

大北农 (002385)

完善种猪业务布局，互联网转型持续推进

	王乾 (分析师)	钱浩 (研究助理)
	021-38676675	021-38674925
	wangqian@gtjas.com	qianhao@gtjas.com
证书编号	S0880515020001	s0880115080191

本报告导读:

公司收购益阳佳华全部股权，进一步完善种猪业务的全国布局。互联网转型持续推进，预计截至 2015 年底，猪联网覆盖活跃母猪数有望达到 120 万头。维持“增持”。

投资要点:

- **维持“增持”评级。** 伴随下游景气回升、原材料成本下行，2016 年公司饲料、种猪业务有望明显改善。大力推进农业现代化大背景下，公司互联网战略有望加速落地。预计 2015-17 年 EPS 为 0.26/0.37/0.48 元（均维持不变），维持目标价 18.92 元，“增持”评级。
- **进一步布局下游养殖领域，积极延伸产业链。** 公司出资 3591 万元收购益阳佳华生态农业开发有限公司全部股权。益阳佳华占地约 1000 亩，尚处于施工建设中，建成后将主要从事生猪养殖（以种猪为主）。本次收购完成后，公司将进一步扩大种猪养殖规模、完善种猪业务的全国布局，同时推动和改善猪场管理系统建设和猪联网的推广。
- **参股吉林金塔实业，初步涉足食品终端领域。** 公司拟以 7.5 元/股的价格购买金塔集团非公开发行的定增股票，共计 700 万股，交易总金额 5250 万元，本次交易后公司将占金塔集团总股本的 4.38%。金塔集团主要从事辣椒种子销售、辣椒种植及辣椒系列制品等业务，2014 年实现营收 4.14 亿，净利润 5849 万元。同时，公司与金塔集团约定：若金塔集团未能在 2018 年底实现 IPO，公司有权要求金塔集团根据协议约定启动股份回购条款。
- **互联网转型推进有望加速。** 截止 10 月底，公司猪联网覆盖活跃母猪头数约 95 万头，可覆盖将近 1900 万头生猪，我们预计至 2015 年底猪联网覆盖活跃母猪头数有望达到 120 万头。
- **风险提示：** 互联网项目进展、猪价波动、质量风险等

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	16,661	18,445	16,040	19,257	22,262
(+/-)%	57%	11%	-13%	20%	16%
经营利润 (EBIT)	962	1,019	839	1,201	1,589
(+/-)%	23%	6%	-18%	43%	32%
净利润	769	796	719	1,012	1,323
(+/-)%	14%	3%	-10%	41%	31%
每股净收益 (元)	0.28	0.29	0.26	0.37	0.48
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.13	0.11	0.11

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	5.8%	5.5%	5.2%	6.2%	7.1%
净资产收益率 (%)	15.3%	13.5%	11.3%	14.0%	15.8%
投入资本回报率 (%)	18.1%	17.0%	15.4%	14.6%	22.0%
EV/EBITDA	16.5	14.3	15.3	12.0	8.3
市盈率	42.8	41.4	45.8	32.6	24.9
股息率 (%)	0.8%	0.8%	1.1%	0.9%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.92**

上次预测: 18.92

当前价格: 12.05

2015.12.10

交易数据

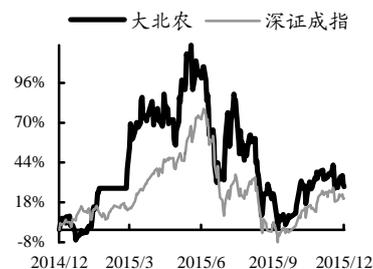
52 周内股价区间 (元)	9.24-27.28
总市值 (百万元)	32,942
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,734/1,521
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	56%
日均成交量 (百万股)	3289.50
日均成交值 (百万元)	392.99

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,111
每股净资产	2.24
市净率	5.4
净负债率	1.79%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.06	0.04
Q2	0.05	0.03
Q3	0.06	0.07
Q4	0.13	0.12
全年	0.29	0.26

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	4%	23%
相对指数	-5%	-11%	8%

相关报告

《全面布局农业信息化，主业景气趋势向好》2015.10.29

《增发加码布局互联网，继续推进战略转型》2015.03.06

《行业变革，周期筑底，农业迎来布局良机》2015.03.02

《3Q 增速回落，全年增长可观》2012.10.25

《行业景气持续，销量继续高增》2012.08.23

模型更新时间: 2015.12.10

股票研究

必需消费
农业

大北农 (002385)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.92

上次预测: 18.92

当前价格: 12.05

公司网址

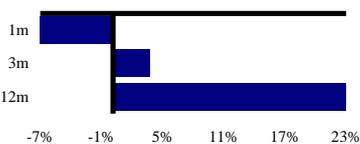
www.dbn.com.cn

公司简介

公司是国内规模最大的预混合饲料企业, 主营饲料产品和种子业务, 生产各种规格的预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料, 为畜、禽以及水产养殖提供营养物质和能量, 并生产销售动物保健产品, 提高养殖动物的健康水平。

