

中航证券金融研究所  
分析师：孟维肖  
证券执业证书号：S0640116010022  
电话：010-64818320

## 大北农（002385）中报点评： 成本控制加强 业绩可期

行业分类：农林牧渔

2017年8月30日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	——
当前股价（17.8.30）	6.24

基础数据	
创业板指	1838.63
总股本（亿）	41.0
流通A股（亿）	23.1
流通B股（亿）	0
总市值（亿）	255.88
每股净资产（元）	2.29
ROE摊薄（2017中报）	5.59%
资产负债率（2017中报）	35.56%
动态市盈率	24.62
市净率	2.73



资料来源：wind

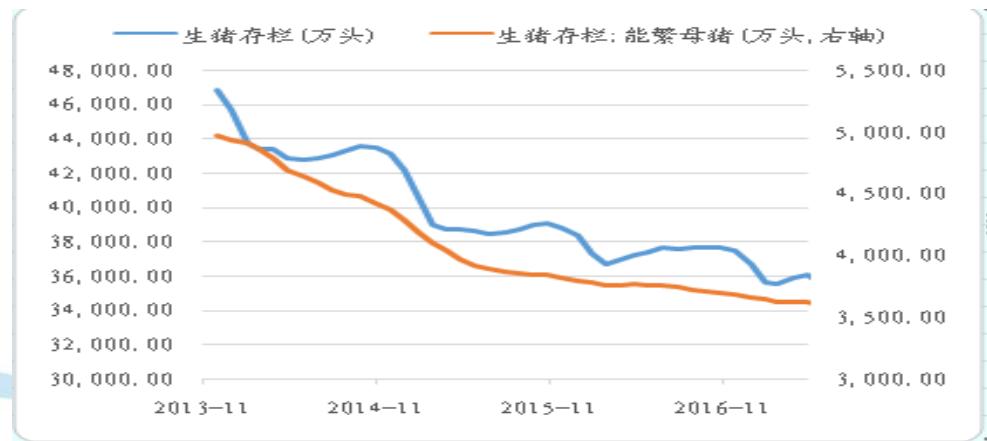
### 2017年中报点评：

- 大北农近日公布了2017年中报：报告期内，公司实现营业总收入838,479.27万元，比上年同期增长13.40%，营业利润64,671.05万元，比上年同期增长43.69%，利润总额64,197.10万元，比上年同期增长35.62%，归属于上市公司股东的净利润52,466.44万元，比上年同期增长42.56%。公司营收呈上升趋势主要系主要上游玉米、豆粕等处于周期低价成本相对降低，同时高端料增长较快，受益于今年水产品价格的普遍景气水产饲料毛利和销量优异，同时公司在销售费用和管理费用上控制有所增强，提质增效瘦身健体取得阶段性成果。
- 公司作为一个专注于猪链的饲料公司，饲料端总体来说受益于玉米、豆粕等农产品整体处于价格低位，而下游的养殖行业正进入一个存栏升高价格下降的周期。在经历了前几年的水产价格低迷，年初至今主要水产如：黄花鱼、草鱼、鲢鱼、鲫鱼均有10%以上价格上升，受益于今年上半年水产价格回暖，水产养殖户有望将加大投苗量和单位饲喂量，两方面推动水产饲料，水产饲料行业景气度有望提升。公司作为猪料的龙头未来将经历养殖规模一体化的洗礼，公司自2012年来开始实行“百厂建设计划”的战略布局，近年不断增加布点数量，提高饲料产品覆盖面积，加大市场扩张力度，未来有望在行业上下游整合时发挥规模优势。
- 行业整合态势不变，向下游拓展完善公司产业链。公司作为传统的饲料公司正在下游养殖行业缓慢推进。
- 风险因素：下游养殖行业价格不及预期；疫病风险

