

大北农 (002385)

证券研究报告

2020 年 04 月 14 日

畜牧业务利润超预期，转基因打开公司长期成长空间

事件：公司发布 2020Q1 业绩预告，报告期内，公司预计实现归属于上市公司股东的净利润 4.3 亿元 - 5.1 亿元，去年同期亏损 0.39 亿元，同比增长 1203%-1407%。

公司养殖业务改善显著，一季度业绩略超预期。

根据我们测算，2019 年一季度公司出栏 23.95 万头（预计归属权益生猪出栏量预计 15 万头），其中肥猪 21.7 万头，仔猪 2.3 万头；肥猪出栏均重约 134.6 公斤，销售均价 35.67 元/公斤。我们预计一季度公司归母净利润 4.8 亿元，公司养殖业务净利润 2.3 亿元，头均盈利约 1533 元，盈利能力在上市公司中居于前列。

公司出栏量快速扩张，预计二三季度可加速。

公司与哈兽研联合进行非洲猪瘟疫情防治，目前已经取得良好的效果，根据 2020 年 1 月-2020 年 3 月份出栏数据，肥猪出栏均重逐月增加，均在 130 公斤以上，其中 3 月份更是达到了 136.89 公斤，充分表明了其非洲猪瘟疫情防控的有效性。公司生猪养殖产能快速扩张，2019 年公司出栏量 163 万头，预计 2020-2021 年出栏量达到 250 万头和 400 万头，持续高增长，预计养殖利润可达到 22 亿元和 30 亿元。预计二季度开始公司出栏量有望高增长，并推动公司养殖业务利润高增长。

公司在转基因领域的优势明显，空间广阔。

公司在转基因领域积淀十余年，研发实力居于国内领先水平，且已率先获得了第一批的转基因玉米事件的安全证书，先发优势显著。公司已经搭建了完善且雄厚的研发平台体系（其中拥有农业部作物基因资源与生物技术育种重点实验室），拥有业内领先的技术研发团队，并与国内外的诸多高校、企业、院所形成了多层次的合作，使得公司具备强大的转基因研发实力。同时，公司已经做好了第一代产品的商业化准备，基本完成国内市场的规划布局；且布局了玉米和大豆的二代、三代产品和技术创新十年研发计划（2015-2025）。我们预计转基因政策有望加速推进，若 21 年实现转基因种子的商业化，我们预计 2021-2022 年有望给大北农带来 3.51 亿和 6.26 亿的利润增量。

盈利预测与投资建议

不考虑转基因业务的增量，我们预计，2020-2021 年公司实现归母净利润 28/40 亿元，同增 445%/44%，对应 EPS 为 0.67/0.96 元，对应 4 月 14 日收盘市值 PE 为 12/9 倍，考虑到公司在转基因育种领域的领先优势及长期空间，继续重点推荐，维持“买入”评级！

风险提示：疫情风险；价格波动；政策变动风险；出栏不达预期；转基因业务推广

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,741.74	19,302.07	16,576.17	23,166.34	30,415.35
增长率(%)	11.29	2.99	(14.12)	39.76	31.29
EBITDA(百万元)	2,073.41	1,694.53	1,483.99	4,665.61	6,181.83
净利润(百万元)	1,265.21	506.91	512.37	2,793.12	4,028.97
增长率(%)	43.34	(59.93)	1.08	445.14	44.25
EPS(元/股)	0.30	0.12	0.12	0.67	0.96
市盈率(P/E)	27.29	68.11	67.39	12.36	8.57
市净率(P/B)	3.38	3.53	3.17	2.83	2.42
市销率(P/S)	1.84	1.79	2.08	1.49	1.14
EV/EBITDA	11.84	8.50	25.07	8.14	5.94

资料来源：wind，天风证券研究所

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	8.23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,195.33
流通 A 股股本(百万股)	2,781.54
A 股总市值(百万元)	34,527.56
流通 A 股市值(百万元)	22,892.10
每股净资产(元)	2.38
资产负债率(%)	37.23
一年内最高/最低(元)	9.39/3.99

作者

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

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《大北农-公司深度研究:畜牧业务利润加速释放，转基因种业业务将迎新时代！》 2020-02-26
- 《大北农-半年报点评:半年报点评：产业景气拖累，期待经营好转》 2018-08-22
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,788.08	2,274.95	1,326.09	1,621.64	1,824.92
应收票据及应收账款	1,392.00	1,745.07	1,109.71	2,043.48	1,673.95
预付账款	310.05	133.82	200.00	297.53	310.24
存货	2,721.81	2,297.70	1,708.11	2,920.66	2,885.73
其他	901.26	485.48	592.94	852.46	734.10
流动资产合计	9,113.20	6,937.03	4,936.86	7,735.77	7,428.95
长期股权投资	1,355.11	2,328.22	3,066.22	3,834.22	4,660.22
固定资产	4,610.76	4,771.11	6,525.21	7,567.98	8,455.10
在建工程	661.43	267.46	1,208.73	1,604.37	1,552.18
无形资产	1,977.47	2,035.04	2,150.60	2,066.16	1,981.73
其他	1,539.85	1,756.86	1,040.55	114.37	(689.80)
非流动资产合计	10,144.63	11,158.70	13,991.32	15,187.10	15,959.44
资产总计	19,257.82	18,095.72	18,928.18	22,922.88	23,388.39
短期借款	1,802.50	2,442.29	3,080.96	3,717.31	1,613.94
应付票据及应付账款	1,177.25	1,124.19	1,027.08	1,604.97	1,540.16
其他	3,800.53	2,870.92	1,473.34	2,744.18	2,265.73
流动负债合计	6,780.29	6,437.40	5,581.38	8,066.46	5,419.83
长期借款	0.00	94.00	680.53	94.00	94.00
应付债券	499.66	600.00	533.03	544.23	559.08
其他	210.62	249.97	198.72	219.77	222.82
非流动负债合计	710.28	943.97	1,412.28	858.00	875.91
负债合计	7,490.57	7,381.37	6,993.66	8,924.46	6,295.74
少数股东权益	1,550.78	935.47	1,028.02	1,815.82	2,823.06
股本	4,242.99	4,242.99	4,195.33	4,195.33	4,195.33
资本公积	1,411.70	1,460.71	1,484.09	1,363.63	1,436.14
留存收益	6,507.20	6,431.59	6,711.16	7,987.26	10,074.25
其他	(1,945.42)	(2,356.41)	(1,484.09)	(1,363.63)	(1,436.14)
股东权益合计	11,767.25	10,714.35	11,934.52	13,998.42	17,092.65
负债和股东权益总	19,257.82	18,095.72	18,928.18	22,922.88	23,388.39

