



猪料销量稳定增长，管理优化持续 ——大北农（002385）一季度财报点评

2018年05月03日

强烈推荐/维持

大北农

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031		
程诗月	研究助理		
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn 010-66555458		

事件：

大北农披露2018年一季报，公司2018Q1实现营业收入46.01亿元，同比增长15.97%；归属于母公司净利润1.81亿元，同比降低5.91%。公司预计2018H1实现归母净利4.72亿元-6.30亿元，同比变动-10%-20%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	4443.16	5003.53	3967.6	4417.2	5000.45	5356.5	4601.39
增长率（%）	3.00%	12.62%	21.09%	7.28%	12.54%	7.05%	15.97%
毛利率（%）	22.27%	24.37%	25.07%	24.85%	23.23%	23.82%	21.78%
期间费用率（%）	17.02%	16.72%	18.47%	17.08%	15.32%	17.12%	16.53%
营业利润率（%）	5.50%	6.39%	6.52%	8.78%	7.76%	10.13%	5.00%
净利润（百万元）	221.32	338.41	215.75	332.17	314.19	456.02	199.29
增长率（%）	33.11%	-01.98%	52.01%	41.85%	41.97%	34.75%	-7.63%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.07	0.05	0.08	0.08	0.10	0.04
资产负债率（%）	35.01%	34.28%	35.71%	35.56%	38.02%	38.90%	37.47%
净资产收益率（%）	2.30%	3.37%	2.16%	3.28%	3.00%	3.88%	1.66%
总资产收益率（%）	1.50%	2.22%	1.39%	2.11%	1.86%	2.37%	1.04%

观点：

- 猪料销量稳定增长，剔除激励费用业绩基本符合预期。公司2018Q1同比增长15.97%主要是由于公司猪料销量维持了15%-20%的高速增长，高端料与配合料的共同发力是公司猪料高增的主要原因。公司目前直销比例达到60%以上，高端料在市场上建立了良好的口碑，公司通过配套专业化服务增加客户粘性，提升市场份额。公司业绩同比出现下滑主要是由于一季度猪价同比出现较大幅度的下跌，公司养猪业务出现亏损以及5000万激励费用造成的，如果剔除激励费用，公司归母净利增速在20%以上，基本符合预期。并且利润增速略高于收入增速也反映出公司对饲料产品结构的持续优化。
- 管理优化，效率提升。公司持续贯彻减费增效策略，公司2017年全年销售费用和管理费用率同比下降1.76个百分点。剔除限制性股票费用的影响后，两项费率率同比下降1.93个百分点。2018年一季度，管理优化仍持续，公司三项费率率同比下降1.95个百分点。公司通过优化人员结构，坚定高科技农牧企业的发

展内核, 提升研究人员和技术人员占比, 有计划的减少优化销售人员, 人均饲料销量持续提升。随着员工激励计划的持续实施以及人员结构的不断优化调整, 预计公司三项费用还有继续下降的空间。

- **激励机制与回购彰显发展信心。**公司通过股权激励措施充分激发了核心员工积极性, 提升管理效率, 营造了共同创业的氛围。2017年12月公司限制性股票激励计划授予完成, 2017年归母净利同比增长40%的目标已经完成。公司于4月24日公告拟通过竞价方式回购股票, 回购金额不低于人民币5,000万元, 不超过人民币3亿元, 充分彰显了对未来发展的信心。

结论:

