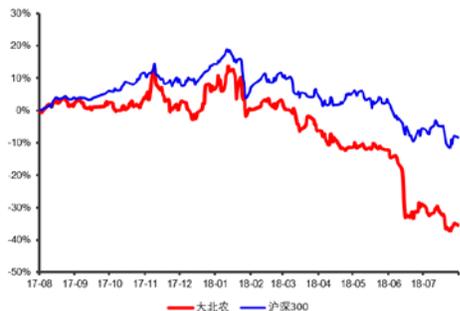


农林牧渔

## 大北农：养猪新星蓄势待发，业务深耕多点开花

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(百万股): 4242.99/2273.06

总市值/流通(百万元): 14096.74/7546.55

12个月最高/最低(元): 7.00/3.29

### 相关研究报告:

证券分析师: 周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

### 报告摘要

**1.黑龙江大北农先行先试，养猪新星蓄势待发。**黑龙江大北农作为集团生猪养殖的排头兵，目前4.9万头能繁母猪存栏在今年9月达到满产状态，另有1万头后备母猪12月转为基础母猪。满产后断奶仔猪成本稳定在260元/头以内，育肥猪生产成本稳定在5.2元/斤，加上三费后预计2019年肥猪完全成本可做到5.6元/斤以内，和牧原温氏成本相当。预计黑龙江大北农2019-2020年各出栏生猪150和250万头，整个大北农集团2020年生猪出栏量有望达到500万头。若2020年集团出栏达预期叠加猪价进入上行周期，以每头净利润250元、上市公司持股50%计，则贡献6.25亿归母净利润。

**2.饲料坚持差异化路线，降本增效助推放量。**饲料是公司的主营业务，营收占比85%以上，目前产能约1400万吨。公司坚持差异化路线，深耕高端料领域，毛利率远超同行。当前销售模式由经销转直销，借助规模化养殖浪潮，加强驻场服务，2017年饲料总销量和猪饲料销量同比增长均在10%以上。通过成本和费用管控，加强中大猪料竞争力，产业链运营和服务营销共同拉动猪料销量增长，提升产能利用率。此外，若2020年集团生猪出栏达500万头，将带来约150万吨猪料增量。

**3.深耕农业高科技领域，静待多点开花。**公司聚焦农业高科技领域，在多年深耕的种业、动保和农业互联网等领域都有深厚的积累。集团的研发投入总额始终排名农业领域第一，转基因育种技术国内领先，待国家政策放开后有望呈爆发式增长。农信互联利用互联网提升生猪行业整体竞争力，带动农户致富的同时促进集团的料药苗各业务协同发展。动保和传统育种业务依托雄厚的研发投入保持行业领先地位。

**4.加强成本控制，费用下降空间巨大。**新总裁上任后，推行大刀阔斧的改革优化业务流程和人员结构，通过岗位合并、人员分流、转岗，努力提升运行效率。2018H1畜牧饲料板块费用下降约5515万元，种业板块费用下降约1356万元。饲料板块在下半年仍将继续缩减成本，8月饲料制造、管理、销售费用持续下降，每吨费用降低幅度在100元左右；生猪板块对标行业龙头，力争19年全集团完全成本控制在11.6元/kg以内。

### 盈利预测

我们认为目前公司市值被严重低估，未来3年多项业务均将迎来多年布局后的收获期，有望实现“戴维斯双击”。按照分部估值法当前市值尚有87.39%的上涨空间，以2018/9/14收盘价3.35元为基准，以此上涨空间给予6个月目标价6.28元，给予大北农“买入”评级。

## 六、风险提示

1. 饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司饲料板块经营业绩产生不利影响；

2. 养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情，对生猪养殖板块影响较大。若本公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对本公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。

3. 农业生产受旱、涝、冰雹、霜冻、沙尘、气候突变等自然灾害及病虫害的影响较大，上述灾害通常具有季节性的特点。在种子作物的生长期间，若本公司生产基地区域发生严重自然灾害或病虫害，将对本公司的种子生产和销售产生影响。

4. 猪价异常波动将对公司生猪板块盈利影响较大，生猪出栏量和板块盈利可能不达预期。

### 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18,741.74	20432.24	22910.68	26271.67
(+/-%)	11.29	9.02%	12.13%	14.67%
净利润(百万元)	1265.21	761.66	915.66	1288.16
(+/-%)	43.34	-39.80%	20.22%	40.68%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.18	0.22	0.30
市盈率(PE)	20	19	15	11

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、公司介绍：综合性农业高科技企业 .....	5
二、生猪养殖板块 .....	6
三、饲料板块 .....	9
四、其他主营业务 .....	12
五、强化研发，降本增效 .....	15
五、盈利预测 .....	17
六、风险提示 .....	20

