



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品:食品及饮料

刘都

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001
(8621) 2032 8511
du.liu@bocigroup.com

*操礼艳为本报告重要贡献者

大北农调研纪要

销售服务不断提升, 业绩快速增长

大北农(002385.SZ/人民币 17.43, 未有评级)从预混料起家, 定位中高端市场, 将高附加值的乳猪料和预混料作为发展重点。公司销售模式领先, 目前正处于快速扩张期。初步预计 2012 年每股收益 0.9 元, 增长 45%, 目前股价相当于 2012 年 19 倍市盈率。

公司经营情况

公司从成立至今发展均较为稳健。今年的经营内部环境比去年好, 在为将来两三年的增长打基础。主要的布局包括:

1. 多产品品种发力: 如教保料、8%的预混料、乳猪配合料等多种产品均已推出。
2. 事业部单元裂变: 公司从最初的 3 个区域, 到 20-30 个事业部, 目前再裂变到 100 多个核算单元, 每一次裂变都会为公司带来新的增长。
3. 研发上一个台阶: 2011 年投入 1.7 亿元, 未来 3-5 年还会继续高投入。
4. 布局未来的新产业链: 如目前正在规划的种猪业务。

未来几年的增长点

预计 3-5 年内乳猪料还可以有较快的增长。公司下一步是要打造大乳猪料的概念, 即教槽料+乳猪料+母猪料。其中, 母猪料的市场容量比乳猪料要大得多。一头母猪用 1 吨饲料, 怀孕期半吨, 哺乳期半吨, 这样算下来, 市场容量就有 4,000 多万吨。

生产基地的扩建

公司现在的生产基地有 40 多个, 目标是要建立 100 个。目前最大的生产基地在福建, 产能 100 万吨, 一般基地的厂产能在 20-30 万吨。生产基地的覆盖范围是 150 公里。对于普通的县、镇, 地方政府还是比较欢迎公司去建基地的, 因为可以带来效益。

生产是标准化的, 规模扩大之后管理的挑战更多是在销售上面。

客户定位

大北农的客户在逐渐转型，从中小规模向更大规模转型。按照规模来看：50-300头母猪以上猪场的占比约 50%-60%，50 头母猪以下的猪场占比在减少，300 头母猪以上的猪场占比在增加。

针对不同的客户公司也匹配不同的销售团队。预混料团队（即自配料团队），基本上负责 50 头母猪以上客户。配合料团队，负责 50 头母猪以下的客户。

服务模式

服务的内容包括去给猪看病，干活，帮养殖户解决具体问题，给予养殖管理建议、培训、开会、送货、送资料、测量等。但是服务是否到位则需要看：

（1）人够不够。大北农的销售有 5,000 多人，目前还在继续扩大；（2）业务员的效率。很多业务员在做送货、对账、收钱这些必须得做但又不创造价值的事情。大北农则是靠制度、流程和信息系统，解放业务员的双手，让其把更多精力投入到帮助客户做大业务上去。

福建模式的精髓

第一，料比较好；第二，人多，服务精细；第三，重点突出，拿下标杆客户，对周围客户起到示范作用。

猪场厂长模式

针对 300 头以上的模式养猪场，大北农派驻猪场厂长，提供管理和服务。该模式一方面有助于开发客户，另一方面也可以培养自己的人才，为以后的产业链扩张做好准备。该模式目前在江西、福建地区都做的比较好。

种业的前景

种子业务风险大，但是品种为王，一个看有没有好品种，另外看有没有后备品种。公司的后备品种很有优势，水稻全国排第一，玉米全国前三位。

种猪场的规划

公司的目标是要在全国布点，目前也正在探索过程中。搞种猪首先是把国外的引进来，然后再自己培育。卖种猪比卖料难，对销售的要求很高，我们的优势在于可以利用现有的饲料销售网络和销售人才。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371