

证券研究报告

公司研究——年报点评

大北农（002385.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2017.8.21

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

刘卓 研究助理

联系电话：+86 10 83326753

邮箱：liuzhuo@cindasc.com

相关研究

《主业稳增长，副业齐发力》2017.3

《主营增长持续稳定，互联网业务循序渐进》2017.8

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

行业变革期饲料主业平稳过渡，养殖业务持续发力

2018年4月3日

事件：近日，大北农发布2017年报，2017年公司实现营业收入187.42亿元，同比增长11.29%；实现归属于上市公司股东的净利润12.65亿元，同比增长43.34%；实现扣非后归母净利润9.97亿元，同比增长23.08%。基本每股收益0.31元/股。

点评：

➤ **猪饲料业务仍为公司业绩增长的中流砥柱。**公司主营业务占比较大，业绩增长贡献基本可以由主营业务解释。2017年公司核心主业仍为饲料业务，公司2017年饲料产品营收163.98亿元，实现两位数增长（YOY10.87%），总营收占比达87.49%，其他业务中最大的为生猪业务，营收占比也仅为5.43%。2017年公司饲料产品销售价格和原料成本整体变动不大，毛利率22.46%，较上年同期增加0.16个百分点。2017年公司饲料总销售量为443.93万吨，同比增长11.04%，饲料结构中猪饲料占绝大比例，公司2017年猪饲料销售量为369.17万吨，同比增长12.39%，水产饲料38.08万吨，同比下降1.72%，反刍饲料26.85万吨，同比增长13.75%，禽用饲料9.06万吨，同比增长8.08%。

➤ **主营业务稳定增长的两个核心驱动因素：1）市场服务能力构造的强竞争壁垒；2）积极调整产品结构，找准新市场定位。**先提下行业背景，下游生猪养殖行业受环保因素影响规模化和集约化程度提升较快，散户占比日渐减少，规模养殖户占比日益提升，养殖业的变化对上游饲料业的影响是显而易见的，规模养殖户对饲料产品的要求与散养户差别较大，相对散养户追求更高附加值的饲料产品，不仅需要饲料产品本身，还需要猪场管理、生猪疫病诊断和生猪养殖技术等，甚至包括产业链科技金融服务内容。此外，养殖业规模化程度的提升对饲料需求结构影响较大，面向散养户的主要是低端育肥料，面向规模户的主要是高端料。因此，生猪养殖业的改革也带来饲料行业的被动快速变革，饲料企业在大浪淘沙式的行业洗礼中得以生存的两个条件就是快速提高产品附加值和推出顺应市场的新品种。

首先，公司养殖产业链服务能力较强。公司目前利用猪联网、猪交易等互联网平台工具已经构建了以大北农为核心、以规模养殖户、经销商为合作伙伴的养猪生态圈，服务硬件较强，同时猪饲料业务体系已经由经销商模式为主转变为规模猪场驻场服务模式为主，加大业务人员培训力度，解决养殖户重要痛点，目前成效较好，公司猪饲料直销主要区域已经超过60%，未来有望进一步提高。

其次，公司积极改变猪饲料产品结构以适应新的市场需求。2017年公司教槽料、保育料、母猪料等高端料销量同比增长15.65%，分别高出饲料整体增速和猪饲料增速4.61和3.26个百分点，公司计划3年内实现高端猪料20%的市占率。

我们认为公司已经以农业互联网的硬件基础打造出了综合服务能力较强的竞争壁垒，且积极优化产品结构顺应快速变化的下游市场需求，未来饲料业务将继续保持平稳增长，市场占有率稳步提升，仍将是公司业绩的主要贡献点。

- **养猪业务跃升为公司第二大业务，占比进一步提高。**2017 年公司生猪产品实现营收 10.18 亿元，同比增长 52.62%，占总营收的比例为 5.43%，较上年同期提升 1.47 个百分点，成为仅次于饲料业务的第二大业务。2017 年公司控股子公司母猪存栏约 5 万头，对比上年 2.63 万头，增长近翻番，商品猪存栏约 43.15 万头，较上年 20.27 万头存栏量增长翻番，全年共出栏生猪约 64.25 万头（不含参股养殖公司），对比上年 40 万头大幅提升。公司养猪业务增长较快的原因主要是公司战略上加快产业链下游养猪业的布局，通过收购、自养、扩建等方式增加种猪及生猪存栏量。未来公司将继续保持生猪养殖规模扩张进度，深入饲料+养殖产业协同，且通过以猪联网为核心的农业互联网运营平台打造公司“互联网+农业新环境”的新模式，助力公司综合服务能力和养殖业务能力的共同提升，养殖业务有望成为公司新的业绩增长点。
- **降费增效成果显著，期间费用率同比下降。**2017 年公司销售费用和管理费用两项费用率下降约 1.76 个百分点，剔除限制性股票费用影响，上述两项费用率下降约 1.93 个百分点，这主要受益于公司降费增效战略落实和驻场服务模式的快速展开。随着驻场服务模式的深入推进带动饲料直销占比的进一步提升，以及降费增效战略的继续开展，公司期间费用率有望继续降低。
- **盈利预测及评级：**公司饲料主业在行业变革期健康过渡，实现平稳增长，且顺利切入生猪养殖领域，未来深入产业链协同打造新的业绩增长点，此外考虑到饲料直销比例的继续提升和公司对于降费增效的战略重视，期间费用率有望进一步降低。我们预计公司 18-20 年摊薄每股收益分别为 0.32 元、0.37 元、0.42 元，对应 18-20 年 PE 分别为 18x、16x、14x。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；政策变动风险等。