股市有风险 入市须谨慎

公司主营业务收入依旧来源于饲料业务。2017年上半年度，饲料收入占主营业务收入的比重为 88.14%，生猪销售业务、种子业务、动保业务收入比重分别为 4.85%、3.23%、1.98%，公司作为一家较为纯粹的传统饲料企业，其业绩主要受到上游粮食成本和下游养殖行业两方面的影响。生猪领域收入可以看作饲料企业的被动转型，饲料企业受制于运输成本有其限定的销售半径，且除了高端饲料品种、常规饲料的成分及行业壁垒并不明显，客户黏性主要来自于公司为下游养殖业提供的全方位养殖技术服务。16 年作为禽畜养殖的大年，养殖效益的扭亏为盈，提高了下游企业的补栏和养殖积极性，拉动的饲料的需求，但 17 年上半年受制于空前严厉的环保政策，禽畜的存栏量并未出现显著的上升。

图表1 生猪存栏和能繁母猪存栏



数据来源：WIND 中航证券研究所

2017 上半年度，公司饲料销量为 197.39 万吨，同比增长 13.76%，其中猪饲料销量占饲料销售总量的 84.48%，猪饲料销量同比增长 16.28%，比饲料销量增长幅度高出 2.52 个百分点。公司疫苗业务技术转让收入超过 4,000 万元，同比增长近 270%，公司疫苗业务上半年利润同比增加约 4,500 万元。我们认为随着生猪产业链 PSY 指标的提高，当前能繁母猪的数据已不如以前那么准确反映行业的供需，进口猪肉对于猪链的影响也在逐步加深，我们认为今年下半年猪价将呈现短高长低，同时去年以来的空前环保政策将有助于生猪行业集中度的提高，很多头部的上市公司产能扩展计划将于 2019 年落地，在下一轮猪周期中饲料与养殖企业将有望得到更加深入的整合，行业的兼并重组将加剧。

我们观察到公司的管理费用和销售费用有所下降，主要源于公司业务体系的转变，后台业务人员的精简和对于驻场服务技术人员的比重有所增加，我们关注到了公司员工人数从 14 年一直持续下行由 26,951 下降至 16 年底的 19650,17 年中报显示目前员工人数为 19,445 人。公司目前拥有研发人员 1600 余人，17 年上半年，公司新增申请专利 51 件、授权专利 20 件；新增申请植物新品种权 44 件（水稻 27 件，玉米 17 件），授权 6 件（水稻 4 件，玉米 2 件）；国审水稻品种 15 个、国审玉米品种 12 个。研发费用比去年同期有所上升。

