

大北农 (002385)

短期报表压力难减，静待养猪/猪料开花

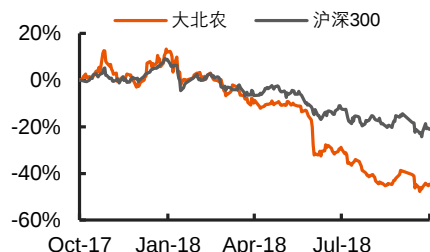
中性（维持）

现价：3.34 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.dbn.com.cn
大股东/持股	邵根伙/41.25%
实际控制人	邵根伙
总股本(百万股)	4,243
流通 A 股(百万股)	2,273
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	141.72
流通 A 股市值(亿元)	75.92
每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	43.59

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项：

大北农公布18年三季报，1-3Q18实现营收142.2亿，同比+6.2%；归母净利4.4亿，同比-47.5%，每股收益0.11元。公司预计18年归母净利5.1-8.9亿元，同比降60-30%。

平安观点：

- 测算 3Q18 收入 51.5 亿，同比+2.9%，归母净利 3.4 亿，同比增 4.2%，符合业绩快报中 3Q18 净利增速 0-14%。3Q18 猪价反弹，公司养猪业务或有减亏，预计 4Q 养猪业务或微利，全年或亏损约 2 亿。测算剔除股权费用、政府补助、投资收益影响，3Q18 归母净利估计约 0.6 亿元，实现盈利。
- 转让农信互联股权，投资收益增厚利润。3Q18 投资收益 2.8 亿，较 3Q17 增约 2.7 亿，主要归因 18 年 9 月公司将持有的农信互联 0.03 亿出资、约 0.91%股权以 0.5 亿元对价转让给数聚鑫融基金，将持有农信互联 0.18 亿元出资、约 5.71%股权以 3.14 亿元对价转让给北京聚能合生，交易价格依据农信互联整体估值 55 亿元计算，由于公司持有成本较低，故确认的转让收益较大。
- 猪料结构变、豆粕成本升，饲料毛利率承压。3Q18 公司综合毛利率 18.5%，同比降 4.8 pct。猪价虽有反弹仍低迷，且公司开始重视中大猪料抢量均导致高吨价及毛利的前端料增速略放缓、中大猪料上量，估计 3Q18 猪料收入个位数增长。此外，较低成本原料已基本使用完，而 3Q18 豆粕价格提升速度较快，对毛利率造成较大压力。未来不排除公司对部分产品进行提价可能。
- 应收、财务费用增加较快，销售、管理费率下降。3Q18 公司在下游猪价低迷时期对部分信誉良好、短期资金周转困难的大客户提高欠款额度，因此 3Q18 应收账款余额 23 亿元，较 2Q 末增加 2.1 亿。而伴随对下游客户

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,841	18,742	20,562	24,811	30,571
YoY(%)	4.6	11.3	9.7	20.7	23.2
净利润(百万元)	883	1,265	402	702	1,354
YoY(%)	25.1	43.3	-68.3	74.7	92.9
毛利率(%)	24.9	24.2	18.9	18.3	18.1
净利率(%)	5.6	7.0	2.0	2.9	4.6
ROE(%)	9.9	13.0	3.9	6.4	11.2
EPS(摊薄/元)	0.21	0.30	0.09	0.17	0.32
P/E(倍)	16.1	11.2	35.3	20.1	10.4
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

欠款支持，3Q18 公司财务费用 0.73 亿，同比增 80%，主要因公司融资增加，相应利息费用支出增加。此外，公司自 6 月新聘总裁上任后，在生产、管理、销售环节降本增效，3Q18 销售、管理费用率分别降 1.2、0.3pct。

