

大北农 (002385)

降费增效效果明显，19-20年受益于猪周期反转

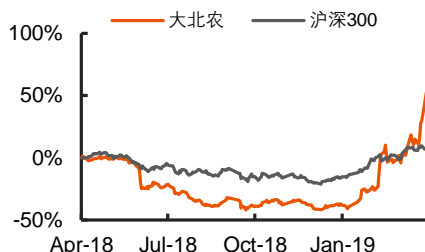
推荐 (维持)

现价: 8.1 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)	2,675
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	343.68
流通 A 股市值(亿元)	216.71
每股净资产(元)	2.3
资产负债率(%)	38.9

行情走势图



相关研究报告

《大北农*002385*1Q19 预计亏 0-0.4 亿，全年受益猪周期反转》 2019-04-02

《大北农*002385*降费增效重塑 ToB 生意模式，勤修内功强化价格竞争力》 2018-12-28

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
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司公布18年报及19年一季度，18年营收193亿元，同比+3%，归母净利5.07亿元，同比-59.9%，每股收益0.12元；4Q18营收50.8亿元，同比-5.1%，归母净利0.66亿元，同比-84.4%；公司18年不分红。1Q19营收40.6亿元，同比-11.8%，归母净利亏损0.39亿元，同比-121.5%。

平安观点:

- 非瘟致养猪业务亏损，股权激励费用影响业绩。公司 18 全年及 1Q19 收入、利润增速放缓甚至下滑主因非洲猪瘟疫情：一方面因非瘟导致养猪业务成本抬升，且禁止跨区调运致猪价异常低迷，公司养猪业务出现亏损；另一方面非瘟导致猪料销量明显下滑，且前端料占比下降。此外，18 年公司计提股权激励费用 1.2 亿元，也对利润影响较大。
- 中大猪料占比提高，叠加原料波动拉低毛利率。公司 18 年饲料收入 166.7 亿元，同比增 1.7%，销量 460 万吨，同增 3.6%，其中猪料销量 374 万吨，微增 1.4%；而水产料及反刍料增长较好，水产料销量达 45.5 万吨，同增 19.5%，反刍料 30.7 万吨，同增 14.4%。公司综合毛利率 18.7%，同降 5.5pct，其中饲料毛利率 19.5%，同降 3pct，主因非瘟致高毛利的前端料大幅下滑，叠加原料价格波动。
- 公司 1Q19 生猪出栏 51.5 万头，预计 19-20 年出栏 300、500 万头。公司 18 年出栏 113 万头，权益头数 168 万头，1Q19 出栏 51.5 万头。目前公司具备 18 万头母猪存栏能力，当前实际能繁、后备母猪合计约 17 万头（含权益）。当前存栏原种猪 5000 头，年产原种猪 30000 头。公司 19 年计划出栏 300 万头，且争取 19 年底 23 万头母猪满负荷生产，20 年目标出栏 500-600 万头。
- 销售费用降幅明显，应收账款仍有上升。公司 18 年销售费用 15.2 亿元，同比降 9.2%，销售费用率较 17 年继续下降 1pct 至 7.9 pct。销售人员 5589

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,742	19,302	22,909	28,806	36,042
YoY(%)	11.3	3.0	18.7	25.7	25.1
净利润(百万元)	1,265	507	1,109	2,758	3,451
YoY(%)	43.3	-59.9	118.8	148.7	25.1
毛利率(%)	24.2	18.7	19.2	23.4	22.7
净利率(%)	6.8	2.6	4.8	9.6	9.6
ROE(%)	11.2	4.5	9.5	19.5	19.7
EPS(摊薄/元)	0.30	0.12	0.26	0.65	0.81
P/E(倍)	27.2	67.8	31.0	12.5	10.0
P/B(倍)	3.4	3.5	3.2	2.6	2.1

人，较 17 年大幅减少 2776 人，测算人均饲料销量由 444 吨提升至 636 吨，降费增效效果明显。公司 18 年末应收账款余额达 17.1 亿，较 17 年末新增 3.7 亿元，主要因非瘟下加大对优质客户的扶持力度。另一方面，18 年公司财务费用因利息增加较多同增 57%，财务费用率 1.3 pct，同比提升 0.5 pct。