## 图表目录

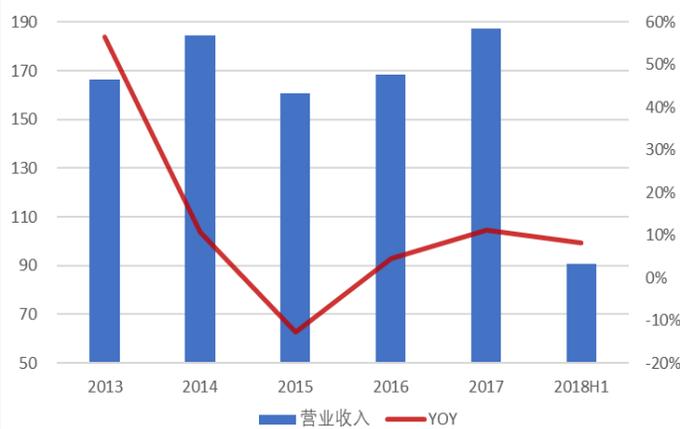
图表 1 2013~2018H1 营收与同比增长.....	5
图表 2 2013~2018H1 归母净利及同比增长.....	5
图表 3 2013~2018H1 公司各主营业务营收占比情况.....	5
图表 4 2013~2018H1 公司各主营业务营收（亿元）.....	5
图表 5 公司股权结构图.....	6
图表 6 上市公司生猪养殖完全成本（元/公斤）.....	7
图表 7 黑龙江大北农 180 日龄肉猪生产成本.....	7
图表 8 黑龙江大北农猪苗成本（元/头）.....	8
图表 9 公司生猪出栏数（万头）.....	8
图表 10 当前公司生猪养殖产能及出栏数（万头）.....	9
图表 11 2015 年至今生猪存栏逐步减少.....	10
图表 12 我国生猪出栏均重（KG）提升.....	10
图表 13 2016 年饲料产量迎来拐点.....	10
图表 14 2013~2018H1 公司饲料销售量及同比增长.....	11
图表 15 2013~2018H2 公司猪饲料销量及同比增长.....	11
图表 16 2013~2018H1 公司各种饲料产量（万吨）.....	11
图表 17 2013~2018H1 公司各种饲料产量占比情况.....	11
图表 18 公司饲料业务毛利率（%）显著高于同行.....	12
图表 19 2013~2017 公司种子销售量及同比.....	13
图表 20 2014~2017 公司种子营收及同比.....	13
图表 21 动保板块在所有业务中毛利率（%）最高.....	14
图表 22 2013~2017 生物制品业务毛利率（%）对比.....	14
图表 23 农信网——互联网养猪生态圈.....	14
图表 24 农信网整合公司各大业务.....	15
图表 25 2017 年农林牧渔行业研发支出（亿）前 10 企业.....	16
图表 26 公司销售费用率和管理费用率.....	16
图表 27 公司财务费用率变动.....	16
图表 28 公司实行人员分流和岗位合并.....	17
图表 29 公司饲料板块 PE（TTM）排名（9 月 14 日）.....	18
图表 30 生猪养殖上市公司头均市值测算（2018 半年报）.....	18
图表 31 种子板块 PE（TTM）（9 月 14 日）.....	19
图表 32 动保板块 PE（TTM）（9 月 14 日）.....	19

## 一、公司介绍：综合性农业高科技企业

北京大北农科技集团股份有限公司成立于 2007 年，于 2010 年在深交所上市。公司以世界级农业科技企业为标准，在进入壁垒较高的饲料、养殖、种子、动保、互联网等多个板块进行业务布局。

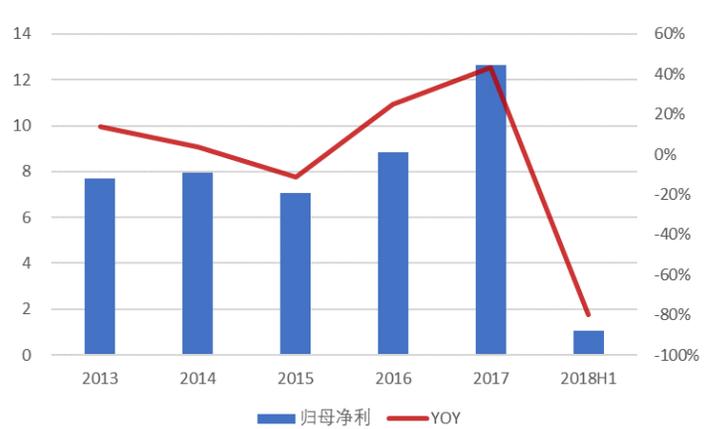
公司主要业务及优势：凭借研发优势和产品差异化定位，高端猪料销量稳步上升，饲料毛利率显著高于同行；转基因育种技术领先，连续高额研发投入 8 年，大豆、玉米转基因育种现已研发到第四代，第一代第二代育种技术已经接近成熟。

图表 1 2013~2018H1 营收与同比增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2 2013~2018H1 归母净利及同比增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3 2013~2018H1 公司各主营业务营收占比情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4 2013~2018H1 公司各主营业务营收 (亿元)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司实际控制人为董事长邵根伙博士，持股比例为 41.10%。

图表 5 公司股权结构图



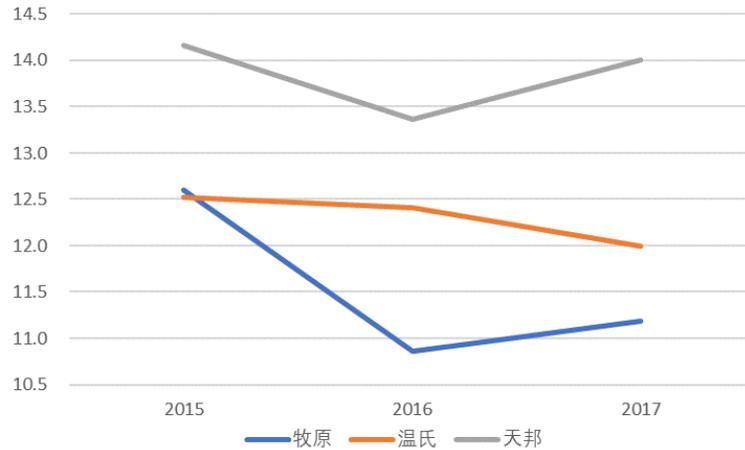
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

## 二、生猪养殖板块

### （一）黑龙江大北农

过去的三年，黑龙江大北农努力学习行业龙头，生猪养殖模式向温氏看齐，采取“公司+农户”的方式。在团队建设上，大胆选用新人，秉承大北农“充分信任、充分授权、自主创业”的企业文化，从大学生开始培养了 1000 人的年轻队伍。当前合作农户 300 多户，每户平均存栏 2000 头，单个农户平均投资建设两栋猪舍，单栋 1000 头存栏规模。

**养殖时间短，养殖水平高。**2018H1 黑龙江大北农养殖生产成绩突飞猛进，7 月份断奶仔猪成本 306.6 元/头，对应 12 月出栏育肥猪生产成本 5.35 元/斤；8 月断奶仔猪成本降至约 291.30 元/头，对应 2019 年 1 月出栏育肥猪生产成本 5.3 元/斤。黑龙江大北农猪场目前 4.9 万头基础母猪存栏在 9 月达到满产状态，另有 1 万头后备母猪 12 月转为基础母猪，满产后仔猪成本有望降到 260 元/头以内，相应的育肥猪生产成本降到 5.2 元/斤以内。加上三费，2019 年黑龙江大北农养殖完全成本大概率可做到 5.6 元/斤以内，优于行业龙头温氏牧原成本。

**图表 6 上市公司生猪养殖完全成本（元/公斤）**


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

目前黑龙江大北农拥有能繁母猪存栏 4.9 万头，预计 18 年底将增加到 6 万头。2019 年计划上市肉猪 150 万头，其中包含 130 万头肥猪和 20 万头仔猪。8 月实现养户收益 218 元/头，断奶仔猪成本 291.3 元/头；育肥猪生产成本 5.6 元/斤。9 月份满产后断奶仔猪成本下降到 260 元/头，预计 2019 年断奶仔猪成本将稳定在 260 元/头以内，育肥猪生产成本稳定在 5.2/斤元以内，完全成本稳定在 5.6 元/斤以内。

**图表 7 黑龙江大北农 180 日龄肉猪生产成本**

	沟帮子	大民屯	八宝	城子坦	大遐	肇州	永乐	宾西	黑龙江大北农合计		年计划 (8月)	
	8月	8月	8月	8月	8月	8月	8月	8月	上月	8月计划		
上市数量 (头)	4,688	3,569	1,892	3,420	2,498	1,421	8,109	1,284	26,881	13,688	26,992	20,305
上市均重 (斤)	222.95	244.73	225.76	229.60	235.92	189.17	227.47	229.21	227.97	227.11	231.72	230.00
猪苗	2.07	1.66	1.85	1.75	1.13	1.53	1.34	1.43	1.59	1.58	1.57	1.82
饲料	3.02	2.82	2.80	2.87	2.87	2.83	2.85	2.93	2.88	2.88	2.83	2.86
兽药	0.06	0.08	0.10	0.07	0.02	0.05	0.07	0.12	0.07	0.08	0.09	0.08
疫苗	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07	0.07
养户利润	0.85	1.06	0.94	0.86	1.13	1.01	1.06	0.84	0.98	0.95	0.86	0.92
其中：养户 流程毛利	0.66	1.07	0.74	0.65	1.12	0.43	0.87	0.51	0.81	0.56	0.77	0.80
直接生产 成本	6.08	5.69	5.76	5.64	5.22	5.506	5.40	5.40	5.60	5.57	5.41	5.75
生产成本 小计	<b>6.08</b>	<b>5.69</b>	<b>5.76</b>	<b>5.64</b>	<b>5.22</b>	<b>5.506</b>	<b>5.40</b>	<b>5.40</b>	<b>5.60</b>	<b>5.57</b>	<b>5.41</b>	<b>5.75</b>

资料来源：太平洋证券

基本盈利模式：1) 养户收益优先，单头代养费逐步从 190 元提升到 210 元甚至 230 元；2) 仔猪成本领先，断奶仔猪成本从 300 元降低到 260 元甚至 220 元和 180 元；3) 肥猪成本领先，生产成本从 5.2 元/斤逐步向 5 元/斤逼近，最终降到 4.8 元/斤。

图表 8 黑龙江大北农猪苗成本（元/头）

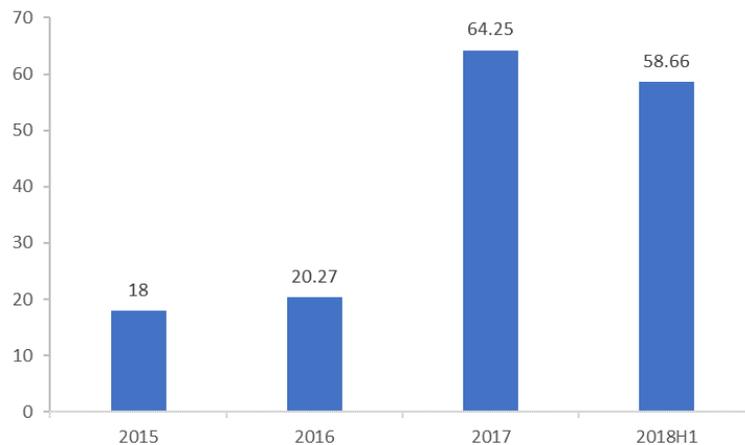
	北镇 一场	北镇 二场	沈阳 一场	乾安 一场	乾安 二场	肇州 一场	肇州 二场	天佑 一场	巴彦 一场	黑龙江大北农合计			
	8月	上月	8月 计划	年 计 划（8 月）									
总成本合计	294.7	355.2	272.8	221.0	730.9	271.8	193.3	289.0	261.5	291.3	306.6	260.4	268.4

资料来源：太平洋证券

## （二）除东北外的其他区域

公司生猪养殖从 15 年开始布局，16 年整个集团发力，17 年全力投入，在 17 年底建完猪场，18 年初开始正式装猪，2020 年预计全集团生猪出栏 500 万头。

图表 9 公司生猪出栏数（万头）



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

**员工持股+集团参股，充分调动员工积极性。**大北农集团的生猪养殖在全国分区域布局了 8 大平台，除部分种猪场外集团持股约 40-49%，以公司+农户或家庭农场的轻资产模式为主，生产管理由员工主导，集团提供饲料、兽药、疫苗。

2018H1 公司养猪板块归母净利润亏损约 1.6 亿，主要原因是去年底为开发养户，在自产仔猪不够的情况下大量外购高价仔猪，购买价格约为 500~600 元/头，赶上今年猪价行情下跌和饲料原料价格上涨，这部分仔猪育肥后在今年二季度猪价低点出售，造成较大亏损。

