



中信证券研究部



盛夏
首席农业分析师
S1010516110001



熊承慧
农业分析师
S1010517070003

核心观点

上半年合计出栏 64.7 万头，上市率较 2019 年明显提升，销量表现超预期。估算 20Q2 养殖业务有望以量补价、实现盈利环比增长。转基因性状龙头优势凸显，主业盈利弹性有望释放。维持“买入”评级。

■ 6 月生猪销量稳增，Q2 盈利增长可期。公司发布 2020 年 6 月生猪出栏月报，当月销售生猪 16.9 万头，同比恢复增长、环比增长 26%。公司上半年出栏量合计达 64.7 万头，结合 2019 年年底存栏量测算可知上市率较 2019 年明显提升，显示公司防疫水平提升、养殖效率明显改善。销量表现超预期。结合收入和均价数据测算，我们预期公司的生猪养殖业务盈利在 20Q2 或可实现以量补价。即，虽然猪价下跌导致头均盈利较 20Q1 有所收窄，但公司在 20Q2 的出栏量环比增长 70%至 40.7 万头，不考虑成本下降的情况下，我们估算公司的生猪养殖业务盈利仍有望实现环比增长。

■ 转基因性状龙头优势明显。公司 2020 年迄今两度获得转基因生物安全证书，且覆盖有大豆和玉米两种作物、涉及国内种植和海外市场双线业务，凸显出公司在国内转基因性状研发及商业化上具备龙头领先优势、料可持续推出新性状产品。我们预计，公司的转基因大豆产品最早可于今年四季度开始在阿根廷实现种植、转基因玉米种子有望在 1 至 2 年后开始销售；考虑到转基因技术兼具性状优势显著、壁垒高（研发周期长、耗费资金高）的特点，目前国内仅两家公司获批了转基因玉米性状的安全证书，我们预期公司有望在较长时间内保持性状授权市场的高市占率，将充分受益于转基因玉米的商业化。

■ 主业低谷已过，业绩弹性或持续释放。1) 饲料销售：生猪养殖盈利高企，补栏积极性提升+喂养精细化带动饲料销量边际改善、毛利率提升，其中前端料尤为明显。而公司的饲料销售以母猪料和仔猪料为主打产品，预计经营情况自 19Q4 起逐季上行。2) 生猪养殖：结合公司公告及我们的草根调研，我们估计公司能繁母猪存栏自 19Q2 起逐季上行。同时，公司的固定资产和在建工程自 19Q2 起持续增长，显示其猪舍建设有序推进。综合分析，我们预计公司的生猪出栏量有望在猪价上行期逐渐放量，其生猪养殖业务在 2020 年有望量利双增。

■ 风险因素：猪价不达预期；饲料销量增长不达预期；种子推广不达预期。

■ 投资建议：双主业有望景气共振，转基因玉米性状有望商业化，继续积极推荐。维持 2020/2021/2022 年 EPS 预测为 0.67/0.74/0.50 元。维持“买入”评级。

