



饲料主业回暖，产业联动助力业绩增长

2017年08月21日

强烈推荐/维持

大北农

财报点评

——大北农（002385）半年报点评

徐昊	分析师 xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	执业证书编号：S1480514070003
程诗月	联系人 chengsy_yjs@dxzq.net.cn 010-66555458	

事件：

大北农披露2017年半年报，公司2017年上半年实现营业收入83.85亿元，同比增长13.40%；归属于母公司净利润5.25亿元，同比增长42.56%；扣非净利润4.67亿元，同比增长33.33%；EPS0.13元。公司预计2017年1-9月归母净利润8.33-9.52亿元，同比增长40%-60%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	4314.26	4441.88	3280.08	4114.17	4443.16	5003.53	3967.6
增长率（%）	-13.19%	-15.39%	-6.03%	6.63%	2.84%	12.95%	20.84%
毛利率（%）	22.53%	28.06%	27.41%	26.18%	22.17%	24.56%	24.95%
期间费用率（%）	19.39%	20.28%	22.30%	19.46%	17.05%	16.67%	18.51%
营业利润率（%）	4.67%	8.36%	5.14%	6.85%	5.51%	6.68%	6.28%
净利润（百万元）	166.27	345.25	141.93	234.17	221.32	338.41	215.75
增长率（%）	23.49%	-10.51%	37.35%	150.78%	33.11%	-01.98%	52.01%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.11	0.05	0.06	0.06	0.07	0.05
资产负债率（%）	45.28%	33.14%	30.24%	33.55%	35.01%	34.28%	35.71%
净资产收益率（%）	2.48%	3.73%	1.51%	2.46%	2.30%	3.37%	2.16%
总资产收益率（%）	1.36%	2.49%	1.05%	1.64%	1.50%	2.22%	1.39%

观点：

- 结构优化，营销转型，饲料主业进入高增长通道。2017H1，饲料销量、营收和毛利润为197.39万吨、73.22亿元和16.77亿元，同比增长13.76%、14.56%和6.40%。公司持续优化产品结构，扩大高端猪料占比，提升水产料毛利率。2017H1，公司前端料销量同比增长19.08%，高于饲料销量同期增速5.32个百分点；水产料毛利率12.53%，同比提高2个百分点，利润同比增加1907万元。公司转变营销模式，聚焦规模猪场，推广驻场服务，大大提升了饲料产品中规模猪场直销比例。未来公司还将继续创新营销模式、调整客户结构，进一步扩大直销比例，预计短期内有望实现直销占比60%。我们认为受益于生猪出栏回升带来的饲料景气行情，叠加公司调结构、降费用的总体思路，2017年全年饲料主业实现量利齐升具备确定性。

- 补强生猪业务，全产业链布局初见成效。2017H1，公司控股子公司生猪出栏25.39万头，收入4.03亿，同比增长7.62%，生猪收入已成为公司仅次于饲料收入的第二大收入来源。公司继续推进“养猪大创业”战略，布局种猪场，把控生猪种源头；推动“公司+农户”及自繁自养养殖模式，扩张养殖产能。2017年以来，公司先后在江苏、新疆、贵州、湖北、河北等地布局投资建设规模猪场，并在山西、陕西、四川等地设立养猪平台公司，为未来养殖扩张作准备。我们认为公司生猪养殖业务布局有望继续推进，一方面可以增厚公司利润，同时积极联动饲料销售，扩大饲料产品市场占有率。公司现有母猪存栏2.85万头，商品猪存栏31.85万头，预计2017年公司生猪出栏约60万头。
- 提效降费成果显著，盈利能力增强。2017H1，公司以“降费用、提效率、增效益”为工作总基调，提升工作效率，降低费用率。2017H1，公司销售和管理费用下降约5,774.65万元，如剔除研发费用增长影响，则下降约7,407.95万元，同比下降约3.05个百分点；考虑财务费用，三项费率同比下降约2.96个百分点，提效降费效果显著。未来公司将创新销售模式、推进原料分类集中采购、加强员工激励，预计费用率有望继续降低；同时公司农信互联逐步成熟，叠加金融服务业务发展较快，能有效缩短供应链、加速周转流通，提升营运效率。

结论：

我们认为公司饲料销量增长与结构调整将带来收入和利润率的共同提升，同时看好公司全产业链布局带来的产业联动效应。我们预计公司17-19年净利润分别为11.7亿元、14.5亿元和17.5亿元。预计2017、2018、2019 EPS分别为0.27、0.34、0.41，对应PE分别为24/19/16倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：饲料销量不达预期，产能扩张不达预期，禽畜价格波动风险