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,318.14	485.97	512.37	2,793.12	4,028.97
折旧摊销	453.69	543.90	539.07	646.03	749.51
财务费用	163.31	255.99	274.24	289.46	240.36
投资损失	(299.53)	(317.19)	(139.00)	(150.00)	(200.00)
营运资金变动	491.57	(1,278.20)	(166.32)	(649.35)	(52.65)
其它	(1,412.16)	1,377.00	92.10	785.26	1,009.09
经营活动现金流	715.02	1,067.47	1,112.46	3,714.51	5,775.27
资本支出	2,345.61	1,251.60	3,401.24	1,978.95	1,496.95
长期投资	595.84	973.12	738.00	768.00	826.00
其他	(3,667.18)	(3,641.79)	(7,373.63)	(4,471.26)	(3,698.95)
投资活动现金流	(725.73)	(1,417.07)	(3,234.39)	(1,724.31)	(1,376.00)
债权融资	2,302.17	3,636.22	4,468.29	4,580.10	2,566.44
股权融资	(204.89)	(554.13)	603.25	(403.84)	(161.78)
其他	(218.55)	(4,268.68)	(3,898.47)	(5,870.92)	(6,600.66)
筹资活动现金流	1,878.73	(1,186.59)	1,173.07	(1,694.65)	(4,195.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,868.03	(1,536.20)	(948.86)	295.55	203.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,741.74	19,302.07	16,576.17	23,166.34	30,415.35
营业成本	14,211.76	15,693.02	13,352.72	16,336.85	21,773.97
营业税金及附加	48.28	52.20	41.44	57.92	76.04
营业费用	1,676.30	1,521.83	1,168.62	1,389.98	1,672.84
管理费用	1,336.51	960.50	808.92	1,042.49	1,155.78
研发费用	405.25	414.61	348.10	416.99	456.23
财务费用	157.45	247.23	274.24	289.46	240.36
资产减值损失	112.15	206.79	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	(0.01)	7.16	(0.46)	(2.54)	1.85
投资净收益	299.53	317.19	139.00	150.00	200.00
其他	(1,082.52)	(749.20)	(277.08)	(294.92)	(403.69)
营业利润	1,577.03	630.75	670.67	3,730.12	5,191.97
营业外收入	10.08	57.73	125.00	75.00	75.00
营业外支出	19.97	32.84	84.00	75.00	75.00
利润总额	1,567.14	655.64	711.67	3,730.12	5,191.97
所得税	249.00	169.67	106.75	149.20	155.76
净利润	1,318.14	485.97	604.92	3,580.92	5,036.21
少数股东损益	52.92	(20.94)	92.55	787.80	1,007.24
归属于母公司净利润	1,265.21	506.91	512.37	2,793.12	4,028.97
每股收益（元）	0.30	0.12	0.12	0.67	0.96

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	11.29%	2.99%	-14.12%	39.76%	31.29%
营业利润	53.17%	-60.00%	6.33%	456.18%	39.19%
归属于母公司净利润	43.34%	-59.93%	1.08%	445.14%	44.25%
获利能力					
毛利率	24.17%	18.70%	19.45%	29.48%	28.41%
净利率	6.75%	2.63%	3.09%	12.06%	13.25%
ROE	12.38%	5.18%	4.70%	22.93%	28.23%
ROIC	17.15%	7.20%	7.57%	28.41%	33.72%
偿债能力					
资产负债率	38.90%	40.79%	36.95%	38.93%	26.92%
净负债率	-12.63%	12.71%	26.33%	21.13%	4.34%
流动比率	1.34	1.08	0.88	0.96	1.37
速动比率	0.94	0.72	0.58	0.60	0.84
营运能力					
应收账款周转率	14.78	12.31	11.61	14.69	16.36
存货周转率	7.86	7.69	8.28	10.01	10.48
总资产周转率	1.09	1.03	0.90	1.11	1.31
每股指标（元）					
每股收益	0.30	0.12	0.12	0.67	0.96
每股经营现金流	0.17	0.25	0.27	0.89	1.38
每股净资产	2.44	2.33	2.60	2.90	3.40
估值比率					
市盈率	27.29	68.11	67.39	12.36	8.57
市净率	3.38	3.53	3.17	2.83	2.42
EV/EBITDA	11.84	8.50	25.07	8.14	5.94
EV/EBIT	14.82	12.08	39.37	9.45	6.76

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