

大北农 (002385)

证券研究报告

2021年04月27日

收入持续高增长，原料价涨成本承压，种业力量持续增强！

事件：大北农发布 2021 年一季报，一季度营业收入 74.02 亿元，同比增长 81.37%；归母净利润 3.91 亿元，同比减少 16.01%；扣非净利润 3.74 亿元，同比减少 2.56%。

事件：公司发布关于控股子公司大北农生物增资公告，拟同意现代种业和央企产投以现金溢价增资，按投前估值 39.22 亿元确定增资价格，分别现金投资 2 亿元。

饲料、生猪销量持续增长，成本承压拉低毛利率

公司一季度销售收入持续快速增长，饲料和生猪业务做出主要贡献。饲料原料价格上涨、生猪养殖成本提升以及新《收入》会计准则规定运输费作为“履约成本”计入主营业务成本等因素，导致营业成本增速超过营业收入增速，报告期内，公司毛利率为 16.43%，同比有所降低。报告期内，玉米、豆粕价格相比去年同期明显上涨，2020 年一季度玉米现货均价约为 1972 元/吨，2021 年一季度玉米均价达 2793 元/吨，同比上涨超 40%；2020 年一季度豆粕现货均价约为 2923 元/吨，2021 年一季度豆粕均价达 3726 元/吨，同比上涨约 27%；原材料价格上涨使得饲料业务成本承压。公司 Q1 生猪出栏 76 万头，同比增长 217.49%，生猪收入预计约 25 亿。截至 2020 年底，公司控股及参股养猪公司生猪存栏 236.78 万头，其中基础母猪（不含 19.54 万头后备母猪）存栏 23.86 万头，对应 2021 年出栏有望达 500 万头以上。猪价方面，预期本轮冬季生猪疫情复发带来的供给缺口或将在二季度末三季度初体现，我们预计届时猪价有望反弹，2021 年猪价仍可能保持高位运行。

转基因种子布局行业领先，转基因落地预期增强

根据公司公告，拟投资方现代种业由财政部会同农业部、中国农业发展银行、中国中化集团公司发起设立，是国内第一支具有政府背景、市场化运作的种业基金；央企产投由国务院国资委牵头，财政部参与发起，有关中央企业共同出资设立。现代种业和央企产投按照本次增资前生物技术公司估值 39.22 亿元人民币计算，以 4 亿元人民币获得生物技术公司 9.26% 的股权。我们认为，本次政府背景的投资方投资公司生物育种公司是对公司生物育种技术的认可，本次增资增强了生物技术公司的资本实力，加快公司转基因技术等先进育种技术的研发和落地。

2021 年 1 月 11 日，农业农村部科技教育司发布 2020 年农业转基因生物安全证书（生产应用）批准清单。公司控股子公司玉米性状产品 DBN9936 和 DBN9858 继获得北方春玉米区的批准之后，又获得了黄淮海夏玉米区、西南玉米区、西北玉米区、南方玉米区的安全证书（生产应用）。至此，公司第一代玉米性状产品（组合）已经在全国范围获得生物安全法规批准。如果国内转基因种子商业化落地，将推动种子行业扩容，格局重塑，提高市场集中度，公司作为转基因性状布局领先公司，有望受益于转基因种子放开政策。

盈利预测和投资建议：

不考虑转基因业务的增量，我们预计 2021-2023 年公司实现营业收入 328.54/407.38/486.74 亿，同增 44.01%/24.00%/19.48%，实现归母净利润 23.19/24.71/26.10 亿，同增 18.55%/6.57%/5.64%。考虑到公司在转基因育种领域的领先优势及长期空间，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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,577.90	22,813.86	32,854.14	40,737.52	48,674.08
增长率(%)	(14.11)	37.62	44.01	24.00	19.48
EBITDA(百万元)	1,946.56	4,555.00	4,384.99	4,752.91	5,088.30
净利润(百万元)	513.29	1,955.72	2,318.55	2,470.86	2,610.20
增长率(%)	1.26	281.02	18.55	6.57	5.64
EPS(元/股)	0.12	0.47	0.56	0.60	0.63
市盈率(P/E)	65.03	17.07	14.40	13.51	12.79
市净率(P/B)	3.31	3.03	2.62	2.39	2.19
市销率(P/S)	2.01	1.46	1.02	0.82	0.69
EV/EBITDA	11.60	9.58	8.11	8.57	7.08