此外，大量猪场刚刚投产尚未满产，导致出栏肉猪的单位成本较高。同时，部分在建猪场有开办费用而尚未有生猪出栏，多方面因素叠加使今年养猪业务亏损较大。

集团在东北、华北、西北等生猪适养区域以签订合同、意向签订合同等方式储备了 2000 万头生猪出栏的土地，并配套了种植用地。当前由于资金压力，公司已暂缓生猪养殖产能建设，预计 2018H2 养猪板块有望扭亏为盈。

图表 10 当前公司生猪养殖产能及出栏数（万头）

猪场类别	数量（个）	基础母猪（万头）	产能（万头）
已投产	44	13.5	337.5
在建	15	7.4	185
待建	14	11	275
合计	73	31.9	797.5

资料来源：太平洋证券整理

生猪养殖板块对公司的意义：1) 公司鼓励员工持股，做大做强生猪养殖板块，在周期上行期将贡献可观的投资收益；2) 猪场必须要用公司的饲料、兽药和疫苗。生猪养殖板块发展壮大后，将有效带动集团其他主营业务的发展。

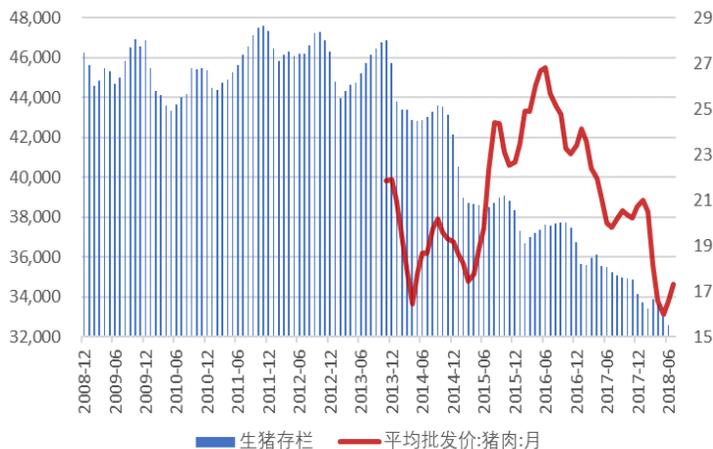
2019 年黑龙江大北农预计出栏生猪 150 万头，其中包含 130 万头肥猪和 20 万头仔猪。2020 年 250 万头，集团除黑龙江大北农出栏量保守预计 2020 年为 250 万头。若 2020 年出栏 500 万头达预期，叠加猪价行情回升，以每头净利润 250 元计，500 万头\*250=12.5 亿，大北农若持股 50%，则获取 6.25 亿投资收益；500 万头猪带来 150 万吨饲料增量，2.5 亿元动保增量，以 2-3% 的净利率计算，则为集团饲料板块贡献约 1.25 亿的净利润。总体计算，若 2020 年出栏数和猪价达预期，生猪养殖板块和饲料为公司贡献利润约 7.5 亿。

### 三、饲料板块

#### （一）行业背景

生猪养殖规模化利于公司扩大市场份额。市场有一种观点认为，生猪养殖的规模化企业自建饲料厂，外购饲料需求降低，使得饲料企业的需求量降低。而我们认为，中长期看影响不大，反而有助于公司扩大市场。生猪养殖的龙头企业（如牧原、温氏）和一般规模场的差别在于：前者因战略需要，即便外购前端料具有更高性价比，龙头企业也不一定会外购；而后者影响不大，因为前端料门槛较高，一般规模场自制成本高、工艺复杂、缺乏规模效益。2016 年，饲料行业产量同比止跌，拐点已现。生猪均重提升以及养殖规模化带动自配料减少将轮番推动饲料行业景气上行。

图表 11 2015 年至今生猪存栏逐步减少



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 12 我国生猪出栏均重 (kg) 提升



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 13 2016 年饲料产量迎来拐点



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## (二) 降本增效，销量增长

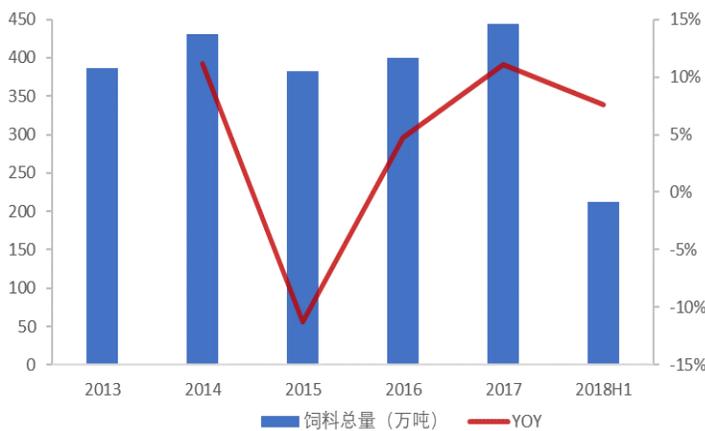
公司饲料板块以猪料为核心，主要集中于高端高档高价值的预混料、教槽料、高档母猪料等产品的研发与市场推广服务，以高端猪料 20% 市占率为目标，前端料和高端料是饲料板块拳头产品。

2015 年以来饲料产量增速加快，多种饲料齐头并进。2015 年以来公司饲料同比增速加快，2017 年总产量同比增速达到 10% 以上。同时，公司在水产料领域发力，水产料销量占

