

2010年03月27日

上市定价(人民币): 45.65-52.50 元
 目标价格(人民币): 36.19-41.62 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|---------|
| 发行价(元) | 35.00 |
| 发行 A 股数量(百万股) | 60.80 |
| 总股本(百万股) | 340.00 |
| 国金饲料指数 | 5046.31 |
| 沪深 300 指数 | 3275.00 |
| 中小板指数 | 6038.59 |



大北农 (002385.SZ)

——具备成为“哑铃型”潜质的农业科技企业

公司基本情况(人民币)

| 项 目 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.271 | 0.359 | 0.695 | 0.792 | 1.135 | 1.397 |
| 净利润增长率 | N/A | 32.56% | 93.64% | 13.82% | 43.33% | 23.10% |
| 行业优化市盈率(倍) | 60.59 | 28.55 | 57.26 | 57.26 | N/A | N/A |
| 市场优化市盈率(倍) | 45.72 | 15.55 | 29.7 | 29.7 | N/A | N/A |
| 净资产收益率 | 23.62% | 23.79% | 33.21% | 9.81% | 12.46% | 13.30% |
| 每股净资产(元) | 1.80 | 2.36 | 2.47 | 8.07 | 9.11 | 10.50 |
| 已上市流通A股(百万股) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 总股本(百万股) | 256.00 | 256.00 | 340.00 | 340.00 | 340.00 | 340.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

注: 我们 2010 年及以后的盈利预测已经考虑了发行 6080 万股所带来的摊薄效应。

基本结论、价值评估与投资建议

- 在农林牧渔行业调研公司的过程中, 我们一直在对上市或非上市公司的核心竞争力和盈利模式进行潜移默化的比较, 我们认为, 兼具前端资源或研发优势和后端营销优势的“哑铃型”公司有望成为未来胜出者, 而大北农正是具有成为这类哑铃型公司潜质的农业科技企业。
- 公司前端优势主要体现在: 高研发投入保障产品高附加值, 产品定位高档, 利润率优于同行, 拥有丰富的新产品储备; 后端优势则体现在: 首创国内县级服务站模式, 建立了相对完善的营销网络和技术服务体系。
- 凭借强大的科研创新能力和庞大的营销服务团队, 大北农成为国内最大的预混料生产厂家和全国第二大杂交水稻种子企业, 但规模还只是其次, 公司饲料和种业毛利率分别达 20%和 40%, 均高于行业平均水平。
- 09 年试推的乳猪饲养套餐销量激增, 种子方面还有扬两优 6 号、天优华占、农华 101 等重量级种子新品种即将面世, 丰富的产品储备有望打开业绩增长空间。
- 我们预计大北农10-12年分别实现净利润317.27、454.74、559.77百万元, 同比增长13.82%、43.33%、23.10%, 对应10-12年EPS为0.933、1.337、1.646元, 摊薄后EPS分别为0.792、1.135、1.397元。
- 本次IPO发行6080万A股, 发行价35元, 预计上市后首日定价45.65-52.50元, 其合理二级市场价格36.19-41.62元。
- 公司面临的主要经营风险为玉米、豆粕等原料波动风险、营业费用率过高、种子新品种推广效果不理想等。

分析师: 谢刚

(8621)61038269
 xieg@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

内容目录

| | |
|--|----|
| “哑铃型”企业代表着中国农业发展的一种新模式 | 4 |
| “哑铃型”架构的企业：具备前端和终端优势，简化中间加工环节 | 4 |
| 大北农：全国规模最大的预混料厂家，中国第二大水稻种子生产企业 | 4 |
| 大北农：研发、销售两端强势的“哑铃型”农业科技企业 | 5 |
| 前端优势：拥有强大的科研创新能力，保障较高的利润率水平 | 5 |
| 后端优势：营销服务队伍庞大，营销成果显著，但销售效率低于行业平均 | 6 |
| 定位于中高端饲料，未来附加值较高的产品仍会提高比重 | 7 |
| 大北农将充分受益于饲料行业总量和结构增长契机 | 7 |
| 定位于中高端饲料产品，毛利率高于行业平均水平 | 7 |
| “乳猪饲养套餐”推出后销量激增，带动饲料利润率走高 | 8 |
| IPO 项目新增饲料产能 36.2 万吨，主要投向乳猪饲料套餐等高附加值产品 | 9 |
| IPO 项目实施后，公司饲料总产能将达到 164 万吨 | 10 |
| 大北农：水稻种子全国规模第二，新品种将打开未来业绩成长空间 | 11 |
| 两优系列水稻种子的成功推出，奠定了公司种业前十强的地位 | 11 |
| 种子品种选育能力较为突出，种子新品种储备较为丰富 | 11 |
| 我国种业供求格局分析：玉米种子供给过剩，水稻种子供求平衡略有节余 | 13 |
| 哑铃型架构：实力雄厚的经销商团队，及重量级新品种储备，共同打开业绩增长空间 | 14 |
| 借助公司研发和营销两端优势，公司同时介入动保和植保业务且盈利稳定 | 15 |
| 盈利预测与估值 | 15 |
| 盈利预测前提 | 15 |
| 盈利预测结果 | 15 |
| 分拆估值 | 15 |
| 上市首日定位 | 16 |
| 风险因素 | 16 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：大北农主营业务收入结构图 | 4 |
| 图表 2：大北农主营业务利润结构图 | 4 |
| 图表 3：大北农 07-09 年累计投入研发费用 3.79 亿元，占总收入的 3.8% | 5 |
| 图表 4：大北农科研成果一览表 | 5 |
| 图表 5：各饲料公司营销团队规模和营销效率比较 | 6 |
| 图表 6：大北农的营业费用率一直高于饲料行业平均水平 | 6 |
| 图表 7：中国历年饲料产销量小幅增长（万吨） | 7 |
| 图表 8：2009 年预混料的增长率最快 | 7 |

| | |
|---|----|
| 图表 9：大北农预混料占饲料总销售额的 30%左右 | 8 |
| 图表 10：公司预混料毛利率显著高于浓缩料和配合料 | 8 |
| 图表 11：大北农预混料占销售额比例显著高于同行 | 8 |
| 图表 12：大北农毛利率高于饲料行业平均水平 | 8 |
| 图表 13：大北农新产品较市场上同类产品优势明显 | 8 |
| 图表 14：2009 年教槽料和保育料市场容量测算 | 8 |
| 图表 15：大北农推出的乳猪饲养套餐图解 | 9 |
| 图表 16：大北农 IPO 项目将新增饲料产能 36.2 万吨，主要投向高附加值的产 品 | 9 |
| 图表 17：IPO 达产后，大北农预混料产能将达到 31 万吨 | 10 |
| 图表 18：IPO 达产后，大北农浓缩料产能将达到 32 万吨 | 10 |
| 图表 19：IPO 达产后，大北农配合料产能将达到 101 万吨 | 10 |
| 图表 20：大北农饲料产能、产量、销量、价格、毛利率等假定 | 10 |
| 图表 21：大北农是全国种业前十强企业 | 11 |
| 图表 22：公司种子业务销售收入构成 | 11 |
| 图表 23：大北农种子业务毛利率逐年下滑 | 11 |
| 图表 24：玉米种子生产与经营季节示意图 | 12 |
| 图表 25：高水平的品种选育能力使大北农拥有丰富的优良种子储备 | 12 |
| 图表 26：我国商品种子市场结构图 | 13 |
| 图表 27：我国种子商品化率排序 | 13 |
| 图表 28：我国杂交水稻种和玉米种产量（亿公斤） | 13 |
| 图表 29：我国杂交水稻制种面积及产量（万亩、亿公斤） | 13 |
| 图表 30：我国杂交玉米制种面积及产量（万亩、亿公斤） | 13 |
| 图表 31：2001 年～2005 年期间中国玉米种子市场占有率排序 | 14 |
| 图表 32：IPO 达产后，水稻种产能将达到 2000 万公斤 | 14 |
| 图表 33：IPO 达产后，玉米种产能将达到 3000 万公斤 | 14 |
| 图表 34：大北农其他动保、植保产品销售额及毛利率（百万元） | 15 |
| 图表 35：大北农期间费用率及所得税率假定 | 15 |
| 图表 36：饲料业务估值标准 | 16 |
| 图表 37：种子业务估值标准 | 16 |
| 图表 38：大北农 EPS 分拆明细 | 16 |
| 图表 39：大北农分拆估值 | 16 |
| 图表 40：销售收入预测表 | 17 |

“哑铃型”企业代表着中国农业发展的一种新模式

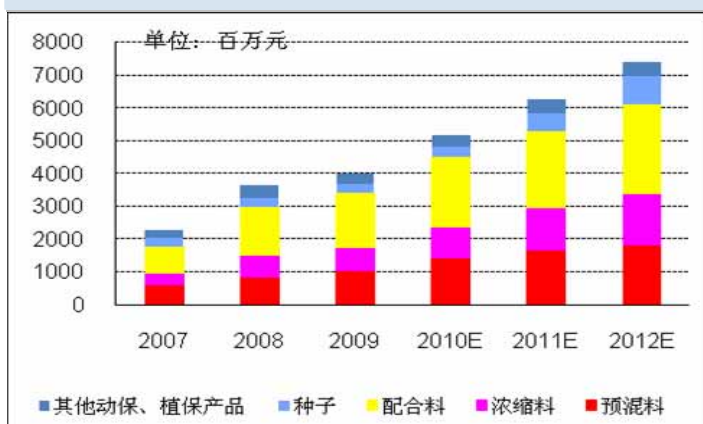
“哑铃型”架构的企业：具备前端和终端优势，简化中间加工环节

- 许多农业企业领导人都有规模偏好，喜欢把企业打造成“纺锤型”架构，这并非一种好的业务架构。作为农林牧渔产业研究员，在多年大量调研公司的过程中，我们一直在对上市或非上市公司的核心竞争力和盈利模式进行潜移默化的比较，我们发现许多农业企业领导人都有规模偏好，喜欢把公司打造成纺锤型企业，即中间加工环节相当庞大，而对前端资源禀赋和后端营销厚度都相对漠视，事实上，这并不是一个好的业务架构。
- **哑铃型 VS 纺锤型。**从产业链角度来看，我们倾向于认为 市场经济体制下，“哑铃型”企业比“纺锤型”企业更有利于抵御风险，并且更容易获得高利润，代表着未来农业发展模式的一种新方向。
- **哑铃型架构的主要特点：“两头大、中间小”，**具体是指拥有前端和终端业务大，中间的加工环节体量较小。哑铃型企业是指拥有前端资源优势和后端市场优势，中间加工环节较为精简甚至完全外包，充分发挥轻资产业务周转快的优点，能通过复制产能来保持快速成长。
- **哑铃型企业通常兼具高成长性和较高的盈利水平。**哑铃型企业的成长性来自产业分工后的专业化发展速度，高利润率则来自前端的研发壁垒、资源垄断优势以及后端的品牌溢价，同时还减少了劳动密集型企业的高人力成本，因而能保持较高的利润率。
- **我们认为，大北农非常有可能发展成这类哑铃型的企业，只不过还处于发展的雏型阶段。**

