

证券研究报告

公司研究——中报点评

大北农（002385.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2018.4.3

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

《行业变革期饲料主业平稳过渡，养殖业务持续发力》2018.4

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

饲料和养殖业务盈利下滑，公司业绩大幅承压

2018年8月21日

事件：近日，大北农发布2018年中报，2018上半年公司实现营业收入90.73亿元，同比增长8.21%；实现归属于上市公司股东的净利润1.04亿元，同比下降80.18%；实现扣非后归母净利润0.36亿元，同比下降92.18%。基本每股收益0.03元/股。公司预计2018年前三季度归母净利润4197.45万元-29382.13万元，同比变动-95%~-65%。

点评：

- **公司业绩大幅下降的直接原因为综合毛利率下滑。**2018上半年公司在营业收入同比小幅增长的情况下，综合毛利率较上年同期下降6.17个百分点至18.77%，6.17%的综合毛利降幅影响利润总额约5.60亿元（总营收90.73亿元*6.17%），公司上半年实际利润总额较上年同期下降4.91亿元，不难解释公司业绩大幅下降的直接原因主要系综合毛利率的下滑。公司综合毛利率的下滑主要是由两方面导致，其一饲料原料成本抬升，同时产品价格不敏感，导致饲料业务盈利能力下降明显；其二上半年生猪价格跌幅加深，公司养殖业务陷入亏损。
- **一、饲料业务原料成本提升，毛利率同降3.05pct。**公司上半年饲料销售均价同比下降0.02%，饲料成本同比增长9.83%，影响毛利率较上年同期下降3.05个百分点至19.85%。成本增幅远高于价格降幅，成本端的增长是影响饲料业务盈利的主要因素，需要指出的是，由于下游养殖业行情低迷，饲料成本提升对价格端没有表现出明显的支撑作用。饲料主要原料玉米和豆粕上半年价格较上年同期相比出现明显的提升，对于未来价格走势的判断，我们认为玉米去库存还需要时间，价格或将承压下行，中国对美国大豆加征进口关税后全球大豆贸易格局面临重写，豆链价格中枢有望上移，但在全球大豆丰产和蛋白替代品不断突破瓶颈的背景下，我们认为公司蛋白原料价格未来上涨空间有限，饲料整体盈利有望迎来边际好转。而另一方面，由于上半年下游养殖环境欠佳，公司饲料销量增速较上年有所放缓，如果下游养殖疫情等风险基本可控，随着养殖业规模化程度的提升，公司有望凭借养殖服务优势进一步提高市场占有率，带动饲料主业增速回升。
- **二、养殖业务陷入亏损，产能保持扩张进度。**上半年生猪养殖业整体低迷，公司养猪业务亏损较大。另一方面，公司保持养殖业务产能扩张进程，截至报告期末，公司控股子公司母猪存栏4.73万头，商品猪存栏38.97万头，上半年共出栏生猪58.66万头，生猪收入为6.82亿元，同比增长69.34%，公司投资的非控股养猪平台公司母猪存栏7.76万头，商品猪存栏32.10万头。受规模养殖户维持产能扩张进度和行业集中度提升带来养殖效率提高的影响，行业有效产能中枢在逐渐上移，生猪养殖业仍处于大周期下行期，叠加新发疫情因素的影响，短期来看养殖环境不容乐观，我们预计短期内养殖业务仍将拖累公司业绩，长期来看随着行业落后产能的加快出清，供需将逐步改善并带动行业回暖。

- **盈利预测及评级：**考虑到饲料原料行业和下游养殖业的短期负面影响，我们下调公司盈利预测，预计公司 18-20 年摊薄每股收益分别为 0.10 元、0.17 元、0.22 元，对应 18-20 年 PE 分别为 37x、22x、16x。维持“增持”评级。
- **风险因素：1) 非洲猪瘟疫情扩散风险。**截至目前，国内已经接连发生三起非洲猪瘟疫情事件，对于非洲猪瘟疫情影响的分析我们分为两个方面。首先，需求端来看，疫情发生后国内各媒体包括人民网第一时间报道，普及疫情知识、表明于人无害，因此我们认为本次疫情的发生无论持续期长短与否，对需求端的影响微乎其微，主要是疫情扑杀以及调运受限等方面对供给端的影响。非洲猪瘟传染力强、致死率高，危害巨大，在此可以分两种情况进行讨论。第一种情况，疫情已经得到有效控制，疫情影响可以忽略不计；另一种情况，疫情向全国扩散，由于疫情发生前疫病猪源的流通未知以及东北其他地区风险暴露相似，因此其他地区发生非洲猪瘟疫情的可能性不可忽视，如果更多地区或全国范围爆发非洲猪瘟疫情，于养殖企业而言存在两种可能影响，其一，企业自身猪场未能幸免疫情波及，一旦发现病猪或连带划入扑杀区，企业将遭受较大打击；其二，企业自身猪场不受疫情影响，但疫情导致全国范围内生猪存量去化较多，短期来说各地调运难度增加，可能使得猪源和非猪源地区猪价涨跌背离，中长期来说生猪供给收缩供需局面得以进一步改善带动猪价上行，利好免疫养殖企业。另一方面，非洲猪瘟包括养猪业其他大规模疫病的发生，带来存栏规模的大幅下降，对上游饲料企业来说，经营层面将面临较大压力。以上每种情况均存在发生的可能性，仍需密切关注疫情进展情况，此外，我国首次发生非洲猪瘟疫情也表明我国猪业已经出现新的风险因素，建议投资者加以重视。**2) 股权质押比例偏高风险。**截至目前，公司大股东累计质押数占所持股数的比例为 91.92%，质押比例偏高，存在质押股票被强制平仓的风险。**3) 饲料原料价格波动风险。****4) 政策变动风险。**

