互联网转型升级拐点”

核心观点：

### 1. 事件

今日公司公告称，公司筹建小额贷款公司获得批复。同时近期我们对大北农进行了跟踪调研，并参加了业内组织的“互联网农业商业模式探讨”沙龙，听取了智慧大北农发展战略，我们认为 15 年随着智慧大北农战略的全面实施，公司商业模式将随之发生重大转型升级，大北农不仅是一家饲料企业，还是一家农业产业互联网企业。对于智慧大北农的详细解读见我们 2014 年 5 月 11 日发布的公司深度报告《大北农 (002385)：站在移动互联浪潮风口的“猪”！》

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 养殖存栏逐渐见底，未来环比将逐季好转

从短期看，饲料行业属于养殖后周期品种，由于能繁母猪目前存栏并没有见底，而生猪存栏量也处于低位，因此今年饲料行业总体产量同比一直下滑，并且环比好转也并不明显。我们认为能繁母猪存栏量有可能 15 年 1 季度开始走出底部，开始回升。我们认为 15 年饲料行业同比数据明年一季度开始好转，二季度加速。另外，我们认为明年饲料原料价格（玉米、豆粕）将会在底部区域震荡，这将会使饲料行业整体盈利能力增强。从养殖效益上看，生猪养殖户今年 5 月份开始环比好转，猪饲料行业从 8 月份开始环比出现 14.3% 的增幅，9 月份环比增长 6.3%，虽然同比依然下滑，但我们预计未来环比将会逐步好转。公司三季度收入同比增速出现下滑主要是由于一个去年基数较高（去年三季度同比增长 65%），从大北农三季报来看，公司已经开始加大费用控制力度，严格控制了人员的增加和相关费用的支出，使公司利润增速开始超过收入增速。我们认为随着饲料行业整体好转及公司对费用的控制，明年公司利润将出现较大幅度增长。

#### (二) 智慧大北农战略全面落地，版本 2.0 明年将推出

大北农有三大战略：平台战略、智慧大北农（移动互联网为主，上下游产业链，新 PIB 商业模式）、农业高科技（生物育种）。而智慧大北农是大北农战略中的重要一环。智慧大北农主要解决农村的 PIB 模式，即人（People）、商务（Business）、信息（Information），从通用互联网到产业互联网时代的模式。

智慧大北农分为四大部分：智慧管理、智慧服务、智慧金融和智慧农业。智慧管理是以 OA 为核心，提供基于手机平台的 OA 通，建设永不停息的全员全时段无障碍式沟通媒介，是内部的 ERP 系统。智慧管理主要解决大北农内部的管理问题，降低沟通成本，让员工之间无缝沟通，另外让工作娱乐化。智慧服务是以智农网为入口，融合智农商城和猪管网等系统，服务于养殖户和经销商。智慧金融是以农信网为核心，包括农富宝、农富贷和农付通等三块业务，利用大北农市场服务人员和

**大北农 (002385.SZ)**

**推荐 维持评级**

**分析师：**

吴立

电话：010-83574546

邮箱：[wuli@chinastock.com.cn](mailto:wuli@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130512090001

张婧

电话：010-66568757

邮箱：[zhangjing\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

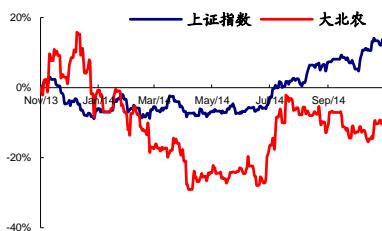
执业证书编号：S0130513070001

**市场数据**

**2014.11.24**

A 股收盘价(元)	13.73
A 股一年内最高价(元)	14.90
A 股一年内最低价(元)	10.29
上证指数	2532.88
市净率	4.13
总股本 (亿股)	16.49
实际流通 A 股(亿股)	9.61
限售的流通 A 股(亿股)	6.88
流通 A 股市值(亿元)	132