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,840.94	18,741.74	20,805.76	23,011.11	25,289.07
同比(%)	4.61%	11.29%	11.01%	10.60%	9.90%
归属母公司净利润	882.68	1,265.21	1,376.65	1,584.56	1,779.43
同比(%)	25.11%	43.34%	8.81%	15.10%	12.30%
毛利率(%)	24.88%	24.17%	23.77%	23.93%	23.93%
ROE(%)	9.88%	13.00%	12.82%	13.15%	12.96%
摊薄每股收益(元)	0.21	0.30	0.32	0.37	0.42
P/E	28	19	18	16	14
P/B	2.66	2.41	2.19	1.92	1.69

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 4 月 2 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,661.89	9,113.20	10,227.65	11,904.49	13,789.70
货币资金	2,002.29	3,788.08	4,397.74	5,559.93	6,906.17
应收票据	53.57	59.04	65.54	72.49	79.66
应收账款	1,091.10	1,332.96	1,479.76	1,636.61	1,798.63
预付账款	231.13	310.05	345.99	381.87	419.69
存货	2,045.76	2,721.81	3,037.36	3,352.33	3,684.29
其他	2,238.05	901.26	901.26	901.26	901.26
非流动资产	7,596.30	10,144.63	10,366.61	10,590.44	10,821.55
长期投资	759.27	1,355.11	1,355.11	1,355.11	1,355.11
固定资产	3,651.26	4,610.76	4,864.48	5,219.68	5,538.83
无形资产	1,467.97	1,681.48	1,617.39	1,553.97	1,490.55
其他	1,717.81	2,497.28	2,529.63	2,461.68	2,437.06
资产总计	15,258.18	19,257.82	20,594.26	22,494.93	24,611.24
流动负债	4,595.00	6,780.29	7,007.06	7,239.76	7,483.00
短期借款	650.73	1,802.50	1,802.50	1,802.50	1,802.50
应付账款	900.99	1,169.70	1,305.30	1,440.66	1,583.32
其他	3,043.29	3,808.09	3,899.25	3,996.60	4,097.17
非流动负债	635.01	710.28	710.28	710.28	710.28
长期借款	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	635.00	710.28	710.28	710.28	710.28
负债合计	5,230.01	7,490.57	7,717.34	7,950.05	8,193.28
少数股东权益	777.36	1,550.78	1,623.24	1,706.63	1,800.29
归属母公司股东权益	9,250.81	10,216.47	11,253.68	12,838.25	14,617.68
负债和股东权益	15258.18	19257.82	20594.26	22494.93	24611.24

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,840.94	18,741.74	20,805.76	23,011.11	25,289.07
同比	4.61%	11.29%	11.01%	10.60%	9.90%
归属母公司净利润	882.68	1,265.21	1,376.65	1,584.56	1,779.43
同比	25.11%	43.34%	8.81%	15.10%	12.30%
毛利率	24.88%	24.17%	23.77%	23.93%	23.93%
ROE	9.88%	13.00%	12.82%	13.15%	12.96%
每股收益(元)	0.21	0.30	0.32	0.37	0.42
P/E	28	19	18	16	14
P/B	2.66	2.41	2.19	1.92	1.69
EV/EBITDA	14.96	12.34	11.05	9.86	8.93

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,840.94	18,741.74	20,805.76	23,011.11	25,289.07
营业成本	12,650.31	14,211.76	15,859.41	17,504.01	19,237.34
营业税金及附加	32.09	48.28	32.51	35.96	39.52
营业费用	1,734.50	1,676.30	1,664.46	1,817.88	1,972.55
管理费用	1,269.84	1,336.51	1,414.79	1,564.76	1,719.66
财务费用	118.88	157.45	232.49	231.84	229.24
资产减值损失	90.94	112.15	91.89	98.54	121.68
公允价值变动收益	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	85.20	299.53	170.02	184.92	218.16
营业利润	1,029.57	1,577.03	1,680.23	1,943.05	2,187.25
营业外收入	126.14	10.08	80.91	80.91	80.91
营业外支出	37.98	19.97	36.02	38.29	38.29
利润总额	1,117.74	1,567.14	1,725.13	1,985.67	2,229.86
所得税	181.92	249.00	276.02	317.71	356.78
净利润	935.82	1,318.14	1,449.11	1,667.96	1,873.09
少数股东损益	53.14	52.92	72.46	83.40	93.65
归属母公司净利润	882.68	1,265.21	1,376.65	1,584.56	1,779.43
EBITDA	1,670.69	2,184.14	2,438.85	2,734.70	3,019.01
EPS (摊薄)	0.21	0.30	0.32	0.37	0.42

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	642.40	715.02	1,717.04	1,953.61	2,148.11
净利润	935.82	1,318.14	1,449.11	1,667.96	1,873.09
折旧摊销	437.19	453.69	482.10	517.41	557.52
财务费用	115.77	163.31	231.62	231.62	231.62
投资损失	-85.20	-299.53	-170.02	-184.92	-218.16
营运资金变动	-844.12	-1,029.77	-369.92	-380.48	-417.42
其它	82.95	109.18	94.16	102.02	121.46
投资活动现金流	-1,117.17	-725.73	-536.33	-559.80	-570.25
资本支出	-887.07	-1,062.42	-706.35	-744.72	-788.41
长期投资	62.28	-94.62	170.02	184.92	218.16
其他	-292.38	431.32	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	302.28	1,878.73	-571.06	-231.62	-231.62
吸收投资	63.77	1,120.69	0.00	0.00	0.00
借款	92.00	1,213.38	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	337.04	395.50	571.06	231.62	231.62
现金净增加额	-172.31	1863.69	609.66	1162.19	1346.24

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师。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。

刘卓，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。