- **短期报表压力难减，静待养猪/猪料开花，维持“中性”评级。**短期看 18 年猪价低迷，高端料增速及毛利率降、养猪全年预计约亏 2-3 亿、股权激励费用计提、转基因种子研发费用化均拉低报表利润。长期成长路径仍清晰，猪价反转后养猪业务爆发可期+猪料抢量份额抬升+降本增效价格竞争力提高，叠加种业、农信互联、疫苗均存超预期机会。维持“中性”评级，维持 18-19 EPS 预测为 0.09、0.17 元，同比-68%、+75%，对应 18-19 PE 35X、20X。
- **风险提示：1、市场竞争加剧风险：**酵母行业集中度进一步提高，国际同行优化和调整全球经营对策将对酵母市场带来一定影响；**2、汇率波动的风险：**汇率波动可能会给公司出口业务带来风险。包括以外币计价的交易活动中由于交易发生日和结算日汇率不一致而产生的外汇交易风险；**3、安全、环保风险：**随着国家相关法律法规日益严格，公司的环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、新产品及新技术应用，新环保方法试制、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险；**4、原材料价格波动风险：**公司主要原材料为糖蜜等，若上游原料价格波动较大，将会影响公司生产成本；**5、财务风险：**在当前国家金融去杠杆，银行信贷收紧，市场资金面紧张的背景下，融资成本上升压力较大。

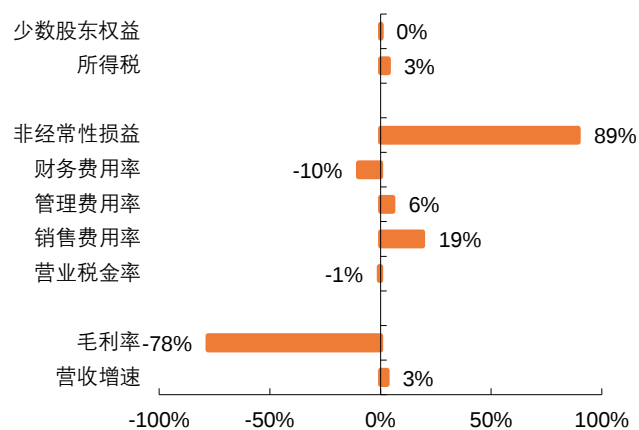
图表1 三季度快报：3Q18收入增2.9%，净利增6.9%

单位：百万元，元/股

	3Q17	3Q18	QoQ	1-3Q17	1-3Q18	同比增速
营业收入	5,000	5,145	2.9%	13,385	14,218	6.2%
营业成本	3,839	4,194	9.3%	10,131	11,565	14.2%
毛利	1,162	951	-18.2%	3,254	2,653	-18.5%
毛利率	23.2%	18.5%	-4.8%	24.3%	18.7%	-5.7%
营业税金及附加	11	13	18.5%	33	39	15.9%
销售费用	429	381	-11.1%	1250	1124	-10.1%
管理费用	297	288	-3.0%	896	790	-11.8%
财务费用	40	73	80.0%	108	179	66.5%
资产减值损失	29	23	-20.4%	87	80	-7.9%
公允价值变动收益	0	2	-	0	3	38874.0%
投资收益	11	281	2449.8%	101	309	206.8%
营业利润	388	399	2.7%	1035	554	-46.5%
营业利润率	7.8%	7.7%	0.0%	7.7%	3.9%	-3.8%
营业外收入	2	3	51.7%	7	7	-1.0%
营业外支出	7	6	-12.6%	17	15	-10.3%
利润总额	383	395	3.3%	1025	546	-46.7%
所得税	69	60	-13.0%	163	126	-22.8%
所得税率	18.2%	50.8%	32.6%	17.4%	51.3%	33.9%
净利润	314	336	6.8%	862	420	-51.3%
净利率	6.3%	6.5%	0.2%	6.4%	3.0%	-3.5%
少数股东损益	-1	-1	54.2%	23	-20	-190.0%
归属于母公司净利润	315	337	6.9%	839	441	-47.5%
EPS	0.08	0.08	6.9%	0.20	0.11	-47.5%

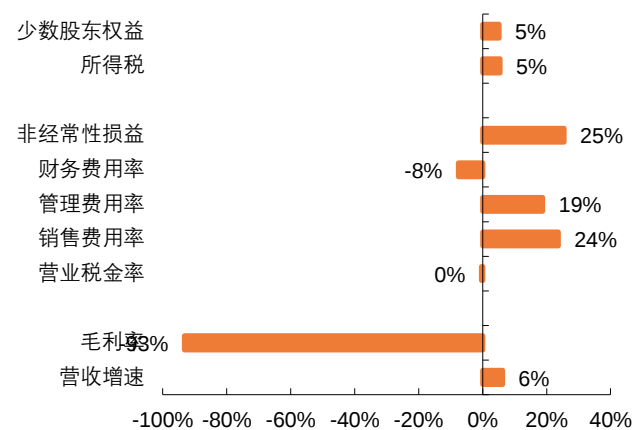
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表2 3Q18 净利变动主要由投资收益、毛利率下降影响



