



销量盈利稳定增长，降费增效持续发力

2017年10月25日

强烈推荐/维持

大北农

财报点评

——大北农（002385）三季度财报点评

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

事件:

大北农披露2017年三季报，公司2017年前三季度实现营业收入133.85亿元，同比增长13.08%；归属于母公司净利润8.39亿元，同比增长41.06%，EPS0.20元，业绩符合预期。其中三季度实现营收50亿元，同比增长12.54%，归母净利3.15亿元，同比增长38.62%。公司预计2017年全年归母净利润12.4-14.1亿元，同比增长40%-60%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	3280.08	4114.17	4443.16	5003.53	3967.6	4417.2	5000.45
增长率（%）	-6.03%	6.82%	3.00%	12.62%	20.84%	7.47%	12.54%
毛利率（%）	27.41%	26.32%	22.27%	24.37%	24.95%	24.96%	23.23%
期间费用率（%）	22.30%	19.42%	17.02%	16.72%	18.51%	17.05%	15.32%
营业利润率（%）	5.14%	6.84%	5.50%	6.70%	6.28%	9.00%	7.76%
净利润（百万元）	141.93	234.17	221.32	338.41	215.75	332.17	314.19
增长率（%）	37.35%	150.78%	33.11%	-01.98%	52.01%	41.85%	41.97%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.06	0.06	0.07	0.05	0.08	0.08
资产负债率（%）	30.24%	33.55%	35.01%	34.28%	35.71%	35.56%	38.02%
净资产收益率（%）	1.51%	2.46%	2.30%	3.37%	2.16%	3.28%	3.00%
总资产收益率（%）	1.05%	1.64%	1.50%	2.22%	1.39%	2.11%	1.86%

观点:

- **饲料板块稳定增长，产品结构持续优化。**公司第三季度营收同比增长12.54%，净利润同比增长41.97%，与二季度业绩增速基本持平。毛利率23.23%，同比增长0.96个百分点，相比前两季度略有下降。全年来看公司毛利率相比去年略有下降，我们认为是由于饲料原料成本从16年低位走出，价格中枢略有提升，以及生猪价格下行造成的高端料需求下降双重因素叠加造成的。公司今年持续转变经营模式，调整客户结构，提升直销占比；另一方面调整产品结构，不断提升高端料占比，优化水产料毛利率。因此我们预计公司即使在猪价下行周期中毛利率依然能够保持相对高位，预计2017年全年毛利率维持在24%以上。

- **提效降费成果显著, 三项费用持续下降。**公司持续贯彻“降费用、提效率、增效益”的战略, 公司第三季度三项费用占比比二季度继续下降1.76个百分点, 前三季度三项费用占比16.83%, 比去年同期下降2.51个百分点。未来公司将继续创新销售模式, 员工股权激励草案稳步推进, 管理效率有望进一步提升, 预计三项费用率有望继续降低; 同时公司农信互联逐步成熟, 今年有望扭亏为盈, 贡献收益的同时也能有效提升营运效率。
- **不断完善产业链, 生猪产能布局扩张。**公司生猪产能布局不断扩张, 在三季度公告在江苏、湖北、河北、河南等地建设养殖项目规划, “养猪大创业”战略持续推进, 公司收购山东荣昌育种股份进一步补强种猪业务。公司生猪养殖产业链的不断完善, 一方面可以增厚公司利润, 另一方面也能带动饲料销售增长, 扩大饲料产品市场占有率。

结论:

