

大北农 (002385.SZ)

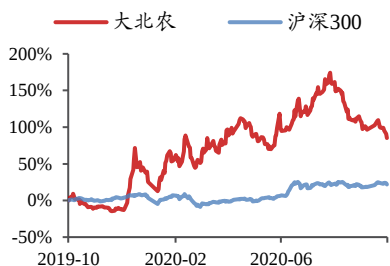
2020 年 10 月 24 日

生猪产业链持续向好，三季度保持高盈利
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2020/10/23
当前股价(元)	8.44
一年最高最低(元)	12.77/3.99
总市值(亿元)	354.09
流通市值(亿元)	243.50
总股本(亿股)	41.95
流通股本(亿股)	28.85
近 3 个月换手率(%)	261.15

股价走势图


数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-养殖及饲料齐头并进，生物育种未来可期》-2020.8.26

《公司信息更新报告-公司再获安全证书，继续扩充转基因技术储备》-2020.6.24

《公司首次覆盖报告-生猪养殖增厚利润，种子业务静待花开》-2020.4.29

● 公司主营业务持续向好，三季度业绩高增速，维持“买入”评级

大北农发布 2020 年三季度报告：第三季度公司实现营业收入 62.75 亿元（+53.74%），归母净利润 5.90 亿元（+119.66%），前三季度实现营业收入 152.66 亿元（+24.89%），归母净利润 14.83 亿元（+390.88%）。公司前三季度业绩受高猪价及高养殖积极性影响，同比仍实现较大幅度增长。饲料业务整体发展态势良好，能繁母猪环比连续转正，公司高毛利率的前端料占比增加，三季度饲料单月销量环比实现增长。生猪养殖业务量价齐升，三季度公司参控股平台合计出栏生猪 45.82 万头（+23.14%），销售均价为 35.49 元/公斤，环比上涨 14.72%。考虑生猪价格已进入下行阶段，我们预计 2020-2022 年归母净利润为 21.81/24.05/24.18 亿元（此前预测 2020-2022 年归母净利润为 24.86/27.17/24.37 亿元），其中生猪养殖利润为 9.90/8.64/8.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.57/0.58 元，当前股价对应 PE 为 16.2/14.7/14.6 倍，公司出栏量逐步恢复，同时下游补栏需求增长，饲料业务稳定增长。维持“买入”评级。

● 生猪出栏量稳步增长，出栏量完成有保障

公司三季度生猪养殖规模不断扩大，在建工程与生产性生物资产较年初分别增长 165.83%及 256.71%。截至 9 月底，公司存栏母猪逐月增加，能繁母猪 19 万头，后备母猪 20 万头（含 GP、GGP），2020 年出栏量 200 万头目标有望实现。

● 粮食价格上涨，国内种业或迎来变革

2020 年国内玉米供需偏紧，价格上行，政策层面不断强调粮食安全重要性。转基因作物拥有良好的生产性能，可大幅提高农作物产量弥补缺口。2020 年四季度转基因相关政策或持续出台。公司生物育种技术领先，将充分受益转基因商业化。