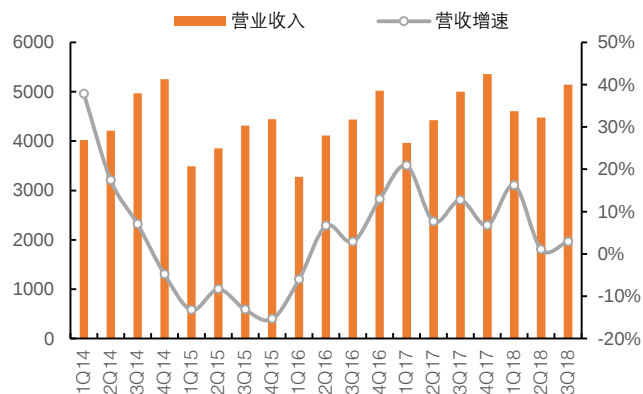
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表3 1-3Q18 净利变动主要由毛利率下降影响



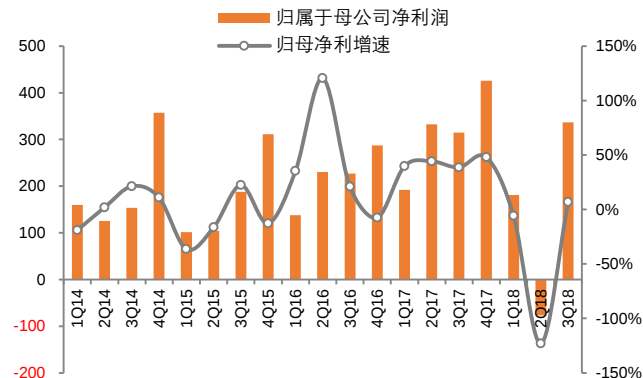
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表4 3Q18 营收 51.5 亿, 同比+2.9%, 单位: 百万元



