

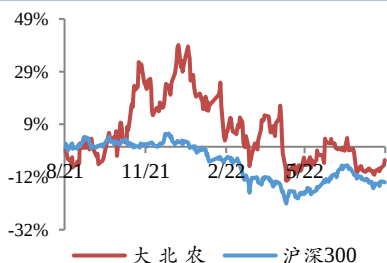
养殖饲料业务拖累近尾声，生物育种有望迎新增量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-17

收盘价（元）	7.50
近 12 个月最高/最低（元）	10.98/6.87
总股本（百万股）	4,141
流通股本（百万股）	3,261
流通股比例（%）	78.74
总市值（亿元）	311
流通市值（亿元）	245

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1.大北农 (002385) 深度报告：核心业务持续发力，多轮驱动助推企业发展
2022-07-28

主要观点：

● 1H2022 公司归母净利润-5.11 亿元，业绩基本复合预期

公司发布 2022 年中报：上半年实现营业收入 133.93 亿元，同比下降 12.3%，归母净利润-5.11 亿元，同比下降 202.4%，扣非后归母净利润-5.68 亿元，同比下降 263.8%；2022Q2，公司实现收入 69.33 亿元，同比下降 11.9%，归母净利润-2.78 亿元。公司业绩同比转亏，主要是受生猪养殖业务和饲料业务拖累。

● 1H2022 饲料、养殖业务受猪价阶段性低迷、原料价格上涨拖累

公司主营业务收入主要来源于饲料业务和生猪养殖业务，1H2022 饲料、生猪养殖业务收入分别占公司主营业务收入的 71.4%、13.7%。1H2022，公司养猪业务实现营收 18.32 亿元，同比下降 22.6%，毛利率 1.05%，同比下降 15.9 个百分点，主要是猪价阶段性低迷所致；公司饲料收入 95.58 亿元，同比下降 14.8%，毛利率 11.5%，同比下降 2.1 个百分点，其中，猪用饲料销量 182 万吨，同比下降 21.1%，主要是养殖亏损叠加饲料原材料价格上涨所致。

● 严控成本稳步出栏，有望充分受益新一轮猪价上涨周期

2022 年公司生猪出栏量以稳为主，1H2022 出栏生猪 198.32 万头，同比增长 19.2%，控股子公司生猪存栏 156.14 万头，同比增长 2.9%，其中，能繁母猪存栏 11.45 万头，同比下降 28.4%。公司严抓生物安全防控，多方面优化养殖成本，一方面通过与高校及科研院所合作，将在非洲猪瘟防控方面取得的成果应用到生产中，不断完善生物防控措施；另一方面，优化生产管理，发挥全产业链优势，加强成本控制，提高生产效率，2H2022 公司计划实现 8 元/斤以下的完全成本目标。2022 年 5 月份以来生猪价格逐渐回暖，并于 7 月创出非瘟疫情前新高，公司有望充分受益新一轮猪价上行周期。

● 转基因技术储备充足，种业有望实现新突破

产业布局方面，公司持续推进种业战略并购，拟收购云南大天种业有限公司 51%的股权和广东鲜美种苗股份有限公司 50.99%的股权，不断强化公司细分种子品类；**品种布局方面**，公司转基因性状储备丰富，目前已获得 12 个转基因抗虫、耐除草剂玉米生产应用安全证书和 3 个转基因耐除草剂大豆生产应用安全证书，先发优势明显；**生物技术专利方面**，公司转基因抗虫耐除草剂玉米和大豆产品，已通过 ETS 和 ISO9000 双重认证，累计获得国内发明专利 99 件，国际发明专利 37 件。随着种子业务快速发展和外延并购的持续推进，公司有望把握种业变革机遇，实现种子业务的长远发展。

● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司实现主营业务收入 334.97 亿元、485.38 亿元、534.81 亿元，同比分别增长 6.9%、44.9%、10.2%，对应归母净利润 0.95 亿元、15.53 亿元、17.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.02 元、0.38 元、0.42 元。生猪价格已反转，并于 7 月创出非瘟疫情前新高，公司有

望充分受益猪价上涨；公司也是国内首批获得转基因玉米生物安全证书的公司之一，从合作伙伴数量和规模层面均处于先发优势，有望充分受益转基因商业化。我们特采用分部估值法：预计公司 2023 年生猪出栏 616 万头，头均市值 6000 元，对应 370 亿元；若转基因商业化落地，预计未来 2-3 年我国转基因玉米播种面积可达到 1 亿亩，按照每亩增加 10 元净利润，则全行业扩容 10 亿元，公司在转基因业务有先发优势，假设市占率 10%，则未来 5 年的净利润可以达到 1 亿元，给予 40 倍 PE，则对应市值 40 亿元；合计 410 亿元市值，对应股价 9.9 元，维持“买入”评级不变。