● 风险提示：自然灾害及疫病风险，生猪出栏量不及预期，转基因推进不及预期。
财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,302	16,578	20,446	22,808	24,881
YOY(%)	3.0	-14.1	23.3	11.6	9.1
归母净利润(百万元)	507	513	2,181	2,405	2,418
YOY(%)	-59.9	1.3	324.9	10.3	0.5
毛利率(%)	18.7	19.9	24.2	22.5	21.8
净利率(%)	2.6	3.1	10.7	10.5	9.7
ROE(%)	4.5	5.4	18.1	17.0	15.0
EPS(摊薄/元)	0.12	0.12	0.52	0.57	0.58
P/E(倍)	69.9	69.0	16.2	14.7	14.6
P/B(倍)	3.6	3.5	3.1	2.7	2.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6937	6905	9065	8553	10748
现金	2275	2730	2763	3082	3362
应收票据及应收账款	1745	1097	2408	1502	2763
其他应收款	245	393	394	484	474
预付账款	134	154	201	195	237
存货	2298	2298	3064	3056	3678
其他流动资产	240	235	235	235	235
非流动资产	11159	11999	13392	14601	15657
长期投资	2328	2253	2877	3922	4947
固定资产	4866	6149	6787	6974	7043
无形资产	2035	2010	2157	2193	2229
其他非流动资产	1929	1587	1570	1512	1439
资产总计	18096	18904	22457	23154	26406
流动负债	6437	5692	8093	6880	8244
短期借款	2442	2653	3467	2820	2871
应付票据及应付账款	1124	1155	1504	1531	1808
其他流动负债	2871	1884	3121	2529	3565
非流动负债	944	1749	1553	1301	1037
长期借款	694	1250	1054	803	538
其他非流动负债	250	499	499	499	499
负债合计	7381	7441	9646	8182	9281
少数股东权益	935	1391	1523	1667	1824
股本	4243	4195	4195	4195	4195
资本公积	1461	1234	1234	1234	1234
留存收益	4971	5199	6109	6902	7433
归属母公司股东权益	9779	10072	11288	13305	15301
负债和股东权益	18096	18904	22457	23154	26406

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1067	1787	1573	2329	1547
净利润	486	621	2312	2550	2574
折旧摊销	544	559	617	695	757
财务费用	247	205	195	194	164
投资损失	-317	-176	-913	-1371	-1345
营运资金变动	-181	403	-638	262	-603
其他经营现金流	289	176	0	0	0
投资活动现金流	-1417	-390	-1097	-532	-468
资本支出	987	865	769	164	32
长期投资	-500	26	-625	75	-1025
其他投资现金流	-930	501	-953	-292	-1461
筹资活动现金流	-1187	-979	-1258	-831	-849
短期借款	640	211	0	0	0
长期借款	194	556	-196	-252	-264
普通股增加	0	-48	0	0	0
资本公积增加	49	-227	0	0	0
其他筹资现金流	-2070	-1471	-1062	-579	-585
现金净增加额	-1538	418	-781	966	230

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19302	16578	20446	22808	24881
营业成本	15693	13277	15491	17682	19455
营业税金及附加	52	48	52	61	67
营业费用	1522	1123	1227	1368	1493
管理费用	961	923	1351	1452	1525
研发费用	415	383	275	341	399
财务费用	247	205	195	194	164
资产减值损失	207	-54	0	0	0
其他收益	101	125	0	0	0
公允价值变动收益	7	-7	-0	-0	-0
投资净收益	317	176	913	1371	1345
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	631	675	2769	3082	3122
营业外收入	58	128	81	69	84
营业外支出	33	99	48	50	57
利润总额	656	704	2802	3101	3149
所得税	170	83	490	551	574
净利润	486	621	2312	2550	2574
少数股东损益	-21	108	131	145	157
归母净利润	507	513	2181	2405	2418
EBITDA	1325	1424	3560	3929	4003
EPS(元)	0.12	0.12	0.52	0.57	0.58

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	3.0	-14.1	23.3	11.6	9.1
营业利润(%)	-60.0	7.0	310.1	11.3	1.3
归属于母公司净利润(%)	-59.9	1.3	324.9	10.3	0.5
获利能力					
毛利率(%)	18.7	19.9	24.2	22.5	21.8
净利率(%)	2.6	3.1	10.7	10.5	9.7
ROE(%)	4.5	5.4	18.1	17.0	15.0
ROIC(%)	4.2	5.2	14.7	15.1	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	39.4	43.0	35.3	35.1
净负债比率(%)	14.8	15.7	19.4	8.5	4.6
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	12.3	11.7	11.7	11.7	11.7
应付账款周转率	13.6	11.7	11.7	11.7	11.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.12	0.52	0.57	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.43	0.38	0.56	0.37
每股净资产(最新摊薄)	2.33	2.40	2.69	3.17	3.65
估值比率					
P/E	69.9	69.0	16.2	14.7	14.6
P/B	3.6	3.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	28.6	27.1	11.1	9.8	9.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn