

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 大北农 (002385.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

联系电话: +86 10 83326739

邮箱: kangjingdong@cindasc.com

## 相关研究

《窃种风波影响有限》2014.07

《缓扩张、重利润应对行业低潮》2014.4

《农业资源继续注入》2014.1

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 主业稳增长, 副业齐发力

2017年3月31日

**事件:** 近日, 大北农发布 2016 年报, 2016 年公司实现营业收入 168.41 亿元, 同比增长 4.61%; 实现归属于上市公司股东的净利润 8.83 亿元, 同比增长 25.11%; 实现扣非后归母净利润 8.10 亿元, 同比增长 47.86%。每股收益 0.22 元/股。

## 点评:

- **调结构、促销量, 公司主业愈发健康。** 饲料业务一直是公司核心主业, 2016 年饲料实现营收 147.9 亿元, 占比总营收 87.82%。报告期内饲料销售量为 399.78 万吨, 同比增长 4.70%, 其中猪饲料 328.47 万吨, 同比增长 5.41%, 水产饲料 38.75 万吨, 同比增长 33.37%, 反刍饲料 23.61 万吨, 同比下降 9.98%, 禽用饲料 8.39 万吨, 同比下降 38.05%。报告期内公司继续增加高端料的销售占比, 优化产品结构, 高端饲料同比增长 14.07%, 显著高于饲料总体增长速度。公司教槽料、保育料以及母猪料等高端高档饲料产品占比增大, 对公司业绩产生积极影响, 2016 年公司综合毛利率为 24.88%, 同比增加 0.59 个百分点, 其中饲料产品毛利率为 22.30%, 同比增加 0.24 个百分点。此外, 不仅借助前端料和高端料较好的口碑, 公司加大业务人员培训力度并加速推动业务人员向驻点驻场服务人员转型, 在生猪养殖规模化进程加快的背景下规模猪场销售占比也日渐提高, 目前公司产品直销比例已达到 40%, 短期目标是达到 60% 的水平, 市场份额达到 20%, 营收增长空间巨大。未来随着公司产品结构日益优化以及销售服务不断取得成效, 我们预计公司主营业务将实现收入和利润的稳增长。
- **三费下降明显, 管理成效显著。** 报告期内公司期间费用总额同比减少 7554.80 万元, 下降 2.36%, 具体来看, 销售费用 17.35 亿元, 同减 4.65%, 管理费用 12.70 亿元, 同增 0.79%, 财务费用 1.19 亿元, 同减 0.76%。公司不断开展降费增效的活动, 管理更加精细化, 通过推动业务人员向驻场人员转型以减少销售费用, 推进原料集中分类采购以降低采购成本。未来随着公司进一步贯彻降费增效的战略, 期间费用占比有望继续下探, 经营绩效将稳步提升。
- **“养猪大创业”战略加速推进。** 公司自 2016 年提出“养猪大创业”战略以来, 探索饲料业务产业链下移, 打造集饲料加工、种猪扩繁、商品猪饲养与销售为一体的生猪产业生态链, 通过收购、自养、扩建等方式增加生猪存栏量。2016 年末, 公司控股子公司母猪存栏 2.63 万头, 商品猪存栏 20.27 万头, 全年共出栏生猪 40 万头, 生猪收入为 6.67 亿元, 同比增长 137.60%, 占比总营收 2.80%。2017 年计划推进 7 个猪场建设, 母猪存栏能力达到 6 万头规模。未来几年公司生猪规模将进一步扩大, 成为公司业绩的新增长点。同时, 猪场所需的饲料、兽药、疫苗由公司按约定价格通过猪联网平台集中提供, 因此生猪产业的布局与公司主营业务将产生明显的协同效应, 有助于公司整体业绩的快速增长。

- **智慧农业发展进程加快。**公司 2015 年初组建农信互联独立子公司，将智慧大北农战略升级为智慧农业战略。截止 2016 年末，公司猪联网管理的商品猪头数达到 2000 万头，连续两年持续使用猪联网的规模猪场，其 PSY 平均提高 2.1 头，通过猪联网大幅提高养猪户的生产效率和经营水平，累计完成线上生猪交易额约 280 亿元。公司利用互联网平台的优势有效扩大猪场服务及客户资源的辐射半径，2016 年猪联网用户购买公司饲料产生的毛利约为 2.08 亿元，约占本年度饲料总毛利的 6%，其中本年度新增猪场带来的饲料销量毛利约为 3500 万元。
- **盈利预测及评级：**公司通过优化产品结构、派驻猪场服务以提高产品附加值抢占市场份额，实现了主营业务量利齐升，同时养猪大创业及互联网业务进程加速，未来业绩有望多点开花，我们预计公司 17-19 年摊薄每股收益分别为 0.24 元、0.28 元、0.30 元，对应 17-19 年 PE 分别为 27x、24x、22x。维持“增持”评级。
- **风险因素：**饲料及原料价格波动；疫情及自然灾害风险；生猪产业布局进程不及预期；互联网业务推广进程不及预期等。

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,098.09	16,840.94	19,848.78	23,120.34	25,779.76
同比(%)	-12.72%	4.61%	17.86%	16.48%	11.50%
归属母公司净利润	705.55	882.68	993.23	1,129.62	1,244.97
同比(%)	-11.33%	25.11%	12.52%	13.73%	10.21%
毛利率(%)	24.29%	24.88%	23.04%	22.90%	22.86%
ROE(%)	9.73%	9.88%	10.32%	10.70%	10.60%
每股收益(元)	0.26	0.22	0.24	0.28	0.30
P/E	38	31	27	24	22
P/B	3.14	2.92	2.70	2.43	2.18