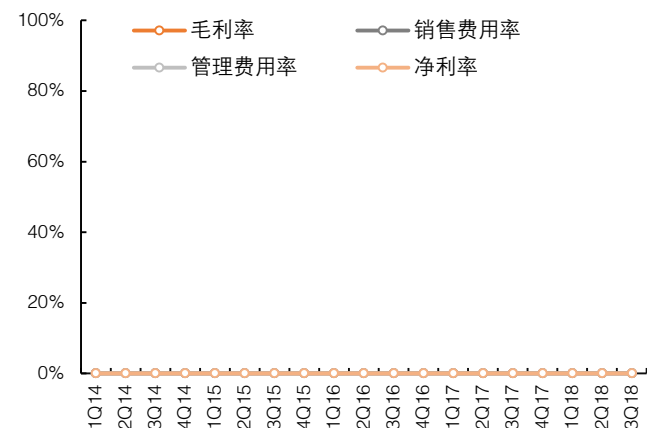
资料来源: 公司公告、平安证券研究所、Wind

图表5 3Q18 归母净利 3.4 亿, 同比 6.9% 单位: 百万元



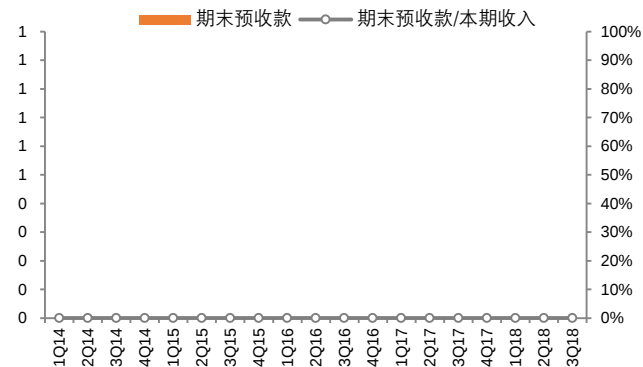
资料来源: 公司公告、平安证券研究所、Wind

图表6 3Q18 毛利率 18.5%, 同比-4.8 pct; 净利率 6.5%, 同比持平



资料来源: 公司公告、平安证券研究所、Wind

图表7 3Q18 期末预收款/本期收入比例 12.7%, 同比 -1.9 pct 单位: 百万元



资料来源: 公司公告、平安证券研究所、Wind

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E						会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E					
流动资产	9,113	7,256	7,820	9,462						营业收入	18,742	20,562	24,811	30,571					
现金	3,788	1,799	1,243	1,784						营业成本	14,212	16,683	20,278	25,034					
应收账款	1,333	1,234	1,241	1,223						营业税金及附加	48	53	64	79					
其他应收款	302	261	358	414						营业费用	1,676	1,576	1,639	1,753					
预付账款	310	334	424	513						管理费用	1,337	1,497	1,657	1,745					
存货	2,722	2,947	3,733	4,515						财务费用	157	200	164	160					
其他流动资产	658	682	823	1,014						资产减值损失	112	112	112	112					
非流动资产	10,145	11,317	12,587	13,086						公允价值变动收益	0	0	0	0					
长期投资	1,355	1,855	2,355	2,855						投资净收益	300	-20	0	0					
固定资产	5,272	5,806	6,402	6,402						营业利润	1,577	421	802	1,646					
无形资产	1,681	1,771	1,866	1,866						营业外收入	10	91	91	91					
其他非流动资产	1,836	1,885	1,964	1,963						营业外支出	20	20	20	20					
资产总计	19,258	18,573	20,408	22,549						利润总额	1,567	492	872	1,717					
流动负债	6,780	5,759	6,782	7,486						所得税	249	86	156	321					
短期借款	1,803	1,803	1,803	1,803						净利润	1,318	406	716	1,396					
应付账款	1,170	1,281	1,613	1,956						少数股东损益	53	4	14	42					
其他流动负债	3,808	2,676	3,366	3,727						归属母公司净利润	1,265	402	702	1,354					
非流动负债	710	641	641	641						EBITDA	2,188	1,187	1,601	2,523					
长期借款	0	0	0	0						EPS (元)	0.30	0.09	0.17	0.32					
其他非流动负债	710	641	641	641						主要财务比率									
负债合计	7,491	6,400	7,423	8,127						会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E					
少数股东权益	1,551	1,555	1,569	1,611						成长能力									
股本	4,243	4,243	4,243	4,243						营业收入(%)	11.3	9.7	20.7	23.2					
资本公积	1,412	1,412	1,507	1,549						营业利润(%)	53.2	-73.3	90.4	105.3					
留存收益	5,096	5,497	6,199	7,553						归属于母公司净利润(%)	43.3	-68.3	74.7	92.9					
归属母公司股东权益	10,216	10,618	11,415	12,811						获利能力									
负债和股东权益	19,258	18,573	20,408	22,549						毛利率(%)	24.2	18.9	18.3	18.1					
										净利率(%)	7.0	2.0	2.9	4.6					
										ROE(%)	13.0	3.9	6.4	11.2					
										ROIC(%)	12.9	3.9	5.3	9.0					
										偿债能力									
										资产负债率(%)	38.9	34.5	36.4	36.0					
										净负债比率(%)	-11.4	5.3	9.3	4.6					
										流动比率	1.3	1.3	1.2	1.3					
										速动比率	0.9	0.7	0.6	0.7					
										营运能力									
										总资产周转率	1.1	1.1	1.3	1.4					
										应收账款周转率	15.5	16.0	20.1	24.8					
										应付账款周转率	13.7	13.6	14.0	14.0					
										每股指标 (元)									
										每股收益(最新摊薄)	0.30	0.09	0.17	0.32					
										每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.01	0.36	0.45					
										每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.50	2.69	3.02					
										估值比率									
										P/E	11.2	35.3	20.1	10.4					
										P/B	1.4	1.3	1.2	1.1					
										EV/EBITDA	8.2	15.2	11.2	1.6					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	715	22	1,511	1,919					
净利润	1,265	402	702	1,354					
折旧摊销	454	567	635	717					
财务费用	157	200	164	160					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	1,270	-1,245	-310	-685					
其他经营现金流	-2,432	99	320	372					
投资活动现金流	-726	-1,743	-1,903	-1,217					
资本支出	-403	-1,243	-1,403	-717					
长期投资	0	-500	-500	-500					
其他投资现金流	-322	0	0	0					
筹资活动现金流	1,879	-269	-164	-160					
短期借款	1,152	0	0	0					
长期借款	-21	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	748	-269	-164	-160					
现金净增加额	1,868	-1,989	-556	541					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033