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,840.94	18,741.74	20,255.78	22,763.99	25,479.40
同比(%)	4.61%	11.29%	8.08%	12.38%	11.93%
归属母公司净利润	882.68	1,265.21	418.82	717.93	947.63
同比(%)	25.11%	43.34%	-66.90%	71.42%	31.99%
毛利率(%)	24.88%	24.17%	18.88%	20.08%	20.61%
ROE(%)	9.88%	13.00%	4.08%	6.74%	8.25%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.30	0.10	0.17	0.22
P/E	18	12	37	22	16
P/B	1.67	1.52	1.50	1.41	1.29

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 8 月 20 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	9,242.82	10,030.32	11,083.58
货币资金	2,002.29	3,788.08	3,331.81	3,557.07	3,974.59
应收票据	53.57	59.04	63.81	71.71	80.26
应收账款	1,091.10	1,332.96	1,440.65	1,619.04	1,812.16
预付账款	231.13	310.05	358.46	396.91	441.30
存货	2,045.76	2,721.81	3,146.83	3,484.34	3,874.00
其他	2,238.05	901.26	901.26	901.26	901.26
非流动资产	7,596.30	10,144.63	10,366.50	10,590.41	10,821.98
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	2,529.52	2,461.65	2,437.50
资产总计	15,258.18	19,257.82	19,609.32	20,620.73	21,905.56
流动负债	4,595.00	6,780.29	7,030.35	7,286.05	7,573.38
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	1,352.35	1,497.39	1,664.85
其他	3,043.29	3,808.09	3,875.50	3,986.15	4,106.02
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	7,740.63	7,996.34	8,283.66
少数股东权益	777.36	1,550.78	1,572.82	1,610.61	1,660.48
归属母公司股东权益	9,250.81	10,216.47	10,295.86	11,013.79	11,961.42
负债和股东权益	15258.18	19257.82	19609.32	20620.73	21905.56

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	20,255.78	22,763.99	25,479.40
同比	4.61%	11.29%	8.08%	12.38%	11.93%
归属母公司净利润	882.68	1,265.21	418.82	717.93	947.63
同比	25.11%	43.34%	-66.90%	71.42%	31.99%
毛利率	24.88%	24.17%	18.88%	20.08%	20.61%
ROE	9.88%	13.00%	4.08%	6.74%	8.25%
每股收益(元)	0.22	0.30	0.10	0.17	0.22
P/E	18	12	37	22	16
P/B	1.67	1.52	1.50	1.41	1.29
EV/EBITDA	9.66	8.14	14.36	10.79	9.00

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	20,255.78	22,763.99	25,479.40
营业成本	12,650.31	14,211.76	16,431.00	18,193.29	20,227.90
营业税金及附加	32.09	48.28	31.65	35.57	39.81
营业费用	1,734.50	1,676.30	1,620.46	1,798.36	1,987.39
管理费用	1,269.84	1,336.51	1,539.44	1,730.06	1,936.43
财务费用	118.88	157.45	232.11	235.50	236.58
资产减值损失	90.94	112.15	91.19	99.09	124.56
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	479.95	857.05	1,144.89
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	524.84	899.66	1,187.50
所得税	181.92	249.00	83.97	143.95	190.00
净利润	935.82	1,318.14	440.87	755.72	997.50
少数股东损益	53.14	52.92	22.04	37.79	49.88
归属母公司净利润	882.68	1,265.21	418.82	717.93	947.63
EBITDA	1,670.69	2,184.14	1,238.56	1,648.70	1,976.64
EPS (摊薄)	0.21	0.30	0.10	0.17	0.22

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	651.12	1,016.68	1,219.39
净利润	935.82	1,318.14	440.87	755.72	997.50
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	-427.02	-405.63	-472.96
其它	82.95	109.18	93.57	102.48	123.87
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	-456.27	225.26	417.52

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	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。