

大北农 (002385)

养殖利润释放、饲料见底回升、转基因&农信前景可期!

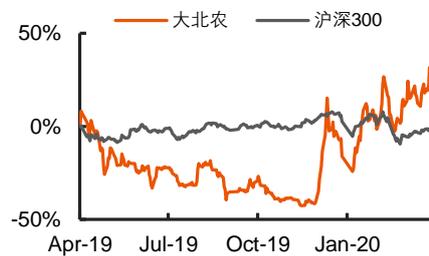
推荐 (维持)

现价: 8.81 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/35.87%
实际控制人	邵根伙
总股本(百万股)	4,195
流通 A 股(百万股)	2,784
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	369.61
流通 A 股市值(亿元)	245.23
每股净资产(元)	2.51
资产负债率(%)	40.7

行情走势图



相关研究报告

- 《大北农*002385*转基因玉米品种拟获批安全证书,更应重视长期商业价值》 2020-01-01
- 《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

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

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

大北农披露2019年报及2020年一季报。公司2019年营收165.8亿元,同比降14.1%,归母净利润5.13亿元,同比增1.3%。公司拟现金分红9.45亿元,每10股派2.3元(含税)。公司1Q20营收40.8亿元,同比增0.6%,归母净利润4.65亿元,同比增1298%。公司预计1H20归母净利润约8-11亿元,同比增22.8-31.7倍。

平安观点:

- 2019年业绩微增,猪料受非瘟影响销量下滑明显。公司2019年营收、归母净利润同比分别-14.1%、+1.3%。饲料收入130.4亿元,同比降21.8%,销量379万吨,同比降17.5%,主因非瘟导致猪料销量下滑明显,降幅达25.4%。另一方面,公司降费增效成效显著(19年销售费用率6.78%,同比再降1.1pct),叠加4Q19前端料率先见底回升,19年猪料毛利率同比提升0.13pct。受益于行业禽肉替代需求,禽料销量大幅提升113.6%,水产料、反刍料销量分别提升3.9%、9.7%。此外,公司2019年养殖、种业、疫苗、兽药收入分别+3%、13.7%、-48.7%、+56.6%。
- 1Q20归母净利润同比增1298%,饲料、养殖双主业贡献利润。1Q20公司营收、归母净利润同比分别+0.6%、1298%。业绩弹性释放主要因猪料尤其是前端料逐季回暖,叠加养猪业务利润释放,估算养猪、饲料业务分别贡献2-2.5亿元利润。1Q20公司生猪出栏23.9万头,完全成本上升至23+元/kg,主因2H19公司部分外购猪苗抬升育肥成本,但综合看仍低于行业多数上市公司水平。结合公司1Q20出栏均重维持在130-140kg/头的水平,以及1Q20生产性生物资产环比19年末高增60.2%,我们认为公司当前非瘟疫情防控取得较好成效。
- 饲料量利齐升,养殖利润释放。根据农业部数据,能繁母猪存栏量连续6月环比转正,2月新生仔猪量首次转正后,3月环比增速提高至7.3%,尽管生产效率下滑明显,但存栏量已渐进上行通道,公司高毛利的前端料占

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19302	16578	22914	26839	31894
YoY(%)	3.0	-14.1	38.2	17.1	18.8
净利润(百万元)	507	513	2766	3039	3234
YoY(%)	-59.9	1.3	438.9	9.9	6.4
毛利率(%)	18.7	19.9	23.5	22.9	21.8
净利率(%)	2.6	3.1	12.1	11.3	10.1
ROE(%)	5.2	5.1	21.5	20.6	19.1
EPS(摊薄/元)	0.12	0.12	0.66	0.72	0.77
P/E(倍)	72.9	72.0	13.4	12.2	11.4
P/B(倍)	3.8	3.7	2.9	2.5	2.2

比达 50%+, 下游客户价格敏感度不高, 2020 年饲料业务有望量利齐升。养猪业务, 非瘟防控取得较好成效, 出栏量逐季回升+外购猪苗占比逐渐下降, 养殖盈利将持续兑现, 公司预计 1H20 净利润约 8-11 亿元, 同比增 22.8-31.7 倍。