公司是国家级高新技术企业、农业产业化国家重点龙头企业、国家认证企业技术中心, 国家创新型企业, 目前已发展成为以饲料、种业为主体, 动物保健、植物保护为辅的科技产业, 以中国农业大学、农博网为两翼的农业知识产业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

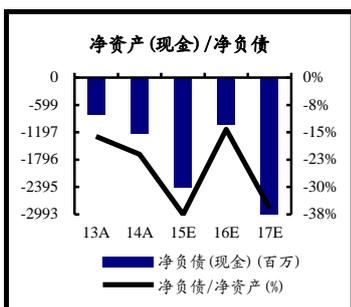
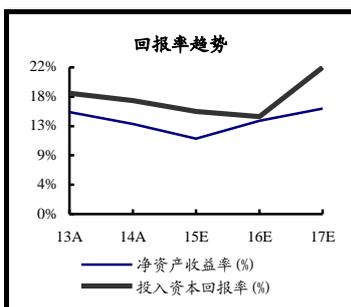
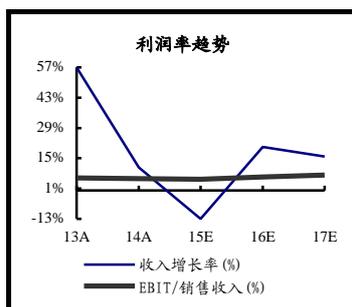
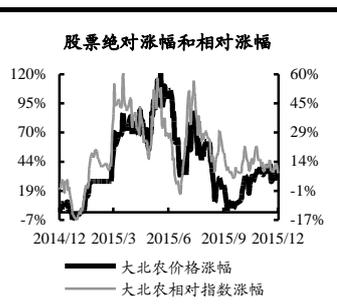
9.24-27.28

市值 (百万)

32,942

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	16,661	18,445	16,040	19,257	22,262
营业成本	13,206	14,391	12,343	14,721	16,973
税金及附加	3	3	4	4	5
销售费用	1,577	1,914	1,893	2,215	2,404
管理费用	912	1,117	962	1,117	1,291
EBIT	962	1,019	839	1,201	1,589
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	14	20	25	30
财务费用	10	95	-21	-18	-23
营业利润	929	912	880	1,244	1,642
所得税	188	160	185	259	339
少数股东损益	14	15	21	23	32
净利润	769	796	719	1,012	1,323
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,560	2,614	2,896	2,500	3,500
其他流动资产	52	186	0	0	0
长期投资	198	73	73	73	73
固定资产合计	2,429	3,223	3,666	4,072	4,389
无形及其他资产	1,247	1,475	1,115	1,318	1,518
资产合计	8,206	10,551	9,242	11,721	11,949
流动负债	2,787	3,614	1,915	3,539	2,596
非流动负债	127	640	500	502	505
股东权益	5,033	5,885	6,394	7,224	8,361
投入资本(IC)	4,286	5,002	4,357	6,578	5,780
现金流量表					
NOPLAT	776	851	671	961	1,271
折旧与摊销	182	295	313	385	464
流动资金增量	-393	-164	1,041	-1,582	1,311
资本支出	-1,443	-983	-349	-946	-930
自由现金流	-878	-1	1,675	-1,182	2,116
经营现金流	522	847	1,638	-213	3,070
投资现金流	-1,641	-1,025	-329	-921	-900
融资现金流	968	1,232	-1,028	739	-1,170
现金流净增加额	-152	1,054	281	-396	1,000
财务指标					
成长性					
收入增长率	56.6%	10.7%	-13.0%	20.1%	15.6%
EBIT 增长率	22.9%	5.9%	-17.7%	43.2%	32.3%
净利润增长率	13.9%	3.5%	-9.6%	40.6%	30.7%
利润率					
毛利率	20.7%	22.0%	23.1%	23.6%	23.8%
EBIT 率	5.8%	5.5%	5.2%	6.2%	7.1%
净利润率	4.6%	4.3%	4.5%	5.3%	5.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	15.3%	13.5%	11.3%	14.0%	15.8%
总资产收益率(ROA)	9.4%	7.5%	7.8%	8.6%	11.1%
投入资本回报率(ROIC)	18.1%	17.0%	15.4%	14.6%	22.0%
运营能力					
存货周转天数	43	49	46	46	47
应收账款周转天数	5	10	6	7	8
总资产周转天数	152	186	225	199	194
净利润现金含量	0.68	1.07	2.28	-0.21	2.32
资本支出/收入	9%	5%	2%	5%	4%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	40.3%	26.1%	34.5%	26.0%
净负债率	-16.1%	-21.0%	-37.5%	-14.2%	-35.8%
估值比率					
PE	42.8	41.4	45.8	32.6	24.9
PB	3.9	3.4	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.5	14.3	15.3	12.0	8.3
P/S	1.2	1.1	1.3	1.0	0.9
股息率	0.8%	0.8%	1.1%	0.9%	0.9%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告中所指的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。在任何情况下，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、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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		