

大北农 (002385)

证券研究报告

2018 年 08 月 22 日

半年报点评：产业景气拖累，期待经营好转

事件：8月20日，公司公布2018年半年报。报告期内，公司实现营业收入90.73亿元，同比增长8.21%，归属母公司净利润1.04亿元，同比下降80.18%，EPS0.03元，扣非后归母净利润3643.56万元，同比下降92.18%。

1、养殖亏损，拖累业绩增长

3月份以来，猪价大幅下跌，产业进入亏损期。公司养殖业务处于扩张期，产能未能释放之前，摊销成本高。且公司为弥补自身产能的不足，外购大量仔猪用于放养，导致成本偏高。报告期内，公司生猪出栏58.66万头（+131.03%），但生猪销售收入（+69.37%）增速低于成本增速（+145.76%）。

2、猪价低迷，成本上升，饲料主业增长低于预期

报告期内，公司饲料业务实现销售收入77.37亿元（+5.66%），饲料销量212.42万吨（+7.62%），其中，猪饲料177.20万吨（+6.26%），反刍料15.15万吨（+26.54%），水产料15.70万吨（+12.5%），禽料4.03万吨（-12.16%）。但是，公司饲料毛利率却下滑3.05个百分点，仅有19.85%。原因有二，一是公司核心产品是高毛利的高端猪饲料，在养殖进入亏损阶段，市场需求会面临较大冲击。公司猪饲料业务的销量增长预计主要来自于相对低毛利的大中猪及母猪配合料。二是上半年玉米、豆粕等原材料价格波动较大，价格上涨吞噬了公司部分毛利。而且，公司在上半年计提了约1亿元的限制性股票激励费用，进一步提高了公司的费用率，拖累业绩增长。

3、预计下半年业绩增速有望提高

面对行业周期下行以及公司转型压力，公司在年内更换新的总裁，预计将通过梳理业务结构、优化管理流程、精简人员配置、剥离无效资产等方面入手，进一步提高人均经营效率。而且，随着猪价进入反弹阶段，中美贸易战对农产品价格的冲击基本明确，产业经营环境有所改善。预计下半年公司业绩增速有望提高。

4、持续回购及增持公司股票，坚定发展信心

报告期内，公司公布了不超过10亿元的股票回购计划，回购价格不低于7.92元/股，目前已经完成1.2亿元的股票回购。而且，公司拟成立不超过10亿元的员工持股计划，以4.09元/股的价格，通过大宗交易或协议转让等方式收购公司大股东邵根伙博士出让的股票。在降低大股东股权质押比例的同时实现更普遍的激励，坚定发展信心。

投资建议：由于猪价下行周期，养殖业务拖累业绩；饲料业务不达预期，故将2018-2020年的净利润预期由15.03/18.16/21.73亿元下调为7.67/8.09/9.92亿元，为同比增长-39.41%/5.5%/22.72%，对应EPS0.18/0.19/0.23元。

风险提示：猪价下行风险；饲料销量不达预期风险；原材料价格波动风险；

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.62元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,242.99
流通A股股本(百万股)	2,273.06
A股总市值(百万元)	15,359.64
流通A股市值(百万元)	8,228.47
每股净资产(元)	2.34
资产负债率(%)	42.34
一年内最高/最低(元)	7.00/3.55

作者

吴立	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
刘哲铭	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070002	
liuzheming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《大北农-季报点评：一季报点评：饲料主业效率持续提升，增长基本符合预期》2018-05-01
- 《大北农-公司点评：拟回购不超过3亿股，显现未来发展信心》2018-04-25
- 《大北农-年报点评报告：经营效率显著提升，业绩增长超预期》2018-04-01

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,840.94	18,741.74	19,301.57	22,541.75	25,087.84
增长率(%)	4.61	11.29	2.99	16.79	11.29
EBITDA(百万元)	1,557.69	2,073.41	1,603.26	1,900.78	2,388.58
净利润(百万元)	882.68	1,265.21	766.53	808.71	992.46
增长率(%)	25.11	43.34	(39.41)	5.50	22.72
EPS(元/股)	0.21	0.30	0.18	0.19	0.23
市盈率(P/E)	17.55	12.24	20.20	19.15	15.60
市净率(P/B)	1.67	1.52	1.43	1.37	1.31
市销率(P/S)	0.92	0.83	0.80	0.69	0.62
EV/EBITDA	18.27	11.90	9.90	9.49	7.01

