

结构优化叠加成本红利，毛利率提升

大北农 (002385.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1、事件

大北农公布 2016 年半年度报告: 报告期内实现营业收入 73.87 亿元, 同比增长 0.61%; 归母净利润 3.68 亿元, 同比增加 78.47%; 扣非净利润 3.50 亿元, 同比增加 105.35%; EPS 为 0.0897 元, 同比增长 63%。其中, 单二季度公司实现营收 41.14 亿元, 同比增长 6.7%; 归母净利润 2.3 亿元, 同比大幅增长 120.58%。同时, 公司预告 1-9 月归母净利润将增长 50%-80%, 约为 5.91-7.09 亿元。

2、我们的分析与判断

结构优化叠加成本红利，饲料毛利率提升。1) **饲料业务:** 销量方面, 报告期内整体实现小幅上涨 0.51% 达到 173.51 万吨, 其中猪料略升 0.41% 至 143 万吨 (一季度略有回落, 二季度增速 10% 左右), 水产料增长 54.29% 至 14.42 万吨 (5-6 月份增速达 70%), 禽料和反刍料则分别下滑 45% 和 11%。毛利率方面, 饲料产品同比大幅提升 3.83 bp 至 24.65%, 主要是由公司猪料产品结构优化和玉米豆粕采购成本同比下降两个原因所致。上半年度, 由于前端料率先受益于下游生猪养殖景气好转, 公司质高价优的“贝贝乳”等产品销量增速整体高达 30% 以上, 前端料占比提升至 25%-30%, 推动毛利水平的上升。此外, 虽然二季度豆粕价格略有好转, 但玉米价格仍延续跌势, 采购成本同比下降有利于饲料产品盈利能力的增强。2) **种子业务:** 受到市场环境的影响, 公司种子收入同比下滑 11.17%, 其中玉米种子下滑 63.09%, 水稻种子下滑 2.07%。

养猪大创业推进顺利，生猪养殖贡献业绩。上半年度, 公司积极通过自养、合伙、员工自养等方式布局下游生猪养殖, 配套销售公司饲料、兽药、疫苗, 立足打造养猪服务生态系统。目前公司自养母猪 2.5 万头, 参股猪场存栏近 5 万头。受益于 2016 年生猪景气贯穿, 预计全年贡献将近亿利润。

服务策略转型，销售费用同比下降。公司从 2015 年开始减员增效, 大幅减少能力不足的业务人员 (由去年高峰期的 1.5-1.6 万人至 3 月底的 9000 人), 提升现有业务人员的服务能力, 提高企业的经营效率。二季度, 公司的销售费用率为 10.78%, 较去年同期 11.3% 有所下降。

猪交易发展迅速，“互联网+”行业先行。公司主推“猪联网+”，以猪联网为入口，打通猪交易、猪管理、猪金融的生猪交易平台，将生猪产业链上的养猪户、屠宰场、饲料兽药厂、中间商、金融机构在平台上进行匹配，构建智慧养猪生态闭环。截至目前，公司已累计完成线上生猪交易额 93 亿元，买卖用户量超过 2 万人。

3、投资建议

我们预计公司 2016-2017 年的净利润为 10.94 / 13.3 亿, 对应 EPS 为 0.27/0.32 元 (摊薄后), 对应当前股价 PE 为 30 / 25 倍, 维持公司“推荐”评级。

分析师

分析师: 周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying-yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

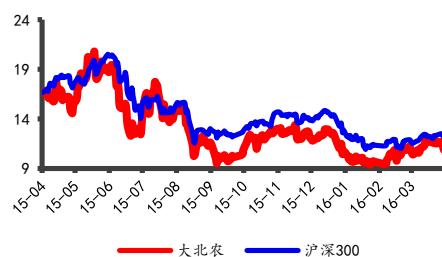
特此鸣谢:

史凡可

☎: (8510) 83571363

✉: shifanke@chinastock.com.cn

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究:

2016.4.7《年报点评: 主业迎来业绩拐点, 深入布局猪联网》

2016.4.24《一季报点评: 毛利率提升和投资收益增加推动公司利润高增长》

表 1: 财务预测表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1494.27	2127.91	4120.06	5422.68	营业收入	16098.09	17707.89	20364.08	23418.69
应收和预付款项	1122.78	1211.90	1471.66	1614.43	营业成本	12187.99	13139.26	15069.42	17329.83
存货	1663.16	2196.93	2230.21	2861.01	营业税金及附加	3.32	3.65	4.20	4.82
其他流动资产	2529.46	2529.46	2529.46	2529.46	营业费用	1819.16	1947.87	2240.05	2576.06
长期股权投资	112.07	112.07	112.07	112.07	管理费用	1259.83	1328.09	1527.31	1756.40
固定资产和在建工程	3847.64	3303.38	2759.12	2214.87	财务费用	119.79	11.22	-35.43	-73.92
无形资产和开发支出	1902.72	1718.04	1533.35	1348.67	资产减值损失	58.55	36.78	36.78	36.78
其他非流动资产	488.73	322.67	278.36	278.36	投资净收益	125.33	0.00	0.00	0.00
资产总计	13160.83	13522.36	15034.29	16381.54	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	541.04	0.00	0.00	0.00	营业利润	774.79	1241.03	1521.76	1788.72
应付账款	1834.25	1857.24	2300.35	2398.84	其他非经营损益	90.13	63.94	63.94	63.94
长期借款	499.19	499.19	499.19	499.19	利润总额	864.92	1304.97	1585.70	1852.66
其他负债	1027.34	1027.34	1027.34	1027.34	所得税	156.69	195.75	237.85	277.90
负债合计	3901.83	3383.77	3826.88	3925.37	净利润	708.23	1109.22	1347.84	1574.76
归属母公司股东权益	8619.01	9483.64	10534.27	11761.79	少数股东损益	2.68	14.96	18.18	21.24
少数股东权益	640.00	654.96	673.14	694.38	归属母公司股东净利润	705.55	1094.26	1329.67	1553.52
股东权益合计	9259.00	10138.60	11207.41	12456.16	每股收益 (EPS)	0.17	0.27	0.32	0.38
负债和股东权益合计	13160.83	13522.36	15034.29	16381.54	财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E	毛利率	24.29%	25.80%	26.00%	26.00%
净利润	705.55	1094.26	1329.67	1553.52	销售净利率	4.40%	6.26%	6.62%	6.72%
折旧与摊销	402.04	736.48	736.48	692.16	ROE	8.19%	11.54%	12.62%	13.21%
经营性现金净流量	1307.05	1230.60	2175.29	1495.67	ROA	7.42%	9.67%	10.27%	10.83%
投资性现金净流量	-3664.25	176.09	54.35	54.35	ROIC	12.41%	11.95%	14.48%	18.66%
筹资性现金净流量	1769.17	-773.04	-237.49	-247.40	销售收入增长率	-12.72%	10.00%	15.00%	15.00%
现金流量净额	-587.92	633.65	1992.15	1302.62	营业利润增长率	-7.94%	33.79%	18.12%	14.89%
EBITDA	1379.18	2043.82	2280.64	2466.22	净利润增长率	-12.69%	56.62%	21.51%	16.84%

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。

周颖，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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn