

大北农 (002385)

买入/调高评级

股价: RMB33.46

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

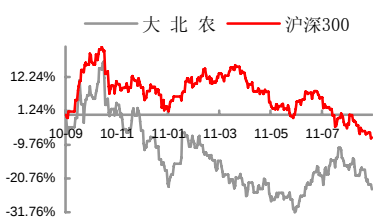
wuxd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	401
流通 A 股 (百万股)	401
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	13,411

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

猪料景气 种子腾飞

- **大北农主营饲料、种子、动保产品和植保产品。**公司 87.9%的收入来自饲料, 6.6%来源于种子销售。饲料产品以猪饲料为主; 种子产品以水稻种子和玉米种子为主。
- **饲料行业景气延伸至 12 年。**饲料周期一般滞后养殖周期 1 年左右。主要原因是新增生猪必须经过 10 个月才能形成有效供给, 这一观点得到了历史数据的验证。目前生猪存栏已经开始大幅度回升, 形成饲料需求, 饲料景气周期到来。我们判断猪肉价格高位将持续到年度到 12 年 2 月份左右, 因此饲料周期将从 11 年下半年开始到 12 年全年持续景气。
- **公司产能急速扩张, 销量快速增长。**其中, 11-12 年将是公司募投项目产能的集中投放期, 分别新增产能 141 和 144 万吨。预计 13 年底公司饲料产能达到 700 万吨左右。在上文提及的行业大背景下, 再加上公司强大的营销能力, 我们认为公司销量也能够快速增长。
- **新品种种子增长迅速, 将成为公司业绩重要来源。**公司目前的策略是保证水稻种子稳定增长, 促进玉米品种快速增长。公司新品种农华 101 上一生产年度销量在 400 万公斤, 推广面积在 300 万亩左右。11/12 年度是推广的第三年, 在良好增长势头下我们保守预计能够达到 500 万亩以上, 即销量能达到 750 万公斤以上。
- **公司定位高端, 注重研发和营销, 未来发展大有可为。**公司定位是“高质量、高附加值、高盈利”, 研发和营销投入在可比公司中位列第一。公司 2009、2010 年度分别共有销售人员 4884、5376 人, 大大高于可比公司。高端饲料产品和种子业务的扩张都需要强大的研发能力和推广能力作为支撑, 我们认为公司定位明确, 战略规划清晰, 未来大有可为。
- **盈利预测:**公司 11-13 年 EPS 分别是 1.30、1.73、2.28 元; 对应 11-13 年 PE 分别为 26、19、15 倍。考虑到板块估值及公司的成长性, 公司合理估值为 30-33XPE, 股价区间 39.0-42.9 元, 给予买入评级。
- **风险因素:**生猪疫病; 销量增长低于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5248.4	7713.0	11102.0	15237.0
(+/-%)	32.0	47.0	43.9	37.2
归属母公司净利润(百万元)	311.2	521.0	693.0	912.0
(+/-%)	11.7	67.4	33.0	31.6
EPS(元)	0.78	1.30	1.73	2.28
P/E(倍)	43.1	25.7	19.4	14.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司主营猪饲料和种业.....	4
产能扩张正值行业景气.....	6
饲料行业集中度提升，龙头企业快速扩张.....	6
养殖业景气拉动饲料需求.....	6
公司产能供给快速扩张.....	8
新品种种子增长迅速，将成为公司业绩重要来源.....	9
种子市场广阔，公司增长空间大.....	9
水稻种子稳定增长，玉米种子快速增长.....	10
公司定位高端产品，注重营销服务.....	11
公司定位于高端产品.....	11
公司注重营销服务.....	11
盈利预测与投资建议.....	12
盈利预测.....	12
投资建议.....	15
风险提示.....	15

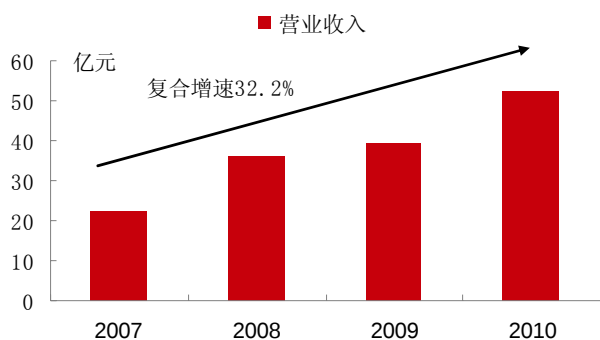
图表目录

图 1:	公司营业收入近三年复合增速 32.2%	4
图 2:	公司净利润近三年复合增速 42.0%	4
图 3:	公司收入来源主要是饲料	4
图 4:	公司毛利主要来源是饲料和种业	4
图 5:	公司主要产品毛利率较高	5
图 6:	公司预混料比重较大	5
图 7:	公司饲料产品主要是猪料	5
图 8:	09 年公司猪料产品中高端料占比达 29.57%	5
图 9:	公司种子业务主要由水稻种子和玉米种子构成	5
图 10:	饲料行业产量增加, 企业减少, 集中度提升	6
图 11:	全国饲料产量逐年增长, 但增速呈周期波动	7
图 12:	饲料产量增速滞后猪周期 1 年左右	7
图 13:	3 月份全国生猪存栏有所增加, 能繁母猪未能有效回升	8
图 14:	大北农产能迅速增长	9
表格 1:	公司募投项目和超募项目猪饲料产能扩张迅速 (万吨)	8
表格 2:	水稻种子供需平衡表	10
表格 3:	玉米种子供需平衡表	10
表格 4:	公司研发投入可比公司中最高 (百万元)	11
表格 5:	大北农销售投入较大, 盈利能力较强	12
表格 6:	大北农饲料产品销售预测	12
表格 7:	大北农种子产品销售预测	13
表格 8:	大北农销售预测 (百万元)	14
表格 9:	行业主要公司分析师一致预期估值一览	15

公司主营猪饲料和种业

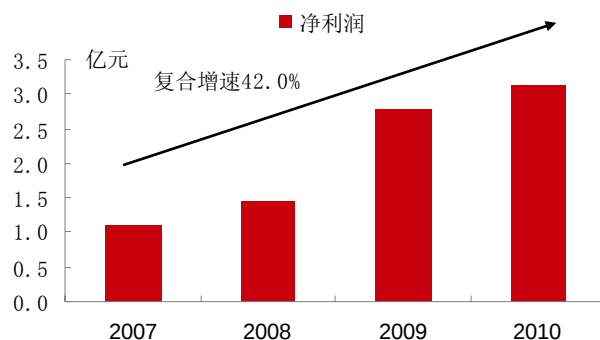
大北农主营饲料、种子、动保产品和植保产品。2010 年度，公司实现营业收入 52.5 亿元，净利润 3.11 亿元，近 3 年复合增长率分别为 32.2%和 42%。

图 1： 公司营业收入近三年复合增速 32.2%



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

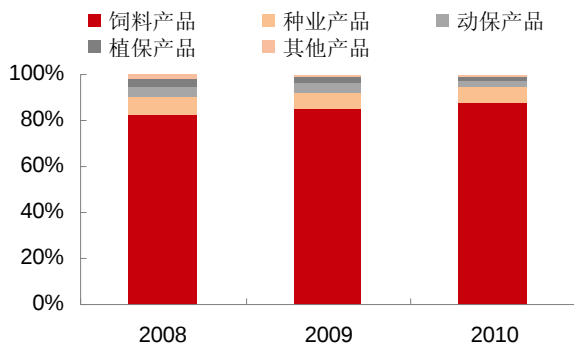
图 2： 公司净利润近三年复合增速 42.0%



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

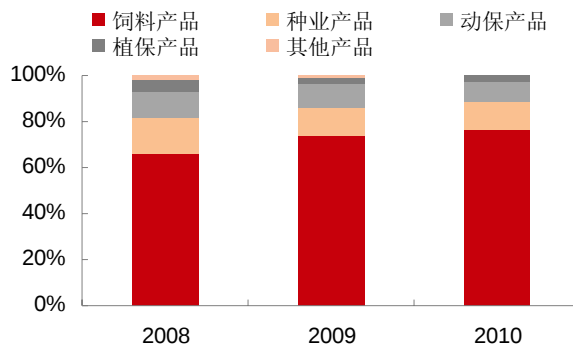
公司 87.9%的收入来自饲料，6.6%来源于种子销售；由于种子业务的高毛利率，在毛利占比上种子业务占 12.5%，是公司重要利润来源之一。

图 3： 公司收入来源主要是饲料



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

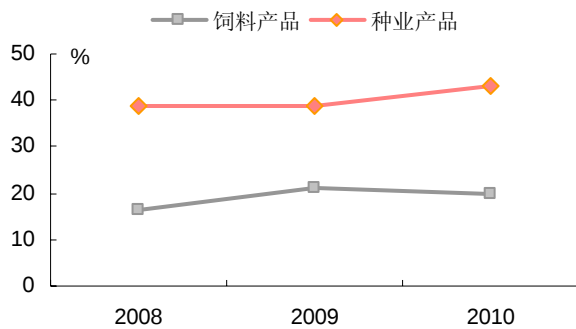
图 4： 公司毛利主要来源是饲料和种业



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

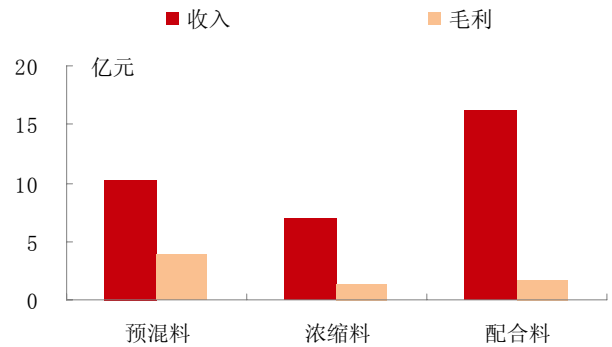
公司饲料业务的毛利率在 20%左右，种子业务的毛利率在 40%左右。饲料业务毛利率较同行业高出不少，主要原因是公司高毛利的预混料和高端产品占比较大。公司饲料产品按配方分可以分为预混料、浓缩料和配合料，其中预混料 09 年收入和毛利占比分别为 30%和 56%。销量上连续 5 年全国第一，市场份额约 3%。

图 5: 公司主要产品毛利率较高



资料来源: 年报、华泰联合证券研究所

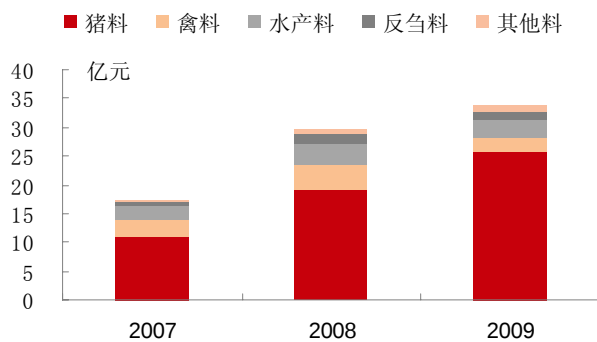
图 6: 公司预混料比重较大



资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

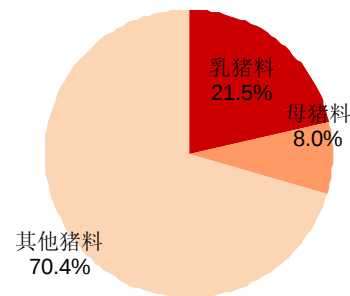
公司饲料产品按饲养对象分又可以分为猪料, 水产料, 禽畜料等, 其中猪料收入占比达到 75%; 猪饲料又可以分为高端的乳猪料、母猪料和普通的猪饲料, 09 年度高端乳猪料和母猪料的销售收入合计占比达 29.57%。

图 7: 公司饲料产品主要是猪料



资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

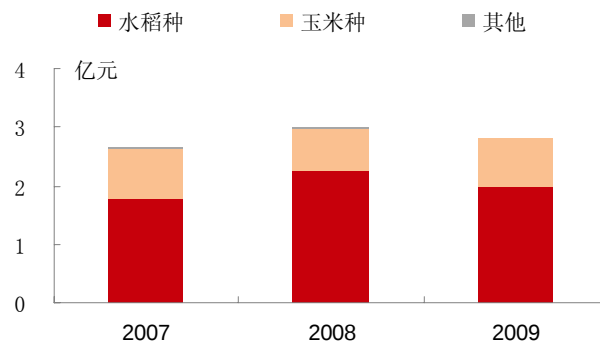
图 8: 09 年公司猪料产品中高端料占比达 29.57%



资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

种子产品以水稻种子为主, 收入占比达到 2/3, 玉米种子占比约 1/3。10 年度由于公司推出天优华占和农华 101 两个新品种, 以及主打品种扬两优 6 号的提价, 公司毛利率得到提升。

图 9: 公司种子业务主要由水稻种子和玉米种子构成



资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

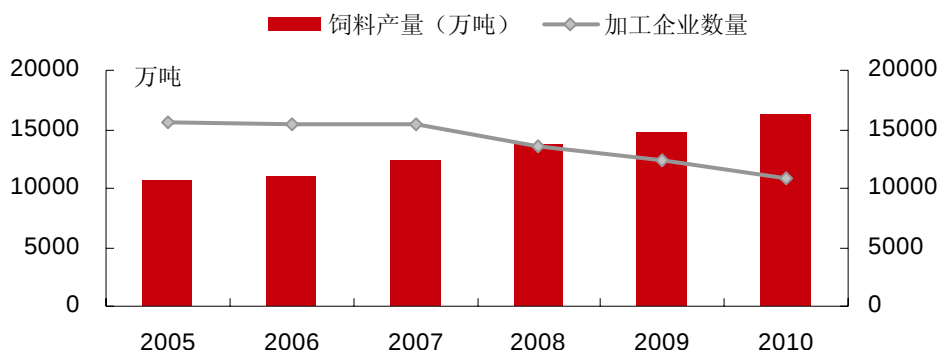
产能扩张正值行业景气

饲料行业集中度提升，龙头企业快速扩张

长期来看饲料行业有集中度提升的趋势，龙头企业将受益。

行业产量增加，企业减少。2010 年全国工业饲料总产量 16200 万吨，相对于 2000 年的 7429 万吨，复合增长率 8.11%。饲料产业的增速较快主要来自两方面。一方面，全国肉类产量增长，平均增速约为 2.8%；另一方面，规模化养殖使得工业饲料的普及率上升。与此同时，饲养加工企业数量下降。2005 年，全国共有饲料加工企业 15518 家，在饲料产量逐年增长的情况下，2010 年全国共有饲料加工企业 10843 家。

图 10： 饲料行业产量增加，企业减少，集中度提升



资料来源：中国饲料工业协会、华泰联合证券研究所

龙头企业快速扩张。从企业层面上看，行业龙头的产量增速远远高于行业增速。六和集团销量从 07 年 513 万吨增至 09 年的 1010 万吨，复合增速达到 30% 以上；海大集团 07-10 年的饲料销量从 104 万吨增至 234 万吨，复合增速达 32%；正邦科技的 07-10 年的销量从 62 万吨增至 180 万吨左右，复合增速在 43% 左右。大北农未来三年产能复合增速也将在 40% 以上。

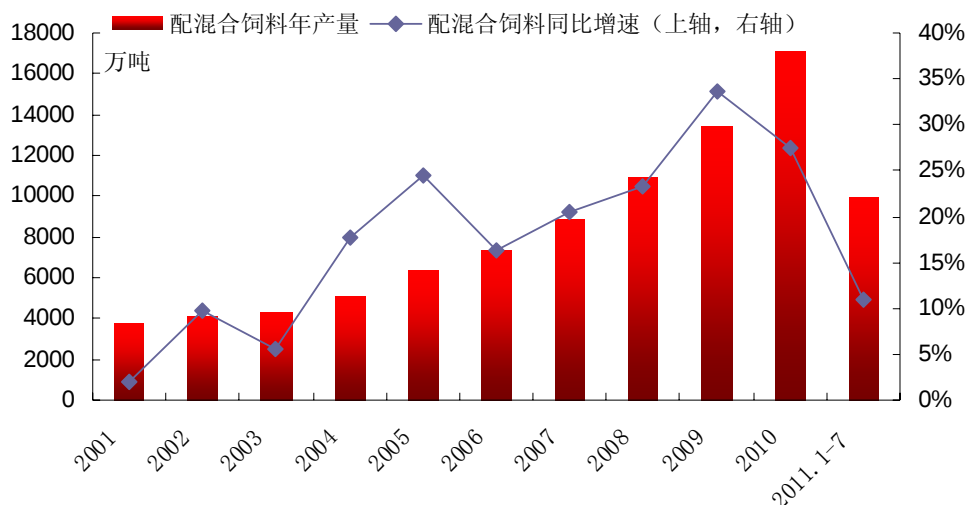
养殖业景气拉动饲料需求

目前生猪存栏已经开始大幅度回升，形成饲料需求，猪饲料将迎来行业景气周期。我们判断饲料周期将从 11 年下半年开始到 12 年全年持续景气。主要逻辑如下。

饲料景气周期滞后猪肉周期 1 年左右。饲料的定价方式一般是成本加合理利润，毛利率变化幅度较小。因此，饲料企业的周期性主要来自产销量的周期性。饲料的销量主要取决于下游养殖业的景气程度，当猪肉价格维持高位时，农户就有补栏需求，新增生猪将拉动饲料需求。新增生猪必须经过母猪怀孕周期 4 个月，仔猪育成期 2 个月，生猪育肥期 4 个月，共 10 个月的过程。因此当农户观察到当期猪肉价格高位，并立刻决定生猪补栏，最快也要 10 个月后才能形成肉猪供给。而这 10 个月期间将产生对饲料的需求。因此，当猪肉价格出现波峰时，饲料的景气周期还将维持至少 10 个月。

从统计局 2001 年以来的数据上来看，2001 年至今全国饲料产量逐年增长，但增速呈周期波动。其中景气周期的波峰出现在 2005 年和 2009 年，与此相对应的是 2004 年和 2008 年时猪肉价格的波峰，滞后时间约 1 年左右。

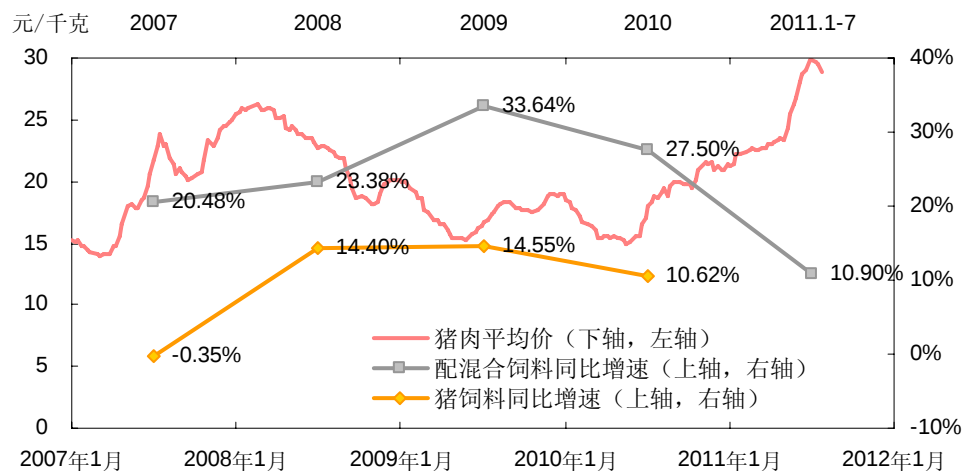
图 11： 全国饲料产量逐年增长，但增速呈周期波动



资料来源：统计局、华泰联合证券研究所

从上一次猪周期上看，2007 年猪肉价格开始上升，2008 年是猪肉价格的顶峰，对应的，2008 年配混合饲料和猪饲料增速上涨，并且在 2009 出现顶峰；之后 2009-2010 年猪肉价格回落，相应的 2010-2011 年上半年饲料销量增速滑落，滞后约 1 年左右。按照这个道理，2010 年下半年猪肉价格开始回升，如果 11 年全年猪肉价格维持高位，则 2011 年下半年至 12 年全年大概率会是饲料景气周期。

图 12： 饲料产量增速滞后猪周期 1 年左右

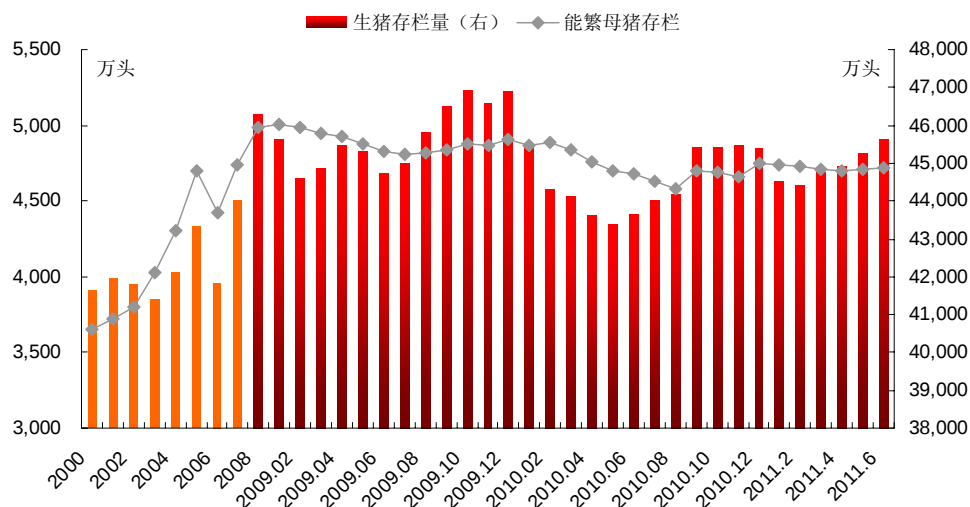


资料来源：统计局、华泰联合证券研究所

本次猪肉价格波峰出现在 11 年年底到 12 年 2 月左右。主要逻辑是供需关系的分析。11 年 3 月份开始生猪存栏开始回升，仔猪育成期 2 个月，生猪育肥期 4 个月，因此最早到 11 年 9 月新增存栏才能形成有效供给。考虑到 4 季度猪肉消费旺季，因此新增生猪供给不会立刻根本扭转供需关系，猪肉价格很可能继续上涨。

猪肉供需关系的根本扭转需要能繁母猪存栏的回升以提供更多数量的仔猪供给。11 年 5 月份开始能繁母猪环比回升，7 月份能繁母猪 4786 万头，环比增长 1.40%，出现今年以来最大单月涨幅。新增能繁母猪将经过 4 个月的怀孕期，2 个月仔猪育成期，4 个月生猪育肥期，共计 10 个月，即 12 年 3-5 月形成大量的生猪供给，预计届时猪肉价格将难以继续维持高位。我们维持之前的判断不变，预计猪肉价格高点出现在 11 年年底至 12 年 2 月附近，而饲料周期通常滞后猪肉周期一年左右。因此，12 年全年仍将是饲料景气周期。

图 13： 3 月份全国生猪存栏有所增加，能繁母猪未能有效回升



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

公司产能供给快速扩张

公司产能快速扩张。到 2012 年底，公司募投项目和超募资金项目共增加预混料产能 30.2 万吨、乳猪料产能 99 万吨，猪配合料产能 192 万吨，水产料 24 万吨，合计约 345 万吨。此外公司还有在建的非募集资金项目，还能新增一部分。其中，2011-12 年将是公司募投项目产能的集中投放期，新增产能 141 和 144 万吨。13 年底将达到 700 万吨左右的产能。在上文提及的行业大背景下，再加上公司强大的营销能力，我们认为公司销量也能够快速增长。

表格 1：公司募投项目和超募项目猪饲料产能扩张迅速（万吨）

项目	合计产能	预混料	乳猪料	猪配合料	水产料	完成时间
南宁大北农 18 万吨猪饲料项目	18	6	12			2010-9-1
淮阴大北农水产饲料项目	14				14	2010-9-30
天津昌农水产饲料项目	10				10	2010-10-30
山东大北农 18 万吨猪饲料项目	18	6	12			2010-12-31
2010 年合计	60	0	12	24	24	
吉林大北农 24 万吨猪饲料项目	24	6	18			2011-6-30

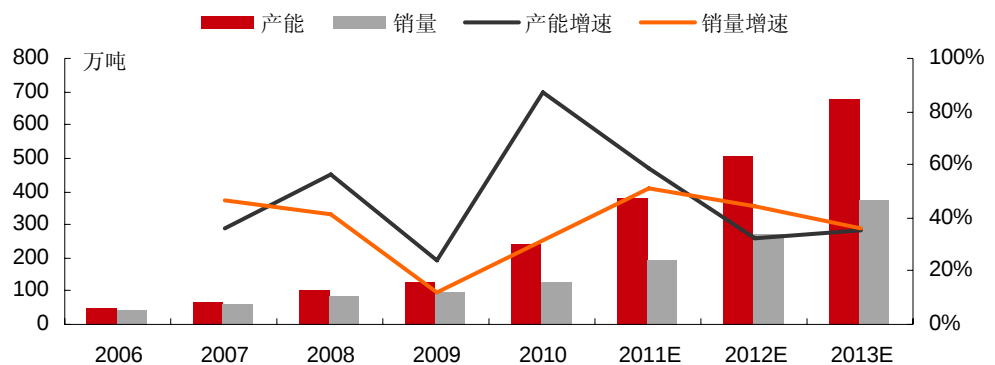
漳州大北农 42 万吨猪饲料项目	42		12	30	2011-7-31
北京基地 9 万吨高档教槽料及原料处理项目	9		9		2011-11-30
湖南大北农 30 万吨猪饲料项目	30		6	24	2011-12-31
三明大北农 18 万吨猪饲料项目	18		6	12	2011-12-31
龙岩武平 18 万吨饲料项目	18		6	12	2011-12-31
2011 年合计	141	0	45	96	0

新型高效预混料项目	12.2	12.2			2012-4-30
西安大北农 12 万吨饲料项目	12		6	6	2012-4-30
新疆大北农 6 万吨猪饲料项目	6		6		2012-6-30
广州大北农 30 万吨预混料及猪饲料项目	30	6	6	18	2012-7-31
湖北华占种业生产基地	0				2012-12-31
茂名大北农 18 万吨猪饲料项目	18		6	12	2012-12-31
江西大北农 24 万吨猪饲	24	6	6	12	2012-12-31
益阳大北农 18 万吨猪饲料项目	18		6	12	2012-12-31
浙江大北农 24 万吨猪饲料项目	24	6	6	12	2012-12-31
2012 年合计	144.2	30.2	42	72	0

总计	345.2	30.2	99	192	24
----	-------	------	----	-----	----

资料来源：年报、公告、华泰联合证券研究所

图 14： 大北农产能迅速增长



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

新品种种子增长迅速，将成为公司业绩重要来源

种子市场广阔，公司增长空间大

水稻种子方面，根据全国农技中心数据，2011 年，全国水稻需种量达到 2.60 亿公斤，相对于 2001 年的 2.66 亿公斤略有下降。目前公司水稻种子业务比较突出，是全国第二大水稻种子生产企业，2009 年销量 0.11 亿公斤，按当年 2.44 亿公斤的需种量计算，

市场占有率约 4.5%。2007 年开始，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。

表格 2：水稻种子供需平衡表

销售年度	上年制种 面积(万亩)	制种产量 (亿公斤)	上年有效库 存(亿公斤)	合计可供 种(亿公斤)	需种量 (亿公斤)	余种量
2001	121	1.90	0.47	2.37	2.66	-0.29
2004	156	2.50	0.49	3.00	2.80	0.20
2005	144	2.60	0.70	3.30	2.90	0.40
2006	155	2.90	0.45	3.35	3.00	0.35
2007	150	2.70	0.80	3.50	3.00	0.50
2008	114	2.15	1.20	3.35	2.35	1.00
2009	94.6	2.09	0.82	2.91	2.44	0.47
2010	137	2.37	0.47	2.84	2.50	0.34
2011	150	2.54	0.47	3.01	2.60	0.41

资料来源：全国农技中心、华泰联合证券研究所

玉米种子市场容量较大，2011 年全国玉米需种量达到 11.3 亿公斤，相对于 2001 年的 7.75 亿公斤复合增长率 3.8%。2009 年公司玉米种子销量 89.55 万公斤，按当年 11 亿公斤的需种量计算，市场占有率约 0.8%。

表格 3：玉米种子供需平衡表

销售年度	上年制种 面积(万亩)	制种产量 (亿公斤)	上年有效库 存(亿公斤)	合计可供 种(亿公斤)	需种量 (亿公斤)	余种量
2001	321	7.00	1.47	8.17	7.75	0.42
2004	450	12.20	3.20	15.40	8.20	7.20
2005	375	9.70	2.80	12.50	9.20	3.30
2006	450	12.00	2.50	14.50	10.05	4.45
2007	490	16.20	3.00	19.20	10.50	8.70
2008	345	10.50	7.40	18.00	10.70	7.30
2009	301	10.20	6.10	16.30	11.00	5.30
2010	334	11.20	4.50	15.70	10.50	5.20
2011	388	11.50	4.30	15.70	11.30	4.40

资料来源：全国农技中心、华泰联合证券研究所

水稻种子稳定增长，玉米种子快速增长

水稻种子稳定增长。目前公司水稻业务较为突出，收入占比达到 2/3。水稻种子市场集中度难以提高，增长空间受到限制。主要原因是不同的种子区域对于种子各方面如生育期、抗逆性、米质等具有不同的要求，因此单一品种的大规模推广受到限制。公

司目前的策略是保证水稻种子稳定增长。目前国内中稻区域集中度较高，上一生产年度扬两优 6 号的推广面积在 500 万亩左右，为国内中稻的第一大品种。公司水稻业务基础牢固，未来稳定增长可期，主打品种扬两优 6 号有望成为 1000-2000 万亩的广适性品种。

玉米种子快速增长。玉米种子集中度高，并且玉米种子市场空间较为广阔，公司未来采取的策略是促进玉米品种快速增长，在种子业务中的占比上升。玉米种子出现过具有广适性的大品种，如郑单 958，推广面积达到 6000 万亩以上。公司新品种农华 101 在 2008~2009 年参加东北春玉米品种区域试验，两年平均亩产 775.5 千克，比对照郑单 958 增产 7.5%；2009 年生产试验，平均亩产 780.6 千克，比对照郑单 958 增产 5.1%。上一生产年度农华 101 销量在 400 万公斤，推广面积在 300 万亩左右，今年 3 月份种子即已售罄。11/12 年度是推广的第三年，在良好增长势头下我们保守预计能够达到 500 万亩以上，即销量能达到 750 万公斤以上。

公司定位高端产品，注重营销服务

公司定位于高端产品

公司定位高端产品，未来高端乳猪料占比进一步加大。公司定位是“高质量、高附加值、高盈利”，集中力量开发和推广的核心产品有“母仔乐”、“贝贝乳”和“宝宝壮”。从售价及毛利率来看，教槽料主导品种——贝贝乳售价为 9000 元/吨；保育料主导品种——宝宝壮的售价为 7000-8000 元/吨，毛利率在 24%-25%。从产能和销量上来看，2011 年上半年教槽料和保育料销售 7-8 万吨，同比增长 150%左右；2010-2012 年的募投项目与超募项目合计新增猪饲料产能 291 万吨，其中乳猪料 99 万吨，占 34%。

研发投入是高端产品的保证。我们在 A 股饲料行业中选取了公司规模、收入结构相近的公司作为可比公司进行对比。从研发投入的绝对数量和相对数量上都能说明公司的定位是产品高端，技术含量高的公司。

表格 4：公司研发投入可比公司中最高（百万元）

	2008		2009		2010	
	研发费用	占收入比	研发费用	占收入比	研发费用	占收入比
公司名称						
大北农	118.12	3.27%	136.51	3.43%	52.16	0.99%
海大集团			24.34	0.46%	47.62	0.62%
唐人神	45.04	1.38%	40.64	1.08%	50.56	1.15%
正邦科技	2.94	0.11%	4.08	0.09%	15.40	0.21%

资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

公司注重营销服务

饲料行业增速 8%左右，种子行业增速 3%左右，公司增速要超过行业增速则需要抢占竞争对手的份额。由于农户分散，信息相对闭塞，加大产品推广和营销投入是提升产品销量的重要途径。公司十分重视服务营销。科普人员超过 4,000 名，技术推广会每年超过 500 次，《大北农技术服务报》月发行 50 万份，在全国范围内对经销商、养殖户、种植户进行不间断地培训、指导和服务，大大提升公司产品影响力和网络竞争力。今年年初公司推出大北农客户网，每个业务员每周增加新客户数从以往的 3-4 个

新客户增加到 7-8 个；客户网系统年初开始推广，能够达到经销商一级，使用客户网进行订货和付款的经销商达到 50%。

从数据来看，公司 2009、2010 年度分别共有销售人员 4884、5376 人，大大高于可比公司。销售费用率在 9% 左右，也大大高于可比公司，同时公司的毛利率、净利润率和总资产净利率在可比公司中都处于较高水平。

表格 5：大北农销售投入较大，盈利能力较强

年份	公司	销售毛利率	销售费用率	营销人员	管理费用率	财务费用率	销售净利率	总资产净利率
2008	大北农	20.50	9.00		5.62	0.90	3.99	9.66
	正邦科技	7.01	2.34		1.93	0.71	1.81	5.66
	唐人神	9.44	4.12		2.66	0.65	1.79	5.20
	海大集团	7.80	1.43		2.71	0.84	3.15	12.89
2009	大北农	24.09	9.48		5.81	0.64	7.07	16.15
	正邦科技	7.27	2.69		2.39	0.68	1.40	4.53
	唐人神	10.37	5.25		2.63	0.45	1.91	5.89
	海大集团	8.31	1.82		2.33	0.50	3.09	7.83
2010	大北农	22.91	10.10	5376	5.94	-0.05	5.98	10.57
	正邦科技	6.84	2.54	2192	2.38	0.71	1.08	3.44
	唐人神	9.75	4.70	1225	2.62	0.56	2.04	6.61
	海大集团	8.63	2.26	1503	2.92	0.00	2.87	7.09

资料来源：各公司年报,WIND,华泰联合证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司销量迅速增长。饲料方面，11-12 年是公司产能集中投放期，正值饲料行业步入景气周期，加之公司营销能力强，因此我们认为公司饲料销量能够迅速增长；预计 11 年预混料、浓缩料和配合料的销量增速分别为 20%、50% 和 60%。种子方面，研发新品种和营销是决定种子业务发展的两个重点，大北农在研发和推广上均有大量投入，因此我们认为未来种子业务也大有可为；预计玉米种子和水稻种子的销量增速分别为 40% 和 30%。

公司毛利率可以维持高位。大北农毛利率水平在同行业中位列前茅，通过上文的分析，我们认为公司高端产品比例将会上升，因此我们认为公司未来毛利率能够继续维持高位。

盈利预测核心假设的具体数字如下。

表格 6：大北农饲料产品销售预测

项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
预混料	产能（万吨）	13.50	15.00	18.00	19.00	31.00	31.00	61.20
	销量（万吨）	12.78	12.85	15.26	19.62	23.30	27.96	33.55
	单价（元/吨）	4,124.16	4,564.19	5,302.78	5,271.02	5,429.15	5,592.02	5,759.78
	销售收入（百万元）	527.16	586.56	808.95	1,033.92	1,264.99	1,563.53	1,932.52

	销售成本	343.13	403.14	540.94	635.24	796.94	953.75	1,178.84	1,457.04
	毛利	184.03	183.42	268.01	398.68	468.05	609.78	753.68	931.55
	毛利率	34.91%	31.27%	33.13%	38.56%	37.00%	39.00%	39.00%	39.00%
浓缩料	产能（万吨）	10.00	11.00	20.00	26.00	45.23	79.85	92.00	128.80
	销量（万吨）	8.19	10.40	15.47	15.56	19.00	28.50	39.90	51.87
	单价(元/吨)	3,050.13	3,485.33	4,484.15	4,558.96	4,741.32	4,883.56	5,030.07	5,180.97
	销售收入（百万元）	249.83	362.61	693.51	709.34	900.85	1,391.81	2,007.00	2,687.37
	销售成本	208.06	315.07	594.27	575.27	734.19	1,120.41	1,615.63	2,163.33
	毛利	41.77	47.54	99.24	134.06	166.66	271.40	391.36	524.04
	毛利率	16.72%	13.11%	14.31%	18.90%	18.50%	19.50%	19.50%	19.50%
配合料	产能（万吨）	25.00	40.00	65.00	83.00	163.77	270.15	351.85	492.58
	销量（万吨）	20.14	37.09	54.40	60.18	83.15	133.04	199.56	279.38
	单价(元/吨)	2,070.20	2,170.16	2,642.97	2,703.18	2,811.30	2,951.87	3,040.42	3,131.64
	销售收入（百万元）	416.95	805.00	1,437.66	1,626.82	2,412.00	3,927.17	6,067.47	8,749.29
	销售成本	377.71	755.09	1,326.10	1,457.31	2,137.17	3,455.91	5,309.04	7,611.88
	毛利	39.24	49.91	111.56	169.51	274.83	471.26	758.43	1,137.41
	毛利率	9.41%	6.20%	7.76%	10.42%	10.50%	12.00%	12.50%	13.00%
饲料总计	产能（万吨）	48.50	66.00	103.00	128.00	240.00	381.00	505.05	682.58
	销量（万吨）	41.11	60.35	85.12	95.36	125.45	189.50	273.01	371.52
	单价(元/吨)	2,904.00	2,906.69	3,454.23	3,534.20	3,649.13	3,631.93	3,665.40	3,721.30
	销售收入（百万元）	1,193.94	1,754.17	2,940.12	3,370.07	4,577.84	6,882.51	10,006.99	13,825.26
	销售成本	928.90	1,473.30	2,461.31	2,667.82	3,668.31	5,530.07	8,103.51	11,232.26
	毛利	265.04	280.86	478.81	702.26	909.53	1,352.44	1,903.48	2,593.00
	毛利率	28.53%	19.06%	19.45%	26.32%	19.87%	19.65%	19.02%	18.76%

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 7：大北农种子产品销售预测

项目		2010E	2011E	2012E	2013E
玉米种子	销量（万吨）	1.07	1.50	2.11	2.95
	单价(元/吨)	8,964.70	13,447.05	15,464.11	17,010.52
	销售收入（百万元）	96.33	202.30	325.71	501.59
	销售成本	57.80	113.29	179.14	270.86
	毛利	38.53	89.01	146.57	230.73
	毛利率	40.00%	44.00%	45.00%	46.00%
水稻种子	销量（万吨）	1.37	1.78	2.32	3.01
	单价(元/吨)	17,433.99	17,433.99	17,433.99	17,433.99
	销售收入（百万元）	239.00	310.70	403.91	525.08
	销售成本	132.43	172.16	223.81	290.95

	毛利	106.57	138.54	180.10	234.13
	毛利率	44.59%	44.59%	44.59%	44.59%
其他种子	销量(万吨)	0.0330	0.0363	0.0400	0.0440
	单价(元/吨)	29,039.60	29,039.60	29,039.60	29,039.60
	销售收入(百万元)	9.59	10.55	11.60	12.76
	销售成本	5.75	6.33	6.96	7.66
	毛利	3.84	4.22	4.64	5.11
	毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	销量(万吨)	2.48	3.32	4.46	6.00
	单价(元/吨)	13,916.60	15,755.78	16,608.24	17,310.98
	销售收入(百万元)	344.92	523.55	741.22	1,039.43
	销售成本	195.99	291.78	409.91	569.47
	毛利	148.94	231.77	331.31	469.96
	毛利率	43.18%	44.27%	44.70%	45.21%

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 8：大北农销售预测（百万元）

		2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务									
饲料产品	收入	1,193.94	1,754.17	2,940.12	3,370.08	4,577.84	6,882.51	10,006.99	13,825.26
	成本	928.90	1,473.30	2,461.31	2,664.18	3,668.31	5,530.07	8,103.51	11,232.26
	毛利	265.04	280.86	478.81	705.90	909.53	1,352.44	1,903.48	2,593.00
	毛利率	22.20%	16.01%	16.29%	20.95%	19.87%	19.65%	19.02%	18.76%
种业产品	收入	233.55	266.71	300.74	280.77	344.92	451.85	648.01	918.26
	成本	126.07	158.91	183.76	171.79	195.99	252.05	358.26	502.33
	毛利	107.48	107.80	116.99	108.98	148.94	199.80	289.75	415.94
	毛利率	46.02%	40.42%	38.90%	38.81%	43.18%	44.22%	44.71%	45.30%
植保产品	收入	52.08	92.15	105.52	76.18	98.08	102.99	108.14	113.54
	成本	31.92	62.82	69.62	50.05	68.42	67.97	71.37	74.94
	毛利	20.17	29.33	35.90	26.13	29.66	35.02	36.77	38.60
	毛利率	38.72%	31.83%	34.03%	34.30%	30.24%	34.00%	34.00%	34.00%
动保产品	收入	71.42	98.45	152.44	171.28	162.20	210.86	274.12	315.24
	成本	32.82	44.23	72.62	71.18	62.16	82.92	107.79	123.96
	毛利	38.60	54.22	79.82	100.10	100.04	127.94	166.33	191.28
	毛利率	54.05%	55.07%	52.36%	58.44%	61.68%	60.68%	60.68%	60.68%
其他产品	收入	16.83	16.10	68.11	48.13	26.63	25.00	25.00	25.00

