



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 高端料促毛利提升，互联网+如火如荼

——大北农（002385）三季度财报点评

2016年08月19日

推荐/首次

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          |  |
| 杨钊 | 联系人                  |                       |  |
|    | yangzhao@dxzq.net.cn | 010-66555458          |  |

## 事件：

大北农披露 2016 年半年报，公司上半年实现营业收入 73.9 亿元，同比增长 0.61%；归属于母公司净利润 3.68 亿元，同比增长 78.47%；扣非净利润 3.50 亿元，同比增长 105.35%；EPS0.09，同比增长 23.09%。

## 公司分季度财务指标

| 指标         | 2014Q4  | 2015Q1  | 2015Q2  | 2015Q3  | 2015Q4  | 2016Q1  | 2016Q2  |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 5250.74 | 3487    | 3854.95 | 4314.26 | 4441.88 | 3280.08 | 4114.17 |
| 增长率（%）     | -4.84%  | -13.24% | -8.35%  | -13.19% | -15.39% | -6.03%  | 6.63%   |
| 毛利率（%）     | 23.95%  | 23.49%  | 22.63%  | 22.53%  | 28.06%  | 27.41%  | 26.18%  |
| 期间费用率（%）   | 16.45%  | 20.20%  | 19.64%  | 19.39%  | 20.28%  | 22.30%  | 19.46%  |
| 营业利润率（%）   | 8.16%   | 2.72%   | 2.77%   | 4.67%   | 8.36%   | 5.14%   | 6.85%   |
| 净利润（百万元）   | 385.79  | 103.33  | 93.37   | 166.27  | 345.25  | 141.93  | 234.17  |
| 增长率（%）     | 12.40%  | -39.22% | -22.65% | 23.49%  | -10.51% | 37.35%  | 150.78% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.21    | 0.06    | 0.04    | 0.08    | 0.11    | 0.05    | 0.06    |
| 资产负债率（%）   | 40.32%  | 36.72%  | 38.39%  | 45.28%  | 33.14%  | 30.24%  | 33.55%  |
| 净资产收益率（%）  | 6.13%   | 1.60%   | 1.45%   | 2.48%   | 3.73%   | 1.51%   | 2.46%   |
| 总资产收益率（%）  | 3.66%   | 1.01%   | 0.89%   | 1.36%   | 2.49%   | 1.05%   | 1.64%   |

## 观点：

- **产业结构不断优化，高端料占比提高。**公司进一步优化产品结构，教槽料、保育料以及母猪料等高端高档饲料产品销量占比增加。公司推出的“仔多多”、“乳多多”母猪料产品陆续在全国市场开展宣传、推广、示范试验工作，获得良好的市场效应。我们认为，公司高端饲料毛利率高，配合销量的增长，是公司 2016 上半年业绩增长的主要原因。
- **下游养殖景气与原材料成本下降释放盈利空间。**公司上半年饲料销量为 173.51 万吨，同比增长 0.49%。2016 上半年生猪价格上涨幅度较大，养殖业务利润同比大幅增加；得益于公司降费增效策略，畜牧饲料业务运营费用同比下降，同时玉米、豆粕等饲料主要原料采购成本同比下降较多，总营业成本下降 4.21%。受到下游景气、上游成本降低以及公司经营效率的提高，饲料产品盈利空间被进一步释放，2016 上半年

饲料产品毛利率为24.65%，同比增长了3.83个百分点。我们同时看好公司后续随生猪行业出栏量回升带来的饲料销量爆发机会。

- **互联网+农业模式如火如荼。**公司整合行业内外资源，发展起以猪联网为核心的养猪生态链，依托河南辐射全国，现已累计完成线上生猪交易额93亿元，买卖用户数量超过2万人。借鉴猪联网经验，企联网、田联网、鱼联网相继上线，公司逐步形成独特的互联网产业平台。我们认为，饲料企业发力做好服务是未来饲料企业出路之一，继续看好公司战略定位。

### 结论：

看好公司优势产品高端饲料，养殖业景气传导到饲料行业，下半年饲料销量有望进一步提升。公司逐步建立“平台+公司+猪场”的新发展模式，为客户提供全产业链服务，公司加速战略转型，“互联网+农业”模式预期会有长远的发展。我们预计公司今年收入和净利润分别为193.17亿和11.62亿，同比分别增长20%和64.14%，预计2016、2017、2018 EPS分别为0.28、0.35、0.43。预计17年达到30倍PE，对应估值10.5，推荐买入。

**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 |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |                | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 5726   | 7436   | 10360  | 12933  | 16089  | <b>营业收入</b>    | 18445  | 16098  | 19318  | 23568  | 28752  |
| 货币资金           | 2614   | 2120   | 5713   | 9379   | 14706  | <b>营业成本</b>    | 14391  | 12188  | 14869  | 18066  | 21951  |
| 应收账款           | 615    | 846    | 689    | 954    | 1233   | 营业税金及附加        | 3      | 3      | 4      | 5      | 6      |
| 其他应收款          | 64     | 97     | 116    | 142    | 173    | 营业费用           | 1914   | 1819   | 2005   | 2446   | 2985   |
| 预付款项           | 268    | 129    | 173    | 114    | 28     | 管理费用           | 1117   | 1260   | 1246   | 1597   | 2018   |
| 存货             | 1917   | 1663   | 2066   | 2461   | 3011   | 财务费用           | 95     | 120    | -20    | -65    | -100   |
| 其他流动资产         | 186    | 2529   | 1545   | -192   | -3152  | 资产减值损失         | 26.25  | 58.55  | 33.96  | 33.96  | 33.96  |
| <b>非流动资产合计</b> | 4825   | 6414   | 5718   | 5233   | 4806   | 公允价值变动收益       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 46     | 112    | 119    | 92     | 108    | 投资净收益          | 14.13  | 125.33 | 125.00 | 150.00 | 150.00 |
| 固定资产           | 2903.8 | 3456.7 | 2947.1 | 2198.1 | 1473.2 | <b>营业利润</b>    | 912    | 775    | 1304   | 1634   | 2010   |
| 无形资产           | 710    | 1460   | 1314   | 1168   | 1022   | 营业外收入          | 75.37  | 106.51 | 77.39  | 86.42  | 90.11  |
| 其他非流动资产        | 454    | 278    | 421    | 384    | 361    | 营业外支出          | 15.86  | 16.38  | 13.45  | 15.23  | 15.02  |
| <b>资产总计</b>    | 10551  | 13849  | 16078  | 18166  | 20896  | <b>利润总额</b>    | 972    | 865    | 1368   | 1705   | 2085   |
| <b>流动负债合计</b>  | 3614   | 3926   | 3137   | 3701   | 4311   | 所得税            | 160    | 157    | 205    | 256    | 313    |
| 短期借款           | 879    | 541    | 0      | 0      | 0      | <b>净利润</b>     | 811    | 708    | 1162   | 1449   | 1772   |
| 应付账款           | 773    | 860    | 909    | 1106   | 1405   | 少数股东损益         | 15     | 3      | 11     | 10     | 8      |
| 预收款项           | 557    | 661    | 917    | 1085   | 1343   | 归属母公司净利润       | 796    | 706    | 1152   | 1440   | 1765   |
| 一年内到期的非流       | 0      | 20     | 20     | 13     | 18     | EBITDA         | 1962   | 2693   | 1827   | 2064   | 2381   |
| <b>非流动负债合计</b> | 640    | 664    | 20     | 1247   | 3006   | <b>BPS（元）</b>  | 0.48   | 0.28   | 0.28   | 0.35   | 0.43   |
| 长期借款           | 0      | 0      | 300    | 700    | 1200   | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券           | 499    | 499    | 333    | 444    | 425    |                |        |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 4254   | 4590   | 3157   | 4948   | 7317   | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 411    | 640    | 651    | 660    | 668    | 营业收入增长         | 10.71% | -12.72 | 20.00% | 22.00% | 22.00% |
