

证券研究报告

公司研究——中报点评

大北农（002385.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2017.3.31

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

《主业稳增长，副业齐发力》2017.3

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

主营增长持续稳定，互联网业务循序渐进

2017年8月21日

事件：近日，大北农发布 2017 中报，2017 上半年公司实现营业收入 83.85 亿元，同比增长 13.40%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.25 亿元，同比增长 42.56%；实现扣非后归母净利润 4.66 亿元，同比增长 33.33%。每股收益 0.13 元/股。公司预计 2017 年前三季度实现归母净利润 8.33-9.52 亿元，同比增长 40%-60%，业绩变动说明：1）公司进一步加大市场开发和服务力度，销售收入将进一步增加；2）公司进一步优化产品结构，高端饲料销量将增加，水产饲料毛利率将提高；3）公司进一步贯彻降费增效策略，畜牧饲料、种业及疫苗业务运营费用将下降。

点评：

- **产品结构不断优化，直销能力提升以适应养殖新格局。**2017 上半年公司饲料业务实现营收 73.22 亿元，同比增长 14.56%，营收占比 87.33%，报告期内公司饲料销量 197.39 万吨，同比增长 13.76%，其中猪饲料销量占比 84.48%，同比增长 16.28%，比饲料销量增长幅度高出 2.52 个百分点。主营稳步增长主要受市场服务能力提升和产品结构继续优化两个方面的影响。**一方面**，受环保政策影响，养猪业正进入猪场拆迁持续、准入门槛提升、规模化进程加快的行业新格局，为适应养猪行业变动，公司转入市场驻场服务模式，不断提升服务质量并派驻人员至规模猪场以提供系列服务，随着驻场服务力度不断加大，公司饲料产品在规模猪场占比日渐提升，截至 2016 年底公司直销比例为 40%，近年目标看向 60% 的水平，随着直销比例的持续加大，公司主营业绩对养猪业规模化程度变动的弹性也将不断提升。**另一方面**，公司调整产品结构使得高端料增长快水产料利润高。报告期内公司教槽料、保育料、母猪料等高端猪料销量同比增长 19.08%，比猪料销量增长幅度高出 2.80 个百分点。公司水产料销售一改追求销量的策略，上半年公司水产饲料销量同比下降 3.19%，营收同增 9.18%，毛利率达 12.53%，同比提高近 2 个百分点，利润同比增加约 1907 万元。考虑到公司产品结构的持续优化能力、规模养殖场直销占比提升带来的高业绩弹性、农信网平台对养殖客户辐射半径的扩大及饲料销量的直接提升，我们认为未来公司主营增长将更加稳定。
- **养猪升为第二大业务，动保收入大幅增加。**2017 上半年公司生猪销售业务收入占主营业务收入的比重为 4.85%，上半年母猪存栏 2.85 万头，商品猪存栏 31.85 万头，共出栏生猪 25.39 万头，实现销售收入 4.03 亿元，同比增长 7.62%。原第二大业务种子报告期内营收占比为 3.23%，兽药疫苗等动保业务营收占比为 1.98%，从销售占比来看，生猪养殖已成为公司仅次于饲料的第二大业务，未来将与饲料业务协同发展、融为一体，推进公司养猪生态服务体系建设。此外，受益于公司提高市场服务能力带来规模养殖场客户的增加，报告期内公司疫苗业务技术转让收入超过 4000 万元，同比增长近 270%，公司疫苗业务上半年利润同比增加约 4500 万元，成为公司业绩增长亮点。

- **降费增效策略持续推进，上半年成果显著。**报告期内公司继续贯彻降费增效的策略，通过不断向驻场服务模式的转变公司销售费用继续降低。2017年上半年，公司销售费用和管理费用下降约 5774.65 万元，剔除研发费用增长影响，公司上述两项费用下降约 7407.95 万元，两项费用率同比下降约 3.05 个百分点，三项费用率同比下降约 2.96 个百分点。分业务板块来看，公司畜牧饲料板块费用下降约 3297 万元，疫苗板块费用下降约 1006 万元，种业板块费用下降约 3898 万元。随着驻场服务模式的深入推进以及降费增效战略的持续开展，公司期间费用率有望继续降低。
- **构建智慧养猪生态圈，打造农业互联网运营平台。**报告期内子公司农信互联公司继续加快农业互联网业务推广，公司打造的农信云、农信商城、农信金融、智农通等“三网一通”产品链已成为农信互联作为农业互联网平台的核心竞争力所在。其中，猪联网成效显著，自上线至今，线上交易规模总额超过 550 多亿元，农信互联将借鉴猪联网的经验进一步打造渔联网、田联网、蛋联网，有望成为国内首屈一指的农业互联网平台。我们认为，一方面，农业互联网业务的推进有利于公司饲料产品的直接销售，2016 年猪联网用户购买公司饲料产生的毛利约为 2.08 亿元，约占该年度饲料总毛利的 6%，另一方面，互联网平台能够方便公司快速切入养猪服务，建立“平台+公司+猪场”发展新模式，对客户粘性的提升及潜在客户的挖掘具有积极推动作用，此外，公司自身养殖业务也能在规模不断扩张中充分享受平台发展红利。
- **盈利预测及评级：**考虑到公司产品结构的持续优化能力、规模养殖场直销占比提升带来的高业绩弹性、农信网平台对养殖客户辐射半径的扩大及饲料销量的直接提升，公司主营业务有望持续稳步增长。我们预计公司 17-19 年摊薄每股收益分别为 0.33 元、0.36 元、0.39 元，对应 17-19 年 PE 分别为 19x、17x、16x。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	19,109.87	21,959.01	24,383.14
同比(%)	-12.72%	4.61%	13.47%	14.91%	11.04%
归属母公司净利润	705.55	882.68	1,335.73	1,496.64	1,609.38
同比(%)	-11.33%	25.11%	51.33%	12.05%	7.53%
毛利率(%)	24.29%	24.88%	26.11%	25.79%	25.43%
ROE(%)	9.73%	9.88%	13.64%	13.50%	12.73%
每股收益(元)	0.26	0.22	0.33	0.36	0.39
P/E	36	28	19	17	16
P/B	2.92	2.72	2.43	2.12	1.87