大北农：全国规模最大的预混料厂家，中国第二大水稻种子生产企业

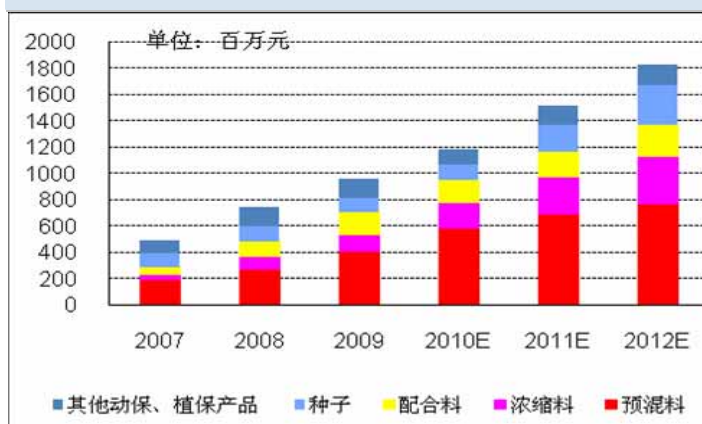
- 大北农是主营饲料和种子的农业产业化国家重点龙头企业，2008 年公司饲料业务销售额居全国饲料行业第三位，种子业务则名列第八位。
- 大北农公司的核心业务为生猪预混料、水稻种子及玉米种子的生产和销售。2009 年，预混料、浓缩料和配合料、种子分别占公司利润总额的 41.63%、31.70%、11.38%，饲料合计占比高达 73%；不过，未来三年公司水稻种子和玉米种子将会推出富有竞争力的新品种如扬两优 6 号、C 两优、农华 101 等，预计种子业务的利润贡献有望逐步提升至 13.62%和 16.64%。

图表1：大北农主营业务收入结构图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表2：大北农主营业务利润结构图



- **大北农是我国最大的预混料生产厂家。**2008年国内预混料产销量前三名生产企业分别为：大北农、正大集团公司和山东六和集团公司，三家预混料企累计销售约为45 万吨，占国内总销量的8%，其中大北农预混料所占市场份额约为3%，连续五年位居同类企业第一。
- **公司还是我国种业前十强企业，是国内第二大的水稻种子生产企业。**其水

稻种子在长江中下游地区具有明显的竞争优势，从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。

- **大北农为何能同时在预混料和种子这两个附加值较高的领域保持优势？**饲料按加工形态可分为预混料、浓缩料、全价（配合）料，其中技术含量最高、利润率也最高的是预混料，与此类似，种子也是科技含量最高的农业子行业，大北农凭什么能在预混料和种子这两个高附加值领域保持领先优势？我们认为，强大的科研创新能力以及庞大的营销网络是公司高利润率的基本保证。

大北农：研发、销售两端强势的“哑铃型”农业科技企业

前端优势：拥有强大的科研创新能力，保障较高的利润率水平

- **科班出身，研发先行。**无论是预混料还是种子来说，都需要强大的科研实力作后盾。大北农的创始人邵根伙先生就是北农大科班出身，1991年获得北京农学院博士学位后留学任教三年，于1994年下海成立创建本公司，此后公司始终坚持以“科技创新”作为立企之本，致力于中国农业的科技创新之路。
- **拥有国内一流的企业技术创新体系。**公司被认定为国家企业技术中心、生物饲料工程国家重点实验室、国家创新型企业和高新技术企业，拥有中关村科技园区海淀园博士后工作站分站，并与中国农业科学院、中国农业大学合作成立“生物饲料开发国家工程研究中心”。通过自主研发、技术引进、科技成果转化或产学研合作等途径，形成了国内一流的企业技术创新体系与核心竞争力。

图表3：大北农07-09年累计投入研发费用3.79亿元，占总收入的3.8%

| 研发经费 | 2007 | 2008 | 占总收入比重 |
|------|-------------------------|-----------|--------|
| 天邦股份 | 1684.37万元 | 3501.96万元 | 3.19% |
| 通威股份 | 2458.1万元 | 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% |

来源：各公司公告，国金证券研究所

- **首创业内员工模拟持股制度，为优秀人才的留任和企业文化的沉淀提供了制度保证。**创业15年来，公司最初的几个创始人没有一人流失，各子公司总经理和总部各业务体系总监均是公司用文化、平台、机制培养起来的年轻干部，多数均从基层的岗位做起，接受公司企业文化的熏陶，逐步成长为公司发展的中坚力量。
- **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%，技术创新产品年平均销售收入占总销售收入的66.4%。无论是绝对额，还是相对比例，大北农的研发投入都位居饲料行业之首。
- 正是因为公司拥有强大的科研创新能力，才使公司能够不断通过技术进步来开发和储备优良性价比的饲料和种子新品种，保持较高的利润率水平。

图表4：大北农科研成果一览表

| 科研成果 | 项数 | 科研成果 | 项数 |
|-----------|--------------|------------|-------------|
| 申请受理发明专利 | 137项（已授权27项） | 申请植物新品种权 | 33项（已授权17项） |
| 主持或参与标准制定 | 29项（国家标准1项） | 获得各项政府奖励项目 | 7项（省级以上2项） |
| 政府资助在研项目 | 35项 | 国家三类新兽药 | 2项 |
| 国家重点新产品 | 3项 | 国审作物新品种 | 9项 |
| 中国名牌产品 | 1项 | 北京市自主创新产品 | 1项 |
| 科技成果转化项目数 | 184项 | 国家级科技计划项目 | 14项 |
| 计算机软件登记权 | 8项 | | |

来源：国金证券研究所

后端优势：营销服务队伍庞大，营销成果显著，但销售效率低于行业平均

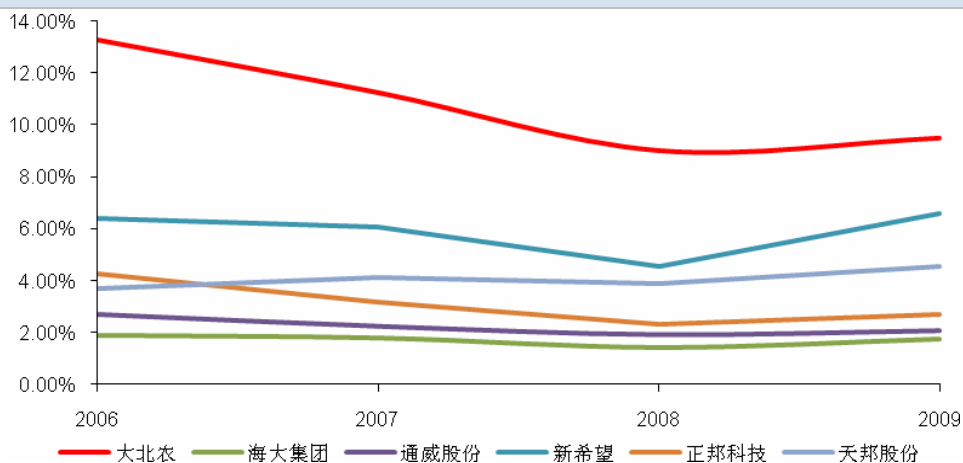
- 饲料采取子公司、经销商两大营销体系，国内首创县级服务站模式。公司在全国首创“县级服务站”营销模式，饲料业务营销分为两大体系：子公司体系和经销商体系，并且建立起始于县终止于户的全国科普推广网络。
- 种子营销网络主要构成：区域分支机构、配送中心和专营店。在种子业务方面，大北农已分别在河北、山东、湖北、河南、安徽、江苏、四川、湖南、江西、新疆等省区市设立了分支机构，设立了近 30 个配送中心，3000 个种子专营店。无论是饲料，还是种业务，公司专职业务人员都长期活跃在县、乡、村等一线市场进行科普服务。
- 拥有国内规模最大的营销服务团队，接近 6000 人。大北农的市场服务营销团队多达 4000 人，是饲料行业规模最大的，预计 2010 年底会扩容至 6000 人，营销团队规模远高于通威、海大、天邦、正邦、新希望等公司。公司营销服务人员绝大多数为农业大中专院校的毕业生，主要活跃在县、乡、村一线市场，为经销商、养殖户、种植户提供专业的技术服务，成为公司市场份额不断扩大的关键力量。
- 我们认为，大北农高度重视营销、为养殖户和种植户提供更周到的服务，有利于提升公司在重点区域的市场份额；但与此同时，大北农销售人员的营销效率偏低，不仅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，这说明公司的营销还是以粗放式的“人海战术”为主，这在市场尚有空白的阶段较为适用，但市场竞争加剧后将会制约公司增长质量。

图表5：各饲料公司营销团队规模和营销效率比较

| 营销比较 | 大北农 | 海大 | 通威 | 天邦 | 正邦 | 新希望 |
|---------------|---------|---------|-----------|--------|---------|---------|
| 员工总人数(人) | 8,920 | 2630 | 8746 | 1224 | 1917 | 9303 |
| 大专及以上学历(人) | 5,918 | 1,153 | 3,826 | 500 | 1,041 | 2,129 |
| 大专及以上学历占比 | 66.35% | 43.84% | 43.75% | 40.85% | 54.30% | 22.89% |
| 销售人员(人) | 4884 | 736 | 1137 | 251 | 407 | 1910 |
| 销售人员占比 | 54.75% | 27.98% | 13.00% | 20.51% | 21.23% | 20.53% |
| 公司总销售额(万元) | 397,538 | 526,664 | 1,000,000 | 96,902 | 404,944 | 755,884 |
| 饲料销售额(万元) | 266,074 | 481,486 | 900,000 | 61,379 | 396,845 | 335,833 |
| 饲料总销量(万吨) | 79.80 | 180 | 300 | 16.38 | 112 | 121.33 |
| 净利润(万元) | 27875 | 15673 | 13000 | 5308 | 6701 | 32200 |
| 按销售人员口径计： | | | | | | |
| 人均销售额(万元/人) | 81.40 | 715.58 | 879.51 | 386.06 | 994.95 | 395.75 |
| 人均饲料销售额(万元/人) | 54.48 | 654.19 | 791.56 | 244.54 | 994.95 | 175.83 |
| 人均销量(万吨/人/年) | 0.02 | 0.24 | 0.26 | 0.07 | 0.28 | 0.06 |
| 人均净利润(万元/人/年) | 5.71 | 21.29 | 11.43 | 21.15 | 16.46 | 16.86 |

来源：国金证券研究所（注：通威股份的员工数取 08 年底数据，09 年销量、销售额及利润取预测值）

图表6：大北农的营业费用率一直高于饲料行业平均水平



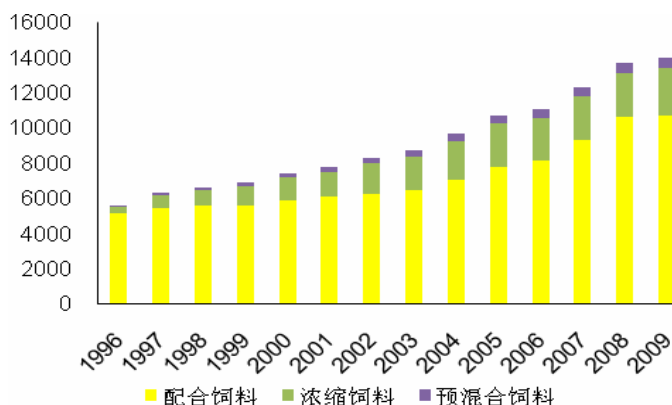
来源：国金证券研究所

定位于中高端饲料，未来附加值较高的产品仍会提高比重

大北农将充分受益于饲料行业总量和结构增长契机

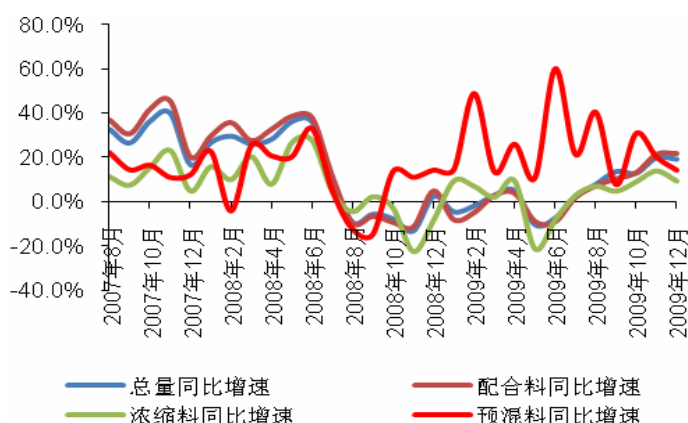
- 2009 年，我国饲料行业最突出的特点体现在如下几方面：
 - ◆ **其一：饲料总量增加但增速放缓。**09 年饲料行业总产值约为 4500 亿元，同比上升 5.7%，商品饲料总产量 1.4 亿吨，同比上升 2.4%，增幅较 07 年的 11.5%、08 年的 10.8% 明显下降，是自 2001 年以来增幅最低的一年。
 - ◆ **其二：分品类增速排序：预混料 > 浓缩料 > 配合饲料。**09 年饲料细分产品结构变化出现新趋势，其中占比最大的配合饲料产量同比增长 1.0%，其占总产量的比重自 05 年以来首次出现 0.5 个百分点的回落至 76.4% 左右；浓缩饲料产量同比增长 7.0%，居第二位；增长最快的是添加剂预混合饲料，产量 595 万吨，同比增长 9.0%，预混料占总产量的比重也同比提高 0.3 个百分点至 4.3%。
 - ◆ **其三：分品种增速排序：猪料 > 水产料 > 反刍料 > 禽料。**在国家稳定生猪价格、促进标准化规模养殖政策的作用下，09 年生猪存出栏量稳定增长，使得猪饲料消费量同比增长 11.5%，连续两年保持 10% 以上的增幅；水产、反刍饲料继续保持快速增长势头，增幅均在 10 个百分点以上；占总产量半壁江山的禽料由于存栏下降，在连续 5 年快速增长后首次出现下降，其中蛋禽、肉禽料分别下降 8.7% 和 0.9%，
- 大北农主营生猪预混料，因此能分享猪料和预混料这两个 09 年饲料行业增速最快的细分领域的成长性机会，09 年公司净利润接近 2.8 亿元，较 08 年增长 93.6%，正是得益于猪料和预混料行业的快速成长。
- **预计未来五年我国预混料年均增长 10.59%。**1996 ~ 2009 年我国预混料产量年均增长率 19.12%，未来随着下游规模养殖产业化的推进和饲料商品化率的提升（由 50% 提升至 85 ~ 90%），未来 3-5 年我国预混料新增需求量增速有望进一步提升。若假定 2010-2015 年我国配合饲料年均增长 5%，按配合饲料 60% 的商品化率及 5% 的预混料需求比例倒推，则到 2015 年我国预混料需求量将达到 910 万吨，相较 09 年增长 53%，年均增长率 10.59%。毫无疑问，大北农将超越行业平均增速水平。

图表7：中国历年饲料产销量小幅增长（万吨）



来源：国金证券研究所

图表8：2009 年预混料的增长率最快

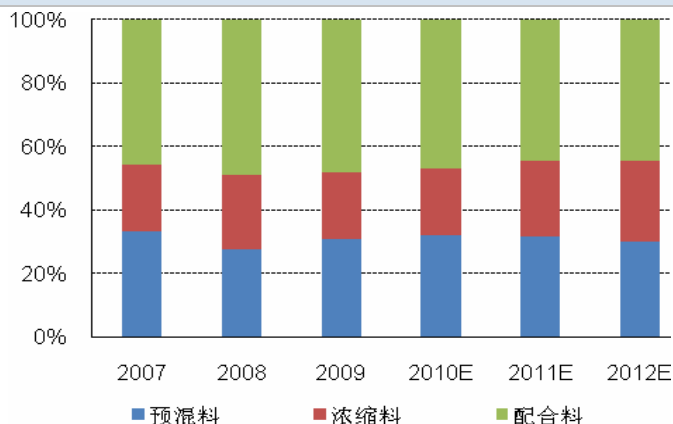


定位于中高端饲料产品，毛利率高于行业平均水平

- **预混料是浓缩料和配合料的核心成分，科技含量高，因此毛利率也高。**大北农侧重于预混料的生产与销售，其预混料占公司饲料销售额的 30%，高于海大、正邦等其他同行公司，因此大北农的毛利率高于行业平均水平。09 年，大北农的预混料毛利率高达 38.56%，较浓缩料和配合料分别高出 10 个和 15 个百分点。

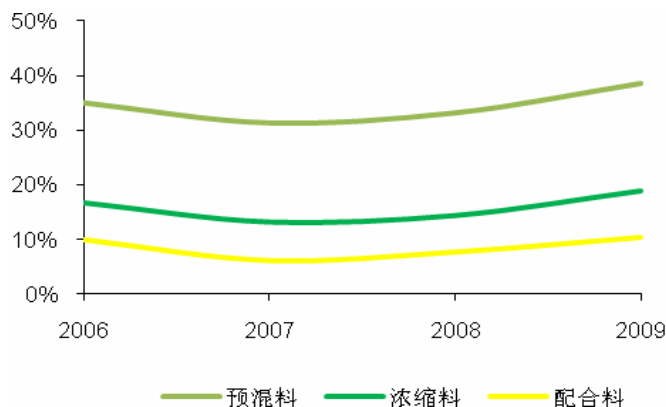
- 预混料按产品可进一步细分为水产预混料、猪预混料、禽预混料等，其中水产预混料的毛利率最高，其次为猪预混料，最后是禽预混料。
- 公司侧重于母猪料、乳猪料、仔猪料等高端产品。公司主要生产猪预混料，毛利率低于水产预混料（海大），不过公司主要侧重于生猪预混料中的高端产品，如哺乳母猪料、乳猪料和仔猪料，对于中大规格的商品猪饲料不作重点发展。

图表9：大北农预混料占饲料总销售额的30%左右

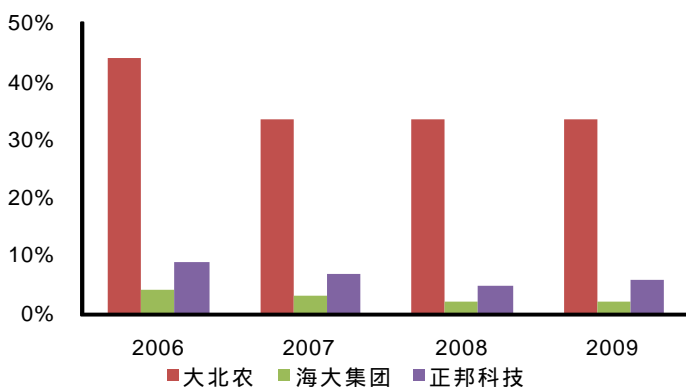


来源：国金证券研究所

图表10：公司预混料毛利率显著高于浓缩料和配合料

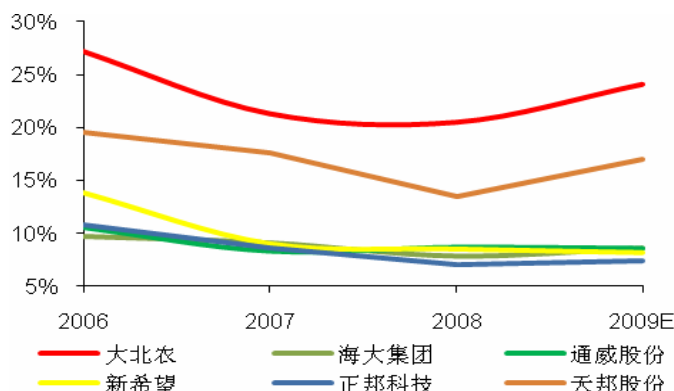


图表11：大北农预混料占销售额比例显著高于同行



来源：国金证券研究所

图表12：大北农毛利率高于饲料行业平均水平



“乳猪饲养套餐”推出后销量激增，带动饲料利润率走高

- 公司新产品优势明显。由于拥有强大的研发实力作后盾，公司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。
- 新产品市场容量预计在500万吨左右。按照我国每年6亿头猪出栏量和配合饲料35%的商品化率计算，每年教槽料的市场容量约84万吨，保育料则更大，近420万吨，合计500万吨左右，大北农新产品成长空间广阔。

