

大北农(002385.SZ)

业绩快速增长无忧，行业向上拐点隐现

 评级：**增持**

 前次：**增持**

目标价(元)：

37.95-43.36

分析师

联系人

谢刚

胡彦超

S0740510120005

农林牧渔小组

021-20315178

021-20315176

xiegang@qlzq.com.cn

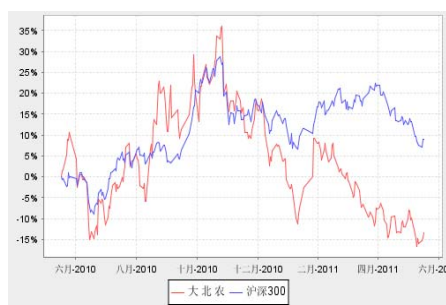
huyc@qlzq.com.cn

2011年6月2日

基本状况

总股本(百万股)	400.80
流通股本(百万股)	222.48
市价(元)	32.98
市值(百万元)	13218.38
流通市值(百万元)	7337.49

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,975.3	5,248.3	7,771.3	13,239.	18,151.
营业收入增速	10.21%	32.02%	48.07%	70.36%	37.10%
净利润增长率	93.64%	11.65%	48.23%	31.89%	33.88%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.78	1.15	1.52	2.03
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	52.04	28.65	21.73	16.23
PEG	0.00	4.47	0.59	0.68	0.48
每股净资产(元)	2.47	7.69	8.59	9.76	11.34
每股现金流量	0.80	0.97	1.21	1.26	1.97
净资产收益率	33.21%	10.10%	13.40%	15.56%	17.92%
市净率	0.00	5.26	3.84	3.38	2.91
总股本(百万股)	340.00	400.80	400.80	400.80	400.80

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 大北农是一家具有鲜明特色的农业高科技企业，公司主业同时涉猎了乳猪仔猪饲料及种子两个差异化明显但均为高附加值的领域并取得成功，凭借的是强大的科研创新能力和领先行业 3-5 年的类直销模式，借此保障公司在各自细分领域内规模份额及利润率的持续快速提升。
- 公司的核心竞争力主要表现在：**强大的科研创新能力和类直销模式优势明显**。通过不断复制“代销——租厂——建厂——建立密集产业集群”等模式来实现异地产能扩张，辅之以管理层次简化和重心的下沉来提高各业务单元的工作效率，进而实现盈利的快速增长。
- 不同于业内大众观点，我们认为 2010 年资本市场寄予大北农业绩过高的期望，是因为对公司饲料产能的扩张节奏预期过于乐观所致；不过，站在当前这个时点往后数三年，我们预计公司产能扩张步伐会显著提速——我们预计未来三年大北农饲料产销规模将保持 48% 的复合增长率，2013 年设计产能将达 700 万吨，为目前的 2.5 倍。简言之，饲料产能扩张加速是为推荐公司股票的第一点逻辑。
- 我们推荐大北农股票的第二点逻辑在于：**2011 年度畜禽养殖行业高景气有望贯穿全年，大北农等猪饲料公司有望在 3 季度率先迎来利润率向上的拐点**。我们预计 3-4 季度饲料行业景气度会否极泰来，乳猪仔猪料受益时点又领先大猪配合料约 3 个月左右，因此乳猪和仔猪饲料占比高的大北农、金新农等公司将有望在三季度率先迎来利润率反弹的拐点。
- 在天优华占等水稻种子盈利贡献稳步提升的背景下，农华 101 等玉米新品种销售状况值得期待，预计 2011-13 年公司种子业务销售额年均增长近 40%，玉米种子销售激增是我们推荐公司股票的第三点理由。
- 预计公司 2011-13 年收入分别为 77.7、132.4、181.5 亿元，净利润为 4.61、6.08、8.15 亿元，同比增长 48.2%、31.9%、33.9%，对应 EPS 为 1.15、1.52、2.03 元，目标区间 37.95-43.36 元，建议增持。

内容目录

公司的成长内核——产能高增长+饲料行业高景气+种子旺销	4 -
大北农核心竞争力分析——研发+销售的双重优势明显	4 -
研发先行，保证产品力竞争优势和高利润率	5 -
饲料营销方式因时而变，网络新平台领先行业三五年	6 -
推荐逻辑之一——产销规模快速扩张，未来三年高成长无忧	8 -
推荐逻辑之二——7月份猪饲料行业景气度向上可期	10 -
猪饲料景气高点滞后猪价高点约6个月，3季度大北农有望率先迎来利润率拐点	10 -
玉米豆粕温和上涨概率大，成本将顺利向下游转嫁	11 -
教槽料未来五年复合增速达25%，大北农是教槽料领域的领先企业	13 -
推荐逻辑之三——农华101快速推广打开业绩成长空间	14 -
大北农的种业研发实力国内领先，玉米新品种农华101综合性状居业内上乘	14 -
农华101旺销构造新的盈利增长点，公司未来三年种业收入年增长40%	15 -
良种配良法——大北农种子精准营销理念可有效降低推广过程中的风险	16 -
盈利预测、估值和投资建议	17 -
盈利预测	17 -
DCF估值法：43.36元	17 -
PE相对估值法：37.95-39.16元	18 -
投资建议	18 -
风险提示	18 -

图表目录

图表1：大北农饲料销售收入列上市公司第五位	4 -
图表2：大北农种业销售收入列上市公司第六位	4 -
图表3：大北农主营业务收入结构图（百万元）	5 -
图表4：大北农主营业务利润结构图（百万元）	5 -
图表5：大北农研发投入业内居首	5 -
图表6：教槽料比较——大北农产品性能优	5 -
图表7：大北农主要产品毛利率呈上升趋势	6 -
图表8：大北农毛利率居于饲料行业首位	6 -
图表9：传统模式公司依赖经销商和业务员	6 -
图表10：大北农新模式公司加强对终端的直接掌控	6 -
图表11：各饲料公司营销团队规模和营销效率比较——大北农销售效率低于同业	7 -
图表12：大北农销售费用率远高于行业平均	8 -
图表13：大北农销售人数增长同时人均效率提升	8 -
图表14：2011-2012年公司募投和超募项目产能释放进度表	8 -

图表 15: 未来三年公司设计产能和产量保持快速扩张态势	- 9 -
图表 16: 大北农营销模式的实证案例	- 9 -
图表 17: 2011-13 年饲料销量复合增长率 48%	- 10 -
图表 18: 猪饲料企业季度毛利率变动趋势	- 11 -
图表 19: 猪饲料价格与玉米等原料价格联动显示行业成本转嫁能力较为稳定	- 11 -
图表 20: 蛰伏一年后五月份玉米价格再度上涨	- 12 -
图表 21: 2011/12 国内玉米库存消费比小幅回升	- 12 -
图表 22: 2010 年以来豆粕走势偏弱 (元/吨)	- 12 -
图表 23: 全球六大主产国大豆产量变化 (千吨)	- 12 -
图表 24: 全球大豆库存消费比同比下滑	- 12 -
图表 25: 国内大豆库存消费比高位持稳	- 12 -
图表 26: 教槽乳猪料占猪料耗用量不足 10% (Kg)	- 13 -
图表 27: 国内教槽料市场占有率	- 13 -
图表 28: 未来五年中国教槽料复合增速有望达到 25%	- 13 -
图表 29: 大北农 2010 年国审晋级数国内居首	- 14 -
图表 30: 大北农植物新品种权授权数快速增长	- 14 -
图表 31: 农华 101 在综合抗逆性和先玉 335 基本相当	- 14 -
图表 32: 农华 101 单产高于先玉 335	- 14 -
图表 33: 大北农优质种子资源储备丰富	- 15 -
图表 34: 预计玉米种子收入复合增长率 61%	- 16 -
图表 35: 预计水稻种子收入复合增长率 28%	- 16 -
图表 36: 大北农种业的推广方法有效降低风险, 实现稳健增长	- 16 -
图表 37: 大北农期间费用率及所得税率假定	- 17 -
图表 38: 大北农 DCF 估值结果 43.46 元	- 17 -
图表 39: 大北农 PE 相对估值结果: 37.95-39.16 元	- 18 -
图表 40: 大北农饲料业务假定	- 19 -
图表 41: 大北农种子业务假定	- 19 -
图表 42: 大北农销售收入预测表	- 20 -
图表 43: 三张报表摘要	- 21 -

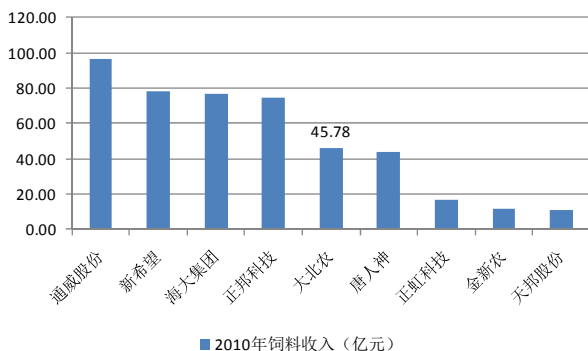
公司的成长内核——产能高增长+饲料行业高景气+种子旺销

- 公司的核心竞争力主要表现在：强大的科研创新能力和类直销模式优势明显，通过不断复制“代销——租厂——建厂——建立密集产业集群”等模式来实现异地产能扩张，辅之以管理层次简化和重心的下沉来提高各业务单元的工作效率，进而实现盈利的快速增长。
- 不同于业内大众观点，我们认为 2010 年资本市场给予大北农业绩过高的期望，是因为对公司饲料产能的扩张节奏预期过于乐观；不过，从现在这个时点往后数三年，我们预计公司产能扩张步伐会提速——我们预计未来三年大北农饲料产销规模将保持 48% 的复合增长率，2013 年设计产能将达 700 万吨，为目前的 2.5 倍，饲料产能扩张加速是为推荐公司股票的第一点逻辑。
- 我们推荐大北农股票的第二点逻辑在于：2011 年度畜禽养殖行业高景气有望贯穿全年，大北农等猪饲料公司有望在 3 季度率先迎来利润率向上的拐点。4 月份生猪补栏有所增加但仍不积极，如果下半年补栏加快的话，预计 3-4 季度饲料行业景气度会否极泰来；乳猪仔猪料受益时点又领先大猪配合料约 3 个月左右，因此乳猪和仔猪饲料占比高的大北农、金新农等公司将有望在三季度率先迎来利润率反弹的拐点。
- 在天优华占等水稻种子盈利贡献依然稳步提升的背景下，农华 101 等玉米种子销售有望异军突起，拉动公司种子业务销售额年均增长近 39.66%，玉米种子销售激增是我们推荐公司股票的第三点理由。
- 综上所述，我们给予大北农“增持”评级，目标价区间 37.95-43.36 元。