**相对指数表现图**



资料来源：中国银河证券研究部

**相关研究**

2014.5.11 《公司深度-大北农 (002385)：站在移动互联浪潮风口的“猪”！》

2014.4.27 《2014 年 Q1 季报点评：一季度公司销量仍延续高增长 费用大增吞噬利润》

信息服务平台形成的大数据为基础，构建行业内第一个闭环式、可持续性的、普惠制的农村商务金融服务新体系。智慧农业是以农博网为核心，围绕大农业，利用互联网，以涉农人群为主要服务对象，建立商务社区供人们交流，同时还有搜索和数据功能。

今年2月份公司在厦门做了智慧养猪产品发布会，向客户推出了猪管网、进销财和猪病通等产品，其中进销财帮助经销商从个体户到公司化运营的转变，猪管网、行情宝和猪病通帮助养殖户更好的解决如何养猪，如何卖猪，如何防猪病等三大养殖难题。5月份公司在青岛做了智慧金融发布会，推出农富宝，帮助经销商理财，用购买饲料的钱赚钱；公司今日拿到了小额贷款公司牌照，帮助养殖户融资。明年年初公司将发布猪管网2.0，届时猪管网内所有模块将对外全部开放。（猪管网1.0版本和智慧金融的详细介绍可参见我们2014年5月11日发布的大北农深度报告《站在移动互联浪潮风口的“猪”！》）

图1:智慧大北农的PIB模式



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图2：智农网帮助客户解决如何养、如何卖和如何找钱的问题



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图3:智慧大北农的四大组成部分



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

目前来看，公司猪管网已经覆盖了近 40 万头母猪，其中主要以 200-1000 头母猪规模的猪场为主，最大规模的有几千头母猪，预计未来 3 年将能覆盖全国 10% 的能繁母猪（500 万头）。行情宝目前已经覆盖了省市县三级的生猪价格（主要是县市级价格，省的价格和全国价格是根据统计学算出来）；智农商城（经销商在网上订货）目前已经有 90% 左右的普及率，让经销商更便捷的进饲料。农富宝从 5 月份推出以来，目前存量资金约有 10 个亿，由于放在农富宝里的资金都是经销商进货的主力资金，加之农村客户的忠诚度和黏性非常高，我们预计农富宝的资金量将会不断增长。

**智慧大北农未来将以电商、金融和即时服务为三大基础，打造成国内最完整的农业垂直电商、做最可信的农村金融服务提供商、做最全面的农牧行业 APP。**我们认为大北农在农业行业最具有互联网思维，在消费互联网时代向产业互联网时代发展过程中，大北农有可能成为农业产业互联网中的 BAT！1、公司倡导的文化理念具备互联网思维：创新、充分授权、平台、去中心化。2、大北农提出事业财富共同体概念，经营由卖产品向卖服务过渡，从融资、技术、产品、财务、管理、信息上为经销商提供创业服务平台。3、提出智慧养猪，打造正能量的养殖行业生态系统，为养殖户提供全方面养殖服务，以改善养殖生态，提升养殖效率。

### 3、投资建议

我们预计公司 2014/15/16 年 EPS 为 0.51/0.72/0.95 元，增速为 8.8%、41.6%、32.2%。我们认为随着饲料行业整体的好转加之公司对费用的控制，明年公司的利润将出现较大幅度增长。公司迎来双拐点：饲料主业+互联网转型升级“双拐点”。我们认为大北农是一家具有互联网基因、服务于农业、致力于改善农业经营效率的高科技公司，从公司文化、组织设计、营销管理、渠道建设均全面互联网化。大北农基于互联网开展产业链金融，改善养殖行业生态系统，全方面为农户提供创业服务平台，有可能成为农业产业互联网中的 BAT！从估值水平来看，随着公司互联网化进程加快，估值水平将大幅提升，给予 15 年 EPS 对应 30 倍 PE，目标位 21 元，给予“推荐”投资评级。