● 风险提示

饲料原料供应及价格波动；猪价波动；转基因商业化进程不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31328	33497	48538	53481
收入同比 (%)	37.3%	6.9%	44.9%	10.2%
归属母公司净利润	-440	95	1553	1722
净利润同比 (%)	-122.5%	121.6%	1533.3%	10.9%
毛利率 (%)	10.5%	12.4%	14.0%	14.4%
ROE (%)	-4.1%	0.9%	12.5%	12.2%
每股收益 (元)	-0.11	0.02	0.38	0.42
P/E	—	314.01	19.23	17.34
P/B	4.05	2.76	2.41	2.12
EV/EBITDA	66.56	32.57	10.41	8.74

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10481	11821	17354	18703	营业收入	31328	33497	48538	53481
现金	5799	5937	8366	11260	营业成本	28054	29329	41738	45763
应收账款	771	1090	1607	1365	营业税金及附加	63	67	97	107
其他应收款	128	244	296	299	销售费用	1037	1141	1255	1380
预付账款	361	381	543	595	管理费用	1507	2110	2426	2911
存货	3310	4022	6413	5028	财务费用	289	254	252	201
其他流动资产	111	147	130	157	资产减值损失	-487	0	0	0
非流动资产	16414	15727	15029	14339	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	1848	1848	1848	1848	投资净收益	-7	37	115	75
固定资产	8926	8307	7689	7071	营业利润	-689	132	2157	2391
无形资产	1479	1410	1330	1258	营业外收入	56	50	50	50
其他非流动资产	4162	4162	4162	4162	营业外支出	103	50	50	50
资产总计	26895	27548	32383	33042	利润总额	-736	132	2157	2391
流动负债	10187	10722	14615	14122	所得税	202	13	216	239
短期借款	4910	5710	6510	7310	净利润	-938	119	1941	2152
应付账款	2282	1954	4075	2536	少数股东损益	-498	24	388	430
其他流动负债	2995	3058	4031	4277	归属母公司净利润	-440	95	1553	1722
非流动负债	4001	4001	3001	2001	EBITDA	701	1036	2991	3208
长期借款	2747	2747	1747	747	EPS (元)	-0.11	0.02	0.38	0.42
其他非流动负债	1255	1255	1255	1255	主要财务比率				
负债合计	14189	14723	17617	16124	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1969	1993	2381	2811	成长能力				
股本	4141	4141	4141	4141	营业收入	37.3%	6.9%	44.9%	10.2%
资本公积	1335	1335	1335	1335	营业利润	-124.3%	119.2%	1533.3%	10.9%
留存收益	5261	5356	6909	8631	归属于母公司净利	-122.5%	121.6%	1533.3%	10.9%
归属母公司股东权	10737	10832	12385	14107	获利能力				
负债和股东权益	26895	27548	32383	33042	毛利率 (%)	10.5%	12.4%	14.0%	14.4%
现金流量表					净利率 (%)	-1.4%	0.3%	3.2%	3.2%
单位:百万元					ROE (%)	-4.1%	0.9%	12.5%	12.2%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	-2.0%	1.4%	8.5%	8.6%
经营活动现金流	1149	-387	2824	3304	偿债能力				
净利润	-938	119	1941	2152	资产负债率 (%)	52.8%	53.4%	54.4%	48.8%
折旧摊销	1044	687	698	690	净负债比率 (%)	111.7%	114.8%	119.3%	95.3%
财务费用	341	312	311	285	流动比率	1.03	1.10	1.19	1.32
投资损失	7	-37	-115	-75	速动比率	0.66	0.68	0.70	0.92
营运资金变动	107	-1468	-10	252	营运能力				
其他经营现金流	-457	1586	1951	1900	总资产周转率	1.23	1.23	1.62	1.63
投资活动现金流	-1615	37	115	75	应收账款周转率	37.99	36.00	36.00	36.00
资本支出	-2337	0	0	0	应付账款周转率	13.71	13.85	13.85	13.85
长期投资	693	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	29	37	115	75	每股收益	-0.11	0.02	0.38	0.42
筹资活动现金流	1921	488	-511	-485	每股经营现金流	0.28	-0.09	0.68	0.80
短期借款	834	800	800	800	每股净资产	2.59	2.62	2.99	3.41
长期借款	805	0	-1000	-1000	估值比率				
普通股增加	-54	0	0	0	P/E	—	314.01	19.23	17.34
资本公积增加	136	0	0	0	P/B	4.05	2.76	2.41	2.12
其他筹资现金流	201	-312	-311	-285	EV/EBITDA	66.56	32.57	10.41	8.74
现金净增加额	1455	139	2429	2894					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

分析师: 王莺, 华安证券农业&中小盘首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会