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,002.29	3,788.08	1,930.16	1,577.92	1,505.27
应收账款	1,246.85	1,635.26	1,152.74	1,727.59	1,059.95
预付账款	231.13	310.05	202.16	417.74	304.61
存货	2,045.76	2,721.81	1,930.66	3,362.27	2,178.77
其他	2,135.86	658.00	2,564.83	2,575.46	2,580.50
流动资产合计	7,661.89	9,113.20	7,780.54	9,660.97	7,629.09
长期股权投资	759.27	1,355.11	1,355.11	1,355.11	1,355.11
固定资产	3,733.49	4,748.36	5,891.42	7,056.40	7,992.96
在建工程	497.16	661.43	480.72	390.36	345.18
无形资产	1,778.12	1,977.47	1,921.36	1,865.24	1,809.13
其他	828.27	1,402.25	1,035.80	1,057.53	1,084.85
非流动资产合计	7,596.30	10,144.63	10,684.40	11,724.64	12,587.23
资产总计	15,258.18	19,257.82	18,464.94	21,385.61	20,216.33
短期借款	650.73	1,802.50	939.08	2,055.48	1,299.88
应付账款	1,160.69	2,202.71	1,674.34	2,165.63	1,874.71
其他	2,783.58	2,775.07	2,780.92	2,908.06	2,791.64
流动负债合计	4,595.00	6,780.29	5,394.35	7,129.17	5,966.24
长期借款	0.01	0.00	0.00	654.16	0.00
应付债券	499.42	499.66	499.42	499.50	499.53
其他	135.59	210.62	170.46	172.22	184.43
非流动负债合计	635.01	710.28	669.88	1,325.88	683.96
负债合计	5,230.01	7,490.57	6,064.22	8,455.05	6,650.20
少数股东权益	777.36	1,550.78	1,599.71	1,655.93	1,730.63
股本	4,100.67	4,242.99	4,242.99	4,242.99	4,242.99
资本公积	1,071.44	1,411.70	1,079.25	1,148.52	1,213.15
留存收益	5,147.77	6,507.20	6,558.02	7,031.64	7,592.51
其他	(1,069.07)	(1,945.42)	(1,079.25)	(1,148.52)	(1,213.15)
股东权益合计	10,028.17	11,767.25	12,400.72	12,930.56	13,566.13
负债和股东权益总	15,258.18	19,257.82	18,464.94	21,385.61	20,216.33

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	935.82	1,318.14	766.53	808.71	992.46
折旧摊销	437.19	453.69	593.77	781.49	964.73
财务费用	115.77	163.31	69.17	123.85	135.64
投资损失	(85.20)	(299.53)	(170.02)	(100.00)	(80.00)
营运资金变动	108.87	570.94	(1,069.84)	(1,561.54)	1,604.45
其它	(870.04)	(1,491.53)	48.92	56.22	74.70
经营活动现金流	642.40	715.02	238.54	108.72	3,691.99
资本支出	1,562.63	2,400.98	1,540.17	1,798.23	1,787.79
长期投资	647.20	595.84	0.00	0.00	0.00
其他	(3,327.00)	(3,722.55)	(2,537.69)	(3,567.51)	(3,572.42)
投资活动现金流	(1,117.17)	(725.73)	(997.53)	(1,769.27)	(1,784.64)
债权融资	1,171.53	2,302.17	1,452.30	3,220.87	1,807.92
股权融资	(150.82)	(210.96)	134.20	(53.80)	(70.05)
其他	(718.42)	(212.48)	(2,685.44)	(1,858.76)	(3,717.87)
筹资活动现金流	302.28	1,878.73	(1,098.94)	1,308.32	(1,980.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(172.49)	1,868.03	(1,857.93)	(352.23)	(72.65)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,840.94	18,741.74	19,301.57	22,541.75	25,087.84
营业成本	12,650.31	14,211.76	15,508.21	18,680.91	20,778.89
营业税金及附加	32.09	48.28	9.65	11.27	12.54
营业费用	1,734.50	1,676.30	1,544.13	1,465.21	1,505.27
管理费用	1,269.84	1,336.51	1,312.89	1,290.06	1,367.29
财务费用	118.88	157.45	69.17	123.85	135.64
资产减值损失	90.94	112.15	87.21	75.00	80.00
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	100.00	80.00
其他	(170.41)	(677.27)	(340.04)	(200.00)	(160.00)
营业利润	1,029.57	1,577.03	940.32	995.44	1,288.21
营业外收入	126.14	10.08	96.91	115.00	61.57
营业外支出	37.98	19.97	28.00	36.00	24.11
利润总额	1,117.74	1,567.14	1,009.23	1,074.44	1,325.67
所得税	181.92	249.00	193.77	209.52	258.51
净利润	935.82	1,318.14	815.46	864.93	1,067.16
少数股东损益	53.14	52.92	48.93	56.22	74.70
归属于母公司净利润	882.68	1,265.21	766.53	808.71	992.46
每股收益（元）	0.21	0.30	0.18	0.19	0.23

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	4.61%	11.29%	2.99%	16.79%	11.29%
营业利润	32.88%	53.17%	-40.37%	5.86%	29.41%
归属于母公司净利润	25.11%	43.34%	-39.41%	5.50%	22.72%
获利能力					
毛利率	24.88%	24.17%	19.65%	17.13%	17.18%
净利率	5.24%	6.75%	3.97%	3.59%	3.96%
ROE	9.54%	12.38%	7.10%	7.17%	8.39%
ROIC	12.57%	16.99%	8.88%	8.05%	8.29%
偿债能力					
资产负债率	34.28%	38.90%	32.84%	39.54%	32.90%
净负债率	14.06%	17.47%	11.29%	20.74%	26.95%
流动比率	1.67	1.34	1.44	1.36	1.28
速动比率	1.22	0.94	1.08	0.88	0.91
营运能力					
应收账款周转率	15.38	13.01	13.85	15.65	18.00
存货周转率	9.08	7.86	8.30	8.52	9.06
总资产周转率	1.16	1.09	1.02	1.13	1.21
每股指标（元）					
每股收益	0.21	0.30	0.18	0.19	0.23
每股经营现金流	0.15	0.17	0.06	0.03	0.87
每股净资产	2.18	2.41	2.55	2.66	2.79
估值比率					
市盈率	17.55	12.24	20.20	19.15	15.60
市净率	1.67	1.52	1.43	1.37	1.31
EV/EBITDA	18.27	11.90	9.90	9.49	7.01
EV/EBIT	24.77	14.90	15.73	16.11	11.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com