

大北农 (002385)

证券研究报告

2020 年 04 月 27 日

一季度养殖贡献令业绩高增长，种业板块蓄势待发！

事件 1: 公司发布 2019 年年报，报告期内，公司实现营收 165.78 亿，同比减少 14.11%，实现归母净利润 5.13 亿，同比增长 1.26%。

事件 2: 公司发布 2020 年一季度报，报告期内，公司实现营收 40.81 亿，同比增长 0.58%，实现归母净利润 4.65 亿，同比增长 1298%。

非瘟致使 2019 年总营收下滑，生猪养殖与种业板块表现靓丽。

2019 年，公司水产、反刍、禽饲料销量均同比提升，尤其是禽饲料同比上涨 113.64% 至 18.18 万吨；而猪饲料因受非瘟影响销量同比下降 25.40% 至 279.18 万吨，导致饲料板块总体收入同比下降 21.77% 至 130.4 亿。生猪养殖板块表现优异，销售生猪 164.18 万头，实现收入 19.47 亿，同比增长 46.75%；同时公司全方位提升疫病防控水平，年底母猪（含后备）存栏 26.64 万头，同比增长 94.29%，生产性生物资产 1.69 亿，同比增长 77.35%，为后续养殖板块的快速发展打下坚实基础。种业板块同样表现良好，种子整体销量为 1846.88 万公斤，同比增长 6.1%；尤其是玉米种子实现收入 1 亿，同比增长 20.2%；同时，公司持续增强种业板块核心竞争力，2019 年种业研发费用提高至 7055 万，同比增长 4.14%。

公司一季度养殖业务高盈利，二季度盈利有望持续高增长。

根据我们测算，2020 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 20.45 万头，仔猪 3.5 万头；肥猪出栏均重约 138.5 公斤，销售均价 35.63 元/公斤。我们预计一季度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。同时，公司积极加快生猪产能投放，一季度末生产性生物资产环比增长 60.2% 至 2.71 亿；快速扩建生猪产能，本期固定资产投资建设项目同期增加 3.26 亿，增长 260.32%。养殖业务盈利能力增强叠加持续贯彻的提效降费策略，公司二季度盈利有望保持高增长。

公司在转基因领域的优势明显，即将迎转基因政策拐点。

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，且已率先获得第一批转基因玉米性状生物安全证书，先发优势显著。此次抗虫耐除草剂转基因玉米性状可对草地贪夜蛾有一定程度抗性，同时公司第二代转基因性状产品可有效实现草地贪夜蛾抗性。同时，公司也在继续强化其转基因玉米和大豆的先发优势，加快转基因玉米的新一代技术研发工作，加大和行业种子企业的合作范围，拓宽玉米适宜种植区域，做好技术、产品和人才储备。我们预计 2020 年国家转基因种业政策有望加速推进，若 2021 年实现转基因种子的商业化，我们预计 2021-2022 年种业板块有望给大北农带来 3.51 亿和 6.26 亿的利润增量。

盈利预测与投资建议

根据公司最新情况，我们调整了公司 2020-2021 年的出栏均价、出栏成本以及出栏体重数据，从而将公司 2020-2021 年利润由 27.93/40.29 亿调整为 27.46/33.42 亿；因此，不考虑转基因业务的增量，我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入 231.68/304.08/374.05 亿，同增 39.75%/31.25%/23.01%，实现归母净利润 27.46/33.42/36.54 亿，同增 434.88%/21.71%/9.36%，对应 EPS 为 0.65/0.80/0.87 元/股，对应当前市值 PE 为 13/11/10 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；转基因业务推广不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,302.07	16,577.90	23,168.23	30,408.25	37,404.81
增长率(%)	2.99	(14.11)	39.75	31.25	23.01
EBITDA(百万元)	1,694.53	1,946.56	4,149.37	5,131.18	5,447.05
净利润(百万元)	506.91	513.29	2,745.51	3,341.58	3,654.34
增长率(%)	(59.93)	1.26	434.88	21.71	9.36
EPS(元/股)	0.12	0.12	0.65	0.80	0.87
市盈率(P/E)	72.91	72.01	13.46	11.06	10.11
市净率(P/B)	3.78	3.67	2.84	2.58	2.30
市销率(P/S)	1.91	2.23	1.60	1.22	0.99
EV/EBITDA	8.50	11.60	9.49	7.67	7.21

