

引领饲料理念 种业加强 营销深入

——大北农（002385）调研快报

2010年9月6日

推荐/首次

农林牧渔

调研快报

银国宏 S1480207120048

联系人：王昕 农林牧渔行业分析师 010-66507312 MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件：

近期我们拜访了大北农，就公司各项业务的发展与相关领导进行了沟通。

1 乳猪料是公司增长新亮点，潜力大，推进快

公司 94 年起从事饲料业务，是国内最早、最大的预混料生产厂家之一，市场份额约 3%，连续四年位居同类企业第一。随着预混料第一梯队地位的巩固，公司又开始了乳猪料（教槽料和保育料）等新产品的开发，乳猪料是毛利率仅次于预混料的高毛利饲料品种，在国内市场已处于逐步推广期，我们认为这一品种是公司未来将攻克的另一个山头。上半年在饲料行业亏损的情况下，公司饲料收入增长 41.68%，占总销售的比重从去年同期的 78.36% 上升到上半年的 82.57%，就主要得益于公司在预混料稳步增长的基础上，加强了大乳猪套餐系列产品的生产与推广，乳猪饲料销售额为 441.14 百万元，同比增长了 85.78%。

我们认为在规模化养殖进程下，乳猪料将逐渐受到重视，使用范围将进一步扩大。按照年出栏 6 亿头生猪，每头猪需 4 公斤教槽料计算，乳猪料的产值空间约 500 多亿元，而目前国内乳猪料的使用比例与发达国家和地区还相距甚远，未来增长空间巨大。

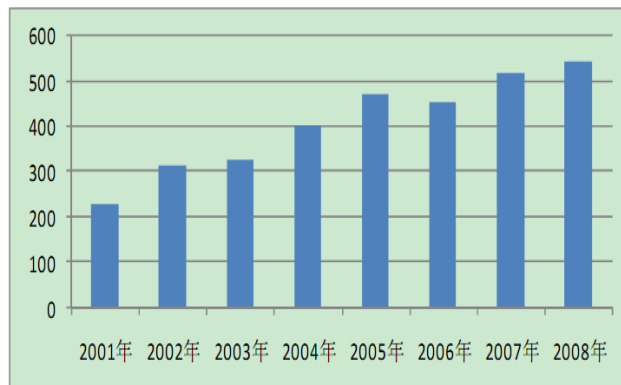
公司上市超募 15 亿元左右，除用于补充流动资金、偿还贷款外还大量用于乳猪料和配合饲料建设，我们认为未来配合饲料将为公司提供持续增长的现金流，而乳猪料则将成为公司新的增长点，目前公司乳猪料已列第一阵营，未来只待产能扩大，顺利销售。6 月以来生猪价格上涨，饲料销量快速回升，7 月公司饲料同比销量增幅明显，在下半年猪肉价格上涨和玉米等原材料涨幅趋缓之下，我们预计四季度饲料业务将有较大幅度增长。