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 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,141.28
流通 A 股股本(百万股)	2,907.93
A 股总市值(百万元)	33,130.25
流通 A 股市值(百万元)	23,263.42
每股净资产(元)	2.71
资产负债率(%)	47.59
一年内最高/最低(元)	12.77/7.57

作者

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

林逸丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《大北农-年报点评报告:主营业务高速增长，转基因种子布局国内领先！》
2021-04-21
- 《大北农-季报点评:季报业绩保持高速增长，静待种业变革机会！》
2020-10-25
- 《大北农-半年报点评:上半年养殖推动业绩高速增长，种业板块蓄势待发！》
2020-08-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,729.53	4,315.91	2,628.33	2,851.63	2,920.44	营业收入	16,577.90	22,813.86	32,854.14	40,737.52	48,674.08
应收票据及应收账款	1,096.78	908.11	2,012.26	1,835.17	2,565.18	营业成本	13,276.76	17,788.26	25,713.87	32,891.64	40,039.86
预付账款	153.57	473.30	169.54	728.25	440.06	营业税金及附加	48.43	51.30	75.56	93.70	111.95
存货	2,297.98	3,578.59	4,421.28	5,811.68	6,645.17	营业费用	1,123.22	953.35	1,839.83	2,077.61	2,336.36
其他	627.51	298.37	1,053.12	592.08	1,153.00	管理费用	922.69	1,071.83	1,248.46	1,344.34	1,557.57
流动资产合计	6,905.37	9,574.29	10,284.53	11,818.80	13,723.86	研发费用	383.03	543.07	788.50	896.23	973.48
长期股权投资	2,252.80	2,308.49	3,046.49	3,814.49	4,640.49	财务费用	205.19	228.56	262.59	205.02	174.71
固定资产	5,980.30	7,159.67	9,342.22	10,516.44	11,386.51	资产减值损失	(53.80)	(140.15)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
在建工程	434.31	1,381.22	1,765.61	1,882.81	1,691.40	公允价值变动收益	(7.31)	1.98	2.19	(1.50)	0.27
无形资产	2,009.94	1,876.37	1,974.55	1,872.73	1,770.91	投资净收益	176.08	752.41	500.00	500.00	500.00
其他	1,321.43	1,741.71	506.04	(150.01)	(982.31)	其他	(171.46)	(1,269.91)	(987.37)	(911.08)	(876.96)
非流动资产合计	11,998.78	14,467.46	16,634.92	17,936.47	18,507.00	营业利润	675.07	2,833.18	3,420.51	3,651.57	3,866.85
资产总计	18,904.15	24,041.75	26,919.45	29,755.26	32,230.86	营业外收入	128.43	43.06	76.41	82.63	67.37
短期借款	2,652.89	4,076.47	2,062.93	5,255.79	1,357.99	营业外支出	99.21	75.38	69.14	81.24	75.26
应付票据及应付账款	1,154.61	1,819.85	2,465.80	3,016.14	3,657.17	利润总额	704.29	2,800.86	3,427.77	3,652.95	3,858.96
其他	1,884.27	2,711.60	6,019.45	1,503.30	6,820.05	所得税	83.44	227.58	377.05	401.82	424.49
流动负债合计	5,691.77	8,607.92	10,548.18	9,775.23	11,835.21	净利润	620.85	2,573.28	3,050.72	3,251.13	3,434.47
长期借款	650.33	1,941.41	94.00	1,703.24	94.00	少数股东损益	107.56	617.56	732.17	780.27	824.27
应付债券	600.00	0.00	400.00	333.33	244.44	归属于母公司净利润	513.29	1,955.72	2,318.55	2,470.86	2,610.20
其他	498.83	455.58	401.46	451.96	436.33	每股收益(元)	0.12	0.47	0.56	0.60	0.63
非流动负债合计	1,749.16	2,396.98	895.46	2,488.53	774.77						
负债合计	7,440.93	11,004.91	11,443.64	12,263.76	12,609.98						
少数股东权益	1,391.23	2,021.40	2,753.57	3,533.84	4,358.11	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	4,195.33	4,195.33	4,141.28	4,141.28	4,141.28	成长能力					
资本公积	1,233.57	1,199.16	1,199.16	1,199.16	1,199.16	营业收入	-14.11%	37.62%	44.01%	24.00%	19.48%
留存收益	6,432.88	7,421.68	8,580.96	9,816.39	11,121.48	营业利润	7.03%	319.69%	20.73%	6.76%	5.90%
其他	(1,789.78)	(1,800.73)	(1,199.16)	(1,199.16)	(1,199.16)	归属于母公司净利润	1.26%	281.02%	18.55%	6.57%	5.64%
股东权益合计	11,463.22	13,036.84	15,475.81	17,491.51	19,620.88	获利能力					
负债和股东权益总计	18,904.15	24,041.75	26,919.45	29,755.26	32,230.86	毛利率	19.91%	22.03%	21.73%	19.26%	17.74%
						净利率	3.10%	8.57%	7.06%	6.07%	5.36%
						ROE	5.10%	17.75%	18.22%	17.70%	17.10%
						ROIC	7.32%	23.94%	23.31%	23.55%	17.38%
						偿债能力					
						资产负债率	39.36%	45.77%	42.51%	41.22%	39.12%
						净负债率	11.68%	20.11%	2.95%	28.46%	-2.87%
						流动比率	1.21	1.11	0.98	1.21	1.16
						速动比率	0.81	0.70	0.56	0.61	0.60
						营运能力					
						应收账款周转率	11.67	22.76	22.50	21.18	22.12
						存货周转率	7.21	7.76	8.21	7.96	7.81
						总资产周转率	0.90	1.06	1.29	1.44	1.57
						每股指标(元)					
						每股收益	0.12	0.47	0.56	0.60	0.63
						每股经营现金流	0.43	0.45	1.43	-0.36	1.97
						每股净资产	2.43	2.66	3.07	3.37	3.69
						估值比率					
						市盈率	65.03	17.07	14.40	13.51	12.79
						市净率	3.31	3.03	2.62	2.39	2.19
						EV/EBITDA	11.60	9.58	8.11	8.57	7.08
						EV/EBIT	15.79	11.35	9.61	10.33	8.65