表 2: 公司财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1560	2511	2236	3056	营业收入	16661	20087	26037	33226
应收款项	466	385	499	734	营业成本	13206	15909	20789	26610
存货净额	1942	2149	2935	3760	营业税金及附加	3	5	7	8
其他流动资产	341	369	505	645	销售费用	1577	1968	2343	2990
<b>流动资产合计</b>	<b>4308</b>	<b>5414</b>	<b>6176</b>	<b>8195</b>	管理费用	912	1168	1455	1851
固定资产	2410	2775	3082	3246	财务费用	10	29	39	55
无形资产及其他	465	442	420	398	投资收益	3	1	3	2
投资性房地产	826	826	826	826	资产减值及公允价值变动	(26)	(20)	(19)	(22)
长期股权投资	198	198	198	198	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8206</b>	<b>9656</b>	<b>10701</b>	<b>12863</b>	营业利润	929	988	1387	1693
短期借款及交易性金融负债	752	1100	623	825	营业外净收支	42	25	10	10
应付款项	816	989	1323	1666	<b>利润总额</b>	<b>971</b>	<b>1013</b>	<b>1397</b>	<b>1703</b>
其他流动负债	1220	1530	1900	2471	所得税费用	188	162	224	272
<b>流动负债合计</b>	<b>2787</b>	<b>3619</b>	<b>3846</b>	<b>4961</b>	少数股东损益	14	14	20	24
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>769</b>	<b>837</b>	<b>1154</b>	<b>1406</b>
其他长期负债	127	150	168	184					
<b>长期负债合计</b>	<b>127</b>	<b>150</b>	<b>168</b>	<b>184</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2914</b>	<b>3768</b>	<b>4014</b>	<b>5146</b>	净利润	769	837	1154	1406
少数股东权益	259	269	283	301	资产减值准备	14	(13)	2	1
股东权益	5033	5619	6404	7416	折旧摊销	173	250	296	336
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8206</b>	<b>9656</b>	<b>10701</b>	<b>12863</b>	公允价值变动损失	26	20	19	22
					财务费用	10	29	39	55
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营运资本变动	(861)	338	(311)	(269)
每股收益	0.47	0.51	0.70	0.85	其它	(3)	23	13	17
每股红利	0.10	0.15	0.22	0.24	<b>经营活动现金流</b>	<b>117</b>	<b>1454</b>	<b>1173</b>	<b>1513</b>
每股净资产	3.05	3.41	3.88	4.50	资本开支	(953)	(601)	(601)	(501)
ROIC	16%	16%	22%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	15%	18%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1103)</b>	<b>(601)</b>	<b>(601)</b>	<b>(501)</b>
毛利率	21%	21%	20%	20%	权益性融资	350	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	6%	5%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	7%	6%	支付股利、利息	(168)	(251)	(369)	(393)
收入增长	57%	21%	30%	28%	其它融资现金流	<b>770</b>	<b>348</b>	<b>(477)</b>	<b>202</b>
净利润增长率	14%	9%	38%	22%	<b>融资活动现金流</b>	783	97	(846)	(192)
资产负债率	39%	42%	40%	42%	<b>现金净变动</b>	(203)	951	(274)	820
息率	0.8%	1.3%	1.8%	2.0%	货币资金的期初余额	1763	1560	2511	2236
P/E	26.1	24.0	17.4	14.3	货币资金的期末余额	1560	2511	2236	3056
P/B	4.0	3.6	3.1	2.7	企业自由现金流	(866)	857	595	1051
EV/EBITDA	20.2	18.5	13.8	12.0	权益自由现金流	(96)	1181	86	1206

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**吴立、张婧，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**吴立，农林牧渔行业首席分析师。**简介：毕业于中央财经大学，硕士学位。在中粮集团从事多年农产品期货操盘、研发工作，2010年6月份至今从事农林牧渔行业研究。研究特长：擅长把握农产品（生猪、禽肉、玉米、大豆、白糖等）供求基本面及价格走势，从农产品产业链的角度发现投资机会。对畜禽养殖产业链、动物保健产业、农产品加工行业有深入研究。2012年入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选，2013年新财富最佳分析师TOP5，2014年荣膺路透全球卖方分析师第1名、搜狐金罗盘最佳分析师第1名、21金牌分析师第1名

### 覆盖股票范围：

A股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

---

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部	机构请致电：
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)