我们认为公司饲料板块量利齐升的局面还将维持, 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12.61亿元、14.88亿元和17.24亿元。预计2017、2018、2019 EPS分别为0.31、0.36、0.42, 对应PE分别为19/17/15倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 饲料销量不达预期, 生猪产能扩张不达预期, 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	8696	10389	12716	营业收入	16098	16841	19685	23219	27807			
货币资金	2120	2002	1968	2554	3337	营业成本	12188	12650	14912	17568	21078			
应收账款	846	1091	1618	1972	2286	营业税金及附加	3	32	49	58	70			
其他应收款	97	156	182	215	257	营业费用	1819	1735	1870	2206	2642			
预付款项	129	231	307	317	414	管理费用	1260	1270	1378	1625	1946			
存货	1663	2046	2247	2629	3246	财务费用	120	119	57	96	110			
其他流动资产	2529	2082	2310	2628	3087	资产减值损失	58.55	90.94	50.50	50.50	50.50			
非流动资产合计	6414	7596	8678	8698	8639	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	1200	1200	1200	投资净收益	125.33	85.20	125.00	150.00	150.00			
固定资产	3456.7	3651.3	3833.7	4020.1	4719.8	营业利润	775	1030	1493	1765	2061			
无形资产	1460	1468	1321	1174	1028	营业外收入	106.51	126.14	102.67	111.78	113.53			
其他非流动资产	278	219	317	271	269	营业外支出	16.38	37.98	23.41	25.92	29.10			
资产总计	13849	15258	17374	19087	21354	利润总额	865	1118	1572	1851	2145			
流动负债合计	3926	4595	5818	6476	7524	所得税	157	182	236	278	322			
短期借款	541	651	1925	2035	2602	净利润	708	936	1336	1573	1824			
应付账款	860	901	1083	1300	1501	少数股东损益	3	53	75	85	100			
预收款项	661	711	971	1146	1366	归属母公司净利润	706	883	1261	1488	1724			
一年内到期的非流	20	21	21	21	21	EBITDA	2693	2966	2215	2622	3015			
非流动负债合计	664	635	636	638	637	BPS (元)	0.28	0.22	0.31	0.36	0.42			
长期借款	0	0	0	0	0	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	6454	7114	8161	成长能力								
少数股东权益	640	777	852	937	1037	营业收入增长	-12.72	4.61%	16.89%	17.96%	19.76%			
实收资本(或股本)	2734	4101	4101	4101	4101	营业利润增长	-15.06	32.88%	45.00%	18.25%	16.75%			
资本公积	2472	1071	1071	1071	1071	归属于母公司净利润	42.89%	18.01%	42.89%	18.01%	15.80%			
未分配利润	3141	3742	4058	4430	4861	获利能力								
归属母公司股东权	8619	9251	10068	11036	12156	毛利率 (%)	24.29%	24.88%	24.25%	24.34%	24.20%			
负债和所有者权	13849	15258	17374	19087	21354	净利率 (%)	4.40%	5.56%	6.79%	6.78%	6.56%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	5.09%	5.78%	7.26%	7.80%	8.07%			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	8.19%	9.54%	12.53%	13.49%	14.18%			
经营活动现金流	1299	642	903	1769	1612	偿债能力								
净利润	708	936	1336	1573	1824	资产负债率 (%)	33%	34%	37%	37%	38%			
折旧摊销	1797.9	1817.4	0.00	760.38	844.21	流动比率	1.89	1.67	1.49	1.60	1.69			
财务费用	120	119	57	96	110	速动比率	1.47	1.22	1.11	1.20	1.26			
应收账款减少	0	0	-527	-354	-313	营运能力								
预收帐款增加	0	0	260	175	220	总资产周转率	1.32	1.16	1.21	1.27	1.38			
投资活动现金流	-3664	-1117	-1672	-676	-683	应收账款周转率	22	17	15	13	13			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.71	19.12	19.85	19.49	19.85			
长期股权投资减少	0	0	-831	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	125	85	125	150	150	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.22	0.31	0.36	0.42			
筹资活动现金流	1769	302	735	-507	-147	每股净现金流(最新)	-0.22	-0.04	-0.01	0.14	0.19			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.15	2.26	2.46	2.69	2.96			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	1069	1367	0	0	0	P/E	21.86	27.82	19.90	16.86	14.56			
资本公积增加	1125	-1401	0	0	0	P/B	1.94	2.71	2.49	2.27	2.06			
现金净增加额	-596	-172	-34	586	783	EV/EBITDA	5.82	8.18	11.55	9.57	8.25			

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。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

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。