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	620.85	2,573.28	2,318.55	2,470.86	2,610.20
折旧摊销	558.56	753.53	684.88	810.40	923.16
财务费用	221.02	260.15	279.60	290.94	298.29
投资损失	(176.08)	(752.41)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	69.67	(670.76)	2,391.79	(5,349.05)	3,988.66
其它	493.08	(307.35)	734.36	778.77	824.54
经营活动现金流	1,787.10	1,856.44	5,909.18	(1,498.08)	8,144.85
资本支出	1,521.78	2,743.19	3,404.12	1,949.50	1,515.63
长期投资	(75.42)	55.69	738.00	768.00	826.00
其他	(1,836.45)	(4,323.51)	(6,995.40)	(4,214.60)	(3,342.47)
投资活动现金流	(390.10)	(1,524.63)	(2,853.28)	(1,497.10)	(1,000.84)
债权融资	4,068.46	6,937.23	3,085.11	7,829.95	2,358.14
股权融资	(140.51)	(308.32)	267.92	(290.94)	(298.29)
其他	(4,906.72)	(5,278.48)	(8,096.50)	(4,320.54)	(9,135.05)
筹资活动现金流	(978.77)	1,350.44	(4,743.48)	3,218.47	(7,075.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	418.24	1,682.24	(1,687.58)	223.29	68.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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