比过去五年从 3.87% 增至 8.59%，产品方向转向高端产品，2017 年水产料毛利率同比提高 3.1%。

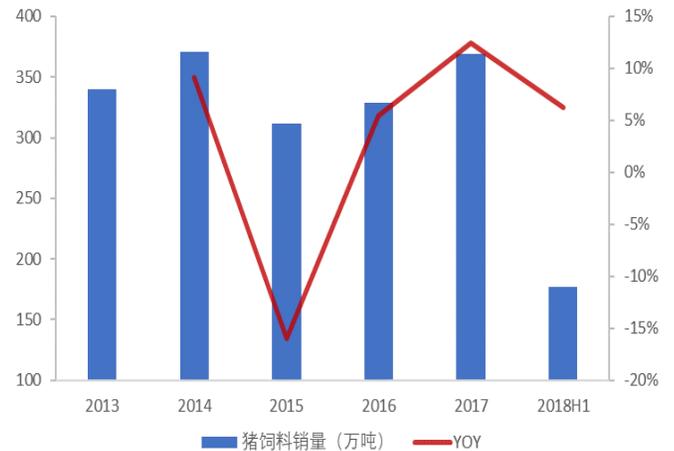
2018H1 猪饲料产量同比增长 6.26%，饲料整体销量增长 7.62%，猪价低迷情况下饲料销量整体仍处增长态势。但毛利率降至 19.85% 使毛利总额下降约 10%。毛利下滑的影响因素为 1) 受猪价行情影响，公司前端料价格下降 10%；2) 今年玉米和豆粕等原材料价格波动较大。

图表 14 2013~2018H1 公司饲料销售量及同比增长



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 15 2013~2018H2 公司猪饲料销量及同比增长



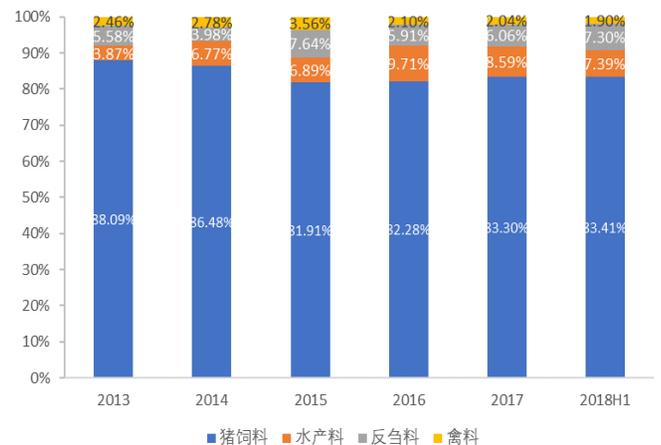
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 16 2013~2018H1 公司各种饲料产量 (万吨)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

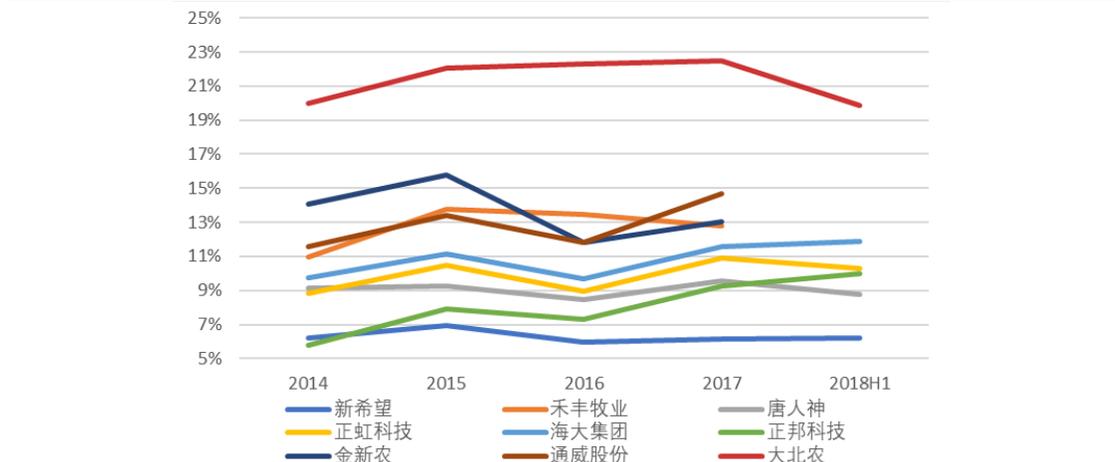
图表 17 2013~2018H1 公司各种饲料产量占比情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**专注高端料，差异化显著，毛利率高于同行。**2017 年公司高端料产量 170 万吨，占比 40%。差异化定位导致市场壁垒较高，少有竞争对手，进而使得毛利率显著高于行业均值。最终决定养殖场外购饲料的核心因素是产品性价比和服务。当外购饲料的性价比高于自配饲料时，规模养殖场会放弃自配饲料；同时，配套的技术服务，如动物营养专业指导、生物安全防控等，也是吸引养殖场的重要因素。

图表 18 公司饲料业务毛利率 (%) 显著高于同行



资料来源: wind, 太平洋证券整理

**针对规模养殖户，转变营销思维，配套服务跟上。**为进一步提高服务升级的力度，公司已将原先的营销人员转向驻场服务，猪饲料直销比例在主要区域超过 60%。加强对规模场的服务，从养殖观念、育种理念、现代养猪技术、猪场人才培养、技术厂长培训等方面全面提升重点合作伙伴的养殖水平和养殖效率；管理团队新老更替完成，“新人做老活，老人做新活”的调整助力饲料业务迸发出新的活力。

