

证券研究报告

公司研究——年报点评

大北农 (002385.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.11.2

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

联系电话: +86 10 83326739

邮箱: kangjingdong@cindasc.com

刘卓 研究助理

联系电话: +86 10 83326753

邮箱: liuzhuo@cindasc.com

相关研究

《行业变革期饲料主业平稳过渡, 养殖业务持续发力》2018.4

《饲料和养殖业务盈利下滑, 公司业绩大幅承压》2018.8

《转股收益大幅增加, Q3 业绩同比增速转正》2018.11

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

饲料盈利下滑业绩短期承压, 各项业务蓄势待发

2019年5月8日

事件: 近日, 大北农发布 2018 年报和 2019 年一季报。2018 年公司实现营业收入 193.02 亿元, 同比增长 2.99%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.07 亿元, 同比下降 59.93%; 实现扣非后归母净利润 1.17 亿元, 同比下降 88.26%, 基本每股收益 0.12 元/股。2019 年一季度公司实现营业收入 40.57 亿元, 同比下降 11.82%, 实现归母净利润-0.39 亿元, 同比下降 121.48%。

点评:

- **短期业绩看饲料, 下游复苏盈利有望转好。** 公司饲料业务 18 年营收占比达 86.67%, 作为公司核心主业, 饲料业务 18 年受市场环境因素影响营收增速放缓、产品结构调整以及成本波动导致盈利下滑, 对公司业绩有所拖累。年初以来全国生猪存栏量降速趋稳同时生猪价格有所反弹, 表明国内养殖疫情局势正逐步进入平稳期, 产能出清带动行情逐渐恢复, 公司饲料业务盈利有望转好。受下游养殖业环保政策、非瘟疫情的影响, 18 年全国猪料销量同比下降 5.8%, 公司猪料销量逆势同增 1.38%, 市场份额进一步提升, 主要受益于公司全产业链养殖服务模式的有效转型, 在规模养殖客户获取方面取得一定成效。随着下游养殖行情复苏, 产能逐步趋稳回升, 公司饲料业务销量和盈利有望同步转好。
- **中期业绩看养猪, 布局日趋完善未来弹性大。** 公司养猪业务扩张较快, 自 2016 年开始实施养猪大创业战略规划以来, 公司陆续成立了八大养猪平台, 目前拥有 84 家三级养猪公司, 储备了近 3000 万头生猪出栏的土地, 包含参控股公司在内当前公司能繁和后备母猪约 17 万头左右, 在建 5.3 万头母猪的存栏舍, 待建 10.5 万头母猪的生产基地。18 年包含参股公司在内合计出栏 168 万头生猪, 19 年一季度出栏 51.5 万头。随着生猪养殖产能的逐步达产, 公司预计 2019 年底 23 万头母猪满负荷生产, 2020 年商品猪出栏量达到 500-600 万头。公司养殖业务的快速扩张将对业绩带来较大弹性。
- **长期看生物科技产品, 种子和动保业务未来增长潜力较大。** 公司目前种子和动保产品占比较低, 但始终作为公司重点发展领域。18 年公司动保和种子业务均取得重要进展。报告期内公司新增申请专利 107 件、授权专利 79 件; 新增植物新品种权授权 45 件 (水稻 8 件, 玉米 37 件); 新增自主选育国审水稻品种 14 个、国审玉米品种 9 个; 新增北京市新技术新产品 (服务) 认定 15 项、玉米水稻品种共通过审定 33 项次, 其中玉米水稻品种通过国审 23 项次。此外, 子公司研发的转基因大豆转化事件 DBN-09004-6 于 2018 年 8 月在阿根廷进入公众咨询期, 2019 年 2 月获得阿根廷政府颁发的种植许可。种子业务市场规模较大, 巴西、阿根廷、乌拉圭大豆种植面积 8 亿亩, 以 10 元/亩技术使用费计算, 保守市场空间为 80 亿元。就玉米而言, 国内玉米种植面积 5.3 亿亩, 以 10 元/亩技术费计算, 保守市场空间为 53 亿元。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 19-21 年摊薄每股收益分别为 0.18 元、0.22 元、0.26 元, 对应 18-20 年 PE 分别为 39x、

32x、28x。维持“增持”评级。

➤ **风险因素：**饲料原料供应及价格波动风险、生猪价格变动风险，重大疫情及自然灾害风险、政策变动风险等。

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	18,741.74	19,302.07	22,208.01	25,077.01	28,174.50
同比(%)	11.29%	2.99%	15.06%	12.92%	12.35%
归属母公司净利润	1,265.21	506.91	777.18	951.66	1,085.82
同比(%)	43.34%	-59.93%	53.32%	22.45%	14.10%
毛利率(%)	24.17%	18.70%	20.38%	20.63%	20.88%
ROE(%)	13.00%	5.07%	7.64%	8.63%	9.01%
EPS (摊薄) (元)	0.30	0.12	0.18	0.22	0.26
P/E	24	60	39	32	28
P/B	2.96	3.09	2.87	2.63	2.40