图表13：大北农新产品较市场上同类产品优势明显

| 教槽料和保育料比较 | 大北农产品 | 市场上同类产品 |
|-------------|-------|---------|
| 断奶10天日增重（克） | 300 | 200 |
| 63日体重（公斤） | 25-28 | 18-22 |

来源：招股说明书，平安证券研究所，国金证券研究所

图表14：2009年教槽料和保育料市场容量测算

| | 市场容量预测 | 假定商品化率35% |
|-----|--------------------|-----------|
| 教槽料 | 6亿 × 4公斤 = 240万吨 | 84万吨 |
| 保育料 | 6亿 × 20公斤 = 1200万吨 | 420万吨 |
| 合计 | 6亿 × 24公斤 = 1440万吨 | 504万吨 |

- 公司母猪饲料“母子乐”、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，因此带动公司 09 年饲料毛利率大幅提升。
- 乳猪和母猪饲料比重上升，利于 09 年毛利率走高。08 年公司乳猪和母猪饲料销量占公司饲料销量的比重为 20%，09 年推出乳猪套餐后上升至 30%，同时公司猪饲料毛利率由 08 年 19.3%大幅上升到 09 年 22.19%。

图表15：大北农推出的乳猪饲养套餐图解



来源：申万研究所，国金证券研究所

IPO 项目新增饲料产能 36.2 万吨，主要投向乳猪饲料套餐等高附加值产品

- 大北农拟 IPO 发行 6080 万股 A 股，发行价 35 元，拟募资 21 亿元，远超过原来计划的 4.7 亿元，原募资将具体投向三类项目：
 - ◆ **第一类：饲料项目和微生态制剂项目。**公司计划建 3 条预混料生产线，产能累计 12.2 万吨，以及 6 条配合饲料生产线，产能累计 24 万吨。饲料总产能 36.2 万吨，主要投向附加值较高的预混料、浓缩料和特种水产料和对虾河蟹料等。
 - ◆ **第二类：种子产业化项目。**公司计划投资 6375 万元进行 5 个两优系列杂交水稻种子的市场推广，达产后将增加 2000 万公斤的种子产能；此外，公司还将投资 8445 万元推广杂交玉米种子，达产后将增加产能 3000 万公斤/年。
 - ◆ **第三类：技术中心项目。**计划投资 4932 万元，继续提高科研水平。
- 公司饲料项目建设期为一年，2011 年就会产生盈利贡献；而种子项目的建设期为两年，预计 2012 年开始陆续释放利润。
- 对于超募的 16 亿元部分，公司将投向盈利前景较佳的储备项目，预计有望再增加 10-15 万吨饲料产能。

图表16：大北农 IPO 项目将新增饲料产能 36.2 万吨，主要投向高附加值的产品

| IPO项目 | 项目名称 | 募资金额 | 第一年投资额 | 第二年投资额 | 项目内容 | 增加产能 |
|-------|----------------|-------|--------|--------|---|--------------------|
| 第一类项目 | 新型高效预混料项目 | 8909 | 8909 | - | 2条6万吨高效预混料线、1条0.2万吨多维线 | 年产12.2万吨预混料 |
| | 微生态制剂产业化项目 | 5900 | 5900 | - | 年产1万吨微生态制剂 | 年产1万吨微生态制剂 |
| | 淮阴大北农水产饲料项目 | 7059 | 7059 | - | 1条6万吨水产料、1条4万吨特种水产料、1条4万吨猪浓缩料生产线 | 年产14万吨 |
| | 天津昌农水产饲料项目 | 5473 | 5473 | - | 1条淡水鱼料7万吨/年、1条对虾河蟹料1万吨生产线、1条2万吨/年的猪浓缩饲料生产线 | 年产10万吨 |
| 第二类项目 | 超级杂交水稻新品种产业化项目 | 6,375 | 3825 | 2550 | 5个两优系列水稻种子，合计总产能2000万公斤 | 年产2000万公斤种子 |
| | 高产多抗玉米新品种产业化项目 | 8,445 | 5,067 | 3,378 | 杂交玉米种子产能增加3000万公斤 | 年产3000万公斤种子 |
| 第三类项目 | 技术中心项目 | 4,932 | 4,932 | - | 新产品申报440万元，种子研发经费300万元，添加剂研究300万元。 | - |
| | 合计 | 47093 | 41165 | 5928 | 预混料13万吨，水产配合料18万吨、猪浓缩料6万吨，水稻种子2000万公斤，玉米种子3000万公斤 | 饲料产能37万吨，种子5000万公斤 |

来源：招股说明书，国金证券研究所

IPO 项目实施后，公司饲料总产能将达到 164 万吨

- IPO 项目实施后，大北农饲料总产能将达到 164 万吨，其中预混料产能 31 万吨、浓缩料 32 万吨、配合料 101 万吨左右。

图表17：IPO 达产后，大北农预混料产能将达到 31 万吨

| 预混料 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|
| 产能（吨） | 150,000 | 180,000 | 190,000 | 312,000 | 312,000 | 312,000 |
| 产量（吨） | 131,135 | 175,310 | 219,119 | 265,200 | 280,800 | 296,400 |
| 销量（吨） | 128,513 | 152,552 | 196,152 | 250,662 | 279,447 | 294,972 |
| 销售单价（元/吨） | 4564.19 | 5302.78 | 5271.00 | 5692.68 | 5920.39 | 6157.20 |
| 销售额（万元） | 58,655.80 | 80,895 | 103,391.50 | 142,693.9 | 165,443.4 | 181,620.1 |
| 毛利率 | 31.27% | 33.13% | 38.56% | 40.56% | 43.06% | 44.56% |
| 毛利额（百万元） | 18,341.67 | 26,800.51 | 39,867.76 | 57,876.65 | 71,239.93 | 80,929.91 |
| 成本（百万元） | 40,314.13 | 54,094.49 | 63,523.74 | 84,817.26 | 94,203.47 | 100,690.17 |

来源：国金证券研究所

图表18：IPO 达产后，大北农浓缩料产能将达到 32 万吨

| 浓缩料 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|------------|
| 产能（吨） | 110,000 | 200,000 | 260,000 | 320,000 | 320,000 | 320,000 |
| 产量（吨） | 106,162 | 156,875 | 155,150.93 | 212,000.00 | 256000 | 288000.0 |
| 销量（吨） | 104,039 | 154,658 | 155,592.95 | 191,404 | 243,929 | 288,821 |
| 销售单价（元/吨） | 3485.33 | 4484.15 | 4558.93 | 4923.65 | 5219.07 | 5427.83 |
| 销售额（万元） | 36,261 | 69,351 | 70,933.8 | 94,240.6 | 127,308.4 | 156,766.9 |
| 毛利率 | 13.11% | 14.31% | 18.90% | 20.9% | 21.9% | 22.9% |
| 毛利额（百万元） | 4,753.82 | 9,924.13 | 13,406.49 | 19,696.28 | 27,880.53 | 35,899.61 |
| 成本（百万元） | 31,507.18 | 59,426.87 | 57,527.31 | 74,544.31 | 99,427.84 | 120,867.26 |

来源：国金证券研究所

图表19：IPO 达产后，大北农配合料产能将达到 101 万吨

| 配合料 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 产能（吨） | 400,000 | 650,000 | 830,000 | 1,010,000 | 1,010,000 | 1,010,000 |
| 产量（吨） | 378,512 | 552,903 | 611,814 | 754000 | 808000 | 909000 |
| 销量（吨） | 370,941 | 543,956 | 601,819 | 738,918 | 791,838 | 890,818 |
| 销售单价（元/吨） | 2170.16 | 2642.97 | 2703.18 | 2838.3 | 2951.9 | 3040.4 |
| 销售额（万元） | 80,500 | 143,766 | 162,682.22 | 209,729.8 | 233,740.3 | 270,846.6 |
| 毛利率 | 6.20% | 7.76% | 10.42% | 7.92% | 8.42% | 8.92% |
| 毛利额（百万元） | 4,991.00 | 11,156.24 | 16,951.49 | 16,610.60 | 19,680.93 | 24,159.51 |
| 成本（百万元） | 75,509.00 | 132,609.76 | 145,730.73 | 193,119.23 | 214,059.36 | 246,687.05 |

来源：国金证券研究所

图表20：大北农饲料产能、产量、销量、价格、毛利率等假定

| 饲料合计 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 产能（吨） | 660,000 | 1,030,000 | 1,280,000 | 1,642,000 | 1,642,000 | 1,642,000 |
| 产量（吨） | 615,809 | 885,088 | 986,085 | 1,231,200 | 1,344,800 | 1,493,400 |
| 销量（吨） | 603,493 | 851,166 | 953,563 | 1,180,985 | 1,315,215 | 1,474,611 |
| 销售单价（元/吨） | 2906.69 | 3454.23 | 3534.19 | 3782.14 | 4003.09 | 4131.49 |
| 销售额（万元） | 175,417 | 294,012 | 337,008 | 446,664 | 526,492 | 609,234 |
| 毛利率 | 16.01% | 16.29% | 20.84% | 21.09% | 22.56% | 23.14% |
| 毛利额（百万元） | 28,086.49 | 47,880.88 | 70,225.74 | 94,183.54 | 118,801.39 | 140,989.04 |
| 成本（百万元） | 147,330.31 | 246,131.12 | 266,781.78 | 352,480.81 | 407,690.66 | 468,244.48 |