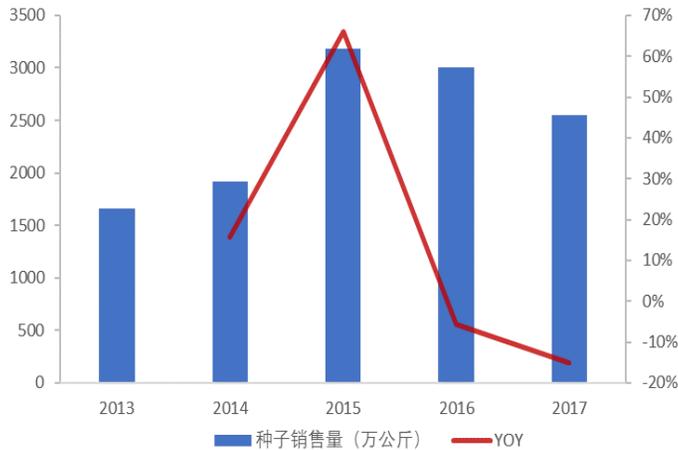
**精细化管理，增强成本竞争力。**饲料行业制造费用最少的可以做到 60 元/吨，公司管理水平比较高的子公司可以达到 80 元/吨，一般的子公司为 140~150 元/吨，仍有较大下降空间。2018 年通过业务流程的优化和组织结构的精简，及销量增长，下半年争取把制造费用、管理费用、销售费用同比降低 100 元/吨以上，优化、精简主要是人员的分流、转岗和退休，增长主要是中大猪料增量，提升产能利用率。

## 四、其他主营业务

### (一) 种业

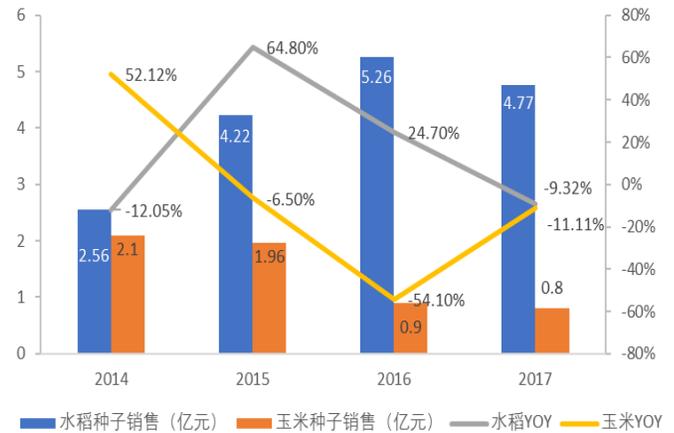
**杂交种市占率高。**公司种业包括杂交种和转基因种，以水稻和玉米种为主。据全国农技中心 2017 年 7 月底数据，公司自主选育审定的水稻品种 C 两优华占，2016 年推广面积达 326 万亩，成为全国杂交水稻第一大品种。

图表 19 2013~2017 公司种子销售量及同比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 20 2014~2017 公司种子营收及同比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

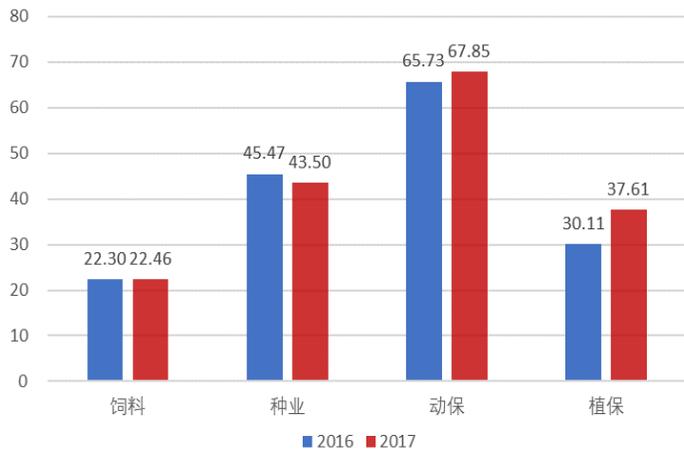
**转基因种持续投入，政策放开后业绩爆发性极强。**公司转基因技术国内绝对领先，每年研发投入一亿多（包括传统育种），现已持续研发 8 年。转基因大豆、玉米已研发到第四代，当前第一代第二代技术已经接近成熟。

中国目前有约 5 亿亩的转基因玉米适种面积，若全部进行转基因种子推广，每亩转让费 20~30 元/亩，则总体转让费收入可达 100 亿~150 亿，因此转基因种业市场空间十分庞大。公司拥有国内最先进的转基因技术研发储备和产业基础，一旦政策放开，业绩和市值极具爆发性。

## （二）动保业务

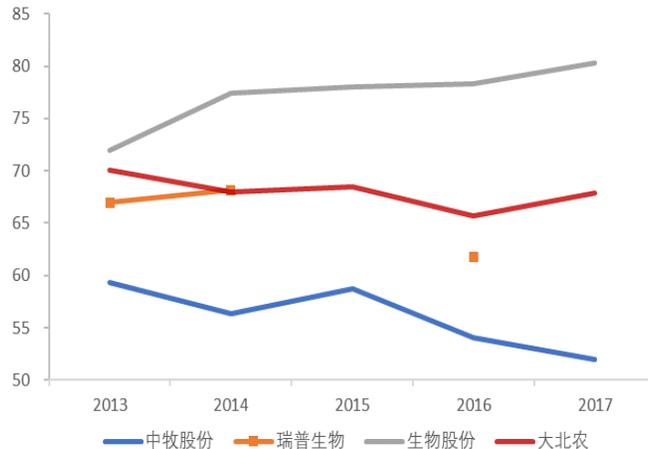
**公司动保板块营收占比小，毛利率较高。**动保板块营收占比约 1%~2%，毛利贡献约 5%。将公司动保板块与 A 股三家动物疫苗上市公司进行比较，公司毛利率处中游水平，高于部分专业动保公司。公司猪瘟疫苗市占率第一或第二，2017 年疫苗贡献 4070 万技术转让费。

图表 21 动保板块在所有业务中毛利率 (%) 最高



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 22 2013~2017 生物制品业务毛利率 (%) 对比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) 农信互联

**互联网+农业，助力产业升级。**公司于 2015 年初组建了北京农信互联科技有限公司，开始了从服务公司内部向服务整个行业的转型历程，并获得长足的进展。农信互联整合了公司各大主营业务，以猪为主线，以猪联网为第一入口，重点打通了猪管理、猪交易、猪金融等服务，目前已初步建成以猪场为核心的互联网养猪生态圈。