	成本	12.24	11.58	53.81	39.02	23.67	20.00	20.00	20.00
	毛利	4.59	4.52	14.30	9.12	2.96	5.00	5.00	5.00
	毛利率	27.26%	28.07%	21.00%	18.95%	11.11%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	收入	57.89	42.72	40.25	28.93	38.70	40.00	40.00	40.00
	成本	51.80	35.46	26.45	21.58	27.65	28.57	28.57	28.57
	毛利	6.09	7.26	13.79	7.35	11.06	11.43	11.43	11.43
	毛利率	10.52%	16.99%	34.27%	25.40%	28.57%	28.57%	28.57%	28.57%
总计	收入	1,625.70	2,270.31	3,607.18	3,975.38	5,248.38	7,713.21	11,102.25	15,237.30
	成本	1,183.74	1,786.31	2,867.56	3,017.80	4,046.19	5,981.58	8,689.50	11,982.06
	毛利	441.96	484.00	739.62	957.58	1,202.19	1,731.63	2,412.75	3,255.24
	毛利率	27.19%	21.32%	20.50%	24.09%	22.91%	22.45%	21.73%	21.36%

资料来源：华泰联合证券研究所

投资建议

我们预测公司 11-13 年 EPS 分别是 1.30、1.73、2.28 元；对应目前的股价，11-13 年 PE 分别为 27、21、16 倍。我们预测 11 年大北农饲料业务收入占比约 90%，种业和其余业务占比各 5%。饲料行业分析师一致预期的估值为 30X，种业的估值则为 45.93X；可比公司海大、正邦和唐人神平均 30X。考虑到公司较强的盈利能力和种子业务的增长能力，我们给予一定的溢价（10%），认为 PE30-33X 较为合理。对应的合理股价是 39.0-42.9 元，给予买入评级。

表格 9：行业主要公司分析师一致预期估值一览

公司名称	11 年 PE	公司名称	11 年 PE
新希望	8.20	丰乐种业	36.37
天邦股份	63.56	隆平高科	60.30
金新农	25.32	神农大丰	33.74
海大集团	32.08	荃银高科	41.26
正邦科技	33.15	登海种业	38.59
唐人神	24.56		
通威股份	24.26		
饲料行业平均	30.16	种子行业平均	42.05

资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

风险提示

生猪疫病；销量增长低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3092	5547	6387	7589	营业收入	5248	7713	11102	15237
现金	2093	3970	4116	4487	营业成本	4046	5982	8690	11982
应收账款	56	91	122	161	营业税金及附加	2	3	4	6
其他应收款	34	79	106	141	营业费用	530	717	1033	1417
预付账款	86	147	204	286	管理费用	311	401	577	792
存货	818	1258	1835	2508	财务费用	-3	-9	-9	-11
其他流动资产	5	3	4	6	资产减值损失	11	3	3	3
非流动资产	952	1346	1568	1697	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	29	29	30	29	投资净收益	7	2	2	3
固定资产	549	985	1208	1336	营业利润	357	618	807	1051
无形资产	173	181	191	202	营业外收入	30	19	22	22
其他非流动资产	202	151	139	130	营业外支出	10	8	9	9
资产总计	4045	6893	7956	9286	利润总额	377	628	820	1064
流动负债	804	1329	1698	2117	所得税	63	107	127	152
短期借款	27	200	200	200	净利润	314	521	693	912
应付账款	263	511	684	871	少数股东损益	3	0	0	0
其他流动负债	513	619	814	1046	归属母公司净利	311	521	693	912
非流动负债	59	0	0	0	EBITDA	413	695	923	1193
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	1.30	1.73	2.28
其他非流动负	59	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	863	1329	1699	2117	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	100	100	100	100	成长能力				
股本	401	401	401	401	营业收入	32.0%	47.0%	43.9%	37.2%
资本公积	2023	3984	3984	3984	营业利润	12.5%	73.1%	30.6%	30.2%
留存收益	658	1079	1772	2684	归属母公司净利	11.7%	67.6%	32.9%	31.6%
归属母公司股	3082	5464	6157	7069	获利能力				
负债和股东权	4045	6893	7956	9286	毛利率(%)	22.9%	22.5%	21.7%	21.4%
现金流量表					净利率(%)	5.9%	6.8%	6.2%	6.0%
单位: 百万元					ROE(%)	10.1%	9.5%	11.3%	12.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	26.9%	28.4%	29.0%	31.2%
经营活动现金	390	367	483	640	偿债能力				
净利润	314	521	693	912	资产负债率(%)	21.3%	19.3%	21.4%	22.8%
折旧摊销	59	86	125	153	净负债比率(%)	3.13%	15.04	11.77	9.45%
财务费用	-3	-9	-9	-11	流动比率	3.85	4.17	3.76	3.58
投资损失	-7	-2	-2	-3	速动比率	2.83	3.23	2.68	2.40
营运资金变动	0	-227	-325	-413	营运能力				
其他经营现金	27	-3	2	3	总资产周转率	1.77	1.41	1.50	1.77
投资活动现金	-287	-533	-346	-279	应收账款周转率	98	98	97	101
资本支出	297	518	325	260	应付账款周转率	16.23	15.46	14.54	15.41
长期投资	9	0	1	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金	19	-15	-20	-20	每股收益(最新	0.78	1.30	1.73	2.28
筹资活动现金	1644	2042	9	11	每股经营现金流	0.97	0.92	1.21	1.60
短期借款	-339	173	0	0	每股净资产(最	7.69	13.63	15.36	17.64
长期借款	-4	0	0	0	估值比率				
普通股增加	61	0	0	0	P/E	43.09	25.72	19.35	14.70
资本公积增加	1951	1961	0	0	P/B	4.35	2.45	2.18	1.90
其他筹资现金	-25	-91	9	11	EV/EBITDA	28	16	12	10
现金净增加额	1747	1877	146	371					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐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。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。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以往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，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告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，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合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，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。