天风证券 TF SECURITIES

大北农（002385）

证券研究报告
2017 年 12 月 15 日

限制性股票激励计划授予完成，开启成长新阶段

■事件：

12 月 14 日，大北农公布公告，2017 年限制性股票激励计划授予完成。授予日是 11 月 6 日，授予价格 3.76 元/股。

■我们的观点和看法：

1、限制性股票激励激发企业活力，背书业绩增长。

类合伙人文化是公司文化的重要内核。本激励计划拟授予的激励对象共计 1484 人， 包括公司核心技术人员、业务骨干、中层管理人员(不包括公司董监高等高级管理人员)。授予的限制性股票数量为 14,232.4743 万股。此次激励计划的行权条件是 2017-2019 年归母净利润增长率相对于 2016 年不低于 40%、68%、90%，即同比增速不低于 40%、20%、13%。该激励计划，一方面，彰显了对公司业务发展的信心，另一方面，此次激励计划配合公司干部队伍年轻化以及盈利承诺约束，将激发员工创业热情，为公司实现新一轮的增长奠定基础。

2、聚焦高端料，迎接增长新阶段

下游养殖规模化为公司提高市占率提供了前提条件。公司制定了未来 3 年内将高端料的市占率从 8%提高到 20%的发展目标。为此，公司做了一系列的调整。一方面，公司积极激发员工积极性。将考核指标明确为业绩考核，调整骨干队伍，实现大幅年轻化，并与各片区负责人签订业绩承诺协议，多重并举，激发团队活力。另一方面，公司调整销售队伍，落地猪场驻场服务。通过对老员工的分流以及对年轻员工进行普遍技术培训，实现公司销售队伍结构优化，具备将猪场服务落地的技术服务能力及执行力。

经过两年的努力，公司目前转型初见成效。各片区骨干队伍形成 85 后干部带领 90 后员工新局面。公司销售人员从高峰期的近 16318 大幅缩减至 2016 年底的 9650 人。预计当前饲料业务销售人员进一步下降至七千多人左右。随着猪场服务的落地，公司的销售模式也从原来的经销为主变成以直销为主，我们预计，对猪场的直销比例已经达到 60%。而且，随着销售人员结构的优化，公司的三项费用率也有明显的下降，进一步提高公司的盈利能力。由此也带动公司 ROE 在多年回落之后的再次回升。

■投资建议：

公司干部队伍年轻化、利润目标约束化，是最大的预期差所在。我们预计，2017-2019 年，公司净利润分别为 12.84 /16.1/19.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.3/0.38/0.46 元，同比增长 45.51%、25.37%、21.42%。给予 2018 年 24 倍市盈率，6 个月目标价 9 元，维持买入评级。

风险提示：疫病风险；自然灾害风险；政策风险；

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,098.09	16,840.94	19,852.58	23,961.77	28,596.10
增长率(%)	(12.72)	4.61	17.88	20.70	19.34
EBITDA(百万元)	1,267.12	1,557.69	2,140.21	2,752.10	3,379.16
净利润(百万元)	705.55	882.68	1,284.36	1,610.17	1,955.04
增长率(%)	(11.33)	25.11	45.51	25.37	21.42
EPS(元/股)	0.17	0.22	0.30	0.38	0.46
市盈率(P/E)	36.09	28.85	20.52	16.36	13.48
市净率(P/B)	2.95	2.75	2.55	2.36	2.17
市销率(P/S)	1.58	1.51	1.33	1.10	0.92
EV/EBITDA	25.58	18.27	12.07	9.39	7.67

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	6.21 元
目标价格	9 元
上次目标价	9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,100.67
流通 A 股股本(百万股)	2,307.20
A 股总市值(百万元)	25,465.16
流通 A 股市值(百万元)	14,327.74
每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	38.02
一年内最高/最低(元)	7.45/5.46