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	8.81 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)	2,783.58
A 股总市值(百万元)	36,960.85
流通 A 股市值(百万元)	24,523.31
每股净资产(元)	2.51
资产负债率(%)	40.73
一年内最高/最低(元)	9.84/3.99

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

- 1 《大北农-公司点评:畜牧业务利润超预期，转基因打开公司长期成长空间》 2020-04-14
- 2 《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
- 3 《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



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,274.95	2,729.53	1,853.46	2,128.58	2,244.29
应收票据及应收账款	1,745.07	1,096.78	2,893.31	1,245.60	3,326.10
预付账款	133.82	153.57	261.68	298.34	391.67
存货	2,297.70	2,297.98	2,684.97	3,667.85	4,039.31
其他	485.48	627.51	427.51	983.18	666.87
流动资产合计	6,937.03	6,905.37	8,120.92	8,323.53	10,668.24
长期股权投资	2,328.22	2,252.80	2,990.80	3,758.80	4,584.80
固定资产	4,771.11	5,980.30	7,801.57	8,867.02	9,754.57
在建工程	267.46	434.31	1,292.15	1,646.08	1,573.04
无形资产	2,035.04	2,009.94	2,129.56	2,049.18	1,968.80
其他	1,756.86	1,321.43	1,224.39	103.44	(801.58)
非流动资产合计	11,158.70	11,998.78	15,438.47	16,424.52	17,079.63
资产总计	18,095.72	18,904.15	23,559.39	24,748.05	27,747.87
短期借款	2,442.29	2,652.89	2,708.99	2,176.82	1,373.06
应付票据及应付账款	1,124.19	1,154.61	1,521.42	2,090.97	2,083.74
其他	2,870.92	1,884.27	2,966.49	2,388.03	3,643.70
流动负债合计	6,437.40	5,691.77	7,196.90	6,655.81	7,100.51
长期借款	94.00	650.33	588.00	94.00	94.00
应付债券	600.00	600.00	566.55	588.85	585.13
其他	249.97	498.83	319.81	356.20	391.61
非流动负债合计	943.97	1,749.16	1,474.37	1,039.05	1,070.75
负债合计	7,381.37	7,440.93	8,671.26	7,694.87	8,171.26
少数股东权益	935.47	1,391.23	1,887.17	2,722.57	3,524.74
股本	4,242.99	4,195.33	4,195.33	4,195.33	4,195.33
资本公积	1,460.71	1,233.57	2,233.57	1,892.44	1,786.53
留存收益	6,431.59	6,432.88	8,805.63	10,135.29	11,856.55
其他	(2,356.41)	(1,789.78)	(2,233.57)	(1,892.44)	(1,786.53)
股东权益合计	10,714.35	11,463.22	14,888.13	17,053.19	19,576.62
负债和股东权益总	18,095.72	18,904.15	23,559.39	24,748.05	27,747.87

