公司调研点评

大北农（002385）

农林牧渔 | 饲料

饲料盈利下滑，养猪业务亏损拖累整体业绩

2018 年 07 月 22 日

评级 谨慎推荐

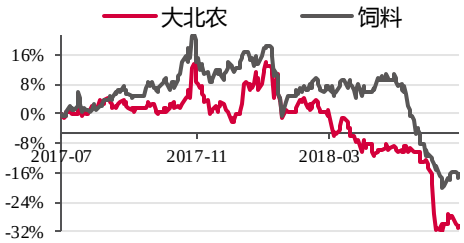
评级变动 调低

合理区间 3.80-4.37 元

交易数据

当前价格（元）	4.15
52 周价格区间（元）	4.01-7.00
总市值（百万）	17608.42
流通市值（百万）	9400.31
总股本（万股）	424299.39
流通股（万股）	226513.42

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
大北农	-20.65	-23.83	-31.62
饲料	-6.02	-21.5	-15.64

陈博 分析师
执业证书编号：S0530517080001
chenbo@cfzq.com
0731-84403422
刘丛丛 研究助理
liucc@cfzq.com

相关报告

1 《大北农：大北农 2017 年年报点评：饲料销量稳步增长，费用端持续改善》 2018-04-02

2 《大北农：公司研究*大北农（002385）2017 年中报点评：结构优化助盈利改善，控费增效成果明显》 2017-08-22

3 《大北农：公司研究*大北农（002385）调研深度报告：结构调整助饲料高增，一体多位谋产业变局》 2017-07-11

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	16840.9	18741.7	20033.0	21541.5	23544.9
净利润（百万元）	882.7	1265.2	796.2	844.7	996.1
每股收益（元）	0.21	0.30	0.19	0.20	0.23
每股净资产（元）	2.18	2.41	2.59	2.75	2.93
P/E	19.9	13.92	22.12	20.85	17.68
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- **2018H1 公司饲料及养猪业务盈利下降。**公司是国内规模最大的预混合饲料企业，产品主要包括畜禽饲料、兽药疫苗、种猪与作物种子等。公司主营业务收入主要来源于饲料业务，2017 年度，饲料业务占公司主营收入比重为 87.95%，生猪业务占比为 5.46%，种子、动保业务收入占比分别为 3.17%、1.94%。2018Q1 公司实现营业收入 46.01 亿元，同比增长 15.97%；净利润 1.81 亿元，同比下滑 5.91%。公司近日公布 2018H1 业绩修正公告，由前期预计净利润 4.7-6.2 亿元（-10%~20%）下修至 0.7-1.2 亿(-86%~-77%)。主要原因有三：

  1）前端料销量下滑，饲料整体毛利率下降。2018H1 公司猪料销量增长 6%，饲料整体销量增长约 7%，增长幅度有所下降，主要因 2018 年二季度猪价大幅下跌，下游养殖业陷入深度亏损状态，影响公司前端料销量下降约 10%，叠加玉米、豆粕等原料涨价等因素，2018 H1 公司饲料收入增长幅度及毛利水平均低于预期。预计 2018H1 公司猪料业务整体毛利率下降 3-4pct，净利润整体下降约 10%。在猪周期下行背景下，猪饲料行业整体增速将显著放缓，预计公司全年猪料销量增速 8-10%。

  2）养猪业务亏损。2018H1 公司生猪出栏 70 余万头，但由于二季度猪价大幅下跌（2018H1 全国生猪均价约 12.10 元/公斤，同比下滑约 24%；2018Q2 全国生猪均价仅 10.9 元/公斤，同比下滑 25%），造成公司上半年生猪养殖业务亏损约 1.6 亿元，拖累公司整体业绩。2018-2020 年公司预计出栏生猪 140、250、500 万头，在生猪养殖盈利下滑的背景下，预计 2018 年全年公司生猪板块亏损 2.5-3 亿元。

  3）股权激励费用影响公司整体利润。2017 年年底公司实行了股权激励计划，预计将为 2018 年全年增加管理费用 1.8 亿元。2018H1，公司计提限制性股票激励费用约 1.01 亿元，费用增加进一步影响整体业绩。

- **继续贯彻降费增效举措。**公司自 2016 年起开始实施“增销量、降费用、提效率、增效益”举措，生产经营效率取得了较大程度的改善。2017 年公司销售、管理费用率分别同比下降 1.36、0.41pct；2018Q1 公司管

理持续优化，销售、管理费用分别同比下降 2.03、0.10pct。2018 年下半年公司将继续在费用端加大调控力度。饲料业务：一方面通过降低制造费用，优化饲料成本，另一方面通过梳理管理构架，优化人员配置降低管理费用。公司饲料的整体毛利率在行业中处于较高水平，但管理费用仍偏高，长期看仍有较大的下降空间。养猪业务：公司推进合伙养猪创业，合伙创业员工参股或控股，未来将尽量推动员工持股，使集团持股下降到 40%以下，从而降低猪周期下行期间养猪业务亏损对公司归母净利润造成的压力。

- **员工持股+回购计划提振市场情绪。**目前市场对于公司大股东股权质押比例偏高风险存在一定的担忧。2018 年 7 月 4 号公司公布员工持股计划草案，拟筹集资金总额上限 10 亿元回购公司股份(截至目前已实施回购金额 1.2 亿元)，股票源于大宗交易或协议转让方式受让公司实际控制人邵根伙先生出让的公司股票、二级市场购买等。此举一方面体现了公司长期发展信心，实现员工利益绑定，另一方面，通过受让公司实际控制人的股票，有助于大股东减少股票质押比例，降低质押股票平仓风险。此次员工持股计划将会使大股东股票质押率下降到 80%左右，并预计在 8 月中旬完成。

- **盈利预测与投资评级。**短期来看，公司所处行业大环境并不乐观，由于饲料业务属于养殖后周期，猪周期下行导致饲料行业整体增速放缓，公司前端料销量及毛利都将受到影响。同时，公司养猪业务目前只占到 5%左右，更大程度上是处于费用投放期，成本优势还不明显，猪价低迷使得公司近两年养猪业务持续承压。但长期来看，作为国内规模最大的预混合饲料企业，公司目前市占率不及 5%，在我国饲料行业集中度不断提升的大背景下，公司未来市占率仍有较大提升空间。同时，公司养猪、种业及兽药疫苗等多产业链布局亦可增加较大的业绩弹性。预计公司 2018、2019 净利润分别为 7.96（-37.10%）、8.44（+6.10%）亿元，EPS 分别为 0.19、0.20 元，目前股价对应 2018、2019 年 PE 为 22.12、20.85 倍，参考同行业估值给予公司 2018 年 20-23 倍 PE，合理区间价为 3.80-4.37 元，下调公司评级至“谨慎推荐”。

- **风险提示：饲料销量不及预期、猪价大幅下跌、疫情风险、原材料供应及价格风险等。**

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6－12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%－15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%－5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%－5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438