- **公司受益于猪周期反转，有望成长为一体化养殖龙头，维持“推荐”评级。**非洲猪瘟加速行业产能去化及猪周期反转，新一轮超级猪周期的涨幅和持续时间或将远超以往，此次疫情料将深刻改变中国养猪业，散养户产能大幅出清，行业加速向大型养殖集团集中，公司规划 19-20 年生猪出栏 300、500-600 万头（不排除未来继续收回权益可能），将受益本轮周期。维持 19-20 年 EPS 预测 0.26、0.65 元，同比增 119%、149%，对应 19-20 PE 31X、12.5X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、饲料原料供应及价格风险：若公司饲料产品主要原料价格大幅上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，将可能对公司未来经营业绩产生不利影响；2、重大疫情、行情及自然灾害传导给公司的风险：养殖业中出现的非洲猪瘟、禽流感、蓝耳病等禽畜疫情，以及低迷的猪价行情，对饲料行业的生产销售影响较大。若公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。若全国持续出现低迷的猪价行情，将可能降低养殖的积极性，减少生猪的存栏规模，影响饲料产品的销量；3、养猪业务规模扩大的风险：公司推进养猪创业，合伙创业员工参股或控股，未来公司合伙养猪项目的投入将增加，由于养猪业务受猪价行情、动物疫病、管理水平、投资成本等多重因素的综合影响，未来公司养猪业务能否取得预期效益，仍存在一定的不确定性，如果遇极端行情、大规模疫病爆发或成本控制达不到预期目标等，则可能存在盈利水平不及预期，甚至出现亏损的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6937	8734	10381	14298
现金	2275	2291	4314	5684
应收票据及应收账款	1745	1779	1712	1720
其他应收款	245	405	412	610
预付账款	134	393	269	559
存货	2298	3626	3433	5484
其他流动资产	240	240	240	240
非流动资产	11159	12599	14571	16772
长期投资	2328	3322	4316	5311
固定资产	4866	5333	6302	7494
无形资产	2035	2031	2025	2018
其他非流动资产	1929	1913	1927	1950
资产总计	18096	21333	24952	31070
流动负债	6437	7433	7484	9383
短期借款	2442	2793	2442	2442
应付票据及应付账款	1124	1592	1645	2444
其他流动负债	2871	3049	3397	4497
非流动负债	944	859	824	787
长期借款	694	609	574	537
其他非流动负债	250	250	250	250
负债合计	7381	8292	8308	10170
少数股东权益	935	952	1000	1024
股本	4243	4243	4243	4243
资本公积	1461	1461	1461	1461
留存收益	4971	5855	8127	11018
归属母公司股东权益	9779	12090	15644	19875
负债和股东权益	18096	21333	24952	31070

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1067	787	4092	3444
净利润	486	1125	2806	3475
折旧摊销	544	502	595	723
财务费用	247	269	291	280
投资损失	-317	-321	-348	-350
营运资金变动	-181	-788	749	-684
其他经营现金流	289	0	0	0
投资活动现金流	-1417	-1621	-2219	-2574
资本支出	987	446	978	1207
长期投资	-500	-994	-970	-994
其他投资现金流	-930	-2170	-2210	-2361
筹资活动现金流	-1187	500	500	500
短期借款	640	0	0	0
长期借款	194	-85	-35	-37
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	49	0	0	0
其他筹资现金流	-2070	585	535	537
现金净增加额	-1538	-335	2374	1370

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19302	22909	28806	36042
营业成本	15693	18520	22070	27878
营业税金及附加	52	42	65	85
营业费用	1522	1661	1728	1910
管理费用	961	1031	1152	1442
研发费用	415	481	605	757
财务费用	247	269	291	280
资产减值损失	207	0	0	0
其他收益	101	101	101	101
公允价值变动收益	7	0	0	0
投资净收益	317	321	348	350
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	631	1326	3344	4141
营业外收入	58	69	86	108
营业外支出	33	39	49	61
利润总额	656	1356	3381	4187
所得税	170	230	575	712
净利润	486	1125	2806	3475
少数股东损益	-21	16	48	25
归属母公司净利润	507	1109	2758	3451
EBITDA	1299	1956	4043	4915
EPS (元)	0.12	0.26	0.65	0.81

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	3.0	18.7	25.7	25.1
营业利润(%)	-60.0	110.2	152.1	23.8
归属于母公司净利润(%)	-59.9	118.8	148.7	25.1
获利能力				
毛利率(%)	18.7	19.2	23.4	22.7
净利率(%)	2.6	4.8	9.6	9.6
ROE(%)	4.5	9.5	19.5	19.7
ROIC(%)	4.1	8.2	17.0	17.3
偿债能力				
资产负债率(%)	40.8	38.9	33.3	32.7
净负债比率(%)	14.8	12.6	-6.2	-12.8
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.7	0.6	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	12.3	13.0	16.5	21.0
应付账款周转率	13.6	13.6	13.6	13.6
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.26	0.65	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.19	0.96	0.81
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.85	3.69	4.68
估值比率				
P/E	67.8	31.0	12.5	10.0
P/B	3.5	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	28.4	18.8	8.5	6.7

平安证券研究所投资评级：

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 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	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	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033