大北农核心竞争力分析——研发 + 销售的双重优势明显

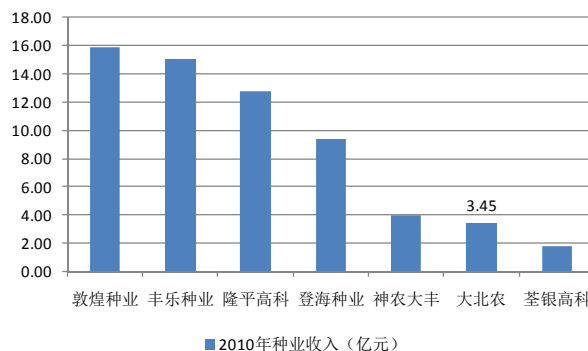
- 大北农在饲料和种子两个不同的领域都获得了行业领先地位。1993 年公司由两个人两间房两万元起步，不到 20 年的时间销售收入突破 50 亿元，在饲料和种子两个不同的行业都跻身行业前列。

图表 1：大北农饲料销售收入列上市公司第五位



来源：2010 年年报、齐鲁证券研究所

图表 2：大北农种业销售收入列上市公司第六位

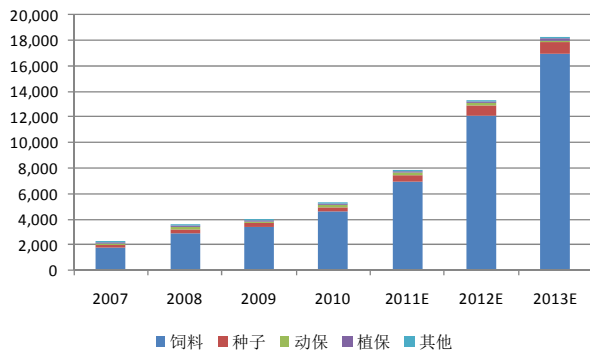


来源：齐鲁证券研究所

- 跨行业经营，成功的奥妙何在？公司强大的科研创新能力和类直销模式

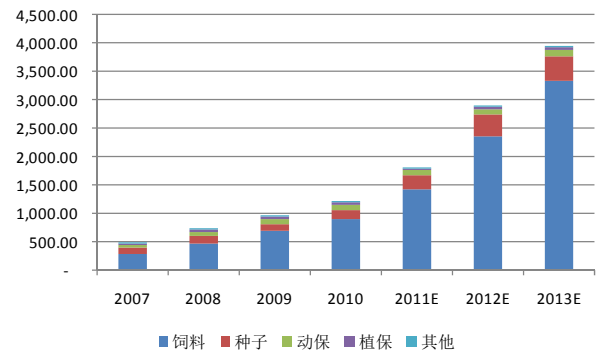
优势明显，通过不断复制“代销—租厂—建厂—建立密集产业集群”等模式来实现异地产能扩张，辅之以管理层次简化和重心的下沉来提高各业务单元的工作效率，进而实现盈利的快速增长。

图表 3：大北农主营业务收入结构图（百万元）



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：大北农主营业务利润结构图（百万元）



来源：齐鲁证券研究所

研发先行，保证产品力竞争优势和高利润率

- 高度重视研发，大手笔投入科研经费。公司 07-09 年累计投入研发经费为 3.79 亿元，约占过去三年总收入的 3.8%。无论是绝对额，还是相对比例，大北农的研发投入都位居行业首位。
- 研发投入带来产品力的竞争优势。2009 年大北农乳猪套餐一经推出，就以乳猪成活率提高、适口性好、消化率高、易教槽等特点受到养殖户的青睐。

图表 5：大北农研发投入业内居首

研发经费	2007	2008	2009	占总收入比重
天邦股份	1684.37 万元	3501.96 万元	3,036.28	3.19%
通威股份	2458.1 万元	数千万元	数千万元	0.32%
海大集团	06-08 年累计投入研发费用 7145.11 万元			0.81%
大北农	07-09 年累计投入研发费用 3.79 亿元			3.80%
金新农	07-10 年上半年累计投入研发费用 7733.56 万元			2.52%
唐人神	08-10 年全年累积投入 1.36 亿元			1.20%

来源：齐鲁证券研究所

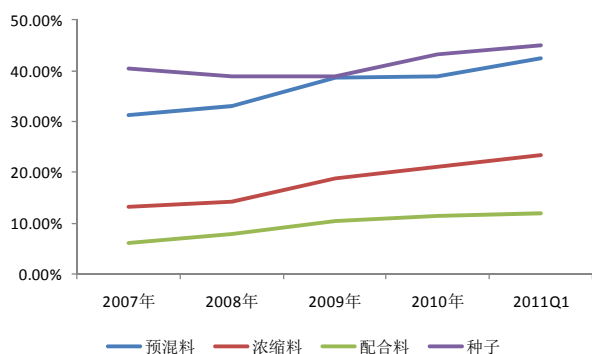
图表 6：教槽料比较——大北农产品性能优

企业	料肉比	日增重范围	采食量范围
名称	范围	(g/头·d)	(g/头·d)
金新农	1.01~1.1	280~350	290~380
英伟中国	1.05~1.2	250~320	260~360
安佑中国	1.2~1.4	220~280	250~380
帝凯维	1.1~1.2	240~300	260~360
双胞胎	1.1~1.2	240~310	260~370
大北农贝贝乳 (7-21 天)	某实证结果显示： 出生 25-34 天喂食贝贝乳，小猪日增重 291g，适口性好，不拉稀，性能优于参照组的安佑 102	250~280	0~180
大北农贝贝乳 (21-28 天)		200~250	180~320
大北农贝贝乳 (28-35 天)		250~280	320~400
大北农贝贝乳 (35-42 天)		350~400	400~600

来源：金新农招股书、贝贝乳实证数据、齐鲁证券研究所

- 公司强大的科研创新能力——不断通过技术进步形成产品力的竞争优势——是公司高利润率的基础。由于高端猪饲料的快速推广、新品种农华 101 和天优华占快速推广，大北农产品分品种（预混料、浓缩料、配合料、种子）毛利率 07-11Q1 呈现逐渐上升的态势；纵向比较看，大北农饲料业务结构优，预混、乳猪料占比高，毛利率一直居于行业首位。

图表 7：大北农主要产品毛利率呈上升趋势



来源：齐鲁证券研究所

图表 8：大北农毛利率居于饲料行业首位

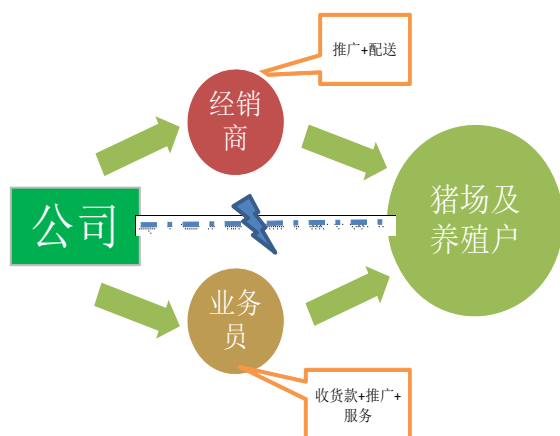
	2010	2009	2008	2007	算术平均
新希望	7.98%	8.38%	7.77%	6.73%	7.72%
通威股份	9.30%	9.33%	7.91%	8.26%	8.70%
正邦科技	5.34%	6.53%	6.60%	7.99%	6.62%
正虹科技	10.00%	10.33%	10.55%	9.70%	10.15%
海大集团	8.50%	8.17%	8.02%	8.80%	8.37%
大北农	19.87%	20.95%	16.28%	16.01%	18.28%
天邦股份	13.32%	16.44%	13.00%	17.90%	15.17%
唐人神	8.62%	9.38%	8.31%	8.21%	8.63%
金新农	14.22%	15.48%	15.04%	13.01%	14.44%

来源：齐鲁证券研究所

饲料营销方式因时而变，网络新平台领先行业三五年

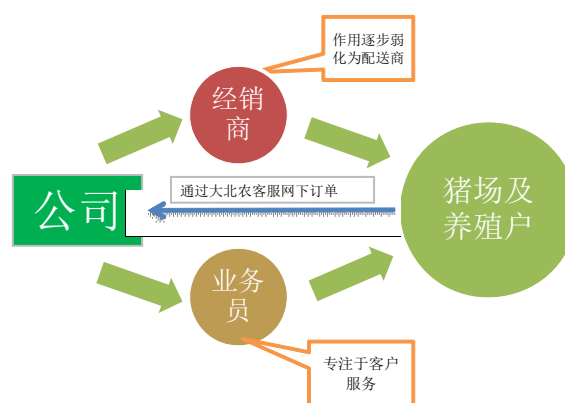
- “酒香也怕巷子深”，好的产品只是基础，仍需要良好的营销手段保证将产品竞争力转化为销售竞争力。我们欣喜的发现，大北农的营销理念和能力都领先行业一步，通过不断的自我突破，再度领先业内三五年。
- 大北农高端料利润空间高、产品有差异、消费者对产品性能认知难，适宜选用类直销的销售模式。
- 大北农饲料营销体系的核心在于：通过庞大业务员队伍进行终端推广，藉深度服务模式以终端需求带动渠道。公司现拥有 5000 名销售人员深入猪场和养殖户进行饲料产品推广，服务网络下沉至村镇一级，拥有 500 多个县级服务站和超过 10000 个村镇的推广服务网络。目前，新招募的销售人员全部要求拥有猪场工作经验，依靠“就地卧倒”的方式更好的了解猪场的需求，更好的服务当地猪场。

图表 9：传统模式公司依赖经销商和业务员



来源：齐鲁证券研究所

图表 10：大北农新模式公司加强对终端的直接掌控



来源：齐鲁证券研究所

- 合理应对生猪散养比例下降，加强对规模场的服务和实证营销。2010 年以来，生猪养殖的疫病频发和养殖效益剧烈波动使得散养户大量退出，规模猪场占比提升。针对这样的市场趋势，公司提前预判并积极应对：
 - 新成立养猪服务事业部，为规模场提供从猪苗到销售价格信息的全

- 程服务；同时业务员更多服务转向大规模养殖户、有效客户。
- 同时，加大对规模场的实证服务力度。大北农饲料产品的特性——高营养高价值高价格——被相对散养户更加理性的规模猪场认可的唯一重要途径就是实证，尤其是对比实证。通过对比，让猪场眼见为实的看到饲料的料肉比低、钱肉比低、能赚更多的钱，规模猪场才愿意购买。（附录二提供了一个万头以上规模猪场的实证案例）
 - 大北农在饲料企业中首先推出网络销售平台——大北农客户服务网——一种新的销售渠道拓展，使公司加强了对终端的掌控力度、减少对经销商的依赖、使业务员专注于服务；随着经销商作用的淡化，拥有议价能力的公司有望在未来压缩经销商的利润空间，提升利润水平。
 - 大北农客户服务网类似于京东、当当等网上商城，主要销售产品是大北农饲料动保及其他农资产品，养殖户可通过网银、金穗惠农卡、支付宝、移动 POS 多种方式实现便捷付款，自今年 4 月试运营以来，短短一个多月的时间里，超过 20% 的饲料已经通过网站销售，预计年内有望突破 50%；
 - 业务员未来专注于服务，有利于效率倍增：网站上线使业务员更多从事务性（拉货款、产品推介）的工作中解放出来，为专业化服务创造了条件，进而有利于实现效率的倍增；
 - 经销商逐步沦为配送商：随着使用客服网订单购买的用户占比提升，大北农饲料经销商的作用淡化，逐步沦为产品配送商。
 - 另一方面，大北农销售费用率高于行业平均水平，而且销售人员的人均销售额、人均销量、人均利润等指标都低于通威、海大、新希望等同业公司，这是由大北农类直销模式决定的，但同时说明公司的营销还比较粗放，在市场竞争加剧后会制约公司的增长质量。

图表 11：各饲料公司营销团队规模和营销效率比较——大北农销售效率低于同业

营销比较	大北农	海大	通威	天邦	正邦	新希望	唐人神	金新农
员工总人数（人）	9,164	4,645	9,614	1,305	6,267	10,258	3,710	828
大专及以上学历（人）	5,880	2,299	2,564	565	2,424	3,103	1,872	506
大专以下（人）	3,284	2,346	7,050	740	3,843	7,155	1,838	322
大专及以上学历占比	64.16%	49.49%	26.67%	43.30%	38.68%	30.25%	50.46%	61.11%
销售人员（人）	5376	1503	1726	281	2192	2480	1225	335
销售人员占比	58.66%	32.36%	17.95%	21.53%	34.98%	24.18%	33.02%	40.46%
2010年总销售额（万元）	524,838	769,769	962,158	110,644	739,369	778,517	417,968	114,974
饲料销售额（万元）	457,790	702,899	872,442	55,919	644,819	356,733	392,171	114,217
饲料总销量（万吨）	126	238.0	307	17.8	238.9	131.7	132.1	29.2
饲料单价（元/吨）	3633	2953	2842	3136	2699	2709	2968	3912
2010年净利润（万元）	31,123	21,107	16,079	3,906	5,804	57,948	8,314	5,620
销售净利润率	5.93%	2.74%	1.67%	3.53%	0.78%	7.44%	1.99%	4.89%
按销售人员口径计：								
人均销售额（万元/人）	97.63	512.16	557.45	393.75	337.30	313.92	341.20	343.21
人均饲料销售额（万元/人）	85.15	467.66	505.47	199.00	294.17	143.84	320.14	340.95
人均销量（万吨/人/年）	0.02	0.16	0.18	0.06	0.11	0.05	0.11	0.09
人均净利润（万元/人/年）	5.79	14.04	9.32	13.90	2.65	23.37	6.79	16.78

数据解读1：大北农的销售队伍最为庞大，5400人的销售队伍中饲料销售人员5000人，种子销售人员400人

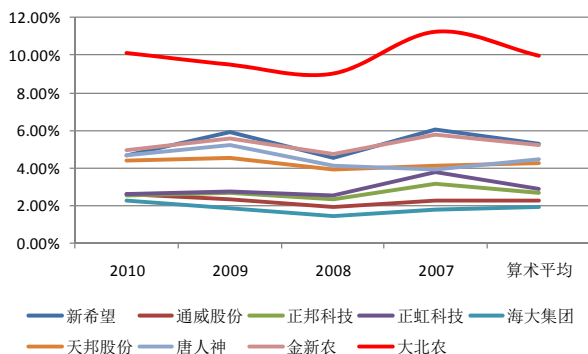
数据解读2：大北农和金新农饲料销售单价显著高于同行，主要是产品结构优，高端的教槽料保育料占比高

数据解读3：大北农在饲料企业中利润率水平最高（剔除新希望投资收益）

数据解读4：大北农销售人员的人均销售额、人均销量、人均利润等指标显著低于海大、通威等同业公司

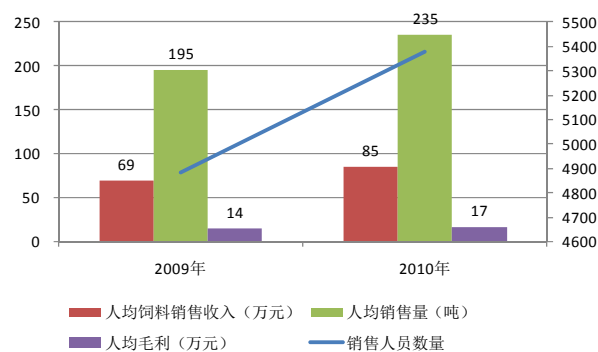
来源：各公司 2010 年年度报告、齐鲁证券研究所

图表 12: 大北农销售费用率远高于行业平均



来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 大北农销售人数增长同时人均效率提升



来源: 齐鲁证券研究所

- 此外, 公司饲料业务目前是按省分拆 30 多个省级事业部, 现在计划把每个省再划分成若干区域, 由总部直接管理, 预计这一工作将在 2013 年完成。这种管理层次简化和重心的下沉有助于提高管理效率。

推荐逻辑之一——产销规模快速扩张, 未来三年高成长无忧

- 根据如 IPO 项目和超募项目的进度预测, 我们预计 2011-12 年公司饲料产能进入快速释放期, 2011-12 年新增 117 和 180 万吨, 但事实上公司的产能扩张速度可能比我们预计的还要快。

图表 14: 2011-2012 年公司募投和超募项目产能释放进度表

类别	项目名称	年新增产能	预计投产时间	预混	浓缩	配合
超募资金	南宁大北农18万吨猪饲料项目	教槽料保育料乳猪料6万吨, 猪配合料12万吨	2010年9月1日		3	15
超募资金	山东大北农18万吨猪饲料项目	教槽料保育料乳猪料6万吨, 猪配合料12万吨	2010年12月30日		3	15
募投项目	微生态制剂产业化项目	微生态制剂1万吨	2011年4月30日			
募投项目	淮阴大北农水产饲料项目	水产饲料14万吨	2011年6月30日			14
募投项目	天津昌农水产饲料项目	水产饲料10万吨	2011年6月30日			10
超募资金	乳猪料6万吨, 猪配合料12万吨	教槽料保育料乳猪料6万吨, 猪配合料18万吨	2011年6月30日		3	21
超募资金	漳州大北农42万吨猪饲料项目	教槽料保育料乳猪料6万吨, 猪配合料36万吨	2011年7月31日		3	39
超募资金	北京基地9万吨高档教槽料及原料处理项目	教槽料9万吨	2011年11月30日			9
超募资金	湖南大北农30万吨猪饲料项目	教槽料保育料乳猪料6万吨, 猪配合料24万吨	2011年12月31日		3	27
超募资金	三明大北农18万吨猪饲料项目	乳猪料6万吨, 猪配合料12万吨	2011年12月31日		6	12
超募资金	龙岩武平18万吨饲料项目	乳猪料6万吨, 猪配合料12万吨	2011年12月31日		6	12
募投项目	北京新型高效预混料项目	预混料12.2万吨	2012年4月30日	12.2		
超募资金	西安大北农12万吨饲料项目	教槽料保育料乳猪料6万吨, 猪配合料6万吨	2012年4月30日		3	9
超募资金	新疆大北农6万吨猪饲料项目	乳猪料以及中大猪料6万吨	2012年6月30日		3	3
超募资金	广州大北农30万吨预混料及猪饲料项目	预混料6万吨, 教槽料保育料乳猪料6万吨, 18万吨猪配合料	2012年7月31日	6	3	21
超募资金	茂名大北农18万吨猪饲料项目	教槽料乳猪料6万吨, 猪配合料12万吨	2012年12月30日		3	15
超募资金	江西大北农24万吨猪饲料项目	预混料6万吨, 教槽料保育料乳猪料6万吨, 12万吨猪配合料	2011年下半年开工、2012年竣工	6	3	15
超募资金	益阳大北农18万吨猪饲料项目	乳猪料6万吨, 猪配合料12万吨	2011年下半年开工、2012年竣工		6	12
超募资金	浙江大北农24万吨猪饲料项目	预混料6万吨, 教槽料保育料乳猪料6万吨, 12万吨猪配合料	2011年下半年开工、2012年竣工	6	3	15
募投项目产能释放按年份计算						
	高端产能 (预混料、教槽保育乳猪料)	高端产能占新增产能比重	2010年投产36万吨	0	6	30
	120.2万吨	34.8%	2011年投产117万吨	0	9	108
			2012年投产180万吨	30.2	36	114
合计 (万吨)				合计345.2万吨	30.2	51
						264

来源: 公司各募集及超募情况使用公告、齐鲁证券研究所

- 在 IPO 之前，由于多数分公司都已经提前进行了项目扩建和改造，到 2010 年，公司饲料实际产能已经增长至 270-280 万吨，到 2011 年底，公司饲料产能有望达到 450-500 万吨。我们预计 2013 年公司产能将达到 700 万吨，是 2010 年产能的 2.5 倍。

图表 15：未来三年公司设计产能和产量保持快速扩张态势

饲料合计	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
设计产能（吨）	660,000	1,030,000	1,280,000	2,740,000	4,700,000	6,332,000	6,965,200
其中：预混料	150,000	180,000	190,000	330,000	500,000	632,000	695,200
浓缩料	110,000	200,000	260,000	660,000	750,000	1,110,000	1,221,000
配合料	400,000	650,000	830,000	1,750,000	3,450,000	4,590,000	5,049,000
产能yoy		56%	24%	114%	72%	35%	10%
饲料产量（吨）	615,809	885,088	986,085	1,285,200	1,861,500	3,180,700	4,179,120
其中：预混料	131,135	175,310	219,119	211,200	248,000	338,200	417,120
浓缩料	106,162	156,875	155,151	181,500	306,000	486,000	732,600
配合料	378,512	552,903	611,814	892,500	1,307,500	2,356,500	3,029,400
产能利用率	93.3%	85.9%	77.0%	46.9%	39.6%	50.2%	60.0%

来源：齐鲁证券研究所

- 大北农产能扩张一般遵循“代销——租厂——建厂——建立密集产业集群”，这种先市场培育、再扩张产能的方式有效保证了新增产能可以被较好的消化。

图表 16：大北农营销模式的实证案例

实证二

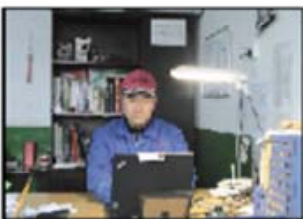
实证目的：大北农教槽料“贝贝乳”与猪场现用某公司教槽料 A 做饲喂对比，保育料“宝宝壮”与猪场现用某公司保育料 B 做饲喂对比，测定各项指标。

实证地点：[REDACTED]

实证猪场简介：[REDACTED] 场位于 [REDACTED]，总占地面积近 300 亩，建筑面积 2.5 万平方米，企业总投资 2500 万元，公司现有人员 60 名，管理人员 10 名，技术骨干人员 15 名，拥有饲料加工厂一座，年产各类饲料 2 万吨，高标准现代化猪舍 125 栋，存栏母猪 2000 多头，仔猪繁育全部采用现代化分娩床、高床保育、人工授精、B 超测孕等繁育技术，年出栏商品猪近 4 万头，最近两年来先后被评为银行“AA 级信用企业”、“市农业产业化龙头企业”、“河南省无公害畜产品产地认证”。



新厂区大门



公司总经理李兴旺

实证时间：
教槽料实证：仔猪断奶后十天，3 月 1 日 - 3 月 11 日。
保育料实证：仔猪转保育舍后十天，3 月 4 日 - 3 月 15 日。

实证材料：
贝贝乳、宝宝壮、某公司教槽料 A、某公司保育料 B、健康断奶仔猪

猪两窝，健康保育阶段仔猪两窝。贝贝乳、宝宝壮、某公司教槽料、保育料。电子磅。

实证方法：
断奶仔猪实证：断奶后贝贝乳使用干湿二槽法进行饲喂，某公司教槽料 A 为颗粒料，直接饲喂，实证时间共十天。保育猪实证：宝宝壮和某公司保育料 B 直接饲喂，自由采食。实证开始和结束对每窝仔猪进行称重，并对饲料采食量进行统计，期间按照猪场正常程序对仔猪进行防疫。

实证结果：

饲料名称	初始日龄	初始均重	期末均重	日增重	日采食量	料肉比
A	29d	8.12kg	10.39kg	227g	288.3g	1.27
贝贝乳	27d	7.96kg	11.25kg	329g	391.5g	1.19

饲料名称	初始日龄	初始均重	期末均重	日增重	日采食量	料肉比
B	41d	15.63kg	18.14kg	250g	402g	1.61
宝宝壮	42d	17.13kg	21.27kg	423g	541g	1.28



饲喂贝贝乳仔猪



实证结束称重

用户感言：北京大北农乳猪料很好，抢着吃，生长快，不拉稀，不得病，环境适应力强，皮毛好，放心、省力。

来源：公司资料，齐鲁证券研究所

- 以公司销售情况最好的福建为例：福建最先是江西大北农拉饲料试销，然后在福建三明、龙岩、厦门都租厂生产，最近两年在三明、漳州、福州都开始建设生产基地，销量快速提升。

图表 17：2011-13 年饲料销量复合增长率 48%

饲料合计	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量（吨）	603,493	851,166	953,563	1,263,672	1,830,588	3,128,146	4,110,295
销量yoy		41%	12%	33%	45%	71%	31%
其中：预混料	128,513	152,552	196,152	206,976	243,040	331,436	408,778
浓缩料	104,039	154,658	155,593	178,778	301,410	478,710	721,611
配合料	370,941	543,956	601,819	877,919	1,286,138	2,318,000	2,979,907
销售单价（元/吨）	2906.69	3454.23	3534.19	3622.70	3782.86	3877.95	4110.99
销售额（百万元）	1,754	2,940	3,370	4,578	6,925	12,131	16,897
毛利率	16.01%	16.29%	20.84%	19.86%	20.41%	19.45%	19.67%
毛利额（百万元）	280.86	478.81	702.26	909.05	1,413.18	2,359.53	3,324.32
成本（百万元）	1,473.30	2,461.31	2,667.82	3,668.85	5,511.68	9,771.27	13,573.05

来源：齐鲁证券研究所

推荐逻辑之二——7 月份猪饲料行业景气度向上可期

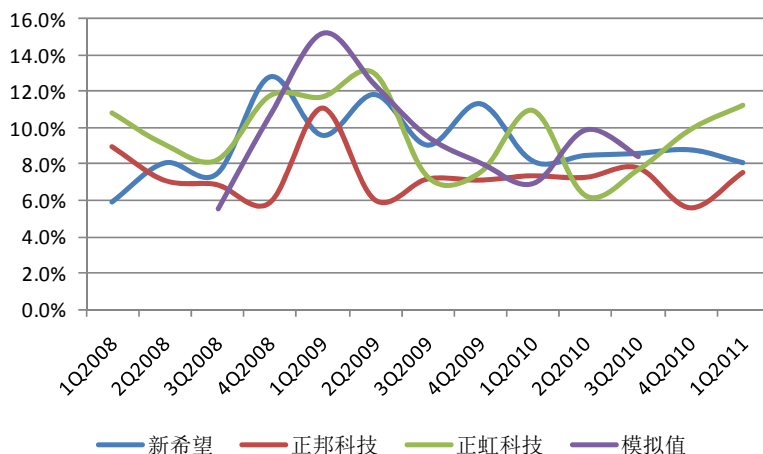
- 大北农以猪饲料为主、高端教槽乳猪保育料占比高的产品结构将最先迎来景气拐点出现。我们推荐大北农的一个重要原因在于猪饲料行业景气度向上拐点出现——生猪养殖高景气引发补栏提升是大概率事件，3-4 季度饲料行业景气度将出现环比提升——下半年饲料分品种景气度排序中猪饲料居首，而猪饲料中教槽料、保育料、乳猪料将最先在生猪补栏中受益。

猪饲料景气高点滞后猪价高点约 6 个月，3 季度大北农有望率先迎来利润率拐点

- 我们考察了历史上的几次生猪牛市背景下的饲料行业利润波动情况，发现猪饲料利润的景气高点通常滞后猪价高点出现，时滞大约为 6 个月。
- 历史数据一：2008 年 4 月初猪价见顶，但直到 2008 年 3 季度末猪配合饲料的毛利率才开始呈现上升态势，2009 年 1 季度毛利率达到阶段性顶点，这说明——猪饲料景气高峰较猪价高峰晚出现近 6 个月。
- 历史数据二：从 2009 年 2 季度开始，猪饲料毛利率整体一路下滑，2010 年全年猪饲料毛利率整体处于较低水平，而猪价已经在 2010 年 6 月底见底并强劲反弹，这说明猪饲料的景气低谷较猪价的低谷滞后约 6 个月。
- 结合对历史存栏情况和猪饲料毛利率情况的回顾，我们容易得出如下几点结论：（1）猪饲料生产企业在养殖盈利较好时有较强的成本转嫁能力；（2）猪饲料企业在存栏较高时盈利能力强；（3）饲料价格上涨会降低饲料毛利率。
- 基于对生猪养殖周期的判断，考虑到目前生猪养殖盈利水平的推力及未来生猪补栏的趋势性变化，我们按照饲料行业景气高点滞后猪价 6 个月简单推算，预计 2011 年四季度开始，直到 2012 年上半年，猪饲料行业将出现久违的小阳春。（对养殖景气和补栏趋势的详细分析请参见 4 月 28 日畜禽养殖行业专题报告《养殖高景气有望贯穿 2011 年全年》）
- 值得注意的是，乳猪仔猪料的需求增长早于大猪配合料需求增长约 3 个月时间，乳猪仔猪料占比高的金新农、大北农将领先其他猪饲料企业，

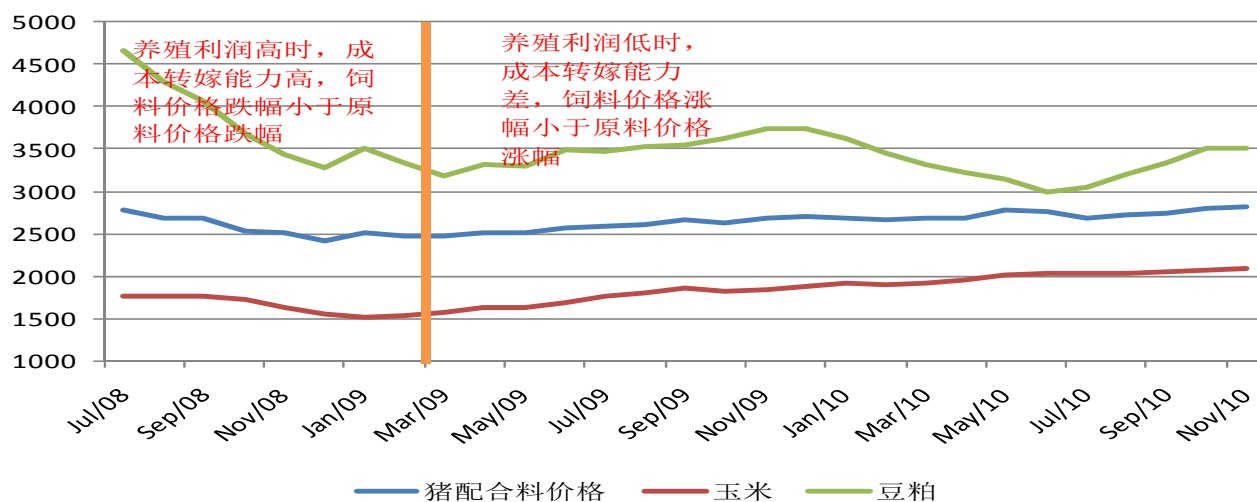
在三季度率先迎来利润率提升的拐点。

图表 18：猪饲料企业季度毛利率变动趋势



来源：齐鲁证券研究所

图表 19：猪饲料价格与玉米等原料价格联动显示行业成本转嫁能力较为稳定



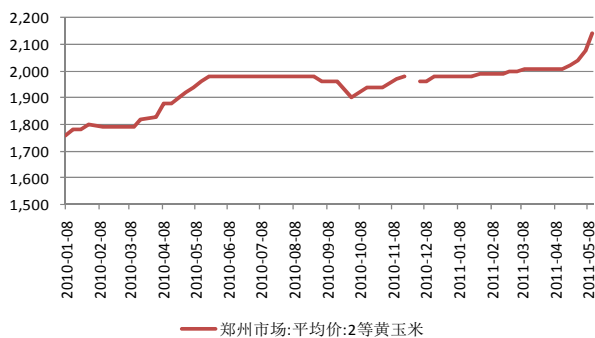
来源：齐鲁证券研究所

玉米豆粕温和上涨概率大，成本将顺利向下游转嫁

- 作为介入种植业和养殖业之间的初加工业，饲料行业的利润不仅受到下游养殖景气影响，同时也受到上游原料成本影响。
- 目前的长江中下游旱情强化了原粮价格上涨预期，但截至2011年6月2日，湖北、湖南、江西、安徽等省普降大雨，有效缓解了秋粮减产的风险，我们预计玉米、豆粕等大宗原料的价格2011年将以温和上涨为主。
- 具体来看，预计2011年玉米价格将在成本推动下仍有望录得10%左右的涨幅。
 - 国内方面，预计2011年玉米种植面积将增长2.1%。2010/11年全国玉米播种面积4.71亿亩，同比增加360万亩，增幅0.8%；调查显示2011/12年我国玉米种植面积可能增加2.1%。

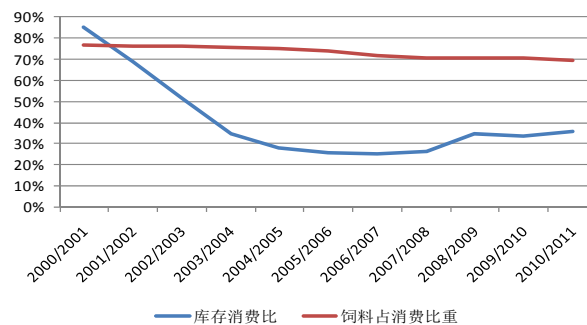
- 不考虑阶段性取消玉米深加工增值税进项税额的抵扣影响，我们预计 10/11 国内玉米消费量同比增长 3.1% 至 1.64 亿吨。
- 整体看来，2011 年国内玉米呈现供需平衡，2011 年期末库存消费比上升 2 个百分点至 36%。

图表 20：蛰伏一年后五月份玉米价格再度上涨



来源：齐鲁证券研究所

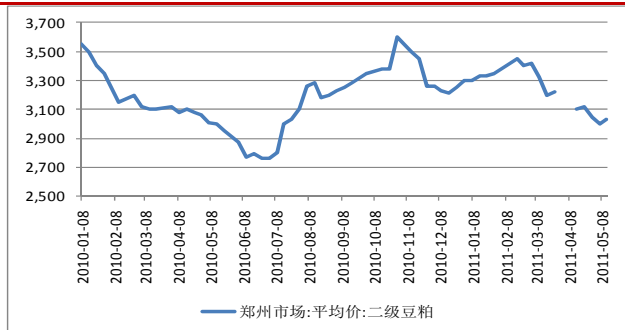
图表 21：2011/12 国内玉米库存消费比小幅回升



来源：齐鲁证券研究所

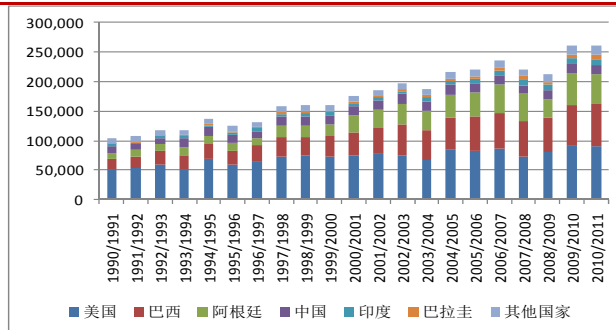
- 短期来看，大豆进口量增加导致 10/11 豆粕产量同比增长 17.5% 至 0.45 亿吨，而存栏仍处于低位，豆粕需求仍不旺盛；2010 年豆粕价格走势远远弱于其他农产品；但中期来看，在补栏需求拉动下，我们预计国内豆粕价格将逐步走强。

图表 22：2010 年以来豆粕走势偏弱（元/吨）



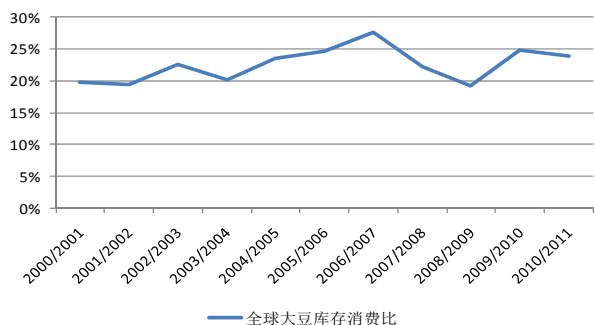
来源：齐鲁证券研究所

图表 23：全球六大主产国大豆产量变化（千吨）



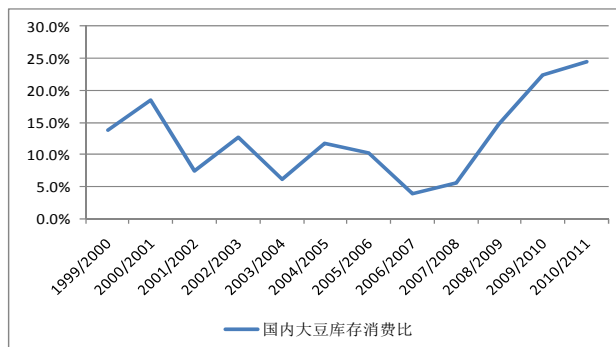
来源：齐鲁证券研究所

图表 24：全球大豆库存消费比同比下滑



来源：齐鲁证券研究所

图表 25：国内大豆库存消费比高位持稳



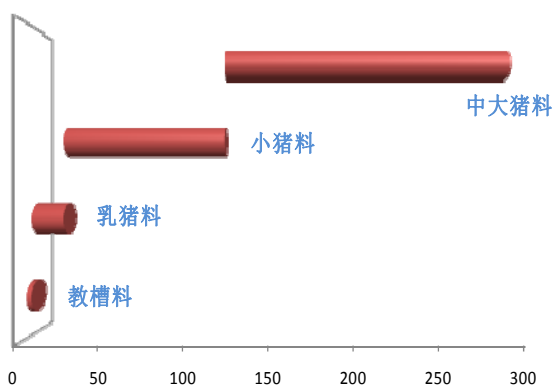
来源：齐鲁证券研究所

- 饲料行业系统性机会来自上游成本压力缓解和下游养殖景气回升，目前养殖高景气业已确定，而我们预计主要原料价格将温和上涨（10%），在目前下游盈利高的情况下，饲料企业的成本压力有望顺利向下转嫁。

教槽料未来五年复合增速达 25%，大北农是教槽料领域的领先企业

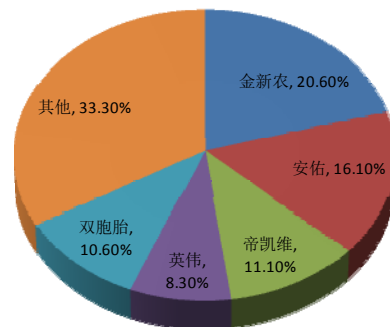
- 教槽料也叫早期仔猪断奶料、代乳料、人工乳等，一般在仔猪 5~7 日龄到断奶后 7~14 天食用的一种高营养成分的全价配合饲料。
- 教槽料的技术含量较高，大部分企业其实不具备出产教槽料的能力，目前国内主要有教槽料出产能力的企业主要有金新农、大北农、安佑、英伟、帝凯维、双胞胎等企业。

图表 26：教槽乳猪料占猪料耗用量不足 10% (Kg)



来源：齐鲁证券研究所

图表 27：国内教槽料市场占有率



来源：金新农招股说明书、齐鲁证券研究所

- 中国教槽料市场正在从培育期走向爆发增长期，未来 5 年复合增速有望达到 25%。2010 年我国生猪出栏量达到 6.6 亿头，按每头猪使用 3 公斤教槽量计算，理论需要教槽料约 200 万吨，渗透率仅为 13%。汉鼎世纪咨询预计在 2015 年教槽料市场渗透率将达到 43.1%，我们保守假设到 2015 年渗透率达到 1/3，则教槽料的产量复合增长将达到 25%。

图表 28：未来五年中国教槽料复合增速有望达到 25%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2010-15CAGR
年生猪出栏量 (万头)	61,207	56,508	61,017	64,539	66,000	68,310	70,701	73,175	75,737	78,387	3.5%
教槽料产量 (万吨)	15	16	18	22	26	31	38	48	61	78	24.7%
yoy		6.7%	12.5%	20.0%	19.0%	19.4%	24.2%	26.5%	27.0%	26.5%	
理论教槽料产量 (万吨)	184	170	183	194	198	205	212	220	227	235	
教槽料渗透率	8.2%	9.4%	9.8%	11.2%	13.0%	15.0%	18.0%	22.0%	27.0%	33.0%	

来源：齐鲁证券研究所（生猪出栏量增速假设 3.5%=1996-2009 年实际出栏量增长，未考虑生猪养殖周期带来的出栏量波动）

- 由于拥有强大的研发实力作后盾，大北农积极开发并大力推广饲料中的高附加值产品。公司自 09 年上半年推出“乳猪饲养套餐”，教槽料“贝贝乳”、保育料“宝宝壮”等系列产品可将乳猪断奶时间从原来的 35 天左右缩短至 1-2 周，提高母猪利用率和乳猪增重速度。
- 大北农母猪饲料“母仔乐”、乳猪饲料“贝贝乳”、仔猪饲料“宝宝壮”在推向市场后，深受养殖户欢迎，市场销量也随之激增，由于这部分产品的附加值较高，因此规模提升带动公司利润率曲线稳步上扬。

推荐逻辑之三——农华 101 快速推广打开业绩成长空间

大北农的种业研发实力国内领先，玉米新品种农华 101 综合性状居业内上乘

- 大北农在种业方面的研发实力同样突出，不论是 2010 年国审区试晋级数量、还是主力新品种的推广潜力，大北农王者之气都显露无遗。

图表 29：大北农 2010 年国审晋级数国内居首

2010 年国家区试审定晋级	通过数	全国占比	国内排名
水稻	25	14%	1
玉米	7	5.3%	3

来源：齐鲁证券研究所（注：玉米晋级数第一名是一家科研单位）

图表 30：大北农植物新品种权授权数快速增长

植物新品种权	上市时	目前	增长
申请数	33	47	42%
授权数	17	29	71%

来源：大北农招股书、齐鲁证券研究所

- 去年通过国审的玉米新品种——农华 101 在广适性、抗逆性和单产上都不弱于先玉 335，具有良好的推广潜力。农华 101 同时适宜在东北春播区和黄淮海夏播区播种，可推广面积高达 2 亿亩。

图表 31：农华 101 在综合抗逆性和先玉 335 基本相当

	大斑病	小斑病	茎腐病	矮花叶病	弯孢菌叶斑病	瘤黑粉病	玉米螟	抗旱性	抗倒伏
农大 108	抗	高抗	感	N/A	高抗	N/A	抗	N/A	N/A
郑单 958	抗	抗	感	高抗	感	抗	N/A	高抗	抗
先玉 335	感	感	高抗	感	中抗	中抗	感	N/A	不抗
农华 101	感	感	中抗	中抗	感	中抗	感	N/A	不抗
登海 662	感	感	感	感	感	感	高感	N/A	高抗
登海 661	中抗	感	中抗	中抗	中抗	高抗	N/A	低	高抗
登海 701	高感	中抗	高抗	感	中抗	高抗	N/A	N/A	高抗
登海 605	感	感	高抗	感	感	高感	中抗	N/A	N/A
良玉 188	抗	抗	感	抗	抗	N/A	抗	N/A	不抗
振杰 1 号	感	中抗	中抗	抗	感	感	感	N/A	N/A
农乐 988	中抗	中抗	感	中抗	感	感	高感	N/A	N/A
鑫玉 37	中抗	感	中抗	高抗	感	感	高感	N/A	不抗
盛单 219	中抗	抗	抗	抗	抗	N/A	中抗	N/A	N/A