来源：国金证券研究所

大北农：水稻种子全国规模第二，新品种将打开未来业绩成长空间

两优系列水稻种子的成功推出，奠定了公司种业前十强的地位

- 公司拥有经营权的“两优培九”是我国第一个超级杂交稻组合，目前年度种植面积超过7000 万亩，是全国种植面积最大的水稻品种之一。
- 大北农水稻种子销售规模居全国第二，市场份额接近 1%。07 年、08 年和 09 年，大北农种子产品的销售收入分别为 2.6 亿元、3 亿元和 2.8 亿元，对比 08 年全国种子产业总收入 300 亿元，公司种子市占率约 1%。

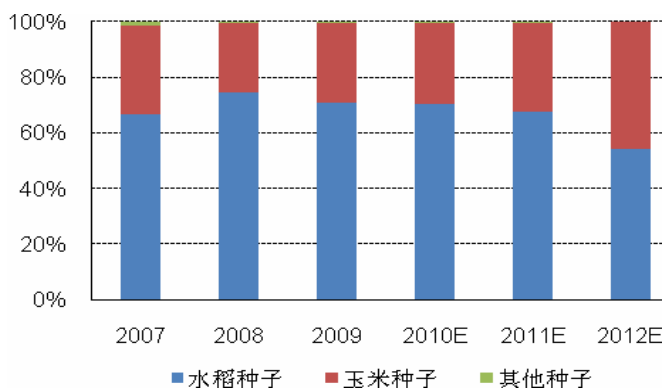
图表21：大北农是全国种业前十强企业

| 名次 | 企业名称 | 2008年收入 | 市场占有率 | 主营产品 | 突出特点 |
|----|--------|---------|-------|-------------|---------------------|
| 1 | 隆平高科 | 6.6亿元 | 2.20% | 水稻种、蔬菜种 | 杂交水稻种子业务突出 |
| 2 | 敦煌种业 | 6.2亿元 | 2.07% | 玉米种、棉花种 | 具有制种基地优势，敦煌先锋公司优势突出 |
| 3 | 万向德农 | 5.8亿元 | 1.93% | 玉米种、油菜种、牧草种 | 玉米种子郑单958较突出 |
| 4 | 北京奥瑞金 | 5.5亿元 | 1.83% | 玉米种、棉花种、水稻种 | 各种子较均衡 |
| 5 | 中国种子集团 | 5亿元 | 1.67% | 各类种子 | 品种齐全、入市时间早 |
| 6 | 登海种业 | 4.2亿元 | 1.40% | 玉米种 | 登海先锋的优势突出 |
| 7 | 丰乐种业 | 3.7亿元 | 1.23% | 玉米种、水稻种 | 水稻种、玉米种较突出 |
| 8 | 大北农 | 3亿元 | 1.00% | 水稻种、玉米种 | 水稻种较突出 |

来源：国金证券研究所

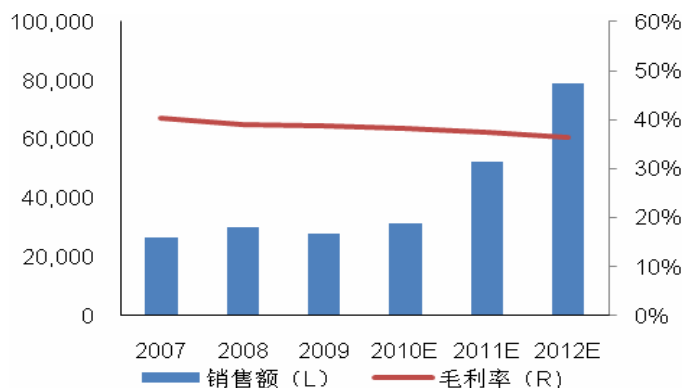
- 近几年种子毛利率逐年下滑。07-09 年，大北农种子业务销售额基本稳定在 2.7~3 亿元之间，没有明显增长，由于毛利率有所下滑（由 07 年的 40.4%下降到 09 年的 38.8%），因此种业利润贡献度也在下降。
- 截至 09 年，种子业务占公司销售额和利润的比例分别为 7%和 11.38%，分别较 07 年的 11.75%和 22.27%有显著下降，主要是因为过去两年没有推出好的新品种。此外公司 07 年收购了江西先农种业，该公司种子产品以早晚稻种子为主，毛利率仅 30%，拉低了公司水稻种子产品的毛利率。

图表22：公司种子业务销售收入构成



来源：国金证券研究所

图表23：大北农种子业务毛利率逐年下滑

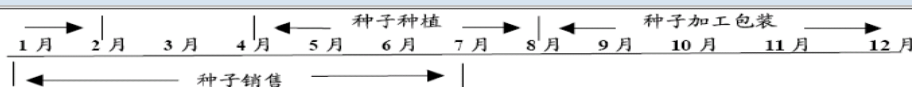


种子品种选育能力较为突出，种子新品种储备较为丰富

- 种子行业的竞争核心是品种的竞争。公司以前主要通过向外部科研机构购买成熟种子品种的方式来获得种子品种权，近几年加大了委托育种和联合育种的力度，未来发展方向将以自主繁育为主：
 - ◆ 其一，直接购买品种权或经营权。譬如扬两优 6 号就是公司直接向农科院或研究所购买的成熟品种，购买仍是目前公司最主要的方式。
 - ◆ 其二，联合育种、委托育种。公司向科研院所提供一定的育种经费，双方共同开发新品种，对方把育成品种交由公司开发，并按种子销量向本公司收取一定的使用费，并采用“公司+基地+农户”的委托制种方式进行生产，待种子成熟后由公司统一收购、加工、销售；

- ◆ **其三，完全自主研发。**公司通过自己的专家团队进行研发，拥有完整知识产权，这种方式将逐步成为公司未来的主要研发育种模式。

图表24：玉米种子生产与经营季节示意图



来源：招股书，国金证券研究所

- **高水平的品种选育能力保障丰富种子储备。**公司历年参加国家级、省级的预试、区试品种合计近 400 个，申请品种权保护的品种达到 33 个，授权品种 17 个。截至 09 年底，公司正在销售的种子品种共 169 个，其中自主研发的品种 55 个，合作研发的品种 6 个，购买取得的品种 108 个。

图表25：高水平的品种选育能力使大北农拥有丰富的优良种子储备

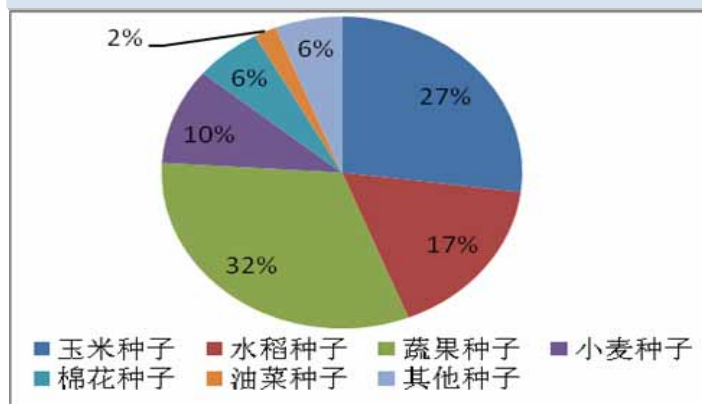
| 种类 | 名称 | 品种特点 | 适合种植区域 | 品种来源 | 价格趋势 | 备注 |
|-----|--------|-------------------------|-------------------------------|------|----------------------------------|---------------------------|
| 水稻种 | 天优华占 | 双季晚稻、籼型三系杂交水稻 | 长江中下游 | 购买品种 | 09年稳定在23元/公斤 | 未来两年拟重点推广品种 |
| | 两优培九 | 一季中稻、产量高、抗性好 | 长江中下游 | 购买品种 | 09年稳定在20元/公斤 | 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 | 09年稳定在28元/公斤 | IPO募投项目，目前正在推进的品种 |
| | 陆两优996 | 早稻、产量高、抗性好 | 南方双季稻区 | 购买品种 | 09年稳定在25元/公斤 | 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 | 早稻种稳定在14元，中稻种稳定在20元，晚稻种稳定在15元/公斤 | IPO募投项目 |
| | 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 | 09年稳定在18元/公斤 | 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 | 预计在23元/公斤，不低于先玉335 | 未来两年拟重点推广品种 |
| | 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 | 09年稳定在8元/公斤 | 全国各地均能种植，当前主力品种 |
| | 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 | 09年稳定在7元/公斤 | |
| | 京玉7号 | 夏播品种、产量高、质量好 | 河北省 | 合作研发 | 09年稳定在7元/公斤 | 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 | 09年稳定在7元/公斤 | 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 | 稳定在8~8.5元左右 | IPO募投项目 |
| | 洛玉3号 | 夏播品种、产量高、质量好 | 河南省 | 合作研发 | 09年稳定在10元/公斤 | |
| | 中单808 | 春播品种、产量高、质量好 | 河北省、西南地区 | 合作研发 | 09年稳定在9元/公斤 | 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 |
| 棉花种 | 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 | 09年稳定在9元/公斤 | |
| | 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套作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：招股书，国金证券研究所（注：紫色代表未来2-3年要重点推广的品种即天优华占和农华101；黄色代表公司主力品种；红色代表当前在重点推广品种）

我国种业供求格局分析：玉米种子供给过剩，水稻种子供求平衡略有节余

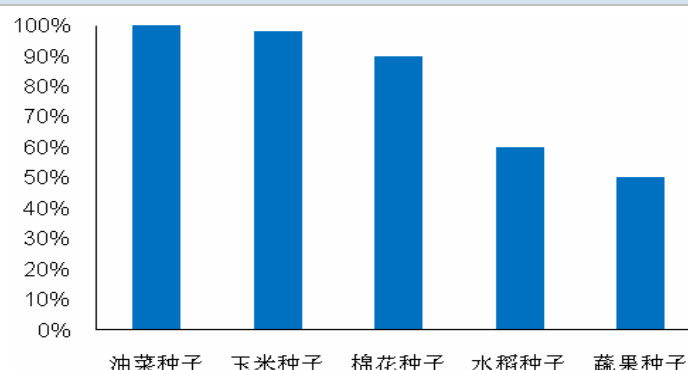
- 我国是世界最大种子需求国之一，年种子需求量约为 125 亿公斤。目前国内商品种子的市场规模在 300 亿元左右，潜在市场容量为 800 亿元。