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	485.97	620.85	2,745.51	3,341.58	3,654.34
折旧摊销	543.90	558.56	551.26	661.00	765.87
财务费用	255.99	221.02	262.59	205.02	174.71
投资损失	(317.19)	(176.08)	(176.00)	(200.00)	(250.00)
营运资金变动	(1,278.20)	69.67	(511.60)	35.37	(904.73)
其它	1,377.00	493.08	502.61	833.22	801.40
经营活动现金流	1,067.47	1,787.10	3,374.37	4,876.19	4,241.59
资本支出	1,251.60	1,521.78	3,529.03	1,963.61	1,464.59
长期投资	973.12	(75.42)	738.00	768.00	826.00
其他	(3,641.79)	(1,836.45)	(8,455.15)	(4,185.77)	(3,433.11)
投资活动现金流	(1,417.07)	(390.10)	(4,188.12)	(1,454.16)	(1,142.52)
债权融资	3,636.22	4,068.46	4,085.27	3,155.30	2,279.73
股权融资	(559.96)	(140.27)	1,293.85	(545.91)	(280.39)
其他	(4,262.84)	(4,906.95)	(5,441.45)	(5,756.29)	(4,982.70)
筹资活动现金流	(1,186.59)	(978.77)	(62.32)	(3,146.91)	(2,983.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,536.20)	418.24	(876.07)	275.12	115.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	19,302.07	16,577.90	23,168.23	30,408.25	37,404.81
营业成本	15,693.02	13,276.76	16,609.84	22,421.71	28,901.85
营业税金及附加	52.20	48.43	57.92	76.02	93.51
营业费用	1,521.83	1,123.22	1,390.09	1,672.45	1,870.24
管理费用	960.50	922.69	1,158.41	1,368.37	1,496.19
研发费用	414.61	383.03	486.53	547.35	561.07
财务费用	247.23	205.19	262.59	205.02	174.71
资产减值损失	206.79	(53.80)	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	7.16	(7.31)	6.66	(2.17)	(0.77)
投资净收益	317.19	176.08	176.00	200.00	250.00
其他	(749.21)	(171.46)	(365.33)	(395.65)	(498.46)
营业利润	630.75	675.07	3,335.51	4,265.16	4,506.47
营业外收入	57.73	128.43	125.00	125.00	125.00
营业外支出	32.84	99.21	84.00	84.00	84.00
利润总额	655.64	704.29	3,376.51	4,306.16	4,547.47
所得税	169.67	83.44	135.06	129.18	90.95
净利润	485.97	620.85	3,241.45	4,176.97	4,456.52
少数股东损益	(20.94)	107.56	495.94	835.39	802.17
归属于母公司净利润	506.91	513.29	2,745.51	3,341.58	3,654.34
每股收益（元）	0.12	0.12	0.65	0.80	0.87

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	2.99%	-14.11%	39.75%	31.25%	23.01%
营业利润	-60.00%	7.03%	394.10%	27.87%	5.66%
归属于母公司净利润	-59.93%	1.26%	434.88%	21.71%	9.36%
获利能力					
毛利率	18.70%	19.91%	28.31%	26.26%	22.73%
净利率	2.63%	3.10%	11.85%	10.99%	9.77%
ROE	5.18%	5.10%	21.12%	23.32%	22.77%
ROIC	7.20%	7.32%	29.39%	28.12%	27.41%
偿债能力					
资产负债率	40.79%	39.36%	36.81%	31.09%	29.45%
净负债率	12.71%	11.68%	14.99%	6.02%	0.18%
流动比率	1.08	1.21	1.13	1.25	1.50
速动比率	0.72	0.81	0.76	0.70	0.93
营运能力					
应收账款周转率	12.31	11.67	11.61	14.69	16.36
存货周转率	7.69	7.21	9.30	9.57	9.71
总资产周转率	1.03	0.90	1.09	1.26	1.43
每股指标（元）					
每股收益	0.12	0.12	0.65	0.80	0.87
每股经营现金流	0.25	0.43	0.80	1.16	1.01
每股净资产	2.33	2.40	3.10	3.42	3.83
估值比率					
市盈率	72.91	72.01	13.46	11.06	10.11
市净率	3.78	3.67	2.84	2.58	2.30
EV/EBITDA	8.50	11.60	9.49	7.67	7.21
EV/EBIT	12.08	15.79	10.95	8.81	8.39

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