

## 大北农 (002385)

## 降费增效效果明显，19-20年受益于猪周期反转

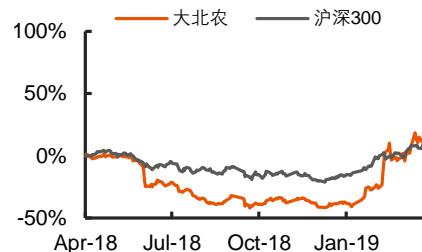
推荐（维持）

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\*降费提效重塑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年一季报，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7.9pct。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

会计年度	单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	18096	21333	24952	31070
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	944	859	824	787
长期借款	694	609	574	537
其他非流动负债	250	250	250	250
<b>负债合计</b>	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
<b>归属母公司股东权益</b>	9779	12090	15644	19875
<b>负债和股东权益</b>	18096	21333	24952	31070

利润表

会计年度	单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	631	1326	3344	4141
营业外收入	58	69	86	108
营业外支出	33	39	49	61
<b>利润总额</b>	656	1356	3381	4187
所得税	170	230	575	712
<b>净利润</b>	486	1125	2806	3475
少数股东损益	-21	16	48	25
<b>归属母公司净利润</b>	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
	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
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
<b>获利能力</b>				
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
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
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

现金流量表

会计年度	单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-1538	-335	2374	1370

# 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：

此报告旨为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  
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