

评级：强烈推荐（首次评级）

农林牧渔

公司深度报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

联系人 赵吉龙 S1080111010046

电话：0755-82481533

邮件：zhaojilong@fcsc.cn

大北农(002385)：赢在商业嗅觉

——专业化分工与产业链衔接的践行者

预测价格区间(元) 20.9 ~ 23.75

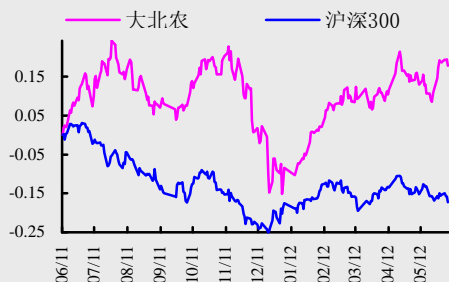
交易数据

上一日交易日股价(元)	18.56
总市值(百万元)	14,878
流通股本(百万股)	358
流通股比率(%)	44.62

资产负债表摘要(03/12)

股东权益(百万元)	3,666
每股净资产(元)	9.15
市净率(倍)	2.03
资产负债率(%)	20.39

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

摘要：

- **大北农商业嗅觉敏锐，不断占据农业利润高地：**公司俨然成为中国新农业的代表性公司，1993 年进入生猪预混饲料领域；2000 年进入两杂种子领域；2009 年进入乳猪饲料领域；2011 年起开始发力生猪疫苗领域。大北农商业嗅觉敏锐是不争事实，涉足的领域都具有高科技附加值，这无形中提升了公司在资本市场的估值水平。注：预混饲料毛利率 35%、两杂种子毛利率 45%、乳猪饲料毛利率 20%，生猪疫苗毛利率 65%。
- **大北农是大畜牧板块中专业化分工与产业链衔接的践行者：**我们肯定公司从 2009 年起全力扩张猪前期饲料（母猪饲料、教槽饲料和保育饲料）的战略举措，其符合大畜牧专业化分工与产业链衔接的核心要旨。从专业化分工角度，公司乳猪饲料项目获得 2011 年国家科技进步二等奖，有效构筑了技术壁垒；从产业链衔接角度，我们认为中国的生猪养殖正由散户养殖（能繁母猪 5 头以下）向专户养殖（能繁母猪 5-200 头）过渡，长期趋势是集约化养殖（能繁母猪 200 头以上），这将从需求端推动公司猪前期饲料业务的持续高速发展（预计 2012-2014 年的复合增长为 70%）。
- **大北农募投项目 2012 年起放量：**我们认为公司饲料业务 2011 年的高增长源于前期产能的密集释放（特别是东北三省），与募投项目关系不大。随着募投项目至 2012 年上半年集中完工，公司饲料业务将摆脱产能束缚，多区域跨越式增长。特别强调公司超募资金使用方向正好踩准了中国猪饲料行业的第三个景气周期，而能繁母猪（5000 万头）的高位运行拉长了该周期。
- **大北农种质资源利用体系完备：**公司是两杂种子选育的后来者，但继承了其产业化推广敢为人先的特点，走在商业化育种道路的前列。玉米杂交品种农华 101 的育成体现了引进北美种质导入紧凑型母本，与本土父本组配的育种模式，巩固了郑单 958 的杂交优势（紧凑型 PA 种质*早熟半紧凑型四平头种质）。水稻杂交品种选育针对恢系华占进行开发，天优化占的成功可以肯定该育种方向。
- **大北农玉米品种农华 101 处上升期：**农华 101 只是第二年大规模推广，潜力巨大，预计 2012-2014 年推广面积为 700、900 和 1200 万亩。
- **盈利预测：**预测大北农 2012-2014 年营业收入分别为 111.43 亿元、154.61 亿元和 214.75 亿元，增速为 43.2%、38.8%和 38.9%；归属于母公司净利润分别为 7.64 亿元、10.29 亿元和 13.54 亿元，增速为 51.7%、34.7%和 31.5%；对应 EPS 分别为 0.95 元、1.28 元和 1.69 元。

风险提示：1) 饲料之生猪存栏下降风险；2) 种业之主推品种缺陷风险



目 录

1	公司介绍：凭商业嗅觉占据利润高地	3
1.1	发展历程：资本逐利的商业嗅觉	3
1.2	产品线布局：饲料业务和种子业务占比最大	3
1.3	组织管理：关注组织裂变和创业激情	4
2	猪饲料行业分析：专业化分工与产业链衔接	6
2.1	专业化分工与产业链衔接的故事	6
2.2	专业化之路“预混饲料、浓缩饲料和配合饲料”：养殖成本时代	8
2.3	专业化之路“前期饲料和后期饲料”：养殖效率时代	12
3	种子行业分析：水稻育种重在种质改良，玉米育种关注种质扩充	15
3.1	水稻育种重在种质改良	15
3.2	玉米育种重在种质扩充	16
4	公司产品线之饲料业务：强化预混饲料，加速前期饲料	18
4.1	产品结构调整：预混饲料和前期饲料两翼齐飞	18
4.2	募投项目：需以时间匹配	21
4.3	行业景气驱动 2012 年增长 40%以上	22
5	公司产品线之种子业务：产业转化能力突出，品种选育体系完备	23
5.1	各子公司定位不同	23
5.2	产业推广敢为人先	24
5.3	选育体系搭建完善	25
5.4	2012-2013 年主推品种增长 30%左右	27
6	盈利预测及推荐建议	28
7	风险提示	30
7.1	饲料之生猪存栏下降的风险	30
7.2	饲料之地方干部流失的风险	30
7.3	种业之主推品种缺陷的风险	30



1 公司介绍：凭商业嗅觉占据利润高地

每个成功的公司都有自己的制胜因子，大北农靠什么成为中国现代农业的引领者，我们认为借助敏锐的商业嗅觉，不断挖掘农业中的毛利高地；此外还有组织管理的严密性及使命感。

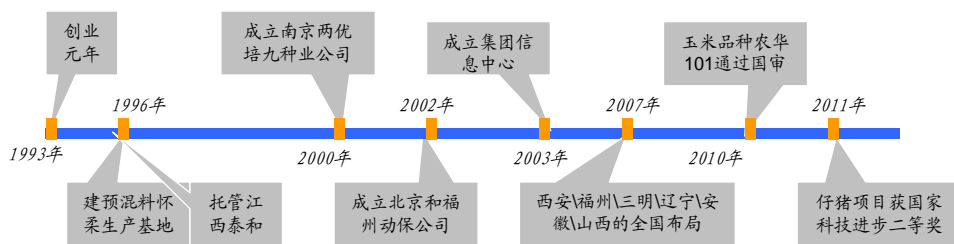
1.1 发展历程：资本逐利的商业嗅觉

嗅觉一：进入猪预混饲料 大北农的历史始于1993年，和那时的科技型饲料创业者一样，邵博士选择进入投资少（5-6万启动资金，外加几套营养配合和饲料搅拌机械）、毛利率高的预混饲料领域。

嗅觉二：进入两杂种子 2000年种子法颁布后放开经营管制，公司经详细考察论证，再次选择进入毛利率高且市场巨大的两杂种子（玉米和水稻）领域。

嗅觉三：进入猪前期饲料 2009年公司饲料业务开始由猪预混饲料进入配合饲料，专注技术门槛高、毛利稳定的猪前期饲料（母猪饲料、教槽饲料和保育饲料）。2010年登陆资本市场从资金层面支持着这一战略转型，产能区域布局日渐密集。

图表 1：公司发展重要时刻

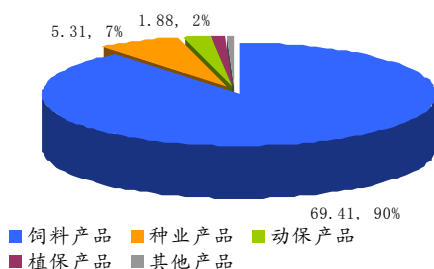


资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.2 产品线布局：饲料业务和种子业务占比最大

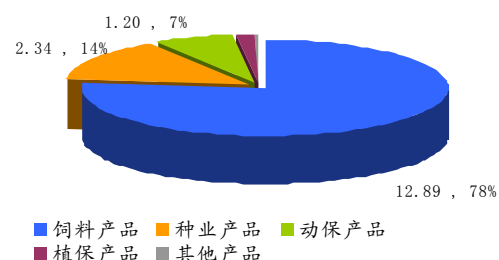
按盈利能力划分的产品线布局：公司2011年饲料产品、种业产品和动保产品的营业收入是69.41亿、5.31亿和1.88亿，占比90%、7%和2%；营业利润是12.89亿、2.34亿和1.2亿，占比78%、14%和7%。无论从营业收入和营业利润分析，饲料和种子都是公司的核心业务。

图表 2：产品线营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告

图表 3：产品线营业利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告



按子公司划分的产品线布局：净利润贡献最大的子公司是怀柔的预混饲料基地，其次是北京金色农华种业（净利润 0.96 亿）。从饲料销售区域看，华东地区和东北地区是主要势力范围。从种子销售品种看，由于农华 101 在 2011 年的放量，玉米种子地位超过水稻种子。综合起来，2010 年净利润超过 3000 万的事业部只有 3 家，2011 年达到 11 个。（按公司内部利润贡献核算）

图表 4：按子公司划分的产品线



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.3 组织管理：关注组织裂变和创业激情

大北农的组织管理有两个基本特征，即组织架构复杂和员工人数众多。关于组织架构复杂，公司产品线分饲料、种子、动保和植保。其中饲料近年由猪预混饲料向前期配合饲料转型，各子公司由销售型向生产经营型转变；种子在基本子公司资源整合的基础上，要建立全公司协作的商业化育种测试体系。

关于员工人数众多，传统上，全国范围的猪预混饲料公司都是人海战术，大北农也不例外，其销售人员 2011 年 5706 人（员工总数 10567 人），属人力密集型。

图表 5：公司销售人员数据（单位：人）

项目	2011年	2010年	2009年	2008年
销售人员	5706	5376	4884	3252
员工总数	10567	9164	8920	5940
占比	54.0%	58.7%	54.8%	54.8%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

结合这两方面特征，如果不解决好组织管理的问题，公司势必一盘散沙，

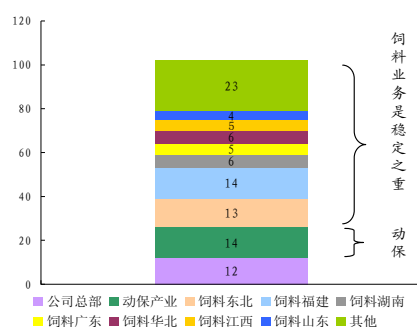


患上大公司综合症。我们认为公司的应对之道是：组织架构的充分放权；中层干部的创业激情；基层员工的绩效体系。

组织架构充分授权 组织架构分为总部、大区、事业部和核算单元四级，每一层级职责不同，通过信息化管理组织协调。大北农近年发展的快而不乱正是通过充分授权的组织裂变保驾护航的，如 2011 年核算单元就由 105 个发展到 135 个。

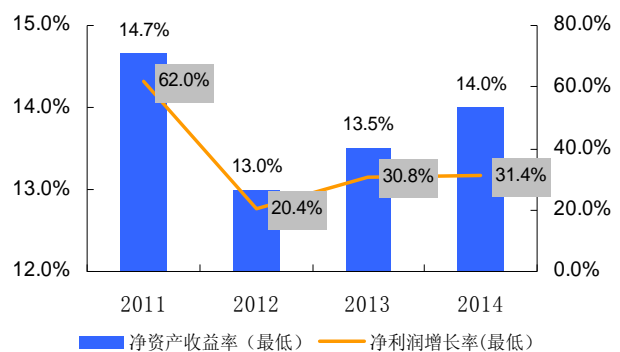
中层干部的创业激情 上市初期，东北、福建事业部的主要干部流失曾是公司持续发展的最大隐忧。但公司通过股权激励、高层坐镇、内部提拔等方式有效化解了中小股东减持风险，激活了原始股东的创业激情。

图表 6：公司股权激励授予对象分布



资料来源：公司公告

图表 7：公司股权激励业绩条件



资料来源：公司公告

基层员工的绩效体系 建立以业绩为导向的绩效评价体系（透明的财物制度、科学的核算体系和排行榜制度），并通过公司强大的企业文化维系企业员工关系。

图表 8：公司企业文化构成



资料来源：公司网站



2 猪饲料行业分析：专业化分工与产业链衔接

在此讨论猪饲料行业的发展，专业化分工与产业链衔接是最基本的描绘，而养殖成本时代的“预混饲料和配合饲料”、养殖效率时代的“前期饲料和后期饲料”是两条细分路径说明。

2.1 专业化分工与产业链衔接的故事

如将大畜牧产业链理解为前端的猪饲料生产和后端的生猪养殖，猪饲料行业就有了专业化分工和产业链衔接的故事。

（一）关于专业化分工 首先我国饲料行业的竞争是充分的，这体现在：1) **起步较早** 改革之初（1982-1983 年），国家就积极推动饲料行业发展。2) **多方参与** 1979 年外资的正大康地于深圳成立；90 年代后民营的新希望和通威股份相继成为本土最大的畜禽和水产饲料公司。

也正是充分竞争促使优势公司不断革新，以专业化分工确立比较优势，追逐利润的疆界。

归纳起来，生猪饲料行业的专业化进程分为如下阶段：1) 混合饲料阶段；2) 早期配合饲料阶段；3) 浓缩饲料阶段；4) 预混饲料阶段；5) 前期配合饲料阶段；6) 全程配合饲料阶段。前五个阶段是专业外部化的，即猪饲料生产独立于生猪养殖体系。后一个阶段是专业内部化的，即猪饲料生产再次融入生猪养殖体系。

图表 9：生猪养殖专业化阶段

专业化阶段	时期	专业化分工	代表企业
混合饲料	1980-1985	脱离养殖体系	无
早期配合饲料	1986-1996	通用型营养配方	新希望（000876.sz）
浓缩、预混饲料	1997-2007	添加剂加工工艺	大北农（002385.sz）
前期配合饲料	2008-至今	阶段专用型营养配方	双胞胎
全程配合饲料	未到来	融入养殖体系	未出现

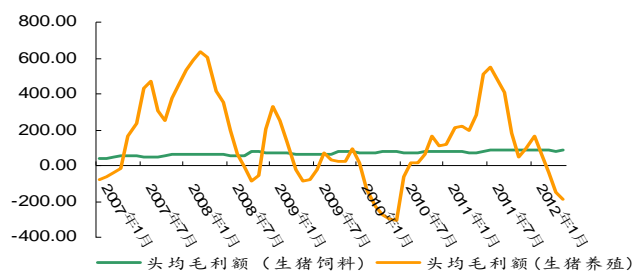
资料来源：第一创业证券研究所

（二）关于产业链衔接 最初的专业化分工使猪饲料生产脱离生猪养殖而独立出来；但这并不影响产业链间彼此的衔接，更深入的专业化分工必须引导并适应生猪养殖方式的变迁。其中，安佑和金新农倡导的教槽饲料引导了生猪养殖的早期断奶技术推广（母猪产能和仔猪防疫提升）；大北农的预混饲料则适应了生猪养殖的国外大豆进口放开。

过去的产业链衔接，似乎猪饲料生产引导生猪养殖多些，产业链的利润集中在前端的猪饲料上。而 2008 年猪肉价格飙升后，产业链的利润开始向后端的生猪养殖转移，这也预示着生猪养殖（集约化管理）日渐成为大畜牧产业链的核心。2007-2011 年，猪饲料头均毛利额约为 80 元，而同期生猪养殖头均毛利额在 200 元左右。



图表 10: 猪饲料利润与生猪养殖利润 (元/头)



资料来源: wind、第一创业证券研究所

长期的情况是,猪饲料行业将作为生猪养殖的原料车间重归依附关系。参照美国饲料行业的发展经验,大的全国性饲料公司以畜牧集团内部流通的方式销售产品,而小的区域性饲料公司则以委托订单的形式与当地畜牧合作社建立联系。美国生猪养殖排名第一的史密斯菲尔德公司 2007 年的猪饲料用量为 825 万吨,而饲料排名第一的蓝雷-普瑞那公司 2007 年饲料产量为 1280 万吨。

图表 11: 美国生猪养殖企业存栏母猪和饲料用量

排序	公司	母猪(头)	饲料用量(万吨)
1	Smithfield Foods	1227000	825
2	Triumph Foods	403700	271
3	Seaboard Farms	213600	144
4	Iowa Select Farms	150000	101
5	Prestage Farms	142000	95
6	The Pipestone System	135600	91
7	The Maschoffs	115000	77
8	Cargill	107000	72
9	AYMC Management	95000	64
10	Maxwell Foods	85000	57

资料来源: Bloomberg、第一创业证券研究所

需要说明的是,饲料养殖再度融合,整合者可能来自前端的猪饲料公司,也可能来自后端的生猪养殖公司。我们认为,由于前端饲料公司的资本、技术和管理积累均较成熟,所以可行性较大,如唐人神(002567.sz)积极推进的全球性生猪育种计划。

故事讲到这里,大家应注意,雏鹰农牧(002477.sz)近期的市场认同反映了大畜牧产业链的力量转变。同样大北农和海大集团的市场认识也将从专业的领导者转向产业链的整合者。

(三)半径演进规律:追逐利润的疆界 回顾和展望猪饲料行业发展,可以概括为半径演进规律,即猪饲料行业最大毛利率产品的覆盖半径日益缩短。这是优势猪饲料公司,不断深化专业分工,以寻求竞争优势的结果。

图表 12: 各饲料发展阶段覆盖半径和毛利润率

项目	早期配合饲料阶段	浓缩、预混饲料阶段	前期饲料阶段	全程配合饲料阶段
覆盖半径(公里)	无限大	300-800	100-300	0-100
毛利润率	40%	30%-50%	15%-25%	7%-15%

资料来源:第一创业证券研究所



● **早期配合饲料阶段：**新希望刘永好见证了 80 年代初正大康地猪饲料的供不应求，相关表述是“饲料比大米还贵，还那么远去买，还要排队等十天左右才能买到”。目前育肥猪饲料的价格是 3000 元/吨，稻米价格是 4000 元/吨，猪饲料价格相对稻米价格低 33%，毛利率约为 10% 左右，则估算早期猪饲料毛利率水平应在 40% 以上。远距离购买和等货时间体现早期猪饲料供不应求的稀缺性，覆盖半径抽象为无限大。

● **预混饲料阶段：**20 世纪 90 年代后期，猪预混饲料价格为 3000-4000 元/吨，毛利率约为 30%-40%，加上资金门槛低，技术型创业者趋之若鹜。预混饲料仅占配合饲料的 4%，方便长距离运输，覆盖半径为 300-800 公里。预混饲料产能布局以中心区域为主，如大北农除北京怀柔外，在河南、福建和湖南都建有生产基地。

● **前期配合饲料阶段：**预混饲料发展初期还有配方限制（涉及动物营养参数、氨基酸平衡、微量元素添加），但随着核心技术日益普及，市场进入已不存障碍。多数猪饲料公司转为毛利率较高（15%-25%）、且市场规模较大（占比 15%）的前期猪饲料（种猪料、教槽料和保育料）。由于前期猪饲料以配合饲料为主，受运输成本制约，覆盖半径为 100-300 公里。为进入前期猪饲料领域，猪饲料公司纷纷密集铺设产能，追逐利润的疆界。

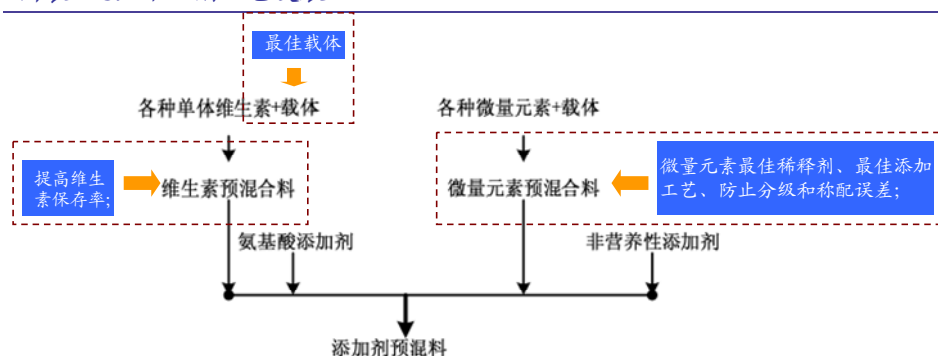
● **全程配合饲料阶段：**当生猪养殖集约化加速，猪饲料环节不再是独立的利润中心，而成为生猪养殖体系的成本中心。温氏集团就通过内部合同订单制，有效组织了前端的猪饲料公司和后端的养殖农户，其产品利润率和覆盖半径均最小化。此时专业内部化取代专业外部化，促成全产业链经济效率提升。

2.2 专业化之路“预混饲料、浓缩饲料和配合饲料”：养殖成本时代

（一）关于预混饲料和浓缩饲料的前期增长 预混饲料产量和占比由 1997 年的 124 万吨和 2.0% 提升至 2005 年的 472 万吨和 4.4%，浓缩饲料产量和占比由 1997 年的 700 万吨和 11.1% 提升至 2005 年的 2498 万吨和 23.3%。预混饲料和浓缩饲料的前期增长是在解决了技术工艺和原料来源基础上的经济性体现，即生猪养殖成本决定饲料供给形式。

技术工艺上，添加剂工业成熟，如预混饲料最佳载体、微量元素最佳添加剂和最佳添加工艺的提升；

图表 13：添加剂工艺发展

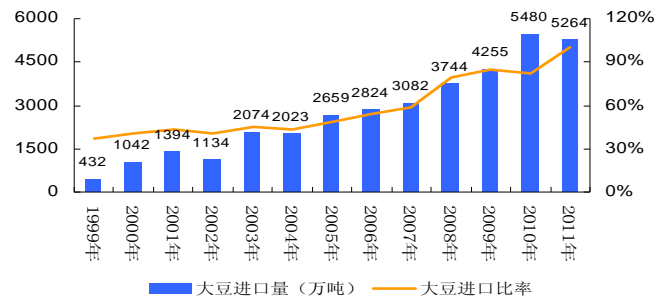


资料来源：第一创业证券研究所



原料来源上，国外大豆的进口放开使豆粕取得更便利，我国大豆年进口量从1999年的432万吨激增至2010年高点的5480万吨。顺便插入一句：原料的获取便利性是决定饲料构成形式的重要因素，以猪前期饲料为例，因为乳猪饲料营养成分含大量乳精粉、血浆蛋白、鱼粉、膨化玉米和大豆，这些都是普通养殖者不易获得的，所以乳猪饲料是全价配合饲料的天下，而母猪及中大猪饲料市场仍主要归预混饲料。

图表 14: 大豆进口量和进口比率

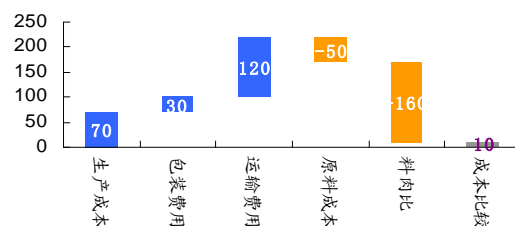


资料来源: wind、第一创业证券研究所

我们再对农户使用预混饲料和配合饲料的经济性进行比较：预混饲料对于200公里以上的覆盖半径，经济性上占优。

农户使用配合饲料的成本=配合饲料购买成本（包含：预混饲料+豆粕+玉米+生产成本+包装费用+运输费用+其他费用）；农户使用预混饲料的成本=预混饲料购买成本+豆粕+玉米+生产成本+其他费用。其中：预混饲料对生产成本（包含加工工艺、人员工资和设备折旧）有60-80元/吨的成本优势，对包装费用有20-40元/吨的成本优势，对运输费用每100公里有50-70元/吨的成本优势，而对原料采购（豆粕、玉米）有40-60元/吨的成本劣势，对料肉比有150-170元/吨的成本劣势（按0.2的差异测算）。则按运输半径200公里测算，农户使用预混饲料比配合饲料有10元/吨的成本优势。

图表 15: 农户使用配合饲料和预混饲料的成本比较 (元/吨)



资料来源: 第一创业证券研究所

（二）预混饲料、浓缩饲料和配合饲料的发展预期 浓缩饲料市场的萎缩是不争的事实。但行业内对预混饲料和配合饲料的发展预期存在争议，一方认为配合饲料将取代预混饲料，另一方则认为预混饲料和配合饲料还将共存。我们赞同后者：从养殖规模的结构看，预混饲料和配合饲料共存的空间还很大；从养殖成本的经济性看，预混饲料和配合饲料的性价比竞争将持续。此外，浓缩饲料的市场空间将逐渐被预混饲料和配合饲料挤占。



图表 16: 猪各类型饲料增长情况 (万吨)

项目	猪配合饲料(1)	猪配合饲料增长率	猪浓缩饲料	猪浓缩饲料增长率	猪浓缩饲料对应的配合饲料(2)	猪预混料	猪预混料增长率	猪预混料对应的配合饲料(3)	折算的配合饲料=1+2+3
2002年	1965	-	970	-	4851	152	-	3792	10608
2003年	2128	8.3%	1136	17.1%	5678	163	7.5%	4075	11881
2004年	2334	9.7%	1245	9.7%	6227	223	37.0%	5583	14144
2005年	2539	8.8%	1434	15.2%	7172	254	13.8%	6352	16063
2006年	2397	-5.6%	1354	-5.6%	6770	264	3.9%	6600	15767
2007年	2411	0.6%	1312	-3.1%	6561	277	5.0%	6933	15906
2008年	2893	20.0%	1374	4.7%	6870	310	11.8%	7750	17513
2009年	3362	16.2%	1543	12.3%	7714	338	8.9%	8442	19518
2010年	4112	22.3%	1498	-2.9%	7490	337	-0.2%	8425	20027
2011年	4420	7.5%	1443	-3.7%	7213	347	2.9%	8669	20303

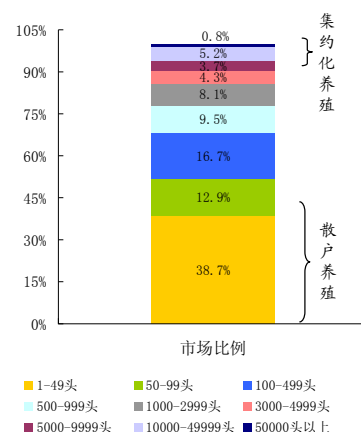
资料来源: 饲料工业统计年鉴、第一创业证券研究所

养殖结构: 饲料市场从养殖结构划分, 一头是散户养殖者(年出栏生猪 1-50 头), 一头是集约化养殖者(能繁母猪 2000 头以上, 使用饲料 1000 吨/月, 年出栏生猪 40000 头以上)。

短期受疫病、猪周期和城镇化的打击, 散户养殖者正加速退出生猪养殖, 其将被中小规模养殖场取代, 目前我国不用商品饲料的散户养殖占出栏总量的 20-30%, 这将导致商品饲料(含预混饲料和配合饲料)需求量的上升。

美国的畜牧集团(如史密斯菲尔德)一般都有自己的动物营养专家, 其属下的饲料厂财务独立核算, 提供饲料给养殖场。中国的集约化大型养殖公司(温氏、雏鹰农牧、牧原)也越来越多, 但中期内受环保、土地、税收等制约, 难以成为主导力量。(正因为扩张难度较大, 所以如雏鹰农牧、正邦科技等的每次养殖扩张都受到资本市场的热捧)

图表 17: 我国 2010 年生猪养殖规模分布



资料来源: 畜牧业统计年鉴、第一创业证券研究所

我们分析, 中期内, 不同于肉鸡产业的快速集中, 中国生猪养殖的集约化进程将很漫长, 散户养殖者的退出速度将快于集约化养殖者的进入。而前者的退出将做大商品饲料的(含预混饲料和配合饲料)市场规模; 后者的进入可能降低预混饲料的市场规模。

饲料成本: 预混饲料和配合饲料中短期的此消彼长在于对中小规模猪



场（能繁母猪 200-2000 头，使用饲料 100-1000 吨/月，年出栏生猪 4000-40000 头）的争夺上，其中性价比的提升将是主要竞争因素。

性价比包括质量和价格，关于质量，配合饲料公司往往采用杂粕代替豆粕的方式降低成本，养殖者会担心其营养配方的可靠性及稳定性。

关于价格，原料成本、运输成本和包装费用是主要影响因素。

一般情况下，玉米和豆粕价格高时，养殖者倾向使用全价配合饲料；玉米和豆粕价格低时，养殖者倾向使用预混饲料；而玉米价格低和豆粕价格高时，养殖者倾向使用浓缩饲料。近年的情况是玉米/豆粕价格比维持高位，浓缩饲料缺乏原料成本优势。

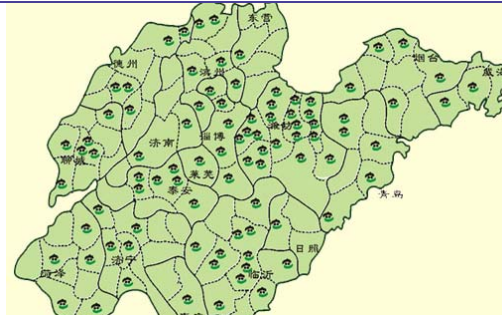
图表 18: 饲料类型使用的玉米和豆粕比较关系

价格关系	饲料形式
玉米、豆粕价格高	全价配合饲料
玉米、豆粕价格低	预混饲料
玉米低、豆粕高	浓缩饲料

资料来源：第一创业证券研究所

全价配合饲料运输成本是其劣势，要求产能密集布局，我们测算的覆盖半径要在 200 公里以下。主营肉鸡配合饲料的六和集团山东地区产能密集布局在 50-100 公里。

图表 19: 六和集团在山东地区产能的密集布局



资料来源：六和集团网站

我们分析，目前除产业链一体化企业外，还没有哪家猪饲料公司具有密集布局产能的能力，所以预混饲料还将占据一定市场份额，但增速放缓是不争事实；配合饲料中的前期配合饲料（乳猪饲料）由于毛利率较高，能承受较大覆盖半径，这将是主要猪饲料公司的布局重点。

（三）猪预混饲料公司适者生存 考虑猪预混饲料和配合饲料的潜在竞争替代关系，预混饲料公司正积极进行着战略调整，一是创新营销模式；二是进入猪前期配合饲料。

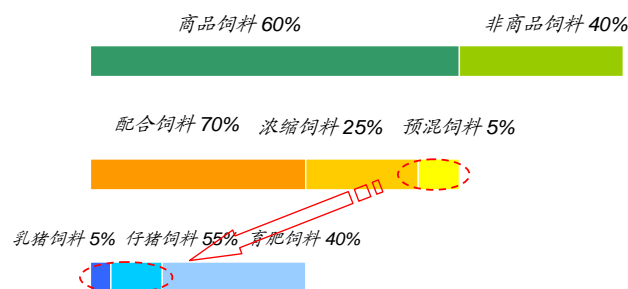
1) 创新营销模式 猪预混饲料公司在创新营销模式上有两方面作为，第一方面是营销渠道下沉，企业与养殖户之间只有一级经销商（乡镇）。未来，随着规模养殖占比提升，直销和合同订单将成为更主要的营销模式。渠道下沉有助于公司更关注生猪养殖者的需求；还有助于降低中间代理商的成本（直销大型猪场与经销商代理的价格相差大约 500 元/吨）。第二方面是服务型营销，预混饲料公司销售的是“不完全产品”，这需要提供养殖技术、猪场管理咨询、血清、原料检测等方面



的服务。

2) 进入前期配合饲料 猪预混饲料公司进入前期配合饲料有两方面优势。第一方面优势来自技术，相较于传统的配合和浓缩饲料公司，预混饲料公司如大北农、伟嘉等，均具有营养配方和技术工艺的领先性，进入技术门槛较高的猪前期饲料领域是有比较优势的。第二方面优势来自营销，预混饲料公司营销布局全国，客户中大型猪场占比较高，进入功能性、示范性较强的猪前期饲料领域具有天然优势。猪预混饲料公司目前普遍进入前期配合饲料生产，除上市后资本充足的大北农外，连行业内最保守的北京康地都进入了配合饲料生产领域。

图表 20: 猪饲料阶段演进路线



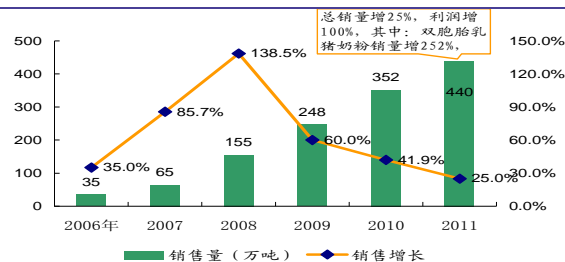
资料来源：第一创业研究所

2.3 专业化之路“前期饲料和后期饲料”：养殖效率时代

(一) 前期饲料市场存在的意义 生猪前期养殖决定后期养殖，后期养殖决定经济效益；与此相应，猪前期饲料的兴起远超后期饲料的增长。两方面因素促成猪前期饲料的发展是恒星永恒，而非流星短逝，一是对生产者有利润贡献，二是对养殖者有效益产出。

1) 对生产者有利润贡献 前期饲料（乳猪饲料和保育饲料）相较于后期饲料（中大猪饲料）有以下优势：**市场推广快**，前期饲料容易在短时间内看出饲喂效果，以教槽饲料为例，通过观察和统计断奶前乳猪采食次数、采食数量、断奶天数、断奶体重，可以评价优劣。**客户黏性好**，由于前期饲料差异化显著，且影响批次较多，客户不易流失，忠诚度高。**技术壁垒强**，前期饲料在营养配方、制造工艺和原料采购上均可建立比较优势，竞争对手难以快速模仿跟进。**毛利率高**，猪前期饲料吨毛利在 400-500 元，毛利率为 20% 左右，而后期饲料只能做到吨毛利 100-150 元。

图表 21: 双胞胎营业收入快速增长



资料来源：第一创业研究所

所以无论是销量上升、市场稳定还是毛利水平，前期饲料都对生产者



有极强的利润贡献。双胞胎集团于 2005 年就启动了乳猪饲料的全国性扩展，目前猪饲料销量全国排名第一。

2) 对养殖者有效益产出 为什么前期饲料至 2000s 中期才成为猪饲料行业的战略制高点，这与生猪养殖由成本推动型向效率推动型及养殖模式转变有关。过去的生猪养殖者关心养殖成本（用配合饲料还是自配饲料），现在更关注养殖效率，即规模猪场固定资本的投入产出比，这涉及母猪生产效能、仔猪生长效率和仔猪早期断奶技术。

母猪生产效能 如果在母猪分娩率、头均胎次数、窝均活仔数、全程死淘率等方面提升产出水平，则能繁母猪头均年提供商品猪出栏数将显著增长。在毛猪价格同为 10 元/公斤的水平上，情形一相较于情形二，头均多赚 186 元，这主要是仔猪初生成本的差异。

图表 22：母猪生产效率对生猪养殖盈利的影响

类别	项目	情形一	情形二	情形三	情形四
关键生产效率指标	分娩率	92%	85%	77%	69%
	头均胎次数	2.4胎/年	2.2胎/年	2.0胎/年	1.8胎/年
	窝均活仔数	11	10	9	8
	全程死淘率	8%	12%	15%	20%
	头均年提供商品猪出栏数	24.3头/年	19.4头/年	15.3头/年	11.5头/年
综合成本结构	母猪饲料成本分摊	106.1	127.2	155.6	194.4
	公猪饲料成本分摊	4.2	5.1	6.2	7.8
	母猪疫苗、兽药	2.7	3	3.3	3.8
	种猪折旧	30.3	33.3	37	41.6
	初生成本小计	143.3	168.6	202.1	247.6
	商品猪饲料成本分摊	700	700	700	700
	商品猪疫苗、兽药成本分摊	30	30	30	30
	商品猪死淘分摊	29.8	50	70.9	111.7
	人工工资分摊	20	20	20	20
	水电成本分摊	10	10	10	10
	猪舍折旧	10	10	10	10
	成本合计	943	988	1043	1129.3

资料来源：第一创业研究所

仔猪生长效率 前期生长的优劣将在后期生产（涉及死淘率和出栏周期）中被放大，影响整个养殖过程的经济效益（占到 70%-80%）。其中断奶后 1 周的日增重是前期生长优劣的主要衡量指标。

图表 23：断奶肉后 1 周增重对仔猪生长的影响

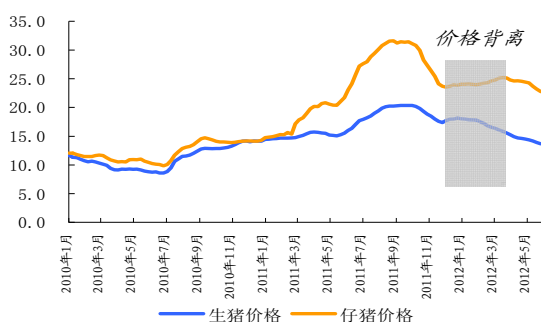
日增重	断奶后不同日龄体重(kg)			达到出栏体重
(断奶后1周)	28日龄	56日龄	156日龄	(110kg)日龄
<0	5.1	14.8	105	183
0-150	6.3	16.1	108	171
150-225	7.1	17.2	111	166
>225	7.8	18.5	113	161

资料来源：第一创业研究所

仔猪早期断奶技术 年初的仔猪腹泻导致了生猪育成率降低，同时也引发仔猪价格与生猪价格的大幅背离。不断补栏与不断死淘的黑色幽默促使人们更重视仔猪健康，仔猪早期断奶技术的重要性日益显现。



图表 24: 生猪和仔猪价格变动 (元/千克)



资料来源: wind、第一创业研究所

仔猪早期断奶技术是生猪养殖业的一场革命, 不仅可以缩短母猪哺乳时间; 提高繁殖率、年产仔数和分娩舍利用率; 降低仔猪的生产成本; 而且能阻断传染病的传播。但早期断奶会影响乳猪断奶体重, 为避免这一情况, 旨在提高乳猪断奶体重及减少断奶应激的教槽饲料出现了。其中, 断奶重增加 1KG = 全程死淘率降低 3-5% + 用药成本降低 8-10% + 生长速度增加 4-7% + 出栏周期减少 5-10 天。

图表 25: 早期断奶预防的疫病

断奶时期	预防疫病
10日龄内	猪链球菌病或猪繁殖和呼吸综合症
12日龄内	沙门氏菌病
14日龄内	巴氏杆菌病和霉形体病
21日龄内	伪狂犬病和放线杆菌病

资料来源: 中国猪业

(二) 市场规模及毛利额 (乳猪饲料、仔猪饲料和育肥猪饲料)

分生猪养殖阶段, 乳猪饲料、仔猪饲料、小猪饲料、中猪饲料和大猪饲料的消耗量占比分别为 1%、5%、14%、33%和 47%。但前期饲料 (母猪饲料、乳猪饲料和仔猪饲料) 商品化的市场普及程度高于后期饲料 (小猪饲料、中猪饲料和大猪饲料), 这是由其专业化技术壁垒和饲料形态差异决定的。按 2012 年生猪出栏 6.62 亿头测算, 乳猪饲料和仔猪饲料的理论上限为 132.4 万吨和 794.4 万吨。根据国外经验, 前期饲料的市场普及率为 90%以上, 我国前期饲料的实际市场空间预期将较接近理论空间。

图表 26: 生猪各阶段耗料情况

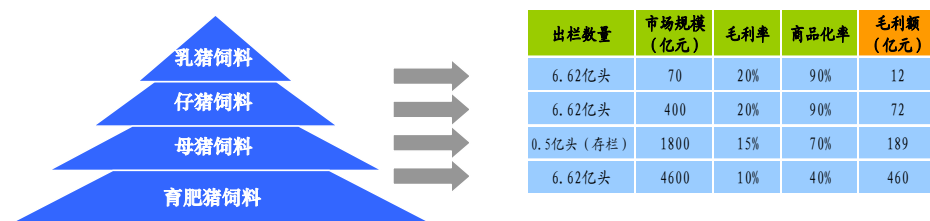
阶段	日龄	饲养天数	体重(kg)	料型	每天耗料(kg)	阶段耗料(kg)	所占比例
哺乳期	1-28	28	7	乳猪料	0.1	2	1%
保育期	29-49	21	14	仔猪料	0.6	12	5%
小猪期	50-79	30	30	小猪料	1.1	33	14%
中猪期	80-119	40	60	中猪料	2	80	33%
大猪期	120-160	41	90	大猪料	2.8	115	47%
合计		160				242	100%

资料来源: 第一创业研究所

从企业自身效益考虑, 后期饲料容易形成规模优势, 但前期饲料创造效益, 乳猪饲料、仔猪饲料和母猪饲料的市场毛利额为 12 亿、72 亿和 189 亿。



图表 27: 各阶段猪饲料的市场情况



资料来源: 第一创业研究所

3 种子行业分析: 水稻育种重在种质改良, 玉米育种关注种质扩充

我们在此重提之前报告《隆平高科: 垄断种质资源, 穿越长期估值》(20120215) 的种业观点, 强调种质资源的重要性。并在此进一步延伸相关认识, 强调水稻育种重在种质改良, 玉米育种重在种质扩充。

我们认为那些拥有育种能力和先发优势 (种质资源) 的种业公司将获得从短期至中期的竞争优势, 而种质资源的创新是这类公司长期的追求目标。

3.1 水稻育种重在种质改良

我国水稻栽培的历史悠久, 开创并领导着世界杂交水稻的产业化进程, 不管是国内种质资源的挖掘, 还是国际种质资源的引进均处领先地位。其中, 设立在菲律宾的国际杂交水稻研究中心提供了恢复系测交筛选的主要种质资源。

出于种质资源多样性的考虑, 我国研发机构正在利用禾本科远缘种质 (种间、属间和亚种间) 的遗传差异性, 来扩充杂交水稻的遗传基础。但对现有种质资源的改良是现阶段选配优良组合的通常做法。以二系杂交水稻为例, 不育系的源头是农垦 58S、安农 S 和株 1S, 对农垦 58S 的改良形成以广占 63S 为基础的广占系列, 对安农 S 的改良形成以 Y58S 为基础的 Y 两优系列。

上市公司主要依靠的两系不育系为 Y58S (隆平高科)、准 S (隆平高科)、广占 63S (丰乐种业)、丰 39S (丰乐种业) 和新安 S (荃银高科) 等。



图表 28: 各上市公司当家不育系选配组合

上市公司	当家不育系	所配品种组合	审定编号
隆平高科 (000998.sz)	Y58S	Y两优1号	国审稻2008001
		Y两优8号	湘审稻2008029
	丰源A	丰源优227	国审稻2009030
		丰源优358	国审稻2010031
	准S	准两优527	国审稻2006004
		准两优608	国审稻2009032
丰乐种业 (000713.sz)	广占63S	丰两优香一号	国审稻2007017
	丰39S	丰两优4号	国审稻2009012
		丰两优晚三	国审稻2009021
		新两优6号	国审稻2007016
荃银高科 (300087.sz)	新安S	新两优223	国审稻2010011
		新两优343	国审稻2010021
		新两优901	国审稻2010030

资料来源: 农业部、第一创业研究所

3.2 玉米育种重在种质扩充

我国不是玉米的起源地和多样性中心, 种质资源基础相对薄弱, 对外来种质的依赖程度已达 60%以上。我国扩充玉米种质资源的途径有两个, 一是利用北美材料(美国为代表); 二是利用低纬度热带、亚热带材料(类似水稻)。相对而言, 利用北美材料用于本土改良较为容易。北美种质经过系统改良, 含有可靠的抗病虫和耐旱基因; 而低纬度种质没有经过系统改良, 对温带的光周期敏感。

现阶段, 选配优良组合的通常做法是将北美种质中的抗性和高产基因导入茎秆紧凑型母本, 与本土父本组配, 以求品种早熟、丰产、多抗及高产制种。以黄淮海地区为例, 紧凑型 PA 种质和早熟半紧凑型四平头种质的组配是典型的杂种组配模式。郑单 958(郑 58*昌 7-2) 巩固继承了这一本土化模式。

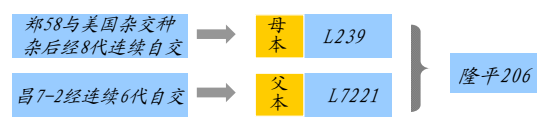
上市公司正是通过引入美国种质, 对郑单 958 的母本郑 58 进行改良。这是建立在黄淮海杂优模式下的速递式创新, 尽管没有革命性自交系出现, 但也极具商业价值。上市公司的主要玉米品种组合为登海种业新购进的 2011 年国审品种京科 968(美国种质×昌 7-2 改良型)、隆平高科选育的隆平 206(郑 58 美国种质改良×昌 7-2 改良型)、敦煌种业新购进的吉祥 1 号(郑 58 改良×昌 7-2 型)和大北农选育的农华 101(引进种质×本土种质型)。

图表 29: 吉祥 1 号的父母亲本选配



资料来源: 农业部公告

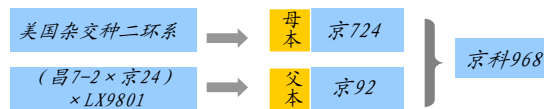
图表 30: 隆平 206 的父母亲本选配



资料来源: 农业部公告



图表 31: 京科968 的父母亲本选配



资料来源: 农业部公告

图表 32: 杂交水稻二系不育系说明

一级不育系	二级不育系	不育系	母本	类型	原产地/选育单位	
农垦58S	培矮64S	桂118S	培矮64S	籼型不育系	广西壮族自治区农业科学院	
		玉兔S		籼型不育系	浙江大学	
		1892S		籼型不育系	安徽省农业科学院水稻研究所	
		湘州19S		籼型不育系	湖南湘西州农科所	
		N111S		籼型不育系	湖南杂交水稻研究中心	
		1161S		籼型不育系	湖南隆平高科农丰种业有限责任公司	
		德es		籼型不育系	德农正成种业长沙德农正成水稻研究所	
		福es1		籼型不育系	福建农林大学作物遗传育种研究所	
		桂科-1S		籼型不育系	广西壮族自治区农业科学院水稻研究所	
		华201S		籼型不育系	华中农业大学	
		沪光3S	培矮64S/IR8S	籼型不育系	四川省农科院水稻高粱研究所	
		推广面积(万亩)		14440.5		
		占两系比例(%)		46.20%		
	广占63S	Y20S	广占63-4S	籼型不育系	北京金色农华种业科技有限公司	
		扬粒1S		籼型不育系	江苏里下河地区农业科学研究所	
		602S		籼型不育系	江苏省徐州大华种业有限公司	
		新华S		籼型不育系	安徽荃银农业高科技研究所	
		新安S		籼型不育系	安徽荃银农业高科技研究所	
		329S	广占63S	籼型不育系	浙江大学	
		佳丰127s		籼型不育系	湖北省农业科学院粮食作物研究所	
		荃登S		籼型不育系	安徽荃银禾丰种业有限公司	
		丰39S		籼型不育系	合肥丰乐种业股份有限公司	
		荃88S		籼型不育系	湖北长江屯玉种业有限公司	
		广占63-4S	广占63S/农香16	籼型不育系	北方杂交粳稻工程技术中心等	
		新强03S		籼型不育系	合肥新强种业科技有限公司	
		佳丰68S		广占63S/扬稻6号//蜀恢527	籼型不育系	湖北省农业科学院粮食作物研究所
		紫广8S		广占63S-2	籼型不育系	杨振玉
			推广面积(万亩)		9193.5	
			占两系比例(%)		29.41%	
		农垦58S衍生的其他不育系	KS-9	农垦58S	籼型不育系	广西水稻研究所
			W6154S		籼型不育系	湖北省农业科学院粮食作物研究所
	三丰S		籼型不育系		合肥全顺农业科技研究所	
	益1S		籼型不育系		江西大众种业有限公司	
	276S		籼型不育系		江西省宜春学院	
	KS-14		籼型不育系		广西水稻研究所	
	矮粳15S		籼型不育系		上海市浦东新区农技中心	
	N5088S		籼型不育系		湖北省农业科学院粮食作物研究所	
	7001S		籼型不育系		安徽省农业科学院水稻研究所	
	KS-7		籼型不育系		广西水稻研究所	
	海丰1S		籼型不育系		海南神农大丰种业科技股份有限公司	
	培矮64S		籼型不育系		国家杂交水稻工程技术研究中心	
	N18S		农垦58S/IR8608-65...	籼型不育系	/	
	奥龙1S		农垦58S/R302	籼型不育系	龙岩市农业科学研究所	
	6442S		农垦58s/测64-7	籼型不育系	/	
	湖农5S		农垦58S/激光4号	籼型不育系	湖北荆楚种业股份有限公司	
	同创01S		农垦58S/山兰粘	籼型不育系	安徽同创种业有限公司	
			推广面积(万亩)		2109	
		占两系比例(%)		6.75%		
	安农S	安农S	N8S	安农S-1	籼型不育系	湖南杂交水稻研究中心
			安隆3S		籼型不育系	安徽隆平高科种业有限公司
糯S			籼型不育系		湖南杂交水稻研究中心	
田丰S			籼型不育系		江西省赣州市农科所	
湘125S			籼型不育系		湖南杂交水稻研究中心	
810S			籼型不育系		湖南省安江农校	
安湘S			籼型不育系		湖南杂交水稻研究中心	
华103S			籼型不育系		华中农业大学	
Y58S			安农S-1/常非22B//安农...	籼型不育系	湖南杂交水稻研究中心	
GD-5S			安农S-1/东B	籼型不育系	广东省农业科学院水稻研究所	
228S			安农S-1/高州镇江野生稻	籼型不育系	广东华茂高科种业有限公司	
			推广面积(万亩)		2487	
			占两系比例(%)		7.96%	
株1S			株1S	SV14S	株1S	籼型不育系
	157S	株1S		籼型不育系	衡阳市农业科学研究所	
	株25S	株1S		籼型不育系	湖南省株洲市农业科学研究所	
	潭农S	株1S		籼型不育系	湖南省湘潭市农业科学研究所	
	双8S	株1S		籼型不育系	湖南杂交水稻研究中心	
	H155S	株1S		籼型不育系	湖南亚华种业科学研究院	
	德1S	株1S/R402		籼型不育系	北京德农种业有限公司	
		推广面积(万亩)			2044.5	
		占两系比例(%)			6.54%	

资料来源: 全国农业技术推广服务中心



4 公司产品线之饲料业务：强化预混饲料，加速前期饲料

公司饲料业务的结构调整表现出其商业嗅觉的敏锐。我们重点关注猪前期饲料的竞争优势，以及募投项目与业绩增长的关系。

4.1 产品结构调整：预混饲料和前期饲料两翼齐飞

(一)结构调整达成预期 自2009年起公司调整饲料业务的产品结构，这体现在三点：1) 确立饲料业务的核心为猪饲料；2) 加速猪前期饲料发展；3) 强化猪预混饲料优势。其中，最重要的变化是，积极切入猪前期饲料市场（母猪饲料、乳猪饲料及保育饲料），产品线从预混饲料向配合饲料扩展。

经过三年转型，公司已完成产品结构的调整，2011年猪饲料销售量为155万吨，销售收入61.5亿元，占饲料业务比例为88.6%。猪前期饲料也放量发展，2009年-2011年的销售收入为5.52亿元、11.19亿元和18.8亿元，同比增长为85.2%、102.8%和67.9%，占猪饲料比例为21.5%、28.5%和30.6%。

图表 33：公司分品种饲料销售量

项目	猪饲料	反刍饲料	水产饲料	禽饲料	其他饲料	合计
销售量(万吨)	155	12.9	9.29	3.08	0.5	181.29
同比增长	48.92%	52.78%	4.96%	-6.36%	9.27%	44.49%
占饲料比例	85.5%	7.1%	5.1%	1.7%	0.3%	100.0%

资料来源：公司公告

图表 34：公司猪饲料、乳猪饲料销售情况

项目	2011年	2010年	2009年	2008年	2007年
饲料收入(亿元)	69.40	45.70	33.70	29.40	17.50
毛利率	18.6%	19.9%	21.0%	16.3%	16.0%
猪饲料收入(亿元)	61.50	39.20	25.60	19.00	11.00
猪饲料/饲料	88.6%	85.8%	76.0%	64.6%	62.9%
猪饲料同比增长	56.9%	53.1%	34.7%	-	-
乳猪饲料收入(亿元)	18.80	11.19	5.52	2.98	-
乳猪饲料/猪饲料	30.6%	28.5%	21.5%	15.6%	-
乳猪饲料同比增长	68.0%	102.7%	85.2%	-	-

资料来源：公司公告

此外，值得注意的是公司预混饲料业务发展势头良好，保证了饲料业务综合毛利率稳定在20%左右。预混饲料的经营模式是，母公司负责生产，而下辖子公司负责销售。所以母公司财务数据可以反映预混饲料业务的增长情况，2011年母公司营业收入增长51.3%，毛利额增长45.1%。

图表 35：母公司营业收入及盈利情况

项目	2011年	2010年	2009年	2008年
营业收入(亿元)	13.25	8.76	6.95	5.97
营业收入同比增长	51.3%	26.0%	16.4%	11.4%
营业成本(亿元)	9.26	6.01	4.56	4.42
毛利额(亿元)	3.99	2.75	2.39	1.55

资料来源：公司公告



（二）预混饲料：营养配方由 4%、5%向 8%、10%转变 公司预混饲料业务正由 4%、5%预混饲料向 8%、10%预混饲料转变，后者在前者配方基础上加入了鱼粉（动物蛋白）、益生菌、油脂和发酵制品，使营养组成更全面，诱食性好，并增强肠胃功能。

8%和 10%配方提升了预混饲料的市场规模，但毛利率并没有降低，维持在 30%-35% 左右。我们注意到其 10%育成猪复合预混饲料 S1013-JN(25)-FJZZ（中猪料）已进入预混饲料热销排行榜前 10 名。预计 2012 年公司将加大 8%、10%预混饲料的市场投放力度。

（三）前期配合饲料：关注坐庄营销 猪前期饲料已成为公司战略的重中之重，我们认为其扩张的持续性受两个因素推动，一是技术壁垒；二是坐庄营销。这二者构成了公司独有的，区别于同行的竞争优势。

1) 技术壁垒 公司“仔猪健康养殖营养饲料调控技术及应用”项目获得 2011 年国家科技进步二等奖，这标志大北农在猪前期饲料领域形成了技术先发优势。通过比较历年种子行业获得国家科技进步奖的情况，我们可以认识到奖项的价值。

项目系统研究了不同断奶日龄仔猪饲养模式的生理效应以及能量、蛋白质、氨基酸等重要营养参数，填补了仔猪日粮适宜 dEB 值和酶动力学参数空白。以此项目为依托，公司 2009 年起加大乳猪饲料等高端前期饲料的市场营销，推出了“乳猪饲养套餐”，重点开发“母仔乐”、“贝贝乳”和“宝宝壮”三大核心产品。与传统产品比较，公司产品大大降低了仔猪腹泻死亡率，仔猪日增重提高了 12%-20%以上，提高了养猪生产效率。

我们认为，大北农立足于猪前期饲料的专业化分工，这有助于保证其战略扩张的有效性。

图表 36：历年种子行业和乳猪饲料领域获奖情况

年度	项目	所获奖项	获奖单位
2000年	玉米自交系“黄早四”	国家科技进步一等奖	北京市农林科学院作物研究所
2001年	水稻两用核不育系“培矮64S”	国家科技进步一等奖	湖南杂交水稻研究中心
2002年	玉米新品种农大108	国家科技进步一等奖	中国农业大学
2003年	玉米新品种掖单13号	国家科技进步一等奖	莱州市农业科学院
2004年	小麦新品种郑麦9023	国家科技进步一等奖	河南省农业科学院
2005年	印水型水稻不育胞质	国家科技进步一等奖	中国水稻研究所
2007年	玉米单交种郑单958	国家科技进步一等奖	河南省农业科学院
2010年	矮败小麦	国家科技进步一等奖	中国农科院作物研究所
2010年	仔猪肠道健康调控关键技术及其在饲料产业化中的应用	国家科技进步二等奖	双胞胎集团
2011年	玉米单交种浚单20	国家科技进步一等奖	浚县农业科学研究所
2011年	仔猪健康养殖营养饲料调控技术及应用	国家科技进步二等奖	大北农集团

资料来源：第一创业研究所



2) 坐庄营销 大北农的营销传统是服务营销, 强调产业链衔接; 而双胞胎则是零售营销, 强调营销落地与密集布局。此外大北农的营销团队是整体人海战术; 而双胞胎是局部人海战术, 擅长集中优势兵力打歼灭战。二者模式的不同源于预混饲料和配合饲料产品的差异, 预混饲料是不完全产品, 毛利率高, 需要服务客户; 配合饲料是完全产品, 运输成本高, 需要覆盖客户。

2006 年起, 公司的预混饲料营销由总部统一负责转为由子公司分部负责, 深化了营销能力圈, 具备了零售营销的基础。我们认为公司目前的营销策略是服务营销与零售营销 (坐庄营销) 兼备, 各取所长。

服务营销方面 升级原有服务体系, 2012 年度将强化信息服务平台和财务服务平台的支持。其中的财务服务平台指公司派驻财务人员到重点客户, 帮助生猪养殖者拓宽融资渠道, 梳理工商税务关系, 规范日常成本核算, 以求形成客户黏性; 搜集 300 个重点客户的经验数据, 以深化财务追踪能力。

图表 37: 公司信息化服务平台



资料来源: 公司网站

零售营销方面 推行市场密集开发, 实施区域坐庄策略。公司针对猪前期饲料的市场特点, 提出抢占“万吨县、千吨镇”的营销策略, 争取在目标县、镇和村, 实现至少 30% 的市场份额, 并以此为核心区域辐射周边地区。