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
流动资产合计	7436	7662	9267	11409	14100	营业收入	16098	16841	19813	23657	28615			
货币资金	2120	2002	5589	9381	14774	营业成本	12188	12650	14673	17552	21165			
应收账款	846	1091	1162	1460	1722	营业税金及附加	3	32	21	35	36			
其他应收款	97	156	183	219	265	营业费用	1819	1735	2140	2496	3055			
预付款项	129	231	378	537	738	管理费用	1260	1270	1522	1801	2188			
存货	1663	2046	2188	2728	3222	财务费用	120	119	-8	-43	-68			
其他流动资产	2529	2082	-296	-2991	-6713	资产减值损失	58.55	90.94	58.58	69.36	72.96			
非流动资产合计	6414	7596	7256	7316	7081	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	112	759	800	900	1000	投资净收益	125.33	85.20	74.89	95.14	85.08			
固定资产	3456.6	3651.2	4023.4	4012.3	3576.1	营业利润	775	1030	1482	1843	2251			
无形资产	1460	1468	1444	1323	1213	营业外收入	106.51	126.14	102.67	111.78	113.53			
其他非流动资产	278	219	0	0	0	营业外支出	16.38	37.98	23.41	25.92	29.10			
资产总计	13849	15258	16524	18724	21181	利润总额	865	1118	1561	1929	2336			
流动负债合计	3926	4595	4142	4441	4823	所得税	157	182	390	482	584			
短期借款	541	651	0	0	0	净利润	708	936	1171	1446	1752			
应付账款	860	901	1026	1230	1482	少数股东损益	3	53	50	50	50			
预收款项	661	711	805	895	1018	归属母公司净利润	706	883	1121	1396	1702			
一年内到期的非流	20	21	14	18	18	EBITDA	2693	2966	2018	2380	2751			
非流动负债合计	664	635	1633	2635	3635	BPS (元)	0.28	0.22	0.27	0.34	0.41			
长期借款	0	0	1000	2000	3000	主要财务比率								
应付债券	499	499	499	499	499		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
负债合计	4590	5230	5775	7077	8457	成长能力								
少数股东权益	640	777	827	877	927	营业收入增长	-12.72	4.61%	17.65%	19.40%	20.96%			
实收资本(或股本)	2734	4101	4101	4101	4101	营业利润增长	-15.06	32.88%	43.90%	24.38%	22.16%			
资本公积	2472	1071	1071	1071	1071	归属于母公司净利润	26.96%	24.61%	26.96%	24.61%	21.86%			
未分配利润	3141	3742	3985	4304	4683	获利能力								
归属母公司股东权	8619	9251	9919	10768	11794	毛利率 (%)	24.29%	24.88%	25.94%	25.81%	26.03%			
负债和所有者权	13849	15258	16524	18724	21181	净利率 (%)	4.40%	5.56%	5.91%	6.11%	6.12%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	5.09%	5.78%	6.78%	7.46%	8.03%			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	8.19%	9.54%	11.30%	12.97%	14.43%			
经营活动现金流	1299	642	3944	3933	5352	偿债能力								
净利润	708	936	1171	1446	1752	资产负债率 (%)	33%	34%	35%	38%	40%			
折旧摊销	1797.9	1817.4	0.00	436.18	436.18	流动比率	1.89	1.67	2.24	2.57	2.92			
财务费用	120	119	-8	-43	-68	速动比率	1.47	1.22	1.71	1.95	2.26			
应付帐款的变化	0	0	-71	-298	-262	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	93	91	122	总资产周转率	1.32	1.16	1.25	1.34	1.43			
投资活动现金流	-3664	-1117	-216	-642	-350	应收账款周转率	22	17	18	18	18			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.71	19.12	20.56	20.97	21.1			
长期股权投资减少	0	0	47	-130	-109	每股指标(元)								
投资收益	125	85	75	95	85	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.22	0.27	0.34	0.41			
筹资活动现金流	1769	302	-141	501	391	每股净现金流(最新	-0.22	-0.04	0.87	0.92	1.32			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.15	2.26	2.42	2.63	2.88			
长期借款增加	0	0	1000	1000	1000	估值比率								
普通股增加	1069	1367	0	0	0	P/E	23.54	29.95	24.11	19.35	15.88			
资本公积增加	1125	-1401	0	0	0	P/B	2.09	2.92	2.72	2.51	2.29			
现金净增加额	-596	-172	3587	3792	5393	EV/EBITDA	6.3	8.83	11.37	8.47	5.73			

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，9 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 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，需注明出自为东兴证券研究所，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。