来源：国家品种审定委员会、齐鲁证券研究所（黄色为历史标志性品种、蓝色为近两年通过国审新品种）

图表 32：农华 101 单产高于先玉 335

	审定时间	实验区域	区域试验单产（公斤/亩）	区试增产幅度	比照对象	生产试验单产（公斤/亩）	生产试验增产幅度	比照对象	推广单位
农大 108	2001 年	黄淮海	526.1	6.45%	掖单 13	510.3	8.58%	当地品种	金色农华等四家
郑单 958	2000 年	黄淮海	583.9	22.20%	掖单 19	587.1	7%+	当地品种	河南金博士等四家
先玉 335	2004 年	黄淮海	579.5	11.30%	农大 108	509.2	4.7%	当地品种	登海种业、敦煌种业
先玉 335	2006 年	东北	763.4	18.60%	农大 108	761.3	20.9%	当地品种	登海种业、敦煌种业
农华 101	2010 年	黄淮海	652.8	5.40%	郑单 958	611	4.2%	郑单 958	大北农
农华 101	2010 年	东北	775.5	7.50%	郑单 958	780.6	5.1%	郑单 958	大北农
登海 662	2009 年	黄淮海	666.7	5.80%	郑单 958	626.2	3.4%	郑单 958	登海种业
登海 661	2009 年	黄淮海	745.1	8.50%	郑单 958	745.1	8.5%	郑单 958	登海种业
登海 701	2009 年	黄淮海	640.8	5.10%	郑单 958	645.1	7.2%	郑单 958	登海种业
登海 605	2010 年	黄淮海	659	5.30%	郑单 958	614.9	5.5%	郑单 958	登海种业
良玉 188	2010 年	东北	760.1	6.10%	郑单 958	760.5	2.8%	郑单 958	登海种业
振杰 1 号	2008 年	黄淮海	622.4	6.10%	郑单 958	616.9	4.5%	郑单 958	
农乐 988	2008 年	黄淮海	623.4	5.60%	郑单 958	618.9	4.8%	郑单 959	
鑫玉 37	2010 年	黄淮海	667.4	7.50%	郑单 958	624	6.4%	郑单 959	
盛单 219	2010 年	东北	783.7	9.30%	郑单 958	788.6	6.7%	郑单 958	

来源：国家品种审定委员会、齐鲁证券研究所（黄色为历史标志性品种、蓝色为近两年通过国审新品种）

图表 33：大北农优质种子资源储备丰富

种类	名称	品种特点	适合种植区域	品种来源	备注
水稻种	天优华占	双季晚稻、籼型三系杂交水稻	长江中下游	购买品种	目前重点推广品种
	两优培九	一季中稻、产量高、抗性好	长江中下游	购买品种	2000年开始推广并大获成功，推广面积1000万亩
	扬两优6号	一季中稻、产量高、抗性好	长江中下游	购买品种	IPO募投项目，前期主力品种
	陆两优996	早稻、产量高、抗性好	南方双季稻区	购买品种	IPO募投项目
	C两优396	一季中晚稻及迟熟晚稻、产量高、耐极端气候能力强	长江中下游一季稻区及南方双季稻	购买品种	目前重点推广品种
	先农系列	中、晚稻、产量稳定、质量好	长江中下游、南方双季稻区	自主研发	IPO募投项目
	C两优87	一季晚稻、产量高、耐寒性强	湖南省	购买品种	IPO募投项目
玉米种	C两优343	一季晚稻、米质优、产量高	长江中下游一季稻区	购买品种	
	农华101	产量高、抗性优于先玉335	黄淮海、东北、华北	自主研发	目前重点推广品种
	农大108	春播及夏播品种、产量高	东北、西北、华北、黄淮海、西南	购买品种	全国各地均能种植，前期主力品种
	邢抗2	夏播品种、产量高、质量好	华北	购买品种	
	中原单32	夏播品种、产量高、质量好	河南省	合作研发	
	平玉5	夏播品种、产量高、质量好	重庆市	合作研发	
	农华7号	夏播品种、产量高、质量好	四川省	自主研发	
	京玉11号	夏播品种、产量高、质量好	津、京、唐地区	自主研发	
	京玉7号	夏播品种、产量高、质量好	河北省	合作研发	IPO募投项目
	辽单127	夏播品种、产量高、质量好	辽宁省	合作研发	IPO募投项目
	LN1	夏播品种、产量高、质量好	吉林中南部，辽宁中北部、内蒙、河北、山西、陕西、河南、山东		
	浚单22	夏播品种、产量高、质量好	河南、河北、陕西	购买品种	IPO募投项目，原主力品种
	洛玉3号	夏播品种、产量高、质量好	河南省	合作研发	
	中单808	春播品种、产量高、质量好	河北省、西南地区	合作研发	IPO募投项目
	农华16	春播品种、产量高、质量好	河北	自主研发	
	农华8号	春播品种、产量高、质量好	辽宁、吉林晚熟区、河北北部、北京、天津、山西、陕西	自主研发	IPO募投项目
	农华98	春播品种、产量高、质量好	吉林、黑龙江	自主研发	IPO募投项目
	农华18	春播品种、产量高、质量好	河北	自主研发	
	京玉16	春播品种、产量高、质量好	京津唐	购买品种	
	农华9	春播品种、产量高、质量好	辽宁	自主研发	
	农华50	夏播品种、产量高、质量好	陕西	自主研发	
	淄玉9号	夏播品种、产量高、质量好	山东省		
棉花种	金华杂6号	春播杂交棉花品种	河南各棉区春直播和麦棉套作种植		
	豫宝杂4号	春棉杂交品种	适于黄淮棉区春播或麦套移栽和新疆南疆棉区种植		泗抗3号价格稳定在68元/公斤
	豫宝杂6号	短季杂交棉品种	适于黄淮棉区夏播及甘肃河西地区、新疆北疆棉区种植		先杂棉1号价格稳定在65元/公斤

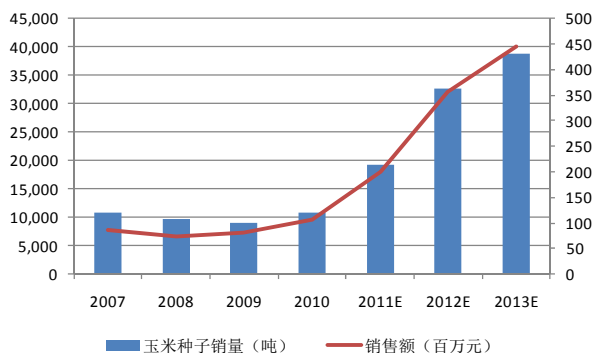
来源：齐鲁证券研究所，注黄色为前期主力品种，绿色为目前主推品种

农华 101 旺销构造新的盈利增长点，公司未来三年种业收入年增长 40%

- 2011 年公司计划的主力品种玉米种农华 101 和水稻种天优华占具有良好的性状和推广前景，双双入选《2011 年农业部主导品种推介目录》。
- 农华 101 有望快速放量。农华 101 依靠 2010 年试点区域良好的大田表现和公司完善的销售体系，农华 101 在今年 3 月 15 日已经销售一空，预计下一作物年度销量有望翻倍至约 1000 万公斤。
- 水稻种天佑华占、扬两优号、C 两优 396 盈利贡献稳步提升。天佑华占已经通过 2008 年长江中下游中晚稻区国审，并在近期又通过了湖北省审定，预计 2011 年将在其他水稻种植区域通过国审，C 两优 396 也与 2009 年通过国审，这两个品种拥有适应性好，产量高的特点，未来推广面积均有望达到 300 万亩以上。
- 在天优华等水稻种子盈利贡献依然稳步提升的背景下，农华 101 等玉米

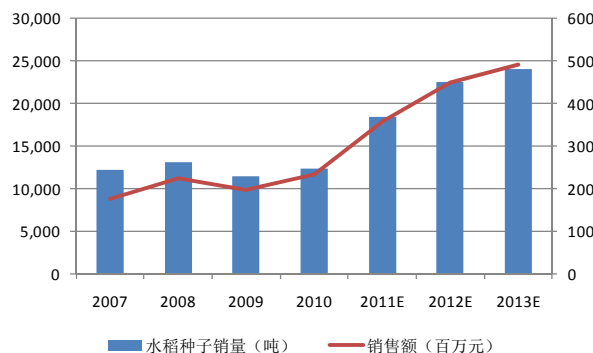
种子销售有望异军突起，拉动公司种子业务销售额年均增长近 40%。

图表 34：预计玉米种子收入复合增长率 61%



来源：齐鲁证券研究所

图表 35：预计水稻种子收入复合增长率 28%

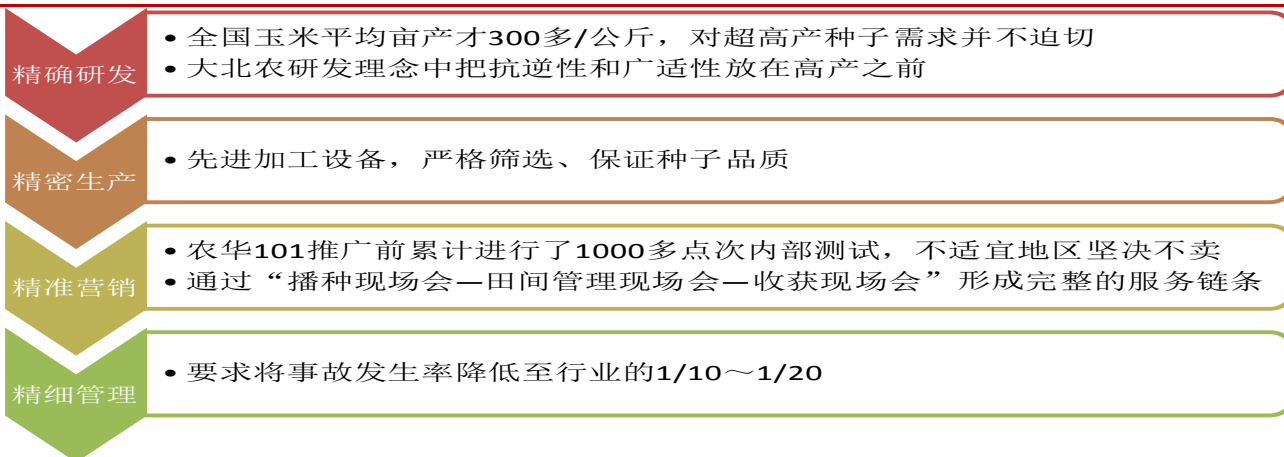


来源：齐鲁证券研究所

良种配良法——大北农种子精准营销理念可有效降低推广过程中的风险

- 很多投资者担心农华 101 作为新品种推广会不会遇到类似去年登海 662 一样的风险？十全十美的种子是不存在的，但我们认为不论是品种本身、还是服务水平，大北农将使推广风险降至较低水平。
 - 案例 1: 掖单系列多个品种在国内曾非常辉煌,全国推广面积到 4000 多亩，但遭遇大斑病爆发，面积迅速下降；
 - 案例 2: 奥瑞金、长城等企业推广豫玉 22，推广面积达 2200 万亩，但是遇到大面积倒伏，平均减产高达 1/3，结果第二年下滑至 400-500 万亩；
 - 案例 3: 2010 年登海 662 在河南遭遇粗缩病致大幅减产，暂停销售。