其中 5 万头存栏母猪县的 30% 市场容量是 10.31 万吨, 预混饲料和配合饲料的总毛利额是 5439 万元; 1 万头存栏母猪乡的 30% 市场容量是 2.07 万吨, 预混饲料和配合饲料的总毛利额是 1097 万元。

图表 38: 县、乡市场容量测算

5万头存栏母猪县的魅力			
配合饲料年用量=5万头*30%*5.95吨/头=8.93万吨	毛利: 2679万元		
预混饲料年用量=5万头*30%*0.92吨/头=1.38万吨	毛利: 2760万元		
总用量: 10.31万吨	总毛利: 5439万元		
1万头存栏母猪乡的魅力			
配合饲料年用量=1万头*30%*5.95吨/头=1.79万吨	毛利: 537万元		
预混饲料年用量=1万头*30%*0.92吨/头=0.28万吨	毛利: 560万元		
总用量: 2.07万吨	总毛利: 1097万元		
5000头存栏母猪乡的魅力			
配合饲料年用量=5000头*30%*5.95吨/头=0.90万吨	毛利: 268.5万元		
预混饲料年用量=5000头*30%*0.92吨/头=0.14万吨	毛利: 280万元		
总用量: 1.04万吨	总毛利: 548.5万元		

资料来源: 第一创业研究所



4.2 募投项目：需以时间匹配

（一）区域布局适应坐庄营销 公司利用超募的 15.46 亿元资金大规模布局饲料产能，总计 381 万吨，其中乳猪饲料（含教槽饲料）99 万吨，猪预混饲料 30 万吨，浓缩饲料 6 万吨，水产饲料 30 万吨。

预混饲料：公司猪预混饲料在北京怀柔基地、江西、浙江和广州布局了产能，分别辐射华北和东北、华中、华东和华南，布局较为合理。其中，截至 2011 年底，北京怀柔基地预混饲料项目实施进度为 3.05%，迟于计划。这主要是有两方面原因：一是 2010 年公司已改造扩建北京、河南、福建和湖南的预混饲料生产设施，2011 年产能充足；二是 2011 年公司重点解决乳猪饲料的产能不足，放缓了预混饲料项目建设。

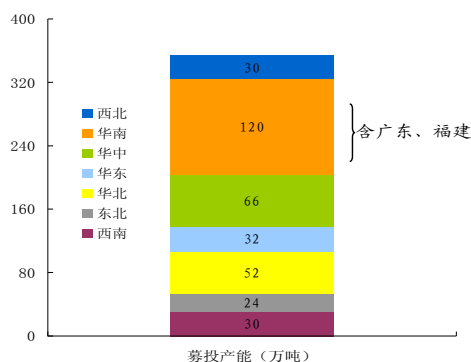
图表 39：公司募投项目产能释放情况

公告日	实施主体	猪饲料				水产饲料	进度	完成时间	投入资金(万元)	变更事项
		乳猪饲料	预混饲料	浓缩饲料	合计					
2011/9/28	云南大北农				12		2013年上半年竣工投产	2013.6.30	4703	
	商丘大北农	8(估计)			12		2013年上半年竣工投产	2013.6.30	4416	变更实施地点
	甘肃大北农				12		2013年上半年竣工投产	2013.6.30	4512	
2011/3/31	江西大北农	6	6		24		2012年竣工投产	2012.12.31	6595	
	常德大北农				6	12	-	-	7000	变更实施地点及项目
	浙江大北农	6	6		24		2012年竣工投产	2012.12.31	5566	
2010/12/23	新疆大北农	4(估计)			6		欧亚博览会延期	2012.10.31	3161	
	茂名大北农	6			18		2012年竣工投产	2012.12.31	6636	变更实施地点
	三明大北农	6			18		开发区道路延后	2012.7.31	5251	
	龙岩武平大北农	6			18		特殊地质延后	2012.11.30	5198	
2010/6/2	北京怀柔基地	9			9		1期完工，2期建设中	2012.7.31	7235	
	吉林大北农	6			24		已投产	2011.6.30	6715	
	山东大北农	6			18		已投产	2010.12.30	4287	
	南宁大北农	6			18		已投产	2010.9.30	3376	
	西安大北农	6			12		土地使用权未到位	2012.4.30	3769	
	漳州大北农	12			42		已投产	2011.7.31	10511	
	广州大北农	6	6		30		土地使用权未到位	2013.3.31	9689	
	湖南大北农	6			30		部分土地使用权延后	2012.9.30	8536	
上市	北京怀柔基地		12		12		延缓	2012.12.31	8909	
	淮阴大北农			4	4	10	二期延缓	2012.9.30	7059	
	天津昌农			2	2	8	已投产	2010.10.31	5473	
合计		99	30	6	351	30	-	-	128597	-

资料来源：公司公告

配合饲料：公司产能扩张的重点在配合饲料上，猪和水产配合饲料在华南、华中、华东、华北、东北、西北和西南均布局了产能。公司大力发展的乳猪饲料业务在生猪养殖发达地区均铺设了产能，对其后续高速发展将起到支撑。其中，老根据地福建布局了 78 万吨，其余地区布局较均衡，体现公司坐庄式营销的特点。此外，另一老根据地东北地区前期已自筹建设产能，故募投产能数量不大。

图表 40：各区域募投产能（万吨）



资料来源：公司公告，第一创业研究所



（二）募投产能好戏在后 我们将 2011 年营业收入增长较快的子公司与募投项目涉及的子公司做了比较，发现 2011 年业绩增长似乎与募投项目无关，更多的来自前期产能储备及技改产能释放。

其中：1）2011 年募投项目因土地落实难，其释放情况并不理想；2）2011 年营业收入增长超 56% 的子公司，产能大多是前期的储备及技改项目。3）2011 年营业收入增长占比较大的东北三强（哈尔滨大北农、吉林大北农和辽宁大北农）也是公司上市前便密集布局，并积极拓展的区域。

图表 41：2011 年营业收入增长增速 56% 以上的子公司

单位名称	2011年度营业收入	2010年度营业收入	营业收入增长	资金来源
天津昌农科技有限责任公司	7,357.44	771.28	854%	募投项目
聊城金牌大北农饲料有限公司	8,263.48	2058.87	301%	自筹项目
漳州绿色巨农生物科技有限公司	32,069.61	9,849.47	226%	自筹项目
广州大北农农牧科技有限责任公司	39,376.25	16,920.08	133%	自筹项目
吉林大北农农牧科技有限责任公司	29,858.61	13,828.77	116%	自筹+超募项目
长沙世联生物科技有限公司	10,669.09	5160.96	107%	自筹项目
辽宁大北农牧业科技有限责任公司	24,988.74	12,204.73	105%	自筹项目
黑龙江绿色巨农农业科技有限公司	16,085.54	8,312.75	94%	自筹项目
商丘大北农饲料有限公司	2,766.83	1457.29	90%	自筹项目
南宁大北农饲料科技有限责任公司	23,011.91	12191.53	89%	自筹+超募项目
内蒙古四季春饲料有限公司	19,501.05	10,424.61	87%	自筹项目
江西泰和大北农饲料有限公司	52,006.47	29,811.41	74%	自筹项目
安徽省大北农农牧科技有限责任公司	13,859.03	7985.96	74%	自筹项目
哈尔滨大北农牧业科技有限责任公司	45,773.94	26,590.75	72%	自筹项目
新疆大北农牧业科技有限责任公司	5,527.32	3234.12	71%	自筹+超募项目
昆明大北农农牧科技有限责任公司	1,629.97	957.9	70%	自筹+超募项目
武汉大北农饲料科技有限公司	5,378.94	3278.61	64%	自筹项目
浙江大北农农牧科技有限责任公司	20,811.48	13,284.42	57%	自筹+超募项目
郴州大北农饲料有限公司	14,287.63	9165.34	56%	自筹项目
合计	373,223.33	187,488.85	99%	-

资料来源：公司公告，第一创业研究所

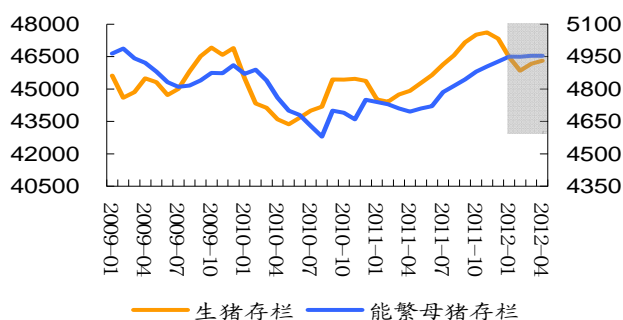
所以，理解 2011 年的业绩增长源于募投项目的产能释放是有失偏颇的，不能盲目认定产能扩张即是业绩增长的前瞻指标，一切需以时间匹配。

我们的认识是，1）随着可确定性募投项目达产，2012 年的产能释放较有保障。2）募投项目达产后，区别成熟区域，其业绩贡献需要市场的持续培育，并非快速达成，但这也是未来大北农增长的潜力所在。

4.3 行业景气驱动 2012 年增长 40% 以上

截至到 2012 年 4 月，我国生猪存栏 46306 万头，能繁母猪存栏 4954 万头，均处高位运行。特别是生猪养殖的产能指标能繁母猪存栏比较理想，保证中短期（1-2 年）生猪存栏不会有剧烈下降。

图表 42：生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）



资料来源：农业部



随着产业链前端生猪存栏数据的上移，产业链后端的饲料行业景气度不断攀升。在公司处理好饲料产品结构转型（猪前期饲料持续拓展、预混饲料稳定增长）、募投项目产能释放的背景下，我们认为，大北农最能享受到行业景气红利，其饲料业务增长将达40%以上。

图表 43: 公司饲料业务增长

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售数量(万吨)	96.44	125.45	181.26	257.39	357.77	490.15
销售收入合计(百万元)	3370.08	4577.84	6940.83	10064.20	14089.88	19725.84
销售收入增长 (%)	14.62%	35.84%	51.62%	45.00%	40.00%	40.00%
毛利额合计(百万元)	702.25	909.62	1289.61	1861.88	2578.45	3530.93
毛利额增长 (%)	46.67%	29.53%	41.77%	44.38%	38.49%	36.94%
综合毛利率	20.84%	19.87%	18.58%	18.50%	18.30%	17.90%
其中：预混饲料						
销售均价(元/吨)	5271.00	5290.00	5650.00	5875.00	5990.00	6066.00
销售数量(万吨)	20.70	22.80	30.86	38.58	48.22	59.79
销售收入 (百万元)	1033.92	1206.12	1743.59	2266.28	2888.30	3626.94
销售收入增长 (%)	27.81%	16.66%	44.56%	29.98%	27.45%	25.57%
毛利率	38.56%	37.45%	35.00%	35.60%	35.98%	37.20%
毛利额 (百万元)	398.68	451.69	610.26	806.80	1039.21	1349.22
毛利额增长 (%)	48.76%	13.30%	35.10%	32.21%	28.81%	29.83%
其中：浓缩饲料						
销售均价(元/吨)	4558.93	5020.00	5080.00	5186.00	5210.00	5276.00
销售数量(万吨)	15.56	17.88	24.20	34.85	47.74	63.97
销售收入 (百万元)	709.34	897.58	1229.36	1807.22	2487.35	3375.27
销售收入增长 (%)	2.28%	26.54%	36.96%	47.00%	37.63%	35.70%
毛利率	18.90%	20.14%	19.35%	19.60%	19.95%	19.80%
毛利额 (百万)	134.06	180.77	237.88	354.21	496.23	668.30
毛利额增长 (%)	35.09%	34.84%	31.59%	48.90%	40.09%	34.68%
其中：配合饲料						
销售均价(元/吨)	2703.18	2918.65	3120.00	3248.00	3327.00	3470.00
销售数量(万吨)	60.18	84.77	127.20	184.44	261.90	366.67
销售收入 (百万元)	1626.82	2474.14	3968.64	5990.61	8713.57	12723.34
销售收入增长 (%)	13.16%	59.20%	59.20%	50.95%	45.45%	46.02%
毛利率	10.42%	11.20%	11.12%	11.70%	11.97%	11.90%
毛利额	169.51	277.10	441.31	700.90	1043.01	1514.08
毛利额增长 (%)	51.95%	63.47%	59.26%	58.82%	48.81%	45.16%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

5 公司产品线之种子业务：产业转化能力突出，品种选育体系完备

公司在国家二系杂交水稻产业化进程中发挥了关键作用，饲料业务之外，再次表现出商业嗅觉的敏锐。

5.1 各子公司定位不同

大北农在种子行业的成名作是杂交水稻品种两优培九的产业化推广，而研发优势的确立是杂交玉米品种农华 101 的国审通过。

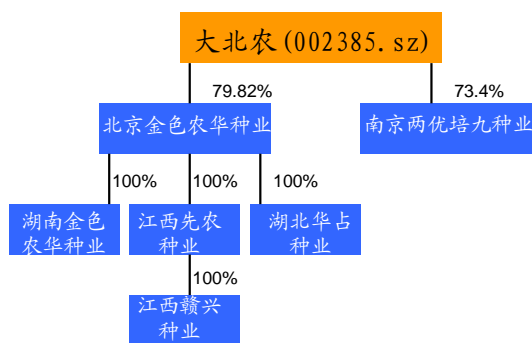
2000 年，大北农与奥瑞金（总部均在北京中关村）成为第一批参与我



国种业市场化进程的民营公司。大北农于 2000 年 8 月成立南京两优培九种业公司，2001 年 10 月成立北京金色农华种业公司，2006 年 1 月成立湖南金色农华种业公司，2007 年 4 月成立江西先农种业公司，2010 年 4 月成立湖北华占种业公司。

种业经营的产业链是前端研发、中端制种和后端营销。后端营销是公司的强项，而前端研发和中端制种主要依靠收购取得。其中，北京金色农华种业负责整体的资源整合、项目管理和人员调配，并主要承担杂交玉米的品种选育工作。成立最早的南京两优培九种业公司专门负责两优培九的营销推广。江西先农种业（原江西省种子公司）和江西赣兴种业之前都是大北农的制种合作伙伴，收购后主要负责江西地区的杂交水稻研发、制种和销售平台。湖南金色农华种业是大北农依托湖南农科院设立，主要负责湖南地区的杂交水稻研发和销售。湖北华占则专门开发杂交水稻恢复系华占的品种组合。

图表 44: 公司种子业务架构



资料来源：农业部

5.2 产业推广敢为人先

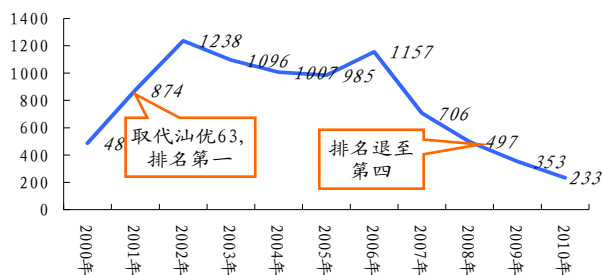
在杂交水稻领域，大北农产业化推广较大的品种是两优培九（国审稻 2001001）、扬两优 6 号（国审稻 2005024）和天优华占（国审稻 2008020）；在杂交玉米领域，其产业化推广较大的品种是农大 108、中单 808（国审玉 2006037）和农华 101（国审玉 2010008）。

比较产业化推广能力的高低，杂交玉米第一当属刘石主政时期的先锋中国，其先玉 335 对行业发展的主要贡献是营销上服务终端，生产上推动单粒播，以种植者需求反向牵引经销商。杂交水稻第一则是金色农华，其两优培九对行业发展的主要贡献是力排众议，将二系杂交水稻介绍给广大种植者，塑造了二系杂交水稻不但产量高，而且品质好的市场声誉。

大北农在两杂种子产业化推广中体现出两个最早：1）**最早强调收益大于风险** 种子行业市场化之初，受计划经济思维影响，业内更关注推广风险，而忽略商业价值。大北农最早强调收益大于风险，以两优培九为例，公司弱化制种风险（其两系光温敏不育系转育温度不确定性较强），以市场潜力为导向，创造了推出第二年便取代汕优 63，全国排名第一的种业营销经典案例。



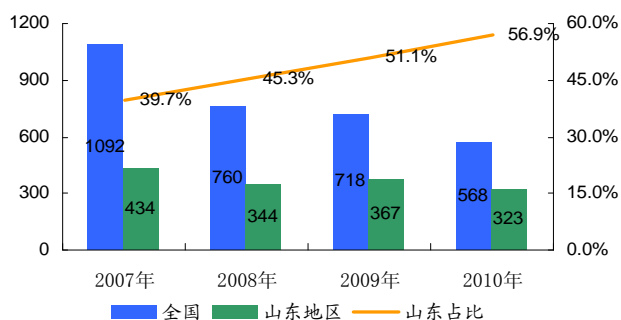
图表 45: 两优培九历年推广面积 (万亩)



资料来源: 全国农业技术推广服务中心

2)最早进行市场精准布局 大北农介入农大 108 时(2005 年-2006 年), 该品种已处推广中后期, 郑单 958 处于绝对优势。但公司深入市场调研, 挖掘农大 108 在黄淮海地区抗粗缩病的比较优势, 使农大 108 在局部地区(山东)颇具竞争力, 稳定了市场份额。

图表 46: 农大 108 推广面积 (2007-2010 年) (万亩)



资料来源: 全国农业技术推广服务中心

5.3 选育体系搭建完善

我们根据大北农国审、省审和处于区域试验及生产试验的品种组合, 分析其研发能力及技术路线。

(一) 玉米种子研发: 二环系方法为主

自交系选育: 公司自交系选育采用杂交种(或综合种)多代自交的策略, 即二环系方法。通过该策略选系, 父母亲本优势明显, 容易选到配合力高、综合性状优良的自交系。农华 101 的母本 NH60 就是先玉 335 的二环系后代。农业部 2012 年 5 月 1 日品种权申请公告显示, 公司上报自交系也均采用二环系方法选育。(注: X1132X 就是大名鼎鼎的先玉 335, PH6WC 是先玉 335 的父本。)



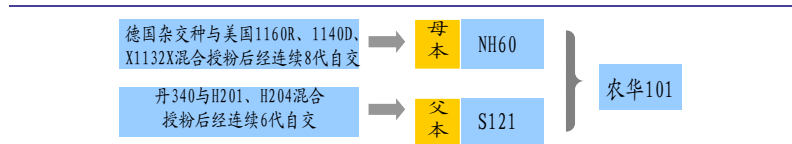
图表 47: 公司新品种权申请的玉米自交系

品种暂定名称	品种来源
NH11-16\19\23-24\27-28	本申请系列是以PH6WC为母本,以美国杂交种F16为父本杂交收获F1代种子,用F1代杂交种选优良单株连续套袋自交8代育成。
JS10\12-17\19-20\22-29\31	本申请系列是以PH6WC为母本,以美国杂交种F16为父本杂交后经连续自交8代育成。
8TA60\7P1509\Y558	本申请品种是由先锋杂交种X1132X经连续6代自交选择育成。
7P255\ 7P402	本申请品种是由美国杂交种X1132X与7CQ1杂交后经6代自交选择育成。

资料来源:农业部

品种选育: 公司品种选育定位于母本改良,通过将美国或热带种质中的抗性和高产基因导入竖杆紧凑型母本,解决品种早熟、丰产及高产制种的问题。从目前我国育种现状分析,这一育种策略是高效的。农华 101 是以 NH60 为母本, S121 为父本选育而成。母本为自育系,其改良引入国外优秀种质资源;父本来源于掖 H201×丹 340×掖 H204 选系,引自登海良玉种业,具有本土适应性。

图表 48: 农华 101 的父母亲本选配



资料来源:农业部公告

育种能力评析: 农华 101 的选育成功标志公司已进入国内杂交玉米研发的第一梯队。公司强化了商业化育种能力,建立起覆盖全国(东华北和黄淮海地区)的测试体系及种质资源。根据国家及主要省份区试和生产试验的参与情况,公司选送品种综合形状表现优异。

(二) 水稻种子研发: 强强优势组配

亲本选育: 公司选用的不育系代表为欣荣 A。其中欣荣 A 由江西先农种业育种家曾兴平选育,已选配出两个国审品种欣荣优 2984 和欣荣优 5 号,所配组合在江西地区优势明显。

选用的恢复系代表为 T0107 和华占,其中 T0107 由金色农华育种家曾庆奎选育,已选配组合欣荣优 107 和荣丰优 107。华占为中国水稻研究院选育,已选配出国审品种天优华占和黄华占(籼型常规稻优秀品种),目前大北农是恢复系华占的主要使用者。

图表 49: 三系不育系欣荣 A 所配组合

品种	播种时期	类别	亲本	审定编号
欣荣优2045	晚	三系组合	欣荣A/R2045	赣审稻2009034
欣荣优2498	晚	三系组合	欣荣A/R2498	赣审稻2010021
欣荣优2660	晚	三系组合	欣荣A/R2660	赣审稻2010022
欣荣优2984	晚	三系组合	欣荣A/R2984	国审稻2010032
欣荣优5号	早	三系组合	欣荣A/先恢5号	国审稻2011004

资料来源:农业部公告

品种选育: 公司品种选育突出超亲本的杂交优势,依托不育系欣荣 A



和恢复系 T0107、华占等强强配组能力。研发团队主要有三个，即依托湖南农业大学的陈立云育种团队（其是湖南金色农华种业股东，应理解为大北农育种专家）、江西先农种业的曾兴平育种团队和北京金色农华种业的曾庆奎育种团队。

图表 50：杂交水稻研发团队育成品种组合

育种团队	类别	代表品种
陈立云	二系	株两优4024（早稻）、C两优513（中稻）等
曾兴平	三系	欣荣优华占、欣荣优5号和欣荣优2984等
曾庆奎	三系	欣荣优107、荣丰优107等

资料来源：农业部公告

育种能力评析：公司杂交水稻研发体系基本完成由三系到两系，早、中、晚稻的合理布局，从国审、省审品种及参加区域、生产试验的品种表现看，已表现出较强育种竞争力。

5.4 2012-2013 年主推品种增长 30%左右

根据农华 101、扬两优 6 号和天优华占各自的生命周期判断，预计公司 2012-2013 年的主推品种还将以这三个品种为主，整体增长在 30%左右。

（一）农华 101 2010 年的国审品种，从推广年限看，处于快速上升期。其在黄淮华和东华北均有推广潜力（因其父本为东北选育，所以在东华北种植情况良好），目前黄淮海和东华北市场占比 6：4，预计 2012-2014 年的种植面积为 700、900 和 1100 万亩。终端零售价为 45 元/公斤，每亩投入 55 元。

图表 51：农华 101 推广情况及经济效益

农华101	2011A	2012E	2013E	2014E
推广面积（万亩）	500	700	900	1100
销售量（万公斤）	700	980	1260	1540
结算价（元/千克）	21	23	24	24
销售收入（万元）	14700	22540	30240	36960
毛利率	53%	54%	54%	54%
毛利额（万元）	7791	12172	16330	19958

资料来源：第一创业研究所

图表 52：农华 101 终端价格及亩均投入

地域	品种	粒/袋	零售价元/公斤	同比增减(元/公斤)	播种量[粒/亩]	每亩投入(元)	种子经营企业
北京密云	农华101	4400	45	5	4400	55	北京金色农华种业