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com
刘哲铭 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070002
liuzheming@tfzq.com
魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com
杨钊 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070003
yangzhao@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《大北农-公司研究简报:饲料白马，低估值，稳健增长》 2017-11-12
2 《大北农-季报点评:三季报点评：经营持续向好，业绩符合预期》 2017-10-25
3 《大北农-半年报点评:行业景气，饲料龙头稳健成长！》 2017-08-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,120.11	2,002.29	3,176.41	2,875.41	3,145.57
应收账款	942.51	1,246.85	1,455.31	1,739.60	2,067.94
预付账款	128.68	231.13	258.62	300.54	372.22
存货	1,663.16	2,045.76	2,375.63	2,668.08	3,113.84
其他	2,581.05	2,135.86	2,569.15	2,586.01	2,594.16
流动资产合计	**7,435.52**	**7,661.89**	**9,835.12**	**10,169.65**	**11,293.73**
长期股权投资	112.07	759.27	759.27	759.27	759.27
固定资产	3,560.25	3,733.49	4,460.77	5,339.10	6,068.47
在建工程	287.40	497.16	497.16	497.16	497.16
无形资产	1,690.00	1,778.12	1,727.66	1,677.20	1,626.74
其他	764.08	828.27	792.00	751.25	730.63
非流动资产合计	**6,413.79**	**7,596.30**	**8,236.85**	**9,023.97**	**9,682.27**
资产总计	**13,849.31**	**15,258.18**	**18,071.97**	**19,193.62**	**20,975.99**
短期借款	541.04	650.73	1,362.63	1,411.81	1,588.30
应付账款	1,133.72	1,160.69	1,374.74	1,770.05	2,060.95
其他	2,251.20	2,783.58	2,996.52	3,217.87	3,404.65
流动负债合计	**3,925.96**	**4,595.00**	**5,733.89**	**6,399.73**	**7,053.90**
长期借款	0.00	0.01	493.85	0.00	0.00
应付债券	499.19	499.42	499.19	499.26	499.29
其他	165.16	135.59	147.22	149.32	144.04
非流动负债合计	**664.34**	**635.01**	**1,140.26**	**648.59**	**643.33**
负债合计	**4,590.30**	**5,230.01**	**6,874.15**	**7,048.31**	**7,697.23**
少数股东权益	640.00	777.36	859.34	971.28	1,118.43
股本	2,733.78	4,100.67	4,242.99	4,242.99	4,242.99
资本公积	2,472.41	1,071.44	1,376.98	1,407.44	1,416.22
留存收益	5,884.76	5,147.77	6,095.49	6,931.03	7,917.34
其他	(2,471.95)	(1,069.07)	(1,376.98)	(1,407.44)	(1,416.22)
股东权益合计	**9,259.00**	**10,028.17**	**11,197.82**	**12,145.30**	**13,278.76**
负债和股东权益总	**13,849.31**	**15,258.18**	**18,071.97**	**19,193.62**	**20,975.99**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	708.23	935.82	1,284.36	1,610.17	1,955.04
折旧摊销	402.04	437.19	523.17	672.13	821.09
财务费用	125.01	115.77	16.70	19.70	38.20
投资损失	(125.33)	(85.20)	(74.89)	(80.00)	(85.08)
营运资金变动	(1,642.57)	108.87	(607.04)	49.99	(350.63)
其它	1,832.10	(870.04)	81.98	111.94	147.15
经营活动现金流	**1,299.48**	**642.40**	**1,224.28**	**2,383.93**	**2,525.77**
资本支出	1,996.13	1,562.63	1,188.37	1,497.90	1,505.28
长期投资	65.62	647.20	0.00	0.00	0.00
其他	(5,726.00)	(3,327.00)	(2,226.20)	(2,948.36)	(2,928.99)
投资活动现金流	**(3,664.25)**	**(1,117.17)**	**(1,037.83)**	**(1,450.46)**	**(1,423.71)**
债权融资	1,060.23	1,171.53	2,369.58	1,929.50	2,105.49
股权融资	2,080.76	(150.82)	432.04	13.94	(27.19)
其他	(1,371.82)	(718.42)	(1,813.94)	(3,177.91)	(2,910.20)
筹资活动现金流	**1,769.17**	**302.28**	**987.68**	**(1,234.47)**	**(831.90)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(595.59)**	**(172.49)**	**1,174.13**	**(301.00)**	**270.16**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**16,098.09**	**16,840.94**	**19,852.58**	**23,961.77**	**28,596.10**
营业成本	12,187.99	12,650.31	14,737.94	17,801.33	21,682.20
营业税金及附加	3.32	32.09	9.93	11.98	14.30
营业费用	1,819.16	1,734.50	2,064.67	2,396.18	2,573.65
管理费用	1,259.83	1,269.84	1,439.31	1,677.32	1,772.96
财务费用	119.79	118.88	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	58.55	90.94	58.58	75.00	80.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	125.33	85.20	74.89	80.00	85.08
其他	(250.67)	(170.41)	(149.78)	(160.00)	(170.16)
营业利润	**774.79**	**1,029.57**	**1,600.33**	**2,060.27**	**2,519.88**
营业外收入	106.51	126.14	118.67	115.00	120.64
营业外支出	16.38	37.98	28.00	36.00	29.10
利润总额	**864.92**	**1,117.74**	**1,691.01**	**2,139.27**	**2,611.42**
所得税	156.69	181.92	324.67	417.16	509.23
净利润	**708.23**	**935.82**	**1,366.34**	**1,722.11**	**2,102.19**
少数股东损益	2.68	53.14	81.98	111.94	147.15
归属于母公司净利润	**705.55**	**882.68**	**1,284.36**	**1,610.17**	**1,955.04**
每股收益（元）	0.17	0.22	0.30	0.38	0.46

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-12.72%	4.61%	17.88%	20.70%	19.34%
营业利润	-15.06%	32.88%	55.44%	28.74%	22.31%
归属于母公司净利润	-11.33%	25.11%	45.51%	25.37%	21.42%
获利能力					
毛利率	24.29%	24.88%	25.76%	25.71%	24.18%
净利率	4.38%	5.24%	6.47%	6.72%	6.84%
ROE	8.19%	9.54%	12.42%	14.41%	16.08%
ROIC	16.46%	12.57%	15.21%	17.06%	19.31%
偿债能力					
资产负债率	33.14%	34.28%	38.04%	36.72%	36.70%
净负债率	2.82%	14.06%	18.36%	10.94%	16.89%
流动比率	1.89	1.67	1.72	1.59	1.60
速动比率	1.47	1.22	1.30	1.17	1.16
营运能力					
应收账款周转率	19.86	15.38	14.69	15.00	15.02
存货周转率	8.99	9.08	8.98	9.50	9.89
总资产周转率	1.32	1.16	1.19	1.29	1.42
每股指标（元）					
每股收益	0.17	0.22	0.30	0.38	0.46
每股经营现金流	0.32	0.16	0.30	0.58	0.62
每股净资产	2.10	2.26	2.44	2.63	2.87
估值比率					
市盈率	36.09	28.85	20.52	16.36	13.48
市净率	2.95	2.75	2.55	2.36	2.17
EV/EBITDA	25.58	18.27	12.07	9.39	7.67
EV/EBIT	36.23	24.77	15.97	12.42	10.13

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com