图表 36：大北农种业的推广方法有效降低风险，实现稳健增长



来源：齐鲁证券研究所

- 上述案例再次说明种子并不是普通商品，农户在购买时，对产品性能的认识相对于厂家存在明显的劣势。我们认为种子销售需要的是专家型营销——需要企业在当地进行试验，确认该地适宜种植后，并确保农民了解相关的种植风险和应对方法才能销售。以农华 101 为例，大北农在推广前已经在全国试验 1000 多点次，发现不适宜种植区域坚决不销售，在销售地区也对农户进行针对性教育，指导农民如何应对抽雄期倒伏等

种植风险。

- 农华 101 良法配良种，服务全程到位，通过“三会”，大北农构建了“研发—生产—推广—销售—播种—收获”一个完整的服务链条，在为农民创造价值同时自身收获了硕大的蛋糕。
 - 一是播种现场会。农华 101 推行单粒机械播种技术，售后代播种；
 - 二是田间管理现场会，为农民提供施肥、防治病虫害知识和技术；
 - 三是收获现场会。服务人员携带脱粒机具免费收获脱粒，现场产量比较，让农民亲身感受到品种优势，增加反馈行为。

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测

- 对销量、毛利率的预测详见《销售预测表》，对期间费用假定如下表：

图表 37：大北农期间费用率及所得税率假定

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用	325	377	530	793	1,364	1,870
% 销售收入	9.0%	9.5%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%
管理费用	-203	-231	-311	-466	-775	-1,053
% 销售收入	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%	5.9%	5.8%
财务费用	-33	-25	3	29	29	30
% 销售收入	0.9%	0.6%	0.0%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
所得税	-30	-53	-63	-99	-132	-176
所得税率	17.4%	15.8%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	0	2	3	21	35	45
少数股东损益占比	-0.1%	0.8%	0.9%	4.4%	5.5%	5.2%

来源：齐鲁证券研究所

- 我们预计公司 2011-13 年收入分别为 77.7、132.4、181.5 亿元，增速为 48.1%、70.4%、37.1%，净利润为 4.61、6.08、8.15 亿元，增速为 48.2%、31.9%、33.9%，2011-13 年对应 EPS 为 1.15、1.52、2.03 元。

DCF 估值法：43.36 元

- 假定无风险利率 3.25%、风险溢价 8.45%、BETA 为 1.1，2011-13 年显性期增长率详见销售收入预测表，2014-23 年的半显性期假定收入增速从 30% 下降到 10%，TV=3%，DCF 绝对估值显示公司价值为 43.36 元。

图表 38：大北农 DCF 估值结果 43.46 元

每股价值	43.46	TV 增长率	3.0%
隐含 P/E	37.75	WACC	13.21%
企业值	17,544.02	债务	27.00
		投资	2,121.67
股票价值	17,416.86	少数股东权益	100.16

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

PE 相对估值法：37.95-39.16 元

- 考虑到公司竞争优势突出，未来三年利润年复合增速 38%，应当给予公司一定估值溢价。按 33x11PE、25x12PE 和 0.9xPEG，公司估值区间为 37.95-39.16 元。

图表 39：大北农 PE 相对估值结果：37.95-39.16 元

公司名称	收盘价	EPS			PE		
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
唐人神	23.84	0.77	1.16	1.46	31.05	20.51	16.29
海大集团	28.21	0.72	0.90	1.06	38.92	31.45	26.55
新希望	19.23	0.80	0.91	1.05	24.19	21.14	18.25
正邦科技	8.8	0.22	0.36	0.44	40.85	24.70	19.83
通威股份	7.72	0.35	0.38	0.52	22.36	20.44	14.72
金新农	21.6	0.65	0.76	1.13	33.30	28.48	19.17
饲料平均						24.45	19.13
敦煌种业	25.98	0.43	0.98	1.28	60.42	26.51	20.30
荃银高科	18.36	0.39	0.48	0.55	47.19	38.32	33.19
神农大丰	21.24	0.38	0.55	0.69	55.91	38.97	30.61
隆平高科	27.38	0.26	0.37	0.60	103.79	73.39	45.99
种业平均（剔除估值较高的隆平高科）						34.60	28.03
大北农	32.98	0.78	1.15	1.52	42.47	28.65	21.73
3年利润复合增速	37.80%	PEG	0.90		PE	33	25
		PEG估值	39.16		PE估值	37.98	37.95

来源：齐鲁证券研究所

投资建议

- 综合相对估值和绝对估值结果，大北农合理价格区间为 37.95-43.36 元，建议“增持”。

风险提示

- 疫情风险：如果发生疫情导致国内生猪存栏量大幅下降，将对公司的销量和毛利率产生严重不利影响。
- 原料价格波动风险：如果国内原粮价格大幅上涨，特别是作为饲料主要原材料玉米和豆粕价格的大幅上行，将对公司利润率构成较大挤压。

图表 40：大北农饲料业务假定

饲料合计	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
设计产能（吨）	660,000	1,030,000	1,280,000	2,740,000	4,700,000	6,332,000	6,965,200
其中：预混料	150,000	180,000	190,000	330,000	500,000	632,000	695,200
浓缩料	110,000	200,000	260,000	660,000	750,000	1,110,000	1,221,000
配合料	400,000	650,000	830,000	1,750,000	3,450,000	4,590,000	5,049,000
产能yoy		56%	24%	114%	72%	35%	10%
饲料产量（吨）	615,809	885,088	986,085	1,285,200	1,861,500	3,180,700	4,179,120
其中：预混料	131,135	175,310	219,119	211,200	248,000	338,200	417,120
浓缩料	106,162	156,875	155,151	181,500	306,000	486,000	732,600
配合料	378,512	552,903	611,814	892,500	1,307,500	2,356,500	3,029,400
产能利用率	93.3%	85.9%	77.0%	46.9%	39.6%	50.2%	60.0%
销量（吨）	603,493	851,166	953,563	1,263,672	1,830,588	3,128,146	4,110,295
销量yoy		41%	12%	33%	45%	71%	31%
其中：预混料	128,513	152,552	196,152	206,976	243,040	331,436	408,778
浓缩料	104,039	154,658	155,593	178,778	301,410	478,710	721,611
配合料	370,941	543,956	601,819	877,919	1,286,138	2,318,000	2,979,907
销售单价（元/吨）	2906.69	3454.23	3534.19	3622.70	3782.86	3877.95	4110.99
销售额（百万元）	1,754	2,940	3,370	4,578	6,925	12,131	16,897
毛利率	16.01%	16.29%	20.84%	19.86%	20.41%	19.45%	19.67%
毛利额（百万元）	280.86	478.81	702.26	909.05	1,413.18	2,359.53	3,324.32
成本（百万元）	1,473.30	2,461.31	2,667.82	3,668.85	5,511.68	9,771.27	13,573.05

来源：齐鲁证券研究所

图表 41：大北农种子业务假定

水稻种子	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能（吨）	12,274	13,066	11,424	11,424	26,424	33,424	37,674
产能利用率	148.58%	81.41%	79.49%	90.00%	70.00%	75.00%	80.00%
产量（吨）	18,237	10,636.50	9,081.52	10281.87	18497.01	25068.23	30139.44
产销率	67.30%	122.84%	125.80%	120.00%	100.00%	90.00%	80.00%
玉米种子销量（吨）	12,274	13,065.86	11,424.30	12338.2	18497.0	22561.4	24111.6
销售单价（元/公斤）	14.50	17.14	17.43	18.93	19.43	19.93	20.43
销售额（百万元）	178	224	199	234	359	450	493
玉米种子	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能（吨）	10,715	9,713	8,955	8,955	23,955	42,704	53,955
产能利用率	161.96%	107.59%	76.56%	100%	80%	85%	90.00%
产量（吨）	17,354	10,450	6,856.70	8955.47	19164.38	36298.37	48559.92
产销率	61.74%	92.95%	130.61%	120.00%	100.00%	90.00%	80.00%
玉米种子销量（吨）	10,715	9,713	8,955.47	10746.6	19164.4	32668.5	38847.9
销售单价（元/公斤）	7.96	7.73	8.96	9.96	10.46	10.96	11.46
销售额（百万元）	85.34	75.07	80.28	107.08	200.54	358.19	445.36
其他种子	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能（吨）	39	44	45.71	47.71	49.71	51.71	53.71
产量（吨）	38	84.5	18.9	46.71	48.71	50.71	52.71
玉米种子销量（吨）	39	44	45.71	45.71	47.71	49.71	51.71
销售单价（元/公斤）	87.44	39.40	29.04	92.59	30	30	30
销售额（百万元）	3.41	1.73	1.33	4.23	1.43	1.49	1.55