大北农	002385
评级	买入（维持）
当前价	9.52 元
总股本	4,195 百万股
流通股本	2,784 百万股
52 周最高/最低价	9.92/4.05 元
近 12 月绝对涨幅	72.98%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,302.07	16,577.90	23,112.81	27,393.70	32,623.19
营业收入增长率	3%	-14%	39%	19%	19%
净利润(百万元)	506.91	513.29	2,802.41	3,115.33	2,100.58
净利润增长率	-60%	1%	446%	11%	-33%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.12	0.12	0.67	0.74	0.50
毛利率%	19%	20%	25%	25%	22%
净资产收益率 ROE%	5.18%	5.10%	23.53%	23.35%	15.47%
每股净资产 (元)	2.33	2.40	2.84	3.18	3.24
PE	73	73	13	12	18
PB	4	4	3	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 7 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	19,302	16,578	23,113	27,394	32,623
营业成本	15,693	13,277	17,372	20,535	25,511
毛利率	18.70%	19.91%	24.84%	25.04%	21.80%
营业税金及附加	52	48	63	76	92
销售费用	1,522	1,123	1,364	1,863	2,349
营业费用率	7.88%	6.78%	5.90%	6.80%	7.20%
管理费用	961	923	1,156	1,370	1,631
管理费用率	4.98%	5.57%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用	247	205	206	253	312
财务费用率	1.28%	1.24%	0.89%	0.92%	0.96%
投资收益	317	176	290	380	84
营业利润	631	675	3,017	3,452	2,549
营业利润率	3.27%	4.07%	13.05%	12.60%	7.81%
营业外收入	58	128	65	84	93
营业外支出	33	99	51	61	70
利润总额	656	704	3,032	3,475	2,572
所得税	170	83	218	348	463
所得税率	25.88%	11.85%	7.20%	10.00%	18.00%
少数股东损益	(21)	108	11	13	8
归属于母公司股东的净利润	507	513	2,802	3,115	2,101
净利率	2.63%	3.10%	12.12%	11.37%	6.44%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	656	704	3,032	3,475	2,572
所得税支出	-170	-83	-218	-348	-463
折旧和摊销	544	559	326	420	515
营运资金的变化	-181	403	-904	-362	-712
其他经营现金流	219	205	9	-76	265
经营现金流合计	1,067	1,787	2,244	3,110	2,177
资本支出	-987	-865	-3,324	-4,144	-4,150
投资收益	317	176	290	380	84
其他投资现金流	-747	299	-127	-170	-229
投资现金流合计	-1,417	-390	-3,161	-3,934	-4,295
发行股票	217	109	0	0	0
负债变化	5,537	6,565	3,092	3,079	5,401
股息支出	-339	-956	-965	-1,681	-1,869
其他融资现金流	-6,601	-6,697	-206	-253	-312
融资现金流合计	-1,187	-979	1,922	1,145	3,220
现金及现金等价物净增加额	-1,536	418	1,004	321	1,102

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,275	2,730	3,734	4,055	5,157
存货	2,298	2,298	2,958	3,352	4,308
应收账款	1,745	1,097	1,690	2,004	2,256
其他流动资产	619	781	882	960	1,192
流动资产	6,937	6,905	9,264	10,372	12,913
固定资产	4,771	5,980	7,559	11,075	14,527
长期股权投资	2,328	2,253	2,253	2,253	2,253
无形资产	1,673	1,605	1,605	1,605	1,605
其他长期资产	2,386	2,160	3,707	4,085	4,495
非流动资产	11,159	11,999	15,124	19,018	22,880
资产总计	18,096	18,904	24,388	29,390	35,793
短期借款	2,442	2,653	5,745	8,824	14,225
应付账款	1,124	1,155	1,398	1,636	2,102
其他流动负债	2,871	1,884	2,184	2,422	2,719
流动负债	6,437	5,692	9,327	12,882	19,046
长期借款	94	650	650	650	650
其他长期负债	850	1,099	1,099	1,099	1,099
非流动性负债	944	1,749	1,749	1,749	1,749
负债合计	7,381	7,441	11,076	14,632	20,795
股本	4,243	4,195	4,195	4,195	4,195
资本公积	1,461	1,234	1,234	1,234	1,234
归属于母公司所有者权益合计	9,779	10,072	11,909	13,343	13,575
少数股东权益	935	1,391	1,402	1,415	1,423
股东权益合计	10,714	11,463	13,312	14,758	14,998
负债股东权益总计	18,096	18,904	24,388	29,390	35,793

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	2.99%	14.11%	39.42%	18.52%	19.09%
营业利润增长率	-	7.03%	346.95%	14.42%	-
净利润增长率	-	1.26%	445.97%	11.17%	-
毛利率	18.70%	19.91%	24.84%	25.04%	21.80%
EBITDA Margin	7.41%	8.81%	15.37%	15.10%	10.39%
净利率	2.63%	3.10%	12.12%	11.37%	6.44%
净资产收益率	5.18%	5.10%	23.53%	23.35%	15.47%
总资产收益率	2.80%	2.72%	11.49%	10.60%	5.87%
资产负债率	40.79%	39.36%	45.42%	49.78%	58.10%
所得税率	25.88%	11.85%	7.20%	10.00%	18.00%
股利支付率	66.96%	187.99%	60.00%	60.00%	60.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变现以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。