图表 23 农信网——互联网养猪生态圈



资料来源：互联网，太平洋证券整理

猪联网的关键是提高养殖业的生产、交易、融资和流通效率。2015 年以来，猪联网主要干了三件事：2015 年，通过猪联网管理模块提高养猪业效率；2016 年切入生猪市场交易，通过在线交易所提升生猪流通效率，通过农信小贷降低养殖户融资成本；2017 年，帮农户

买进生产资料。以猪联网为核心的农业互联网运营平台推动公司在“互联网+农业”新环境下的战略转型，快速切入养猪服务，建立“公司+平台+猪场”的新发展模式。

图表 24 农信网整合公司各大业务



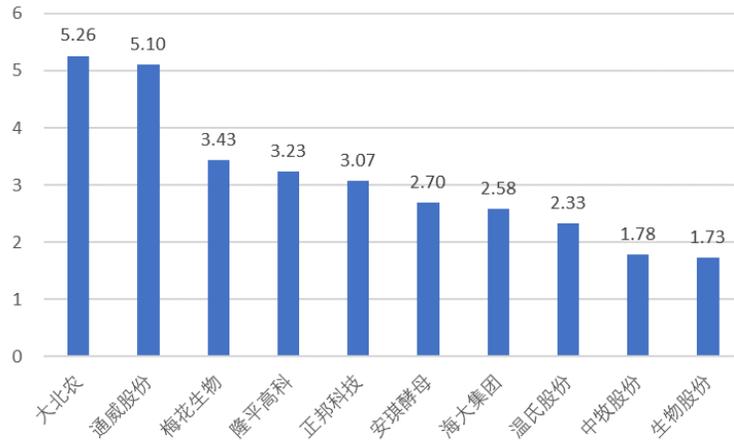
资料来源：互联网，太平洋证券整理

农信互联已引入战略投资者，进一步整合社会资源。9月12日，农信互联引入北京数聚鑫融投资管理有限公司和北京聚能合生产业投资合伙企业，交易完成后，上述公司将分别持有公司1.54%和9.69%的股权。本次引入战投，可以在第三方支付结算、小额贷款资金保障及区域业务发展等方面农信互联实力。

## 五、强化研发，降本增效

从研发支出绝对数额来看，大北农过去5年的研发支出均在5亿元左右，自IPO以来始终排名农业板块第一。

图表 25 2017 年农林牧渔行业研发支出（亿）前 10 企业

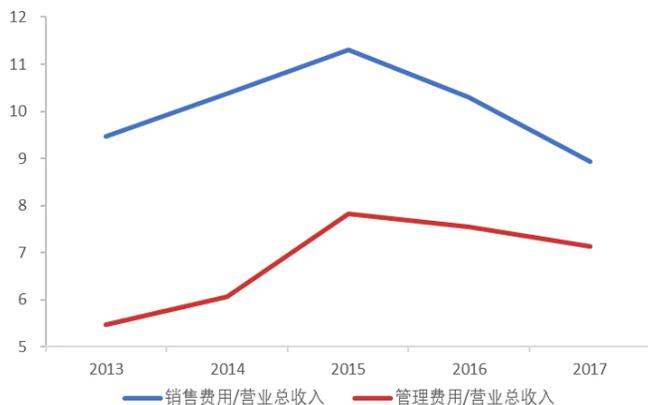


资料来源: wind, 太平洋证券整理

销售费用和管理费用下降明显，成本控制措施显著生效。当前公司从各个板块进行成本控制，对业务流程和组织结构进行优化，通过岗位合并、人员分流转岗，2017 年员工总数同比减少 6.42%。剔除限制性股票激励费用的影响，公司 2018H1 畜牧饲料板块费用下降约 5515 万元，种业板块费用下降约 1356 万元。饲料板块在下半年仍将继续缩减成本，8 月饲料制造、管理、销售费用持续下降，每吨费用降低幅度在 100 元左右。

生猪养殖板块在黑龙江大北农对标温氏牧原等龙头企业，遵循成本领先原则，以全年仔猪成本不超过 260 元/头，肥猪生产成本在 5.2 元/斤以内，完全成本在 5.6 元/斤以内为目标。