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 3 月 30 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	7,435.52	7,661.89	8,718.42	10,113.11	11,572.34
货币资金	2,120.11	2,002.29	2,381.82	3,095.25	4,002.64
应收票据	51.60	53.57	63.13	73.54	82.00
应收账款	845.54	1,091.10	1,285.97	1,497.93	1,670.23
预付账款	128.68	231.13	279.10	325.68	363.35
存货	1,663.16	2,045.76	2,470.35	2,882.65	3,216.08
其他	2,626.43	2,238.05	2,238.05	2,238.05	2,238.05
<b>非流动资产</b>	6,413.79	7,596.30	7,708.77	7,884.30	8,055.81
长期投资	112.07	759.27	759.27	759.27	759.27
固定资产	3,456.67	3,651.26	3,748.97	3,987.52	4,211.99
无形资产	1,460.06	1,467.97	1,415.13	1,362.59	1,310.21
其他	1,385.00	1,717.81	1,785.41	1,774.93	1,774.34
<b>资产总计</b>	13,849.31	15,258.18	16,427.20	17,997.41	19,628.15
<b>流动负债</b>	3,925.96	4,595.00	4,930.46	5,272.82	5,550.34
短期借款	541.04	650.73	650.73	650.73	650.73
应付账款	860.27	900.99	1,087.98	1,269.57	1,416.41
其他	2,524.64	3,043.29	3,191.75	3,352.52	3,483.19
<b>非流动负债</b>	664.34	635.01	635.01	635.01	635.01
长期借款	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
其他	664.34	635.00	635.00	635.00	635.00
<b>负债合计</b>	4,590.30	5,230.01	5,565.47	5,907.83	6,185.35
少数股东权益	640.00	777.36	863.73	961.96	1,070.21
归属母公司股东权益	8,619.01	9,250.81	9,998.00	11,127.62	12,372.59
<b>负债和股东权益</b>	13849.31	15258.18	16427.20	17997.41	19628.15

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,098.09	16,840.94	19,848.78	23,120.34	25,779.76
同比	-12.72%	4.61%	17.86%	16.48%	11.50%
归属母公司净利润	705.55	882.68	993.23	1,129.62	1,244.97
同比	-11.33%	25.11%	12.52%	13.73%	10.21%
毛利率	24.29%	24.88%	23.04%	22.90%	22.86%
ROE	9.73%	9.88%	10.32%	10.69%	10.60%
每股收益(元)	0.26	0.22	0.24	0.28	0.30
P/E	38	31	27	24	22
P/B	3.14	2.92	2.70	2.43	2.18
EV/EBITDA	13.70	16.88	15.99	14.36	13.13

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	16,098.09	16,840.94	19,848.78	23,120.34	25,779.76
营业成本	12,187.99	12,650.31	15,275.86	17,825.41	19,887.18
营业税金及附加	3.32	32.09	15.22	17.73	19.77
营业费用	1,819.16	1,734.50	1,845.94	2,150.19	2,397.52
管理费用	1,259.83	1,269.84	1,417.32	1,650.93	1,840.83
财务费用	119.79	118.88	86.51	86.74	85.30
资产减值损失	58.55	90.94	60.09	75.41	75.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	125.33	85.20	74.89	95.14	85.08
<b>营业利润</b>	774.79	1,029.57	1,222.73	1,409.07	1,559.23
营业外收入	106.51	126.14	102.67	102.67	102.67
营业外支出	16.38	37.98	32.47	41.27	41.27
<b>利润总额</b>	864.92	1,117.74	1,292.93	1,470.48	1,620.63
所得税	156.69	181.92	213.33	242.63	267.40
<b>净利润</b>	708.23	935.82	1,079.60	1,227.85	1,353.23
少数股东损益	2.68	53.14	86.37	98.23	108.26
<b>归属母公司净利润</b>	705.55	882.68	993.23	1,129.62	1,244.97
EBITDA	1,391.97	1,670.69	1,763.38	1,963.61	2,146.90
EPS (摊薄)	0.17	0.22	0.24	0.28	0.30

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1,299.48	642.40	1,140.07	1,299.68	1,532.88
净利润	708.23	935.82	1,079.60	1,227.85	1,353.23
折旧摊销	402.04	437.19	386.54	409.22	442.36
财务费用	125.01	115.77	83.91	83.91	83.91
投资损失	-125.33	-85.20	-74.89	-95.14	-85.08
营运资金变动	139.60	-844.12	-401.64	-414.30	-349.35
其它	49.93	82.95	66.55	88.14	87.81
<b>投资活动现金流</b>	-3,664.25	-1,117.17	-430.59	-502.34	-541.58
资本支出	-1,145.50	-887.07	-505.48	-597.49	-626.66
长期投资	-182.88	62.28	74.89	95.14	85.08
其他	-2,335.87	-292.38	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	1,769.17	302.28	-329.95	-83.91	-83.91
吸收投资	2,230.08	63.77	0.00	0.00	0.00
借款	-463.92	92.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	297.78	337.04	329.95	83.91	83.91
<b>现金净增加额</b>	-595.49	-172.31	379.54	713.43	907.39

## 研究团队简介

**康敬东**，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。