图表26：我国商品种子市场结构图



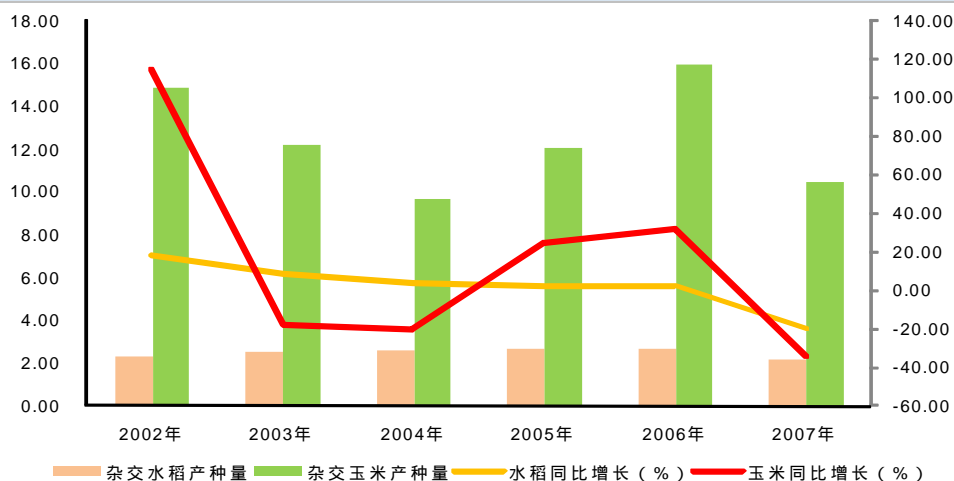
来源：国金证券研究所

图表27：我国种子商品化率排序



- 玉米种子总体供给过剩，结构性差异较大。我国玉米种植面积近 4.2 亿亩，每年玉米种子需求量约为 11 亿公斤；年均制种面积在 350 万亩至 500 万亩之间波动，年产种子 9 亿公斤至 16 亿公斤。总体来看，我国玉米种子总体供过于求，但不同年份差异大，不同品种间的需求差异更大。
- 杂交水稻种子供求总量平衡或略有节余。我国杂交水稻种植面积 2.5 亿亩左右，种子年需求量约 3 亿公斤；若考虑上年 0.8 亿公斤种子库存，07 年我国杂交水稻种子供应总量约 3.5 亿公斤，市场供需总量平衡略有节余。

图表28：我国杂交水稻种和玉米种产量（亿公斤）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表29：我国杂交水稻制种面积及产量（万亩、亿公斤）

| 我国杂交水稻制种 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|
| 制种面积（万亩） | 121 | 132 | 156 | 144 | 156 | 150 | 114 |
| 产种量（亿公斤） | 1.9 | 2.3 | 2.5 | 2.6 | 2.65 | 2.7 | 2.15 |

来源：招股书，国金证券研究所

图表30：我国杂交玉米制种面积及产量（万亩、亿公斤）

| 我国杂交玉米种子制种 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 制种面积（万亩） | 321 | 600 | 450 | 375 | 423 | 490 | 345 |
| 产种量（亿公斤） | 7 | 14.9 | 12.2 | 9.7 | 12.1 | 16 | 10.5 |

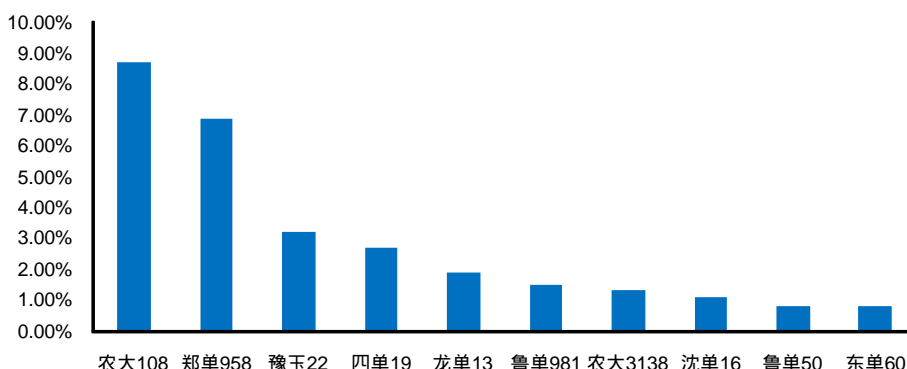
来源：招股书，国金证券研究所

- 无论是水稻种子还是玉米种子，要想成为一个，除了需要具备优良的品质，即产量高、质量好、适种面积广、抗性好外，还需要强大的营销推广体系和技术服务网络，大北农完善的营销服务体系提供了强有力的保证。

哑铃型架构：实力雄厚的经销商团队，及重量级新品种储备，共同打开业绩增长空间

- **首创县级服务站模式，拥有雄厚的经销商团队。**公司在全国范围内拥有 300 多个县级种子经销商，其中一半以上是当地实力最强、终端网络最多最稳固、经营理念最先进的经营单位，**随着 IPO 募投项目的推进，公司县级经销商将增加到 600 个，这将有助于进一步扩大公司种子营销优势。**
- **公司既往成功历史表明，哑铃型架构有利于公司种子商业化推广。**公司自 2000 年开始推广杂交水稻种子两优培九及玉米种子农大 108，并大获成功，结果两优培九水稻种推广面积达到 1000 万亩，农大 108 大在 2001 年至 2005 年期间占据中国玉米种子市场份额高达 8.7%，**这表明大北农哑铃型组织架构确实能收获巨大的惊喜。**

图表31：2001 年~2005 年期间中国玉米种子市场占有率排序



来源：国金证券研究所

- 目前市场排在前 10 名的有三个为大北农公司的品种，而且公司还储备有如下重量级品种：
 - ◆ **扬两优 6 号**：是公司目前重点推广的品种，IPO 募资重点发展项目；
 - ◆ **天优华占**：继扬两优之后的重磅炸弹，公司力争未来 3-5 年推广面积达到 500 万亩以上；
 - ◆ **农华 101**：力争在 2010 年底通过国审，年内试销后将于 2011 年在黄淮海、东北、华北进行全面推广。农华 101 产量、质量、纯度、净度等指标上与登海先锋的主力品种先玉 335 相差无几，而在抗倒性、抗病性方面显著优于先玉 335，未来也将采取单粒播种方式，农华 101 是公司寄予厚望、最有可能打开局面的重点潜力品种；
- **随着这些潜力品种先后推向市场，我们预计 2011~2012 年大北农的业绩增长空间有望持续打开。**

图表32：IPO 达产后，水稻种产能将达到 2000 万公斤

| 产品名称 | 投产第1 年 | 第2 年 | 第3 年 | 第4 至10 年 |
|--------|--------|------|------|----------|
| 单位：万公斤 | 60% | 80% | 100% | 100% |
| 陆两优996 | 180 | 210 | 240 | 240 |
| 扬两优6号 | 420 | 490 | 560 | 560 |
| 先农系列 | 660 | 770 | 880 | 880 |
| C两优系列 | 120 | 140 | 160 | 160 |
| 协禾7号等 | 120 | 140 | 160 | 160 |
| 合计 | 1500 | 1750 | 2000 | 2000 |

来源：国金证券研究所（注：目前公司在重点推广扬两优 6 号即黄色的部分）

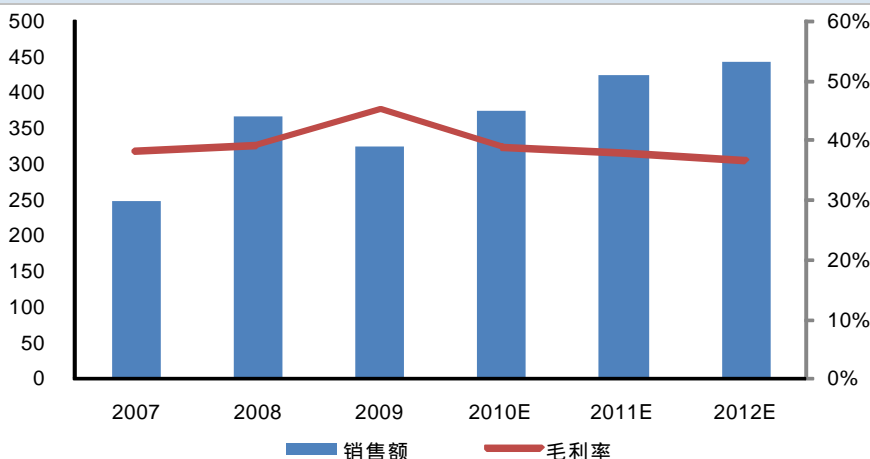
图表33：IPO 达产后，玉米种产能将达到 3000 万公斤

| 产品名称 | 投产第1 年 | 第2 年 | 第3 年 | 第4 至10 年 |
|--------|--------|--------|------|----------|
| 单位：万公斤 | 50% | 75% | 100% | 100% |
| 中单808 | 375 | 562.5 | 750 | 750 |
| 辽单127 | 300 | 450 | 600 | 600 |
| 农华8号 | 300 | 450 | 600 | 600 |
| 京玉7号 | 187.5 | 281.2 | 375 | 375 |
| 农华98 | 150 | 225 | 300 | 300 |
| 浚单22 | 187.5 | 281.2 | 375 | 375 |
| 合计 | 1500 | 2249.9 | 3000 | 3000 |

借助公司研发和营销两端优势，公司同时介入动保和植保业务且盈利稳定

- 大北农公司的产品分为两大类：一类是饲料及动物保健产品，包括各种规格的预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料，为畜、禽以及水产养殖提供营养物质和能量，并生产销售动物保健产品，提高养殖动物的健康水平；另一类是种子及植物保护产品，水稻种子、玉米种子和棉花种子等主要农作物，并生产销售植物保护产品，增进农作物生产的保障性和效率。
- 为充分发挥公司前端的研发优势和后端的营销网络优势，大北农同时还介入了动物保健和植物保健领域。07-09 年，公司动保与植保业务销售稳在 2.5~3.5 亿元之间，毛利率稳定 38%~45%之间，随着 IPO 项目微生物制剂等项目的先后投产，有望带动公司盈利更上一层楼。