图表 26 公司销售费用率和管理费用率



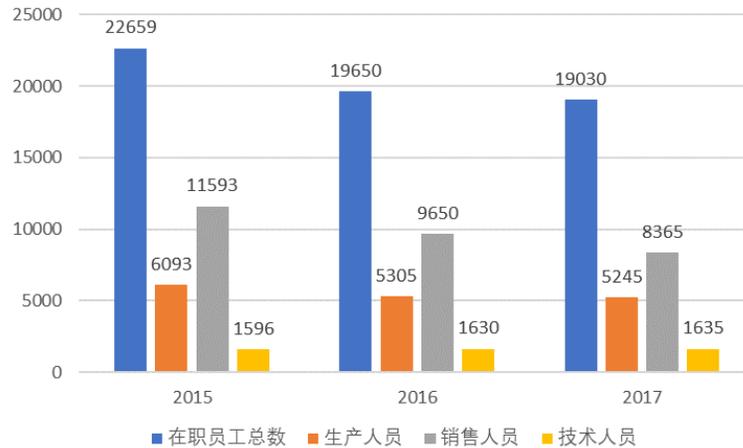
图表 27 公司财务费用率变动



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 28 公司实行人员分流和岗位合并



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

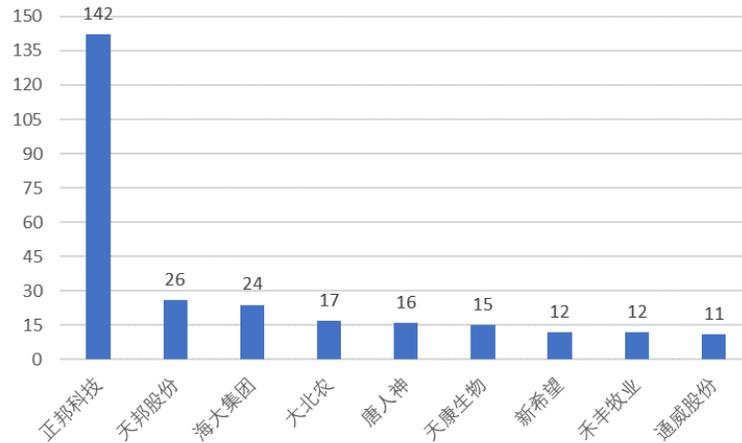
## 五、盈利预测

### (1) 饲料板块

2018 年公司饲料板块的主要目标是在毛利和销量的平衡下，努力降本增效，追求效益最大化。2018H1 总产量同比增长 7.62%，为 212.42 万吨，全年销量预计 487 万吨，销量同比增长约 10%。上半年公司饲料价格下降、成本上升，导致毛利率下降。下半年随着猪价回暖，饲料业务环比改善，预计全年饲料板块毛利额同比减少 8%，全年饲料板块预计实现净利润约 10 亿。

饲料板块 PE 中位数为 16~17 倍，我们对公司饲料板块以 16x 估值，对应市值约  $10 \times 16 = 160$  亿元。

图表 29 公司饲料板块 PE (TTM) 排名 (9月14日)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

### (二) 生猪养殖板块

公司 2016 年开始推进“养猪大创业”，当年实现出栏 40 万头，公司控股子公司共出栏生猪约 64.25 万头，2018H1 公司生猪出栏 58.66 万头，2018-2020 年预计出栏生猪 150、300、500 万头。上半年生猪板块归母亏损 1.6 亿，下半年建设速度放缓，东北部分猪场逐步实现满产，以全年平均成本 12 元/公斤计，全年预计亏损 1 亿。

看头均市值，2014 年作为上一轮周期低点，市场给出牧原的头均市值仍为 3984 元/头。当前温氏牧原的平均头均市值为 4204 元/头，给大北农头均市值 3500 元/头，公司 2019 年生猪板块市值 3500 元/头\*300 万头\*50%=52.5 亿。

图表 30 生猪养殖上市公司头均市值测算 (2018 半年报)

	9月12日市值 (亿)	生猪板块市值 (亿)	2018年出栏量 (万)	当前头均市 值(元/头)	14年最低点 头均市值	2018H1生 猪亏损状况
温氏股份	1164	970	2200	4409	-	亏2.8亿
牧原股份	480	480	1200	4000	3984	亏7900万
均值				4204		

资料来源: wind, 太平洋证券整理

### (三) 种子

预计 2018 年种子业务实现净利润 0.4 亿元，按当前种子板块平均估值水平 38x，对应估值约 0.4\*38=15.2 亿元。

**图表 31 种子板块 PE (TTM) (9 月 14 日)**

公司简称	PE (TTM)
登海种业	82
荃银高科	77
丰乐种业	47
隆平高科	29
敦煌种业	-11
神农基因	-106
中位数	38

资料来源: wind, 太平洋证券整理

#### (四) 动保植保

预计 2018 年动保和植保业务实现净利润 0.3 亿元，按当前动保板块平均估值水平 28x，对应估值约  $0.3 \times 28 = 8.4$  亿元。

**图表 32 动保板块 PE (TTM) (9 月 14 日)**

公司简称	PE (TTM)
瀚叶股份	66
海利生物	51
普莱柯	36
瑞普生物	29
金河生物	27
绿康生化	25
生物股份	21
中牧股份	15
中位数	28

资料来源: wind, 太平洋证券整理

#### (五) 农信互联

2017 年通过猪联网进行管理与交易的商品猪头数达到 5000 万头，全年生猪及投入品交易量超过 500 亿元。2017 年农信互联已扭亏为盈，预计 2018 年将继续实现盈利。

农信互联 2017 年初进行第一轮融资，投前估值 30 亿元。9 月 12 日农信互联引入战投，两位投资者以估值 55 亿元接受老股转让，以估值 70 亿元对农信互联增资。保守预计公司持有的农信互联股权对应市值为 30 亿元。

按我们前面的预估，饲料板块对应估值 160 亿元，生猪板块 52.5 亿，种子板块对应估值 15.2 亿元，动保、植保板块对应估值 8.4 亿元、互联网板块对应估值 30 亿元，合计 266.1 亿元。截止至 2018/9/13，公司市值 142 亿元，据我们的预估值尚有 87.39% 的增长空间，我们认为公司价值被市场低估。

2018/7/4 公司发布员工持股计划，拟筹集资金总额上限 10 亿元，董监高和核心员工共同出资；8 月 2 日，公司回购 3867 万股。我们认为，未来 3 年饲料业务将稳中有增，而生猪养殖、种子、动保、互联网 4 个板块业务将进入快速增长阶段，员工和公司都对公司未来发展有足够信心。

我们认为目前公司市值被严重低估，未来 3 年多项业务均将迎来多年布局后的收获期，有望实现“戴维斯双击”。按照分部估值法当前市值尚有 87.39% 的上涨空间，以 2018/9/14 收盘价 3.35 元为基准，以此上涨空间给予 6 个月目标价 6.28 元，给予大北农“买入”评级。

## 六、风险提示

1. 饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司饲料板块经营业绩产生不利影响；
2. 养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情，对生猪养殖板块影响较大。若本公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对本公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。
3. 农业生产受旱、涝、冰雹、霜冻、沙尘、气候突变等自然灾害及病虫害的影响较大，上述灾害通常具有季节性的特点。在种子作物的生长期间，若本公司生产基地区域发生严重自然灾害或病虫害，将对本公司的种子生产和销售产生影响。
4. 猪价异常波动将对公司生猪板块盈利影响较大，生猪出栏量和板块盈利可能不达预期。

## 农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，三年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.c
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.co
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



**太平洋证券**  
PACIFIC SECURITIES



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。