我们认为公司前期调整效果明显, 管理优化仍将持续, 看好公司作为前端料龙头企业的成长性。我们预计公司18-20年净利润分别为15.02亿元、17.75亿元和22.45亿元, 对应EPS分别为0.35、0.42和0.53, 对应PE分别为15/13/10倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 饲料销量不达预期, 禽畜价格波动风险, 畜禽疫病风险等。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
流动资产合计	7662	9113	9174	11509	14054	营业收入	16841	18742	21405	25192	28942				
货币资金	2002	3788	3370	4694	6199	营业成本	12650	14212	16504	19447	22141				
应收账款	1091	1333	1455	1752	1990	营业税金及附加	32	48	54	63	72				
其他应收款	156	302	345	406	467	营业费用	1735	1676	1819	2141	2460				
预付款项	231	310	423	543	687	管理费用	1270	1337	1498	1763	2026				
存货	2046	2722	2915	3435	4020	财务费用	119	157	18	-40	-54				
其他流动资产	2082	599	599	599	599	资产减值损失	90.94	112.15	80.00	80.00	80.00				
非流动资产合计	7596	10145	9143	8443	7691	公允价值变动收益	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	759	1355	1200	1200	1200	投资净收益	85.20	299.53	350.00	400.00	500.00				
固定资产	3651.3	4610.8	3975.2	3439.7	3619.9	营业利润	1030	1577	1781	2137	2717				
无形资产	1468	1681	1513	1345	1177	营业外收入	126.14	10.08	80.91	72.38	54.46				
其他非流动资产	219	221	239	226	229	营业外支出	37.98	19.97	24.78	27.58	24.11				
资产总计	15258	19258	18317	19952	21744	利润总额	1118	1567	1838	2182	2747				
流动负债合计	4595	6780	4314	4708	4941	所得税	182	249	276	327	412				
短期借款	651	1803	0	0	0	净利润	936	1318	1562	1855	2335				
应付账款	901	1170	1250	1439	1577	少数股东损益	53	53	60	80	90				
预收款项	711	693	693	693	693	归属母公司净利润	883	1265	1502	1775	2245				
一年内到期的非流	21	0	0	7	2	EBITDA	2966	3768	2503	2801	3412				
非流动负债合计	635	710	662	669	679	EPS (元)	0.22	0.31	0.35	0.42	0.53				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	499	500	499	499	500		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
负债合计	5230	7491	4975	5377	5620	成长能力									
少数股东权益	777	1551	1611	1691	1781	营业收入增长	4.61%	11.29%	14.21%	17.69%	14.89%				
实收资本(或股本)	4101	4243	4243	4243	4243	营业利润增长	32.88%	53.17%	12.96%	19.97%	27.14%				
资本公积	1071	1412	1412	1412	1412	归属于母公司净利润	18.71%	18.16%	18.71%	18.16%	26.52%				
未分配利润	3742	4704	5230	5851	6637	盈利能力									
归属母公司股东权	9251	10216	11726	12880	14339	毛利率 (%)	24.88%	24.17%	22.90%	22.80%	23.50%				
负债和所有者权	15258	19258	18313	19948	21740	净利率 (%)	5.56%	7.03%	7.30%	7.36%	8.07%				
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润 (%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					ROE (%)	9.54%	12.38%	12.81%	13.78%	15.66%
经营活动现金流	642	715	954	1570	1807	偿债能力									
净利润	936	1318	1562	1855	2335	资产负债率 (%)	34%	39%	27%	27%	26%				
折旧摊销	1817.4	2033.2	0.00	703.68	749.36	流动比率	1.67	1.34	2.13	2.44	2.84				
财务费用	119	157	18	-40	-54	速动比率	1.22	0.94	1.45	1.71	2.03				
应收账款减少	0	0	-122	-297	-238	营运能力									
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.16	1.09	1.14	1.32	1.39				
投资活动现金流	-1117	-726	551	322	423	应收账款周转率	17	15	15	16	15				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.12	18.10	17.70	18.74	19.19				
长期股权投资减少	0	0	222	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	85	300	350	400	500	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.31	0.35	0.42	0.53				
筹资活动现金流	302	1879	-1924	-568	-725	每股净现金流(最新)	-0.04	0.44	-0.10	0.31	0.35				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.26	2.41	2.76	3.04	3.38				
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	1367	142	0	0	0	P/E	24.68	17.52	15.34	12.98	10.26				
资本公积增加	-1401	340	0	0	0	P/B	2.41	2.26	1.96	1.79	1.61				
现金净增加额	-172	1868	-418	1324	1504	EV/EBITDA	7.23	5.72	8.06	6.73	5.08				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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，需注明出处为东兴证券研究所，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：

看高：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。