来源：齐鲁证券研究所

图表 42：大北农销售收入预测表

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
预混料							
平均售价 (元/吨)	4,564.19	5,302.78	5,271.00	5,200.00	5,460.00	5,733.00	6,019.65
增长率 (YOY)	—	16.18%	-0.60%	-1.35%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	128,513.00	152,552.00	196,151.64	206,976.00	243,040.00	331,436.00	408,777.60
增长率 (YOY)	—	18.71%	28.58%	5.52%	17.42%	36.37%	23.34%
销售收入 (百万元)	586.56	808.95	1,033.92	1,076.28	1,327.00	1,900.12	2,460.70
增长率 (YOY)	—	37.91%	27.81%	4.10%	23.30%	43.19%	29.50%
毛利率	31.27%	33.13%	38.56%	39.00%	42.53%	43.03%	43.33%
销售成本 (百万元)	403.14	540.94	635.24	656.53	762.63	1,082.50	1,394.48
增长率 (YOY)	—	34.18%	17.43%	3.35%	16.16%	41.94%	28.82%
毛利 (百万元)	183.42	268.01	398.68	419.75	564.37	817.62	1,066.22
增长率 (YOY)	—	46.12%	48.76%	5.28%	34.46%	44.87%	30.40%
占总销售额比重	26.33%	22.68%	26.20%	20.66%	17.08%	14.35%	13.56%
占主营业务利润比重	38.47%	36.92%	42.12%	35.25%	31.42%	28.45%	27.19%
浓缩料							
平均售价 (元/吨)	3,485.33	4,484.15	4,558.93	5,100.00	5,355.00	5,622.75	5,903.89
增长率 (YOY)	—	28.66%	1.67%	11.87%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	104,039.00	154,658.00	155,592.95	178,777.50	301,410.00	478,710.00	721,611.00
增长率 (YOY)	—	48.65%	0.60%	14.90%	68.60%	58.82%	50.74%
销售收入 (百万元)	362.61	693.51	709.34	911.77	1,614.05	2,691.67	4,260.31
增长率 (YOY)	—	91.26%	2.28%	28.54%	77.02%	66.76%	58.28%
毛利率	13.11%	14.31%	18.90%	21.00%	23.39%	23.59%	23.79%
销售成本 (百万元)	315.07	594.27	575.27	720.29	1,236.52	2,056.70	3,246.78
增长率 (YOY)	—	88.61%	-3.20%	25.21%	71.67%	66.33%	57.86%
毛利 (百万元)	47.54	99.24	134.06	191.47	377.53	634.96	1,013.53
增长率 (YOY)	—	108.76%	35.09%	42.82%	97.17%	68.19%	59.62%
占总销售额比重	16.28%	19.44%	17.97%	17.50%	20.77%	20.33%	23.47%
占主营业务利润比重	9.97%	13.67%	14.16%	16.08%	21.01%	22.09%	25.85%
配合料							
平均售价 (元/吨)	2,170.16	2,642.97	2,703.18	2,950.00	3,097.50	3,252.38	3,414.99
增长率 (YOY)	—	21.79%	2.28%	9.13%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	370,941.00	543,956.00	601,818.73	877,918.62	1,286,138.48	2,318,000.25	2,979,906.62
增长率 (YOY)	—	46.64%	10.64%	45.88%	46.50%	80.23%	28.56%
销售收入 (百万元)	805.00	1,437.66	1,626.82	2,589.86	3,983.81	7,539.01	10,176.36
增长率 (YOY)	—	78.59%	13.16%	59.20%	53.82%	89.24%	34.98%
毛利率	6.20%	7.76%	10.42%	11.50%	11.83%	12.03%	12.23%
销售成本 (百万元)	755.09	1,326.10	1,457.31	2,292.03	3,512.53	6,632.06	8,931.79
增长率 (YOY)	—	75.62%	9.89%	57.28%	53.25%	88.81%	34.68%
毛利 (百万元)	49.91	111.56	169.51	297.83	471.29	906.94	1,244.57
增长率 (YOY)	—	123.53%	51.95%	75.70%	58.24%	92.44%	37.23%
占总销售额比重	36.14%	40.31%	41.22%	49.71%	51.26%	56.94%	56.06%
占主营业务利润比重	10.47%	15.37%	17.91%	25.01%	26.23%	31.56%	31.74%
种子							
平均售价 (元/公斤)	11.58	13.18	13.75	14.91	14.89	14.64	14.91
增长率 (YOY)	—	13.78%	4.32%	8.48%	-0.16%	-1.66%	1.84%
销售数量 (吨)	23,028.00	22,822.56	20,425.48	23,130.52	37,709.10	55,279.65	63,011.20
增长率 (YOY)	—	-0.89%	-10.50%	13.24%	63.03%	46.60%	13.99%
销售收入 (百万元)	266.71	300.74	280.77	344.92	561.43	809.41	939.60
增长率 (YOY)	—	12.76%	-6.64%	22.85%	62.77%	44.17%	16.08%
毛利率	40.42%	38.90%	38.81%	43.18%	45.24%	46.80%	48.34%
销售成本 (百万元)	158.91	183.76	171.80	195.98	307.43	430.60	485.35
增长率 (YOY)	—	15.64%	-6.50%	14.07%	56.86%	40.07%	12.72%
毛利 (百万元)	107.80	116.99	108.97	148.94	254.01	378.80	454.24
增长率 (YOY)	—	8.52%	-6.86%	36.68%	70.55%	49.13%	19.91%
占总销售额比重	11.97%	8.43%	7.11%	6.62%	7.22%	6.11%	5.18%
占主营业务利润比重	22.61%	16.12%	11.51%	12.51%	14.14%	13.18%	11.58%
动保植保其他							
销售收入 (百万元)	206.70	326.07	295.59	286.91	285.04	299.29	314.25
增长率 (YOY)	—	57.75%	-9.35%	-2.94%	-0.65%	5.00%	5.00%
毛利率	42.60%	39.87%	45.79%	46.24%	45.36%	45.36%	45.36%
销售成本 (百万元)	118.65	196.05	160.25	154.25	155.75	163.53	171.71
增长率 (YOY)	—	65.23%	-18.26%	-3.74%	0.97%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	88.05	130.02	135.34	132.66	129.29	135.75	142.54
增长率 (YOY)	—	47.67%	4.09%	-1.98%	-2.54%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	9.28%	9.14%	7.49%	5.51%	3.67%	2.26%	1.73%
占主营业务利润比重	18.47%	17.91%	14.30%	11.14%	7.20%	4.72%	3.64%
销售收入小计	2227.58	3566.93	3946.44	5209.73	7771.33	13239.49	18151.22
销售成本小计	1750.86	2841.12	2999.87	4019.08	5974.85	10365.40	14230.12
毛利	476.72	725.82	946.57	1190.65	1796.48	2874.09	3921.10
平均毛利率	21.40%	20.35%	23.99%	22.85%	23.12%	21.71%	21.60%

来源：齐鲁证券研究所

图表 43：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	3,607	3,975	5,248	7,771	13,239	18,151
增长率	58.89%	10.2%	32.0%	48.1%	70.4%	37.1%
营业成本	-2,868	-3,018	-4,046	-5,975	-10,365	-14,230
% 销售收入	79.5%	75.9%	77.1%	76.9%	78.3%	78.4%
毛利	740	958	1,202	1,796	2,874	3,921
% 销售收入	20.5%	24.1%	22.9%	23.1%	21.7%	21.6%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-5	-9	-13
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-325	-377	-530	-793	-1,364	-1,870
% 销售收入	9.0%	9.5%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%
管理费用	-203	-231	-311	-466	-775	-1,053
% 销售收入	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%	5.9%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	210	348	359	532	727	986
% 销售收入	5.8%	8.7%	6.8%	6.8%	5.5%	5.4%
财务费用	-33	-25	3	29	29	30
% 销售收入	0.9%	0.6%	0.0%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-10	-4	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	7	0	0	0
% 税前利润	—	—	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	168	317	357	561	756	1,016
营业利润率	4.6%	8.0%	6.8%	7.2%	5.7%	5.6%
营业外收支	6	16	20	20	20	20
税前利润	174	334	377	581	776	1,036
利润率	4.8%	8.4%	7.2%	7.5%	5.9%	5.7%
所得税	-30	-53	-63	-99	-132	-176
所得税率	17.4%	15.8%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	144	281	314	483	644	860
少数股东损益	0	2	3	21	35	45
归属于母公司的净利润	144	279	311	461	608	815
净利率	4.0%	7.0%	5.9%	5.9%	4.6%	4.5%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	144	281	314	483	644	860
少数股东损益	0	0	0	21	35	45
非现金支出	54	58	70	73	94	136
非经营收益	33	28	4	-19	-20	-20
营运资金变动	62	-94	2	-54	-214	-184
经营活动现金净流	294	272	390	504	540	836
资本开支	111	126	296	302	503	604
投资	-5	-5	9	0	0	0
其他	1	8	0	0	0	0
投资活动现金净流	-115	-123	-287	-302	-503	-604
股权募资	0	0	2,098	0	0	0
债权募资	49	-55	-341	-27	0	0
其他	-97	-71	-113	-1	-100	-140
筹资活动现金净流	-48	-126	1,644	-28	-100	-140
现金净流量	131	23	1,747	174	-63	92

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	320	343	2,093	2,246	2,147	2,194
应收账款	75	87	94	146	249	341
存货	551	699	818	1,146	1,988	2,729
其他流动资产	78	74	88	127	219	300
流动资产	1,024	1,203	3,092	3,665	4,603	5,565
% 总资产	64.7%	63.4%	76.5%	75.3%	73.9%	72.4%
长期投资	26	31	29	29	29	29
固定资产	376	480	671	930	1,366	1,861
% 总资产	23.8%	25.3%	16.6%	19.1%	21.9%	24.2%
无形资产	156	163	198	188	180	173
非流动资产	559	696	952	1,201	1,630	2,118
% 总资产	35.3%	36.6%	23.5%	24.7%	26.1%	27.6%
资产总计	1,583	1,898	4,045	4,866	6,233	7,683
短期借款	424	370	27	0	0	0
应付账款	388	496	602	882	1,517	2,081
其他流动负债	106	118	174	361	589	796
流动负债	918	984	804	1,243	2,106	2,877
长期贷款	4	4	0	0	0	0
其他长期负债	29	33	59	59	59	59
负债	951	1,021	863	1,302	2,165	2,936
普通股股东权益	605	839	3,082	3,443	3,911	4,545
少数股东权益	27	38	100	121	157	202
负债股东权益合计	1,583	1,898	4,045	4,866	6,233	7,683
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.562	0.820	0.777	1.151	1.518	2.032
每股净资产 (元)	2.363	2.468	7.689	8.590	9.758	11.340
每股经营现金净流 (元)	1.147	0.800	0.973	1.205	1.258	1.973
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.350	0.450
回报率						
净资产收益率	23.79%	33.21%	10.10%	13.40%	15.56%	17.92%
总资产收益率	9.10%	14.68%	7.69%	9.48%	9.76%	10.60%
投入资本收益率	24.25%	33.40%	27.47%	34.24%	31.88%	32.42%
增长率						
营业总收入增长率	58.89%	10.21%	32.02%	48.07%	70.36%	37.10%
EBIT 增长率	89.61%	65.64%	3.20%	48.28%	36.57%	35.70%
净利润增长率	32.56%	93.64%	11.65%	48.23%	31.89%	33.88%
总资产增长率	13.31%	19.94%	113.06%	20.31%	28.09%	23.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
存货周转天数	69.9	75.6	68.4	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	22.7	24.0	22.5	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	32.7	34.9	33.6	27.2	20.1	21.0
偿债能力						
净负债/股东权益	17.17%	3.51%	-64.93%	-63.01%	-52.78%	-46.22%
EBIT 利息保障倍数	6.5	13.7	-138.9	-18.2	-25.0	-33.4
资产负债率	60.06%	53.79%	21.33%	26.76%	34.74%	38.21%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308