- **持续高研发费用投入, 转基因育种、疫苗、农信互联前景可期。**公司作为农业高科技企业, 持续高研发费用投入, 18、19 年公司研发费用为 4.15、3.83 亿元, 其中种业研发费用为 0.68、0.71 亿元。公司作为转基因作物科研上市公司龙头: 对内承接政府重大课题, 对外拓展阿根廷、巴西的大豆玉米生物技术广阔市场, 先行试点, 形成作物产业的核心竞争能力, 大力推进大豆生物技术在南美市场的产业化步伐。2020 年 1 月, 公司转基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 获转基因生物安全证书, 是继 2019 年 2 月公司大豆转化事件 DBN-09004-6 在阿根廷获得种植许可后的又一个重要里程碑。此外公司疫苗业务、农信互联等高附加值业务前景可期。
- **养殖利润释放、饲料见底回升、转基因&农信前景可期, 维持“推荐”评级。**公司饲料主业见底反转, 量利齐升。养殖业务受益于非瘟疫情拉长行业头部公司高盈利期, 出栏量逐季回升+外购猪苗占比逐渐下降, 盈利持续兑现。中长期看, 公司生猪产业升级: 规模扩张、效率提升、产业链整合, 以及种业、疫苗、农信互联等高附加值产业打开新的增长空间, 公司长期商业价值逐步显现, 维持公司“推荐”评级。由于短期新冠疫情对需求端冲击力度和持续时间或超我们此前预期, 下调公司 20 年 EPS 预测 8%至 0.66 元, 上调 2021 年 EPS 预测 23%至 0.72 元, 20-21 年 EPS 预测同比增 438.9%、9.9%, 对应 20-21 年 PE 13.4X、12.2X。
- **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	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6905	9917	11505	13775
现金	2730	4296	4890	5854
应收票据及应收账款	1097	1516	1776	2110
其他应收款	393	543	636	756
预付账款	154	203	239	288
存货	2298	3035	3584	4316
其他流动资产	234	323	379	450
非流动资产	11999	13308	14516	15630
长期投资	2253	2253	2253	2253
固定资产	5980	7481	8858	10123
无形资产	1605	1445	1300	1170
其他非流动资产	1414	1414	1414	1414
资产总计	18904	23225	26020	29405
流动负债	5692	7146	7915	8923
短期借款	2653	2700	2700	2700
应付票据及应付账款	1155	1525	1801	2169
其他流动负债	29	615	726	874
非流动负债	1749	1749	1749	1749
长期借款	650	650	650	650
其他非流动负债	465	465	465	465
负债合计	7441	8895	9664	10672
少数股东权益	1391	1492	1586	1792
股本	4195	4195	4195	4195
资本公积	682	682	682	682
留存收益	5199	7965	9898	12068
归属母公司股东权益	10072	12838	14771	16941
负债和股东权益	18904	23225	26020	29405

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1787	3698	3698	4018
净利润	513	2766	3039	3234
折旧摊销	559	685	787	881
财务费用	221	175	161	153
投资损失	-176	-163	-164	-163
营运资金变动	599	-314	-553	-737
其他经营现金流	72	547	427	649
投资活动现金流	-390	-1837	-1836	-1837
资本支出	-865	-2000	-2000	-2000
长期投资	100	0	0	0
其他投资现金流	374	163	164	163
筹资活动现金流	-979	-294	-1267	-1217
短期借款	1559	-118	0	0
长期借款	222	-165	0	0
普通股增加	-48	0	0	0
资本公积增加	90	0	0	0
其他筹资现金流	-2802	-10	-1267	-1217
现金净增加额	418	1567	594	964

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	16578	22914	26839	31894
营业成本	13277	17534	20705	24938
营业税金及附加	48	67	78	93
营业费用	1123	1192	1369	1659
管理费用	923	917	1208	1371
研发费用	383	440	485	533
财务费用	205	175	161	153
资产减值损失	-54	0	0	0
其他收益	125	115	134	159
公允价值变动收益	-7	2	3	3
投资净收益	176	160	161	159
资产处置收益	0	5	5	6
营业利润	675	2871	3136	3475
营业外收入	128	92	107	128
营业外支出	99	69	81	96
利润总额	704	2894	3163	3507
所得税	83	27	30	67
净利润	621	2866	3133	3440
少数股东损益	108	100	94	206
归属母公司净利润	513	2766	3039	3234
EBITDA	1324	3731	4084	4510
EPS(元)	0.12	0.66	0.72	0.77

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-14.1%	38.2%	17.1%	18.8%
营业利润	7.0%	325.2%	9.3%	10.8%
归属于母公司净利润	1.3%	438.9%	9.9%	6.4%
获利能力				
毛利率	19.9%	23.5%	22.9%	21.8%
净利率	3.1%	12.1%	11.3%	10.1%
ROE	5.1%	21.5%	20.6%	19.1%
ROIC	5.0%	17.1%	16.6%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	39.4%	38.3%	37.1%	36.3%
净负债比率	18.3%	14.4%	12.9%	11.4%
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	11.9	17.8	16.6	16.7
应付账款周转率	11.9	13.5	12.9	13.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.66	0.72	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.88	0.88	0.96
每股净资产(最新摊薄)	2.40	3.06	3.52	4.04
估值比率				
P/E	72.0	13.4	12.2	11.4
P/B	3.7	2.9	2.5	2.2

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替行使独立判断。

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 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 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