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2019年5月7日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,113.20	6,937.03	7,677.21	8,564.43	9,616.40
货币资金	3,788.08	2,274.95	2,444.26	2,727.89	3,129.61
应收票据	59.04	37.25	42.86	48.40	54.37
应收账款	1,332.96	1,707.82	1,964.93	2,218.78	2,492.84
预付账款	310.05	133.82	150.78	169.72	190.09
存货	2,721.81	2,297.70	2,588.90	2,914.17	3,264.00
其他	901.26	485.48	485.48	485.48	485.48
非流动资产	10,144.63	11,158.70	11,475.15	11,837.73	12,194.01
长期股权投资	1,355.11	2,328.22	2,328.22	2,328.22	2,328.22
固定资产(合计)	4,610.76	4,771.11	4,952.70	5,306.19	5,552.65
无形资产	1,681.48	1,673.26	1,741.77	1,829.44	1,869.58
其他	2,497.28	2,386.10	2,452.45	2,373.88	2,443.56
资产总计	19,257.82	18,095.72	19,152.35	20,402.16	21,810.41
流动负债	6,780.29	6,437.40	6,701.00	6,979.73	7,280.00
短期借款	1,802.50	2,442.29	2,442.29	2,442.29	2,442.29
应付票据	7.55	11.95	13.46	15.16	16.98
应付账款	1,169.70	1,112.24	1,253.20	1,410.66	1,580.00
其他	3,800.53	2,870.92	2,992.04	3,111.62	3,240.73
非流动负债	710.28	943.97	943.97	943.97	943.97
长期借款	0.00	94.00	94.00	94.00	94.00
其他	710.28	849.97	849.97	849.97	849.97
负债合计	7,490.57	7,381.37	7,644.96	7,923.69	8,223.96
少数股东权益	1,550.78	935.47	951.33	970.75	992.91
归属母公司股东权益	10,216.47	9,778.89	10,556.06	11,507.72	12,593.54
负债和股东权益	19,257.82	18,095.72	19,152.35	20,402.16	21,810.41

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	18,741.74	19,302.07	22,208.01	25,077.01	28,174.50
同比(%)	11.29%	2.99%	15.06%	12.92%	12.35%
归属母公司净利润	1,265.21	506.91	777.18	951.66	1,085.82
同比(%)	43.34%	-59.93%	53.32%	22.45%	14.10%
毛利率(%)	24.17%	18.70%	20.38%	20.63%	20.88%
ROE%	13.00%	5.07%	7.64%	8.63%	9.01%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.12	0.18	0.22	0.26
P/E	24	60	39	32	28
P/B	2.96	3.09	2.87	2.63	2.40
EV/EBITDA	14.91	23.28	17.72	15.48	13.89

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	18,741.74	19,302.07	22,208.01	25,077.01	28,174.50
营业成本	14,211.76	15,693.02	17,681.83	19,903.39	22,292.70
营业税金及附加	48.28	52.20	60.05	67.81	76.19
销售费用	1,676.30	1,521.83	1,750.94	1,977.14	2,221.35
管理费用	1,336.51	960.50	1,105.11	1,247.87	1,402.01
研发费用	0.00	414.61	477.02	538.65	605.18
财务费用	157.45	247.23	298.67	283.94	292.95
减值损失合计	112.15	206.79	137.92	180.57	214.02
投资净收益	299.53	317.19	233.97	283.56	278.24
其他	78.22	107.66	92.55	96.62	94.59
营业利润	1,577.03	630.75	1,023.00	1,257.81	1,442.92
营业外收支	-9.89	24.89	34.39	36.96	34.39
利润总额	1,567.14	655.64	1,057.38	1,294.77	1,477.31
所得税	249.00	169.67	264.35	323.69	369.33
净利润	1,318.14	485.97	793.04	971.08	1,107.98
少数股东损益	52.92	-20.94	15.86	19.42	22.16
归属母公司净利润	1,265.21	506.91	777.18	951.66	1,085.82
EBITDA	2,184.14	1,455.52	1,912.49	2,189.03	2,440.53
EPS(当年)(元)	0.30	0.12	0.18	0.22	0.26

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	715.02	1,067.47	1,078.03	1,213.96	1,392.54
净利润	1,318.14	485.97	793.04	971.08	1,107.98
折旧摊销	453.69	543.90	561.91	617.41	678.19
财务费用	163.31	255.99	293.20	276.85	285.03
投资损失	-299.53	-317.19	-233.97	-283.56	-278.24
营运资金变动	-1,029.77	-181.37	-445.20	-505.44	-563.99
其它	109.18	280.17	109.05	137.62	163.57
投资活动现金流	-725.73	-1,417.07	-615.52	-653.49	-705.79
资本支出	-1,062.42	-983.00	-849.50	-937.05	-984.03
长期投资	-94.62	429.05	233.97	283.56	278.24
其他	431.32	-863.13	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,878.73	-1,186.59	-293.20	-276.85	-285.03
吸收投资	1,120.69	216.60	0.00	0.00	0.00
借款	1,213.38	992.53	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	395.50	795.57	293.20	276.85	285.03
现金流净增加额	1,863.69	-1,538.14	169.31	283.63	401.72

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

刘卓，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。