

大北农 (002385)

公司研究/简评报告

饲料产品优化明显，多板块助力业绩高增长

简评报告/农林牧渔行业

2017 年 08 月 22 日

一、事件概述

公司发布 2017 年半年报，上半年实现营业收入 83.85 亿元，同比增长 13.40%；营业利润 6.47 亿元，同比增长 43.69%；归母净利润 5.25 亿元，同比增长 42.56%。

二、分析与判断

➤ 饲料产品结构优化，水产饲料毛利显著提高

饲料业务仍是公司主营收入主要来源，报告期内，饲料销售收入 73.22 亿元，同比增长 14.56%，占主营收入的 88.14%。饲料销量共计 197.39 万吨，同比增长 13.76%，毛利率 22.90%，同比下降 1.76 个百分点。其中，禽用饲料销量 4.59 万吨，同比增长 12.80%；反刍饲料销量 11.97 万吨，同比增长 5.05%；猪饲料销量 166.76 万吨，同比增长 16.28%。教槽料、保育料、母猪料等高端猪料销量同比增长 19.08%，比饲料销量增幅高出 5.32 个百分点，比猪料销量增幅高出 2.80 个百分点，产品结构优化明显；水产饲料业务产品战略调整结果理想，虽销量同比下降 3.19%，但毛利显著提高，盈利能力也大幅提升，上半年毛利率达 12.53%，同比提高近 2 个百分点，利润同比增加约 1907 万元。

➤ 费用率进一步下降，经营效益明显改善

报告期内，公司继续贯彻降费增效策略，人员结构不断优化，业务体系向市场驻场服务模式转变，营销策略也逐步转变为直销，销售费用进一步下降，管理效率显著提高。上半年，公司销售费用和管理费用下降约 5,774.65 万元，两项费用率同比下降约 3.05 个百分点；财务费用同比增长 28.15%，主要系公司银行短期借款增加。整体而言，三费下降明显，费用率同比下降约 2.96 个百分点，公司经营效益明显改善。

➤ 多板块发力，看好公司长期发展

公司产业布局不断完善，多板块盈利助公司业绩高增长，看好公司长期发展。1) **生猪和动保业务增长较快。**①公司借助农业互联网平台，着力构建智慧养猪生态圈，生猪产业布局已经基本完成，未来将持续贡献增量。报告期内，母猪存栏 2.85 万头，商品猪存栏 31.85 万头，出栏生猪 25.39 万头，生猪收入为 40,268.27 万元，同比增长 7.62%。②公司疫苗业务发展迅速，报告期内疫苗业务技术转让收入超过 4,000 万元，同比增长近 270%；动保产品毛利率高达 69.50%，同比增加了 4.38 个百分点。2) **种业方面，产品研发创新能力升级，玉米减亏明显，水稻业务发展迅速。**报告期内，国审水稻品种 15 个，国审玉米品种 12 个。公司的水稻品种 C 两优华占和天优华占 2016 年推广面积分别达 326 万亩、323 万亩，成为全国杂交稻第一、二大品种。

三、盈利预测与投资建议

公司深耕饲料市场，高端料竞争优势明显。业务布局不断优化完善，养殖、动保和种业板块均值得期待，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.31 元、0.39 元、0.45 元，对应 PE 为 19.6 倍、15.6 倍、13.7 倍，未来 12 个月合理估值区间为 7.5-8.7 元，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

极端恶劣天气、饲料销量不达预期、疫病风险等。

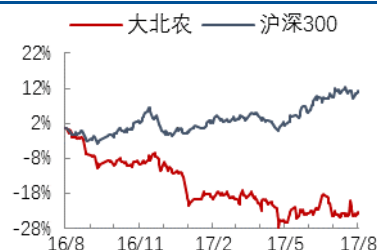
强烈推荐 首次评级

合理估值： 7.5-8.7 元

交易数据 2017-08-21

收盘价 (元)	6.20
近 12 个月最高/最低 (元)	7.96/5.77
总股本 (百万股)	4100.67
流通股本 (百万股)	2307.20
流通股比例 (%)	56%
总市值 (亿元)	254.24
流通市值 (亿元)	143.05