资料来源：农业部

（二）扬两优 6 号 2005 年的国审品种，从大田表现看，高温抗性好、稳定性高，仍具有一定推广潜力。该品种适合湖北地区推广，预计 2012-2014 年的种植面积为 400、430 和 440 万亩。终端零售价为 80 元/公斤，每亩投入 55 元。



图表 53: 扬两优 6 号推广情况及经济效益

扬两优6号	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
推广面积(万亩)	549	541	394	365	400	430	440
销售量(万公斤)	329	325	236	219	240	258	264
结算价(元/千克)	25	28	35	45	48	49	51
销售收入(万元)	8235	9089	8274	9855	11520	12642	13464
毛利率	52%	53%	58%	59%	60%	60%	60%
毛利额(万元)	4282	4817	4799	5814	6912	7585	8078

资料来源: 第一创业研究所

(三)天优华占 2008 年的国审品种, 湖南和江西地区综合表现不错, 前几年受制种产量限制, 尚处于推广早期。该品种在以湖南和江西为主的双季晚稻区推广, 预计 2012-2014 年的种植面积为 180、240 和 290 万亩。终端零售价为 32 元/公斤, 每亩投入 22.4 元。

图表 54: 天优华占推广情况及经济效益

天优华占	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
推广面积(万亩)	63	122	150	180	240	290
销售量(万公斤)	44	85	105	126	168	203
结算价(元/千克)	23	24	25	26	27	29
销售收入(万元)	1014	2050	2625	3276	4536	5887
毛利率	48%	49%	50%	51%	51%	51%
毛利额(万元)	487	1004	1313	1671	2313	3002

资料来源: 第一创业研究所

图表 55: 公司杂交水稻品种终端价格及亩均投入

地域	类型	品种名称	零售价元/公斤	同比增减(元/公斤)	播种量[公斤/亩]	每亩投入(元)	种子经营企业
江西余干	中稻	扬两优6号	80	4	0.7	56	北京金色农华
江西南昌	中稻	两优培九	70	20	1	70	江苏省两优培九公司
湖南华容	中稻	C两优396	76	0	1	76	湖南金色农华
湖南华容	中稻	陆两优996	38	-2	2.5	95	湖南金色农华
湖南冷水滩	中稻	陆两优996	40	1	2	80	湖南金色农华
江西泰和	中稻	II优1308	40	4	2	80	江西先农种业
江西泰和	中稻	II优1069	40	4	2	80	江西先农种业
江西泰和	晚稻	欣荣优2984	38	0	2	76	江西赣兴种业
江西泰和	晚稻	欣荣优2498	36	0	2	72	江西赣兴种业
江西余干	晚稻	岳优9113	38	2	0.7	26.6	北京金色农华
江西余干	晚稻	天优华占	32	-2	0.7	22.4	北京金色农华
浙江杭州	晚稻	岳优9113	52	0	1	52	金色农华江西分公司

资料来源: 农业部

6 盈利预测及推荐建议

预计公司 2012-2014 年销售总收入分别为 111.43 亿、154.61 亿和 214.75 亿, 增长 43.2%、38.8%和 38.9%。其中, 饲料产品销售收入增长 45%、40%和 40%; 种业产品销售收入增长 35%、30%和 30%; 动保产品销售收入增长 25%、30%和 30%; 植保产品销售收入增长 5%、5%和 5%; 其他产品销售收入增长 6%、6%和 6%。

综合公司其他经营信息, 我们预计公司 2012-2014 年归属于母公司净利润分别为 7.64 亿、10.29 亿和 13.54 亿, 增速为 51.7%、34.7%和



31.5%; 对应 EPS 分别为 0.95 元、1.28 元和 1.69 元。

图表 56: 公司产品销售收入预测 (单位: 百万元)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
饲料产品					
销售收入 (百万元)	4577.84	6940.83	10064.21	14089.89	19725.85
增长率	35.8%	51.6%	45.0%	40.0%	40.0%
毛利率	19.9%	18.6%	18.5%	18.3%	17.9%
毛利额 (百万元)	909.62	1289.61	1861.88	2578.45	3530.93
增长率	28.9%	41.8%	44.4%	38.5%	36.9%
销售收入占比	87.9%	89.2%	90.3%	91.1%	91.9%
毛利额占比	76.4%	77.0%	78.7%	79.6%	80.5%
种业产品					
销售收入 (百万元)	344.92	531.43	717.43	932.66	1212.46
增长率	22.9%	54.1%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	43.2%	44.0%	45.0%	46.0%	46.0%
毛利额 (百万元)	148.94	233.83	322.84	429.02	557.73
增长率	36.7%	57.0%	38.1%	32.9%	30.0%
销售收入占比	6.6%	6.8%	6.4%	6.0%	5.6%
毛利额占比	12.5%	14.0%	13.6%	13.3%	12.7%
动保产品					
销售收入 (百万元)	162.20	187.86	234.82	305.27	396.85
增长率	-5.3%	15.8%	25.0%	30.0%	30.0%
毛利率	61.7%	64.0%	65.0%	65.0%	66.0%
毛利额 (百万元)	100.05	120.21	152.63	198.42	261.92
增长率	-0.1%	20.2%	27.0%	30.0%	32.0%
销售收入占比	3.1%	2.4%	2.1%	2.0%	1.8%
毛利额占比	8.4%	7.2%	6.4%	6.1%	6.0%
植保产品					
销售收入 (百万元)	98.08	87.58	91.96	96.56	101.38
增长率	28.8%	-10.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	30.2%	27.8%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利额 (百万元)	29.66	24.37	22.99	24.14	25.35
增长率	13.5%	-17.8%	-5.7%	5.0%	5.0%
销售收入占比	1.9%	1.1%	0.8%	0.6%	0.5%
毛利额占比	2.5%	1.5%	1.0%	0.7%	0.6%
其他产品					
销售收入 (百万元)	26.63	32.76	34.72	36.80	39.01
增长率	-44.7%	23.0%	6.0%	6.0%	6.0%
毛利率	11.1%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利额 (百万元)	2.96	6.46	6.94	7.36	7.80
增长率	-67.6%	118.2%	7.6%	6.0%	6.0%
销售收入占比	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
毛利额占比	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
汇总合计					
销售总收入 (百万元)	5209.67	7780.46	11143.14	15461.18	21475.55
增长率	32.0%	49.3%	43.2%	38.8%	38.9%
平均毛利率	22.9%	21.5%	21.2%	20.9%	20.4%
毛利额 (百万元)	1191.22	1674.47	2367.29	3237.40	4383.72
增长率	25.4%	40.6%	41.4%	36.8%	35.4%

资料来源: wind、第一创业研究所

鉴于大北农站在农业产业化前端,且涉足的领域体现技术门槛高和毛利率高(预混饲料毛利率 35%、两杂种子毛利率 45%、乳猪饲料毛利率 20%,生猪疫苗毛利率 65%)。所以,2012 年 PE 应享受较高估值,保守给出 22-25 倍的市盈率,对应 2012 年的价值区间为 20.9-23.75 元,首次给予“强烈推荐评级”。



7 风险提示

7.1 饲料之生猪存栏下降的风险

生猪存栏或因养殖效益下降导致清栏，将影响饲料行业的市场景气。

7.2 饲料之地方干部流失的风险

公司上市后激励兑现，地方子公司干部流失产生潜在竞争者。

7.3 种业之主推品种缺陷的风险

两杂主推品种需种植检验，严重缺陷将导致下一销售年度的推广失利。



图表 57: 公司财务三表 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3092	3357	4439	5840	7683	营业收入	5248	7836	11143	15461	21476
现金	2093	2150	2837	3609	4566	营业成本	4046	6151	8776	12224	17092
应收账款	56	85	121	168	233	营业税金及附加	2	2	4	5	7
其他应收款	34	25	35	49	68	营业费用	530	684	947	1299	1782
预付账款	84	117	167	232	325	管理费用	311	404	568	781	1074
存货	818	961	1279	1782	2492	财务费用	-3	-33	-102	-132	-168
其他流动资产	7	20	0	0	0	资产减值损失	11	24	30	40	45
非流动资产	952	1380	1328	1277	1225	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	29	39	42	45	47	投资净收益	7	1	0	0	0
固定资产	549	869	838	780	710	营业利润	357	605	920	1245	1644
无形资产	173	206	229	252	275	营业外收入	30	25	30	35	40
其他非流动资产	202	265	219	200	193	营业外支出	10	7	5	7	9
资产总计	4045	4737	5767	7117	8908	利润总额	377	623	945	1273	1675
流动负债	804	1052	1391	1835	2443	所得税	63	95	145	195	256
短期借款	27	14	14	14	14	净利润	314	528	801	1079	1419
应付账款	263	380	542	755	1056	少数股东损益	3	24	37	49	65
其他流动负债	513	657	835	1065	1373	归属母公司净利润	311	504	764	1029	1354
非流动负债	59	95	105	115	125	EBITDA	413	653	909	1206	1570
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	1.26	0.95	1.28	1.69
其他非流动负债	59	95	105	115	125						
负债合计	863	1147	1496	1950	2568	主要财务比率					
少数股东权益	100	111	147	197	261	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
股本	401	401	802	802	802	成长能力					
资本公积	2023	2017	1617	1617	1617	营业收入	32.0%	49.3%	42.2%	38.8%	38.9%
留存收益	658	1061	1705	2552	3661	营业利润	12.5%	69.4%	52.2%	35.3%	32.0%
归属母公司股东权益	3082	3479	4124	4970	6079	归属于母公司净利润	11.7%	61.9%	51.7%	34.7%	31.5%
负债和股东权益	4045	4737	5767	7117	8908	获利能力					
现金流量表						毛利率 (%)	22.9%	21.5%	21.2%	20.9%	20.4%
单位: 百万元						净利率 (%)	5.9%	6.4%	6.9%	6.7%	6.3%
会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E	ROE (%)	10.1%	14.5%	18.5%	20.7%	22.3%
经营活动现金流	390	665	745	866	1078	ROIC (%)	26.9%	34.4%	49.3%	61.3%	71.0%
净利润	314	528	801	1079	1419	偿债能力					
折旧摊销	59	81	90	93	95	资产负债率 (%)	21.3%	24.2%	25.9%	27.4%	28.8%
财务费用	-3	-33	-102	-132	-168	净负债比率 (%)	3.13%	1.24%	0.95%	0.73%	0.55%
投资损失	-7	-1	0	0	0	流动比率	3.85	3.19	3.19	3.18	3.14
营运资金变动	-0	38	-68	-205	-307	速动比率	2.82	2.25	2.24	2.18	2.10
其他经营现金流	27	53	24	32	40	营运能力					
投资活动现金流	-287	-489	-39	-44	-43	总资产周转率	1.77	1.78	2.12	2.40	2.68
资本支出	297	448	-2	0	0	应收账款周转率	100	104	101	100	100
长期投资	9	-48	3	3	2	应付账款周转率	16.23	19.12	19.03	18.84	18.87
其他投资现金流	19	-88	-38	-41	-41	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	1644	-118	-18	-50	-78	每股收益 (最新摊薄)	0.39	0.63	0.95	1.28	1.69
短期借款	-339	-13	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.49	0.83	0.93	1.08	1.35
长期借款	-4	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.84	4.34	5.14	6.20	7.58
普通股增加	61	0	401	0	0	估值比率					
资本公积增加	1951	-6	-401	0	0	P/E	48.42	29.92	19.72	14.64	11.13
其他筹资现金流	-25	-99	-18	-50	-78	P/B	4.89	4.33	3.65	3.03	2.48
现金净增加额	1747	59	688	771	958	EV/EBITDA	31	20	14	11	8

资料来源: 第一创业研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135