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 8 月 18 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,435.52	7,661.89	8,871.31	10,511.32	12,223.87
货币资金	2,120.11	2,002.29	2,792.86	3,847.53	5,056.02
应收票据	51.60	53.57	60.78	69.85	77.56
应收账款	845.54	1,091.10	1,238.10	1,422.69	1,579.75
预付账款	128.68	231.13	257.99	297.75	332.19
存货	1,663.16	2,045.76	2,283.53	2,635.46	2,940.31
其他	2,626.43	2,238.05	2,238.05	2,238.05	2,238.05
非流动资产	6,413.79	7,596.30	7,808.26	8,089.94	8,380.11
长期投资	112.07	759.27	759.27	759.27	759.27
固定资产	3,456.67	3,651.26	3,823.33	4,178.46	4,525.44
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	1,810.53	1,789.63	1,785.19
资产总计	13,849.31	15,258.18	16,679.57	18,601.26	20,603.97
流动负债	3,925.96	4,595.00	4,810.54	5,105.46	5,358.84
短期借款	541.04	650.73	650.73	650.73	650.73
应付账款	860.27	900.99	1,005.70	1,160.70	1,294.96
其他	2,524.64	3,043.29	3,154.11	3,294.03	3,413.15
非流动负债	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
负债合计	4,590.30	5,230.01	5,445.55	5,740.47	5,993.85
少数股东权益	640.00	777.36	893.51	1,023.65	1,163.60
归属母公司股东权益	8,619.01	9,250.81	10,340.50	11,837.14	13,446.53
负债和股东权益	13849.31	15258.18	16679.57	18601.26	20603.97

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	19,109.87	21,959.01	24,383.14
同比	-12.72%	4.61%	13.47%	14.91%	11.04%
归属母公司净利润	705.55	882.68	1,335.73	1,496.64	1,609.38
同比	-11.33%	25.11%	51.33%	12.05%	7.53%
毛利率	24.29%	24.88%	26.11%	25.79%	25.43%
ROE	9.73%	9.88%	13.64%	13.50%	12.73%
每股收益(元)	0.26	0.22	0.33	0.36	0.39
P/E	36	28	19	17	16
P/B	2.92	2.72	2.43	2.12	1.87
EV/EBITDA	12.80	15.75	11.90	10.74	9.97

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,098.09	16,840.94	19,109.87	21,959.01	24,383.14
营业成本	12,187.99	12,650.31	14,120.62	16,296.83	18,181.91
营业税金及附加	3.32	32.09	14.66	16.84	18.70
营业费用	1,819.16	1,734.50	1,872.77	2,130.02	2,340.78
管理费用	1,259.83	1,269.84	1,364.56	1,568.00	1,741.10
财务费用	119.79	118.88	86.11	84.46	81.53
资产减值损失	58.55	90.94	57.47	71.15	70.59
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
营业利润	774.79	1,029.57	1,668.58	1,886.84	2,033.60
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
利润总额	864.92	1,117.74	1,738.78	1,948.24	2,095.01
所得税	156.69	181.92	286.90	321.46	345.68
净利润	708.23	935.82	1,451.88	1,626.78	1,749.33
少数股东损益	2.68	53.14	116.15	130.14	139.95
归属母公司净利润	705.55	882.68	1,335.73	1,496.64	1,609.38
EBITDA	1,391.97	1,670.69	2,211.53	2,449.71	2,637.53
EPS (摊薄)	0.17	0.22	0.33	0.36	0.39

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,299.48	642.40	1,653.32	1,756.12	1,969.63
净利润	708.23	935.82	1,451.88	1,626.78	1,749.33
折旧摊销	402.04	437.19	388.84	417.57	458.62
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	-260.78	-361.59	-321.26
其它	49.93	82.95	64.37	84.59	84.11
投资活动现金流	-3,664.25	-1,117.17	-532.80	-617.54	-677.24
资本支出	-1,145.50	-887.07	-607.69	-712.69	-762.32
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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	-595.49	-172.31	790.57	1054.67	1208.49

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	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。