

大北农 (002385)

生产性生物资产环比继续回升，4Q猪价快涨释放利润

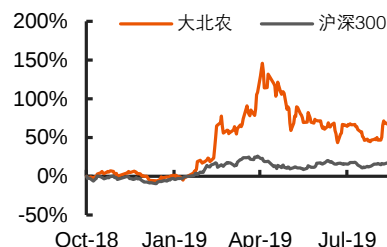
推荐（维持）

现价：4.84 元

主要数据

行业	农林牧渔
公司网址	www.dbn.com.cn
大股东/持股	邵根伙/38.69%
实际控制人	邵根伙
总股本(百万股)	4,243
流通 A 股(百万股)	2,731
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	205.36
流通 A 股市值(亿元)	132.18
每股净资产(元)	2.38
资产负债率(%)	37.2

行情走势图



相关研究报告

《大北农*002385*猪价快涨 2Q19 扭亏，预计 2Q 归母净利同比增 1.5 亿》 2019-07-09
 《大北农*002385*蓄势待发与周期共振，弯道超车享成长红利》 2019-06-28
 《大北农*002385*降费增效效果明显，19-20 年受益于猪周期反转》 2019-04-25
 《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

蒋寅秋 投资咨询资格编号
S1060519100001
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项：

公司公告1-3Q19营收122.2亿元，同比降14%，归母净利润3.02亿元，同比降31.4%。

平安观点：

- **3Q 归母净利 2.7 亿，猪价急涨养猪约赚 0.8 亿。**3Q19 营收 40.8 亿元，同比降 20.7%，归母净利润 2.68 万元，同比降 20.3%。估计 3Q 饲料、养猪利润分别为 1.3、0.8 亿元，种子约亏 0.3 亿，总部费用及其他业务亏损合计约 1 亿左右，此外荣昌终止原业绩承诺的补偿贡献公司利润约 1.2 亿。综合，3Q 公司归母净利 2.68 亿。
- **非瘟致猪料销量下滑，延续降费增效策略。**受非洲猪瘟影响，3Q 猪料销量及收入下滑明显，另一方面，下游部分生猪养殖户转向禽类养殖带来禽料需求增量，反刍料亦表现亮眼。综合，前三季度饲料整体收入同比降约 15%，公司延续降费增效策略，3Q 销售费用同比降 30%，环比降 9%，估计 3Q 饲料贡献 1.3 亿利润。往后看，随着行业能繁存栏量见底、逐步进入复产阶段，饲料销量及收入亦降逐步回升。
- **生产性生物资产环比提升，4Q 完全成本随规模提升有望下降。**3Q 公司生猪出栏 37.2 万头，销售收入 8.2 亿元。截至 9 月底公司能繁/后备分别为 8/11 万头，预计 12 月底分别达到 15/9 万头。公司 3Q 生产性生物资产 1.06 亿元，环比 1H19 末提升 18%，3Q 完全成本估计约 16 元/kg，预计 4Q 随着存栏规模提升将持续下降。公司加快猪场投建速度以及加快猪场租赁力度，三四季度包括河北内丘大北农猪场等 9 个新建猪场将陆续完工，公司当前加速发展外部合作养殖户数量，为 20 年扩大生猪出栏量做承接准备。
- **猪价高点和持续时间或超预期，公司有望弯道超车享成长红利，“推荐”。**9 月能繁母猪存栏同比降 39%，我们估计全国产能去化 50%+，考虑中央及地方储备、进口、禽肉可替代量均有限，而非瘟疫苗的技术难度导致致

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,742	19,302	17,407	20,610	25,232
YoY(%)	11.3	3.0	-9.8	18.4	22.4
净利润(百万元)	1,265	507	1,072	2,991	2,463
YoY(%)	43.3	-59.9	111.5	179.0	-17.7
毛利率(%)	24.2	18.7	21.7	29.9	23.2
净利率(%)	7.0	2.5	6.5	15.2	10.2
ROE(%)	13.0	5.1	10.4	24.2	16.3
EPS(摊薄/元)	0.30	0.12	0.25	0.70	0.58
P/E(倍)	16.2	40.5	19.2	6.9	8.3
P/B(倍)	2.0	2.1	1.9	1.5	1.3

品化仍有漫漫长路，我们预计此轮猪周期高点和持续时间将继续超市场预期，短看公司土储充沛+全国布场+育种完善，有望抓住超级猪周期主升浪行情。中长期非瘟常态化后，产能缺口将由头部养殖集团填补，公司产业链一体化布局，效率+杠杆空间提升较大，后起之秀弯道超车享万亿市场成长红利，维持“推荐”评级。考虑公司权益收回进度略低于预期以及非瘟对猪料销量影响较大，分别下调19、20年EPS预测3.3%、1.3%至0.25元、0.70元，同比增112%、179%，对应19-20PE 18.5、6.8倍，对应19-20年PB1.9、1.5倍。