| 实收资本(或股本)      | 1665   | 2734   | 4101   | 4101   | 4101   | 营业利润增长         | -1.83% | -15.06 | 68.26% | 25.33% | 23.02% |
| 资本公积           | 1347   | 2472   | 3350   | 3350   | 3350   | 归属于母公司净利润      | 63.25% | 24.99% | 63.25% | 24.99% | 22.58% |
| 未分配利润          | 2646   | 3141   | 2681   | 2249   | 1896   | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 5885   | 8619   | 11094  | 11382  | 11734  | 毛利率(%)         | 21.98% | 24.29% | 23.03% | 23.34% | 23.66% |
| <b>负债和所有者权</b> | 10551  | 13849  | 14901  | 16990  | 19719  | 净利率(%)         | 4.40%  | 4.40%  | 6.02%  | 6.15%  | 6.16%  |
| <b>现金流量表</b>   |        |        | 单位：百万元 |        |        | 总资产净利润(%)      | 7.54%  | 5.09%  | 7.16%  | 7.93%  | 8.45%  |
|                | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  | ROE(%)         | 13.52% | 8.19%  | 10.38% | 12.65% | 15.04% |
| <b>经营活动现金流</b> | 847    | 1299   | 2076   | 3418   | 4801   | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 净利润            | 811    | 708    | 1162   | 1449   | 1772   | 资产负债率(%)       | 40%    | 33%    | 21%    | 29%    |        |
| 折旧摊销           | 955.08 | 1797.9 | 0.00   | 494.97 | 470.97 | 流动比率           | 1.58   | 1.89   | 3.30   | 3.49   | 3.73   |
| 财务费用           | 95     | 120    | -20    | -65    | -100   | 速动比率           | 1.05   | 1.47   | 2.64   | 2.83   | 3.03   |
| 应收账款减少         | 0      | 0      | 157    | -266   | -279   | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 预收帐款增加         | 0      | 0      | 256    | 168    | 257    | 总资产周转率         | 1.97   | 1.32   | 1.34   | 1.48   | 1.57   |
| <b>投资活动现金流</b> | -1025  | -3664  | 216    | 117    | 74     | 应收账款周转率        | 38     | 22     | 25     | 29     | 26     |
| 公允价值变动收益       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率        | 23.24  | 19.71  | 21.83  | 23.39  | 22.90  |
| 长期股权投资减少       | 0      | 0      | 66     | 10     | -29    | <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 投资收益           | 14     | 125    | 125    | 150    | 150    | 每股收益(最新摊薄)     | 0.48   | 0.28   | 0.28   | 0.35   | 0.43   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1232   | 1769   | 1301   | 131    | 452    | 每股净现金流(最新)     | 0.63   | -0.22  | 0.88   | 0.89   | 1.30   |
| 应付债券增加         | 0      | 0      | -166   | 111    | -18    | 每股净资产(最新摊)     | 3.53   | 3.15   | 2.71   | 2.78   | 2.86   |
| 长期借款增加         | 0      | 0      | 300    | 400    | 500    | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 27     | 1069   | 1367   | 0      | 0      | P/E            | 16.98  | 29.11  | 29.02  | 23.21  | 18.94  |
| 资本公积增加         | 193    | 1125   | 878    | 0      | 0      | P/B            | 2.31   | 2.59   | 3.01   | 2.94   | 2.85   |
| <b>现金净增加额</b>  | 1054   | -596   | 3593   | 3666   | 5327   | EV/EBITDA      | 6.29   | 7.88   | 15.52  | 12.21  | 8.55   |

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。

## 联系人简介

### 杨钊

金融学硕士，中国准精算师，2015 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。