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
 电话： 010-85127729
 邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：汪玲

执业证号： S0100117030004
 电话： (8610)85127665
 邮箱： wangling@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	16,841	19,788	23,746	27,308
增长率（%）	4.6%	17.5%	20.0%	15.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	883	1,283	1,614	1,839
增长率（%）	25.1%	45.4%	25.8%	13.9%
每股收益（元）	0.22	0.31	0.39	0.45
PE（现价）	27.9	19.6	15.6	13.7
PB	2.7	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	16,841	19,788	23,746	27,308
营业成本	12,650	14,902	18,002	20,666
营业税金及附加	32	21	35	35
销售费用	1,735	1,979	2,137	2,458
管理费用	1,270	1,425	1,710	1,966
EBIT	1,154	1,462	1,862	2,183
财务费用	119	20	20	20
资产减值损失	91	0	0	0
投资收益	85	70	78	74
营业利润	1,030	1,512	1,920	2,237
营业外收支	88	89	89	44
利润总额	1,118	1,601	2,009	2,294
所得税	182	275	336	369
净利润	936	1,326	1,673	1,925
归属于母公司净利润	883	1,283	1,614	1,839
EBITDA	1,591	1,897	2,311	2,644

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2002	3519	4668	6136
应收账款及票据	1145	1311	1572	1808
预付款项	231	236	268	337
存货	2046	2164	2614	3001
其他流动资产	2082	2082	2082	2082
流动资产合计	7662	9475	11399	13590
长期股权投资	759	759	759	759
固定资产	3733	3783	3833	3883
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	7596	7431	7539	7476
资产合计	15258	16906	18938	21065
短期借款	651	651	651	651
应付账款及票据	930	1089	1326	1518
其他流动负债	1544	1544	1544	1544
流动负债合计	4595	5204	5830	6165
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	635	635	635	635
非流动负债合计	635	635	635	635
负债合计	5230	5839	6465	6800
股本	4101	4101	4101	4101
少数股东权益	777	820	878	964
股东权益合计	10028	11067	12473	14265
负债和股东权益合计	15258	16906	18938	21065

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	4.6%	17.5%	20.0%	15.0%
EBIT 增长率	39.4%	26.6%	27.4%	17.2%
净利润增长率	25.1%	45.4%	25.8%	13.9%
盈利能力				
毛利率	24.9%	24.7%	24.2%	24.3%
净利润率	5.2%	6.5%	6.8%	6.7%
总资产收益率 ROA	5.8%	7.6%	8.5%	8.7%
净资产收益率 ROE	9.5%	12.5%	13.9%	13.8%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.2	1.4	1.5	1.7
现金比率	0.4	0.7	0.8	1.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	21.0	23.0	23.0	23.0
存货周转天数	53.5	53.0	53.0	53.0
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.3	0.4	0.4
每股净资产	2.3	2.5	2.8	3.2
每股经营现金流	0.2	0.4	0.5	0.5
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.0
估值分析				
PE	27.9	19.6	15.6	13.7
PB	2.7	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.3	12.0	9.4	7.6
股息收益率	1.0%	1.1%	1.1%	0.5%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	936	1,326	1,673	1,925
折旧和摊销	528	436	449	461
营运资金变动	(844)	26	(130)	(253)
经营活动现金流	642	1,648	1,845	2,023
资本开支	887	182	468	342
投资	(931)	0	0	0
投资活动现金流	(1,117)	(112)	(390)	(268)
股权募资	64	0	0	0
债务募资	92	0	0	0
筹资活动现金流	302	(20)	(307)	(286)
现金净流量	(172)	1,517	1,149	1,469

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

汪玲，农林牧渔行业研究助理，中央财经大学会计硕士。五年大型资产管理公司从业经验，2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。