- **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：养殖业中出现的禽流感、蓝耳病、非洲猪瘟等禽畜疫情，以及低迷的猪价行情，对公司生猪养殖业务及饲料业务的生产销售影响较大。若公司养殖区域附近频繁发生疫情，或公司防控措施执行不力，仍将面临生猪发生疫病导致的产量下降，盈利下降甚至亏损的风险。同时，农业生产受旱、涝、冰雹、霜冻、沙尘、气候突变等自然灾害及病虫害的影响较大，上述灾害通常具有季节性的特点。在种子作物的生长期，若公司生产基地区域发生严重自然灾害或病虫害，将对公司的种子生产和销售产生不利影响；3、养猪业务规模扩大及生猪价格波动的风险：若生猪销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，或者公司生猪出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，都将面临利润下降甚至亏损的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,937	6,446	8,862	12,373
现金	2,275	2,333	4,549	7,029
应收票据及应收账款	1,708	1,393	1,443	1,514
其他应收款	245	209	255	307
预付账款	134	207	171	262
存货	2,298	2,043	2,143	2,889
其他流动资产	278	262	302	372
非流动资产	11,159	12,744	13,830	13,749
长期投资	2,328	2,328	2,328	2,328
固定资产	4,771	5,667	6,375	6,380
无形资产	1,673	1,900	2,071	2,076
其他非流动资产	2,386	2,850	3,056	2,965
资产总计	18,096	19,190	22,693	26,121
流动负债	6,437	6,003	6,374	7,237
短期借款	2,442	2,442	2,442	2,442
应付票据及应付账款	1,112	954	1,018	1,360
其他流动负债	2,883	2,607	2,913	3,434
非流动负债	944	1,344	1,344	1,344
长期借款	94	494	494	494
其他非流动负债	850	850	850	850
负债合计	7,381	7,347	7,718	8,581
少数股东权益	935	992	1,133	1,235
股本	4,243	4,243	4,243	4,243
资本公积	1,461	1,461	1,461	1,461
留存收益	4,971	6,043	9,034	11,497
归属母公司股东权益	9,779	10,851	13,842	16,305
负债和股东权益	18,096	19,190	22,693	26,121

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	1,067	2,059	4,315	3,755
净利润	507	1,072	2,991	2,463
折旧摊销	544	554	725	899
财务费用	247	245	296	453
投资损失	-68	0	0	0
营运资金变动	-840	209	10	-398
其他经营现金流	677	-22	293	338
投资活动现金流	-1,417	-2,156	-1,802	-822
资本支出	91	-2,156	-1,802	-822
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1,508	0	0	0
筹资活动现金流	-1,187	155	-296	-453
短期借款	640	0	0	0
长期借款	594	400	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	-2,420	-245	-296	-453
现金净增加额	-1,536	58	2,216	2,481

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,302	17,407	20,610	25,232
营业成本	15,693	13,622	14,458	19,373
营业税金及附加	52	47	56	68
营业费用	1,522	1,179	1,147	1,149
管理费用	961	850	1,017	1,112
研发费用	415	357	366	389
财务费用	247	245	296	453
资产减值损失	207	174	206	252
其他收益	101	120	143	164
公允价值变动收益	7	6	8	9
投资净收益	317	170	170	170
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	631	1,229	3,385	2,778
营业外收入	58	119	56	65
营业外支出	33	65	73	85
利润总额	656	1,283	3,368	2,759
所得税	170	154	236	193
净利润	486	1,129	3,132	2,565
少数股东损益	-21	56	141	103
归属母公司净利润	507	1,072	2,991	2,463
EBITDA	1,422	2,028	4,406	4,130
EPS (元)	0.12	0.25	0.70	0.58

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	3.0	-9.8	18.4	22.4
营业利润(%)	-60.0	94.8	175.5	-17.9
归属于母公司净利润(%)	-59.9	111.5	179.0	-17.7
获利能力				
毛利率(%)	18.7	21.7	29.9	23.2
净利率(%)	2.5	6.5	15.2	10.2
ROE(%)	5.1	10.4	24.2	16.3
ROIC(%)	3.3	9.0	22.4	18.8
偿债能力				
资产负债率(%)	40.8	38.3	34.0	32.9
净负债比率(%)	15.0	16.4	-1.8	-15.7
流动比率	1.1	1.1	1.4	1.7
速动比率	0.7	0.7	1.1	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	12.7	11.2	14.5	17.1
应付账款周转率	13.8	13.2	14.7	16.3
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.25	0.70	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.49	1.02	0.88
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.56	3.26	3.84
估值比率				
P/E	40.5	19.2	6.9	8.3
P/B	2.1	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	17.7	12.7	5.9	6.3

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 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