图 1：1990-2008 年全国饲料产量



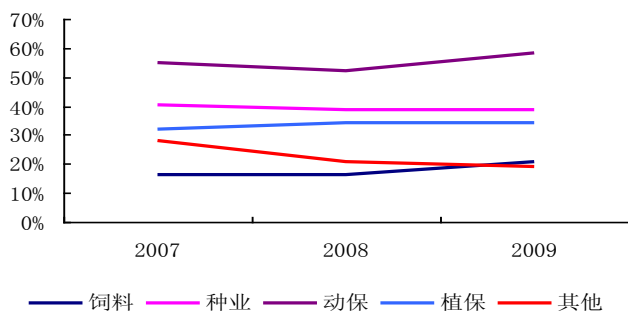
资料来源：招股说明书，东兴证券 单位：吨

图 2：2001 至 2008 年国内预混料产量



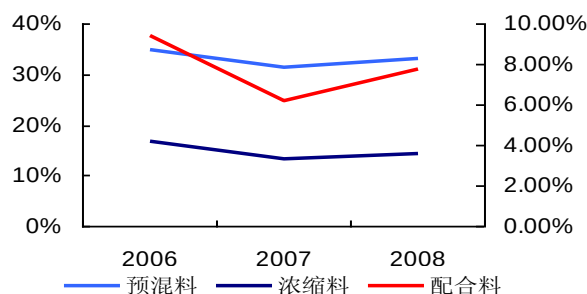
资料来源：招股说明书，东兴证券 单位：万吨

图 3：2007-2009 年公司主要业务毛利率对比



资料来源：招股说明书，东兴证券

图 4：2006-2008 年公司三种饲料毛利率对比



资料来源：招股说明书，东兴证券

表 1：2007-2009 年主要饲料企业毛利率

	2007 年	2008 年	2009 年
正邦科技	7.99%	6.6%	6.53%
新希望	6.73%	7.77%	8.38%
通威股份	8.26%	7.91%	9.33%
正虹科技	9.7%	10.55%	10.33%
天邦股份	17.9%	13%	16.44%
海大集团	8.8%	8.02%	8.54%
大北农	16.01%	16.28%	20.95%

资料来源：招股说明书，东兴证券

2 公司乳猪料的推广模式有望引领饲料理念的改变

先锋公司进入中国带来了国内种业革命，除了播种方式改为单粒播外，更重要的是推广了服务型营销模式。对于饲料而言，我们认为行业未来的竞争将不仅仅通过扩产能、增规模，更多的是要通过让利于农户从而受益于农户，达到可持续的双赢局面，而这种方式的改变还有赖于大型企业服务方式与理念的改良。我们认为公司有望引领饲料领域的“先锋式”革命，利用自身高质量的多种饲料产品，通过纵向一体化模式将公司产品贯穿于从生育到幼崽再到成年猪这一完整生命周期（1 不同其他企业纵向一体化模式，公司主要采取横向发展，在一个产品上深钻研，这种单一业务的深入化将推进公司饲料、种子等项目更精细更高端；2 在产品精深化基础上，公司更多的是推进服务的全面化和完整化即为不同生长阶段的猪提供更多样的产品，一旦使用终身可用）。

3 种子比重将加大，玉米品种受重视，疫苗也将成为主要业务之一

从 2000 年起，公司开始进入种子领域，目前是全国第二大水稻种子生产企业，在长江中下游地区具有明显的竞争优势，07 年起公司主要水稻种子在湖北、江西两个水稻种植大省的市场占有率位居第一。我们认为公司在种子业务上拥有三点优势：一重视品种筛选，公司提前进行区试对比试验，通过合作与自有的研究体系来提前发现优良新品种；二是精准产销，公司研究各区域历年天气等自然条件，找寻最适合品种生产和销售的地区；三是重视管控，包括制种前和制种过程田间管理以及种子收获后的后期处理。

公司目前扬两优 6 号和两优培九推广面积都接近峰值 500 万亩，新品种天优华占在 5 大区审定的情况良好，未来推广量将继续增大。农华 101 是公司的玉米新品种，年内将通过审定（通常在 9.10 月份），未来采取单粒播模式，定价可和先玉 335 媲美，我们预计农华 101 今年制种量有限（约 1000 万斤），但在今年小基数基础上明年量会有成倍增长。加强种业是公司未来的方向，而要想做大种业则玉米是不可或缺的品种，未来玉米种占比将达 50% 左右，储备品种将陆续通过审定。

公司动保业务 07-09 年收入为 98.45 百万元、152.44 百万元和 171.28 百万元，毛利率在 50% 以上，利润贡献占比为 11.24%、10.83% 和 10.84%，公司动保业务中单品可做到 4000 多万，市场销售不成问题，我们预计未来公司将通过自行研发、购买和合并等方式取得新产品权，做大动物保健业务。

表 2：2007-2009 年主要上市公司种业毛利率

种子	2007 年	2008 年	2009 年
登海种业	47.15%	53.95%	56.99%
荃银高科	43.17%	44.50%	42.64%
丰乐种业	31.79%	38.54%	38.19%
万向德农	31.04%	28.84%	37.86%
隆平高科之水稻	26.34%	27.46%	34.97%
隆平高科之玉米	23.00%	25.61%	22.92%
公司	40.42%	38.90%	38.81%