图表34：大北农其他动保、植保产品销售额及毛利率（百万元）



来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测前提

- 公司各类饲料、种子的销量、单价、毛利率等指标详见销售收入预测表；
- 预计公司期间费用率、所得税率如下表所示：

图表35：大北农期间费用率及所得税率假定

| 单位：百万元 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 管理费用 | 108.15 | 116.83 | 202.67 | 290.37 | 290.37 | 351.20 | 416.49 |
| 管理费用/销售额 | 6.65% | 5.15% | 5.62% | 5.81% | 5.70% | 5.70% | 5.70% |
| 营业费用 | 215.42 | 254.87 | 324.60 | 376.96 | 495.79 | 615.05 | 747.66 |
| 营业费用/销售额 | 13.25% | 11.23% | 9.00% | 9.48% | 9.73% | 9.98% | 10.23% |
| 财务费用 | 11.31 | 19.68 | 32.51 | 25.32 | 21.55 | 15.37 | 18.34 |
| 财务费用/销售额 | 0.70% | 0.87% | 0.90% | 0.64% | 0.42% | 0.25% | 0.25% |
| 所得税 | 1.80 | 3.67 | 30.32 | 52.72 | 63.45 | 91.01 | 112.11 |
| 所得税/税前利润 | 1.97% | 3.22% | 17.41% | 15.79% | 16.60% | 16.60% | 16.60% |

来源：国金证券研究所

盈利预测结果

- 预计大北农10-12年分别实现销售额5094.24、6161.47、7306.91百万元，同比增长28.14%、20.95%、18.59%；分别实现净利润317.27、454.74、559.77百万元，同比增长13.82%、43.33%、23.10%。
- 对应10-12年EPS为0.933、1.337、1.646元，若按增发6080万A股后的总股本400.80百万股计，则摊薄后EPS分别为0.792、1.135、1.397元。

分拆估值

- 我们按饲料、种业及其他对公司净利润进行分拆，并且按照通威股份、海

大集团、登海种业、敦煌种业等作为大北农估值标杆，考虑到民生银行占据新希望绝大多数盈利，因此我们剔除了新希望。

- 分拆结果显示，大北农目标区间为30.96 - 36.19元，考虑到近期新股估值溢价较足，取上限36.19元并向上浮动15%，即36.19-41.62元。

图表36：饲料业务估值标准

| 饲料公司 | 股价 | 10EPS | 11EPS | 10PE | 11PE |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 通威股份 | 11.54 | 0.356 | 0.386 | 32.45 | 29.90 |
| 新希望 | 12.07 | 0.504 | 0.610 | 23.96 | 19.79 |
| 海大集团 | 36.10 | 0.700 | 1.229 | 51.60 | 29.38 |
| 正邦科技 | 13.73 | 0.412 | 0.553 | 33.33 | 24.83 |
| 天邦股份 | 15.6 | 0.417 | 0.381 | 37.41 | 40.94 |
| 平均 | | | | 38.70 | 31.26 |

来源：国金证券研究所

图表37：种子业务估值标准

| 种子公司 | 股价 | 10EPS | 11EPS | 10PE | 11PE |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 登海种业 | 34.77 | 0.898 | 1.290 | 38.73 | 26.95 |
| 敦煌种业 | 16.86 | 0.456 | 0.551 | 36.97 | 30.60 |
| 丰乐种业 | 15.55 | 0.501 | 0.696 | 31.04 | 22.35 |
| 万向德农 | 14.03 | 0.290 | 0.330 | 48.38 | 42.52 |
| 隆平高科 | 20.6 | 0.350 | 0.351 | 58.86 | 58.69 |
| 平均 | | | | 42.80 | 36.22 |

图表38：大北农 EPS 分拆明细

| EPS分拆 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------|-------|-------|-------|
| 饲料 | 0.630 | 0.884 | 1.063 |
| 种子 | 0.080 | 0.145 | 0.216 |
| 农业其他 | 0.081 | 0.105 | 0.118 |
| 合计 | 0.792 | 1.135 | 1.397 |

来源：国金证券研究所

图表39：大北农分拆估值

| 分拆估值 | 2010E | 2011E |
|------|-------|-------|
| 饲料 | 24.37 | 27.65 |
| 种子 | 3.44 | 5.26 |
| 农业其他 | 3.14 | 3.28 |
| 合计 | 30.96 | 36.19 |

上市首日定位

- 目前市场流动性充足，中小市值新股上市首日普遍遭遇市场资金关注，自09年12月以来中小企业板新股的上市首日平均涨幅49.33%。据此测算，大北农上市首日定价为52.5元，取向下浮动15%即45.65元作为下限，则大北农上市后首日定价在45.65-52.50元。
- 综上，我们认为大北农上市首日定价45.65-52.50元，合理二级市场价格36.19-41.62元。

风险因素

- 玉米、豆粕等原料上涨对公司饲料业务毛利率有扰动因素，如果因为干旱造成2010年玉米播种面积下降，进而玉米价格上涨带来成本上升压力增大可能影响公司业绩不达预期；
- 期间费用率尤其是营业费用率偏高，公司建立了庞大的营销团队，在市场竞争空白犹存的阶段收益良好，但竞争趋向白热化后，营销效率改善空间是否能弥补成本上升尚未可知。
- 公司研发和营销两头相对强势，有望成为哑铃型架构的农业科技企业，但具体管理和营销是否能做到精细化还需要实地调研和深入沟通才能进行准确的把握，在尚未实地调研的背景下，我们的盈利预测暂时采取了相对谨慎的态度。
- 种子新品种审批、推广效果不理想或者推广费用高于预期等。

图表40：销售收入预测表

| 项 目 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 预混料 | | | | | | |
| 平均售价（元/吨） | 4,564.19 | 5,302.78 | 5,271.00 | 5,692.68 | 5,920.39 | 6,157.20 |
| 增长率（YOY） | N/A | 16.18% | -0.60% | 8.00% | 4.00% | 4.00% |
| 销售数量（万吨） | 12.85 | 15.26 | 19.62 | 25.07 | 27.94 | 29.50 |
| 增长率（YOY） | N/A | 18.71% | 28.58% | 27.79% | 11.48% | 5.56% |
| 销售收入（百万元） | 586.56 | 808.95 | 1,033.92 | 1,426.94 | 1,654.43 | 1,816.20 |
| 增长率（YOY） | N/A | 37.91% | 27.81% | 38.01% | 15.94% | 9.78% |
| 毛利率 | 31.27% | 33.13% | 38.56% | 40.56% | 43.06% | 44.56% |
| 销售成本（百万元） | 403.14 | 540.94 | 635.24 | 848.17 | 942.03 | 1,006.90 |
| 增长率（YOY） | N/A | 34.18% | 17.43% | 33.52% | 11.07% | 6.89% |
| 毛利（百万元） | 183.42 | 268.01 | 398.68 | 578.77 | 712.40 | 809.30 |
| 增长率（YOY） | N/A | 46.12% | 48.76% | 45.17% | 23.09% | 13.60% |
| 占总销售额比重 | 25.84% | 22.43% | 26.01% | 28.01% | 26.85% | 24.86% |
| 占主营业务利润比重 | 37.90% | 36.24% | 41.63% | 48.90% | 46.74% | 43.68% |
| 浓缩料 | | | | | | |
| 平均售价（元/吨） | 3,485.33 | 4,484.15 | 4,558.93 | 4,923.65 | 5,219.07 | 5,427.83 |
| 增长率（YOY） | N/A | 28.66% | 1.67% | 8.00% | 6.00% | 10.24% |
| 销售数量（万吨） | 10.40 | 15.47 | 15.56 | 19.14 | 24.39 | 28.88 |
| 增长率（YOY） | N/A | 48.65% | 0.60% | 23.02% | 27.44% | 50.90% |
| 销售收入（百万元） | 362.61 | 693.51 | 709.34 | 942.41 | 1,273.08 | 1,567.67 |
| 增长率（YOY） | N/A | 91.26% | 2.28% | 32.86% | 35.09% | 66.35% |
| 毛利率 | 13.11% | 14.31% | 18.90% | 20.90% | 21.90% | 22.90% |
| 销售成本（百万元） | 315.07 | 594.27 | 575.27 | 745.44 | 994.28 | 1,208.67 |
| 增长率（YOY） | N/A | 88.61% | -3.20% | 29.58% | 33.38% | 21.56% |
| 毛利（百万元） | 47.54 | 99.24 | 134.06 | 196.96 | 278.81 | 359.00 |
| 增长率（YOY） | N/A | 108.76% | 35.09% | 46.92% | 41.55% | 28.76% |
| 占总销售额比重 | 15.97% | 19.23% | 17.84% | 18.50% | 20.66% | 21.45% |
| 占主营业务利润比重 | 9.82% | 13.42% | 14.00% | 16.64% | 18.29% | 19.38% |
| 配合料 | | | | | | |
| 平均售价（元/吨） | 2,170.16 | 2,642.97 | 2,703.18 | 2,838.34 | 2,951.87 | 3,040.42 |
| 增长率（YOY） | N/A | 21.79% | 2.28% | 5.00% | 4.00% | 7.12% |
| 销售数量（万吨） | 37.09 | 54.40 | 60.18 | 73.89 | 79.18 | 89.08 |
| 增长率（YOY） | N/A | 46.64% | 10.64% | 22.78% | 7.16% | 20.56% |
| 销售收入（百万元） | 805.00 | 1,437.66 | 1,626.82 | 2,097.30 | 2,337.40 | 2,708.47 |
| 增长率（YOY） | N/A | 78.59% | 13.16% | 28.92% | 11.45% | 29.14% |
| 毛利率 | 6.20% | 7.76% | 10.42% | 7.92% | 8.42% | 8.92% |
| 销售成本（百万元） | 755.09 | 1,326.10 | 1,457.31 | 1,931.19 | 2,140.59 | 2,466.87 |
| 增长率（YOY） | N/A | 75.62% | 9.89% | 32.52% | 10.84% | 15.24% |
| 毛利（百万元） | 49.91 | 111.56 | 169.51 | 166.11 | 196.81 | 241.60 |
| 增长率（YOY） | N/A | 123.53% | 51.95% | -2.01% | 18.48% | 22.76% |
| 占总销售额比重 | 35.46% | 39.86% | 40.92% | 41.17% | 37.94% | 37.07% |
| 占主营业务利润比重 | 10.31% | 15.08% | 17.70% | 14.03% | 12.91% | 13.04% |
| 种子 | | | | | | |
| 平均售价（元/公斤） | 11.58 | 13.18 | 13.75 | 14.24 | 14.51 | 13.85 |
| 增长率（YOY） | N/A | 13.78% | 4.32% | 3.63% | 1.84% | -2.75% |
| 销售数量（万吨） | 2.30 | 2.28 | 2.04 | 2.21 | 3.60 | 5.70 |
| 增长率（YOY） | N/A | -0.89% | -10.50% | 7.98% | 63.33% | 158.62% |
| 销售收入（百万元） | 266.71 | 300.74 | 280.77 | 314.18 | 522.59 | 790.18 |
| 增长率（YOY） | N/A | 12.76% | -6.64% | 11.90% | 66.34% | 51.20% |
| 毛利率 | 40.42% | 38.90% | 38.81% | 38.31% | 37.31% | 36.31% |
| 销售成本（百万元） | 158.91 | 183.76 | 171.80 | 193.82 | 327.61 | 503.26 |
| 增长率（YOY） | N/A | 15.64% | -6.50% | 12.81% | 69.03% | 53.62% |
| 毛利（百万元） | 107.80 | 116.99 | 108.97 | 120.36 | 194.98 | 286.91 |
| 增长率（YOY） | N/A | 8.52% | -6.86% | 10.46% | 61.99% | 47.15% |
| 占总销售额比重 | 11.75% | 8.34% | 7.06% | 6.17% | 8.48% | 10.81% |
| 占主营业务利润比重 | 22.27% | 15.82% | 11.38% | 10.17% | 12.79% | 15.49% |
| 其他动保、植保产品 | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 249.42 | 366.32 | 324.53 | 313.42 | 373.96 | 424.40 |
| 增长率（YOY） | N/A | 46.87% | -11.41% | -3.42% | 19.31% | 13.49% |
| 毛利率 | 38.22% | 39.26% | 45.10% | 38.74% | 37.74% | 36.74% |
| 销售成本（百万元） | 154.10 | 222.50 | 178.18 | 192.00 | 232.83 | 268.48 |
| 增长率（YOY） | N/A | 44.39% | -19.92% | 7.76% | 21.26% | 15.31% |
| 毛利（百万元） | 95.33 | 143.82 | 146.35 | 121.42 | 141.13 | 155.93 |
| 增长率（YOY） | N/A | 50.86% | 1.76% | -17.04% | 16.23% | 10.48% |
| 占总销售额比重 | 10.99% | 10.16% | 8.16% | 6.15% | 6.07% | 5.81% |
| 占主营业务利润比重 | 19.70% | 19.45% | 15.28% | 10.26% | 9.26% | 8.42% |
| 销售总收入（百万元） | 2270.30 | 3607.18 | 3975.38 | 5094.24 | 6161.47 | 7306.91 |
| 销售总成本（百万元） | 1786.30 | 2867.57 | 3017.80 | 3910.63 | 4637.35 | 5454.18 |
| 毛利（百万元） | 484.00 | 739.62 | 957.58 | 1183.62 | 1524.13 | 1852.73 |
| 平均毛利率 | 21.32% | 20.50% | 24.09% | 23.23% | 24.74% | 25.36% |

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 2,270 | 3,607 | 3,975 | 5,094 | 6,161 | 7,307 |
| 增长率 | | 58.9% | 10.2% | 28.1% | 20.9% | 18.6% |
| 主营业务成本 | -1,786 | -2,868 | -3,018 | -3,911 | -4,637 | -5,454 |
| %销售收入 | 78.7% | 79.5% | 75.9% | 76.8% | 75.3% | 74.6% |
| 毛利 | 484 | 740 | 958 | 1,184 | 1,524 | 1,853 |
| %销售收入 | 21.3% | 20.5% | 24.1% | 23.2% | 24.7% | 25.4% |
| 营业税金及附加 | -2 | -2 | -2 | -3 | -3 | -4 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 营业费用 | -255 | -325 | -377 | -496 | -615 | -748 |
| %销售收入 | 11.2% | 9.0% | 9.5% | 9.7% | 10.0% | 10.2% |
| 管理费用 | -117 | -203 | -231 | -290 | -351 | -416 |
| %销售收入 | 5.1% | 5.6% | 5.8% | 5.7% | 5.7% | 5.7% |
| 息税前利润（EBIT） | 111 | 210 | 348 | 395 | 555 | 685 |
| %销售收入 | 4.9% | 5.8% | 8.7% | 7.7% | 9.0% | 9.4% |
| 财务费用 | -20 | -33 | -25 | -22 | -15 | -18 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.9% | 0.6% | 0.4% | 0.2% | 0.3% |
| 资产减值损失 | 14 | -10 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -2 | 0 | -1 | -2 | -2 | -2 |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a |
| 营业利润 | 103 | 168 | 317 | 371 | 537 | 664 |
| 营业利润率 | 4.5% | 4.6% | 8.0% | 7.3% | 8.7% | 9.1% |
| 营业外收支 | 11 | 6 | 16 | 11 | 11 | 11 |
| 税前利润 | 114 | 174 | 334 | 382 | 548 | 675 |
| 利润率 | 5.0% | 4.8% | 8.4% | 7.5% | 8.9% | 9.2% |
| 所得税 | -4 | -30 | -53 | -63 | -91 | -112 |
| 所得税率 | 3.2% | 17.4% | 15.8% | 16.6% | 16.6% | 16.6% |
| 净利润 | 110 | 144 | 281 | 319 | 457 | 563 |
| 少数股东损益 | 2 | 0 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 归属于母公司的净利润 | 109 | 144 | 279 | 317 | 455 | 560 |
| 净利率 | 4.8% | 4.0% | 7.0% | 6.2% | 7.4% | 7.7% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 0 | 0 | 0 | 319 | 457 | 563 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 0 | 0 | 0 | 76 | 86 | 85 |
| 非经营收益 | 0 | 0 | 0 | 18 | 15 | 19 |
| 营运资金变动 | 0 | 0 | 0 | -38 | -55 | -65 |
| 经营活动现金净流 | 0 | 0 | 0 | 375 | 503 | 603 |
| 资本开支 | -139 | -111 | -126 | -242 | -44 | 11 |
| 投资 | -18 | -5 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 1 | 8 | -2 | -2 | -2 |
| 投资活动现金净流 | -157 | -115 | -123 | -244 | -46 | 9 |
| 股权募资 | 86 | 0 | 0 | 2,076 | -39 | 0 |
| 债权募资 | 122 | 49 | -55 | -201 | 103 | 4 |
| 其他 | -107 | -97 | -71 | -28 | -24 | -28 |
| 筹资活动现金净流 | 102 | -48 | -126 | 1,847 | 40 | -24 |
| 现金净流量 | -55 | -163 | -249 | 1,978 | 497 | 588 |

资产负债表（人民币百万元）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 189 | 320 | 343 | 2,320 | 2,818 | 3,406 |
| 应收款项 | 109 | 75 | 87 | 112 | 135 | 160 |
| 存货 | 548 | 551 | 699 | 836 | 991 | 1,166 |
| 其他流动资产 | 68 | 78 | 94 | 129 | 153 | 180 |
| 流动资产 | 914 | 1,024 | 1,223 | 3,397 | 4,097 | 4,912 |
| %总资产 | 65.4% | 64.7% | 64.4% | 79.9% | 83.3% | 87.0% |
| 长期投资 | 21 | 26 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 固定资产 | 324 | 376 | 480 | 701 | 689 | 620 |
| %总资产 | 23.2% | 23.8% | 25.3% | 16.5% | 14.0% | 11.0% |
| 无形资产 | 138 | 156 | 163 | 121 | 102 | 85 |
| 非流动资产 | 483 | 559 | 675 | 853 | 822 | 737 |
| %总资产 | 34.6% | 35.3% | 35.6% | 20.1% | 16.7% | 13.0% |
| 资产总计 | 1,397 | 1,583 | 1,898 | 4,250 | 4,919 | 5,648 |
| 短期借款 | 367 | 424 | 370 | 200 | 300 | 300 |
| 应付款项 | 391 | 388 | 496 | 607 | 726 | 858 |
| 其他流动负债 | 111 | 106 | 118 | 163 | 191 | 222 |
| 流动负债 | 869 | 918 | 984 | 970 | 1,218 | 1,380 |
| 长期贷款 | 9 | 4 | 4 | 6 | 9 | 13 |
| 其他长期负债 | 27 | 29 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 904 | 951 | 1,021 | 976 | 1,227 | 1,393 |
| 普通股股东权益 | 460 | 605 | 839 | 3,234 | 3,650 | 4,210 |
| 少数股东权益 | 33 | 27 | 38 | 39 | 42 | 45 |
| 负债股东权益合计 | 1,397 | 1,583 | 1,898 | 4,250 | 4,919 | 5,648 |

比率分析

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.424 | 0.562 | 0.820 | 0.792 | 1.135 | 1.397 |
| 每股净资产 | 1.795 | 2.363 | 2.468 | 8.070 | 9.107 | 10.504 |
| 每股经营现金净流 | 0.307 | 1.147 | 0.800 | 0.936 | 1.254 | 1.506 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 23.63% | 23.79% | 33.21% | 9.81% | 12.46% | 13.30% |
| 总资产收益率 | 7.77% | 9.10% | 14.68% | 7.47% | 9.24% | 9.91% |
| 投入资本收益率 | 12.35% | 16.35% | 23.41% | 9.46% | 11.56% | 12.50% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 39.65% | 58.89% | 10.21% | 28.14% | 20.95% | 18.59% |
| EBIT增长率 | -5.55% | 89.61% | 65.64% | 13.53% | 40.49% | 23.46% |
| 净利润增长率 | 31.88% | 32.56% | 93.64% | 13.82% | 43.33% | 23.10% |
| 总资产增长率 | 33.67% | 13.31% | 19.94% | 123.87% | 15.74% | 14.83% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 4.8 | 3.2 | 3.5 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| 存货周转天数 | 93.8 | 69.9 | 75.6 | 78.0 | 78.0 | 78.0 |
| 应付账款周转天数 | 34.2 | 22.7 | 24.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 固定资产周转天数 | 48.7 | 34.6 | 38.1 | 41.8 | 33.8 | 25.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 37.77% | 17.17% | 3.51% | -64.59% | -67.95% | -72.68% |
| EBIT利息保障倍数 | 5.6 | 6.5 | 13.7 | 18.3 | 36.1 | 37.3 |
| 资产负债率 | 64.73% | 60.06% | 53.79% | 22.97% | 24.94% | 24.66% |

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我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。