## 盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	18444.92	16098.09	16840.94	20209.12	24250.95	29101.14
增长率(%)	10.71%	-12.72%	4.61%	20.00%	20.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	795.68	705.55	882.68	1119.29	1367.67	1681.47
增长率(%)	3.45%	-11.33%	25.11%	26.81%	22.19%	22.94%
每股收益(EPS)	0.194	0.172	0.215	0.273	0.334	0.410
每股股利(DPS)	0.040	0.041	0.053	0.063	0.077	0.094
每股经营现金流	0.208	0.319	0.159	0.603	0.274	0.683
销售毛利率	21.98%	24.29%	24.88%	25.00%	25.00%	25.00%
销售净利率	4.40%	4.40%	5.56%	5.87%	5.98%	6.13%
净资产收益率(ROE)	13.52%	8.19%	9.54%	11.07%	12.25%	13.49%
投入资本回报率(ROIC)	13.85%	9.51%	9.38%	10.91%	11.67%	12.84%
市盈率(P/E)	32.16	36.27	28.99	22.86	18.71	15.22
市净率(P/B)	4.35	2.97	2.77	2.53	2.29	2.05
股息率(分红/股价)	0.006	0.007	0.009	0.010	0.012	0.015
报表预测						
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	18444.92	16098.09	16840.94	20209.12	24250.95	29101.14
减: 营业成本	14391.32	12187.99	12650.31	15156.84	18188.21	21825.85
营业税金及附加	3.49	3.32	32.09	38.51	46.21	55.46
营业费用	1913.85	1819.16	1734.50	2081.41	2497.69	2997.22
管理费用	1116.95	1259.83	1269.84	1523.81	1828.57	2194.29
财务费用	95.05	119.79	118.88	12.48	-15.62	-68.97
资产减值损失	26.25	58.55	90.94	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	14.13	125.33	85.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>912.12</b>	<b>774.79</b>	<b>1029.57</b>	<b>1396.08</b>	<b>1705.89</b>	<b>2097.29</b>
加: 其他非经营损益	59.51	90.13	88.17	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>971.63</b>	<b>864.92</b>	<b>1117.74</b>	<b>1396.08</b>	<b>1705.89</b>	<b>2097.29</b>
减: 所得税	160.48	156.69	181.92	209.41	255.88	314.59
<b>净利润</b>	<b>811.15</b>	<b>708.23</b>	<b>935.82</b>	<b>1186.67</b>	<b>1450.01</b>	<b>1782.69</b>
减: 少数股东损益	15.47	2.68	53.14	67.38	82.33	101.23
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>795.68</b>	<b>705.55</b>	<b>882.68</b>	<b>1119.29</b>	<b>1367.67</b>	<b>1681.47</b>
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1973.33	1494.27	1434.04	4041.82	4850.19	6291.54
应收和预付款项	1007.57	1122.78	1531.55	960.28	2029.91	1558.32
存货	1917.47	1663.16	2045.76	2266.95	2908.30	3302.00
其他流动资产	186.38	2529.46	2082.23	2082.23	2082.23	2082.23
长期股权投资	46.44	112.07	759.27	759.27	759.27	759.27
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3223.47	3847.64	4230.64	3657.97	3085.29	2512.62
无形资产和开发支出	944.70	1902.72	1996.34	1796.83	1597.32	1397.81
其他非流动资产	556.64	488.73	525.74	474.64	423.53	423.53
<b>资产总计</b>	<b>9855.99</b>	<b>13160.83</b>	<b>14605.56</b>	<b>16039.99</b>	<b>17736.05</b>	<b>18327.32</b>
短期借款	878.99	541.04	650.73	1056.01	1039.93	0.00
应付和预收款项	1576.75	1834.25	1900.75	2000.56	2577.12	2812.21
长期借款	498.97	499.19	499.43	499.43	499.43	499.43
其他负债	604.73	1027.34	1526.49	1526.49	1526.49	1526.49
<b>负债合计</b>	<b>3559.44</b>	<b>3901.83</b>	<b>4577.39</b>	<b>5082.48</b>	<b>5642.97</b>	<b>4838.13</b>
股本	1664.98	2733.78	4100.67	4100.67	4100.67	4100.67
资本公积	1346.97	2472.41	1071.44	1071.44	1071.44	1071.44
留存收益	2873.53	3412.82	4078.70	4940.66	5993.89	7288.78
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>5885.48</b>	<b>8619.01</b>	<b>9250.81</b>	<b>10112.77</b>	<b>11166.00</b>	<b>12460.89</b>
少数股东权益	411.07	640.00	777.36	844.74	927.08	1028.30
<b>股东权益合计</b>	<b>6296.55</b>	<b>9259.00</b>	<b>10028.17</b>	<b>10957.51</b>	<b>12093.08</b>	<b>13489.19</b>
负债和股东权益合计	9855.99	13160.83	14605.56	16039.99	17736.05	18327.32
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	852.66	1307.05	650.92	2472.32	1123.26	2798.89
投资性现金净流量	-1025.45	-3664.25	-1117.17	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1231.74	1769.17	302.28	135.47	-314.89	-1357.54
<b>现金流量净额</b>	<b>1058.92</b>	<b>-587.92</b>	<b>-163.79</b>	<b>2607.78</b>	<b>808.36</b>	<b>1441.35</b>

资料来源: wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

孟维肖 SAC 执业证书号：S0640517070001，2015 年 7 月加入中航证券金融研究所。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。