资料来源：招股说明书，东兴证券

4 广阔的渠道+全面服务+情感依赖=用户粘性

我们认为独特的营销模式是公司的核心竞争力之一，可以概括为“渠道覆盖面广、想农户之所想、互动情感依赖”，主要体现在（1）渠道更深入更细致，公司通过设立众多的网点和销售人员，在饲料和种子销售区域上做到了“人无我有、人有我精”，今年上半年又新增加 2000 余销售人员，总计达 6000 余人，这虽然暂时增加了今年的费用，但为公司未来二三年销售推广储备了大量人才，厚积才能薄发；（2）设身处地为农户着想。公司以技术和营销服务为主要手段，构建总部、子公司、服务站三级服务支撑体系，通过 3000 多名科普人员，每年 500 多次的技术推广会和月发行超过 50 万份的《大北农技术服务报》对经销商、养殖户、种子户进行持续地培训和指导服务，不仅引导了农户推广了公司的产品而且提升了公司影响力和竞争力；（3）公司技术服务人员常年驻扎在农村，不仅帮助当地农户解决养殖和种植方面的问题而且关心农户的生活点滴，在日积月累中培养了农户对大北农品牌的感情。

结论：

公司是全国规模最大、品种最齐全的预混料企业，目前在乳猪料领域也取得快速发展，今年上半年在饲料行业持续低迷之际公司凭借乳猪料 85% 以上的增长率而保证了整体业务的增长，我们认为下半年随着猪肉价格上涨和原材料玉米等价格趋稳，饲料销售将逐渐好转（行业企业 7、8 月销量好转也证明了这一点）。乳猪料效用明显但在国内市场还未全面普及，公司未来可利用预混料渠道不断扩大乳猪料示范效应，通过为养殖户提供全面长期而多方位的服务，进一步促进其销量，未来将成为公司饲料业务增长新引擎。公司在水稻种子领域领先，新品种天优华占在五大区表现良好通过审定后将是水稻又一主力；玉米品种农华 101 将在年内通过审定，今年有 1000 万斤左右制种量，明年将有数倍增长，主要采取毛利率较高的单粒播模式。种子是公司未来发展的重要战略之一，尤其是要成为大型公司则玉米种子是不可或缺的部分，未来公司玉米种子占

比将达一半左右。公司上市超募十多亿，在饲料、种子业务壮大的同时，疫苗业务预计在一、二年内也会有新品种推进，我们认为公司可通过购买和合并等多种形式获得疫苗品种，最终形成公司饲料、种子、疫苗业务共同发展。公司通过提供高质量的产品和高效率的服务使农户获益，在广泛的渠道覆盖和示范效应下增强了农户对大北农品牌的粘性，上半年公司招聘的众多销售服务人员经过培训已逐渐发挥效果，我们认为这种厚积薄发式营销模式将不断增强公司销售和服务能力，产能扩张所带来的销售问题将迎刃而解。我们预计短期公司将有农华 101 通过国审，下半年种业扶持政策出台受惠公司，明年三项费用率将逐步降低，饲料产能逐步达产且种子会有新品种不断通过审定，再加上疫苗业务已在逐步扩大中，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.87 元、1.26 元和 1.76 元，对应的 PE 为 50 倍、34 倍和 25 倍，首次给予“推荐”评级。

表 4：公司盈利预测

万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3975.38	5608.57	7529.77	10295.51
(+/-)%	10.21%	41.08%	34.25%	36.73%
经营利润（EBIT）	317.33	401.51	586.03	817.97
(+/-)%	89.24%	26.53%	45.96%	39.58%
净利润	278.75	349.54	506.64	704.75
(+/-)%	93.64%	25.40%	44.94%	39.10%
每股净收益（元）	0.82	0.87	1.26	1.76

资料来源：东兴证券

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。