

日期: 2010 年 3 月 23 日

行业: 农副食品加工业



郭昌盛

021-53519888*1924

guochangsheng@sigchina.com

IPO 报价区间 RMB 23.15~27.78
上市合理定价 RMB 38.23

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 60.80
发行后总股本 (百万股) 400.80
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 平安证券

主要股东 (IPO 前)

1、邵根伙 52.45%
2、邱玉文 6.83%
3、甄国振 4.65%
4、赵雁青 2.79%

收入结构 (2009 年)

饲料产品 85.40%
种业产品 7.11%
植保产品 1.93%
动保产品 4.34%
其他产品 1.22%

报告编号: GCS10-NSP01

服务大农业，勇当排头兵

盈利预测:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3607.18	3975.38	4836.20	6389.42	8869.18
年增长率 (%)	60.13	10.21	21.65	32.12	38.81
归属于母公司的净利润	143.95	278.75	321.22	348.56	424.42
年增长率 (%)	32.56	93.64	15.24	8.51	21.77
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.359	0.695	0.801	0.870	1.059

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

财务指标:

年度	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
流动比率	1.10	1.05	1.12	1.24
速动比率	0.48	0.42	0.52	0.53
资产负债率 (%)	60.64	64.73	60.06	53.79
应收账款周转率	31.03	50.32	114.18	105.64
存货周转率	3.15	3.84	5.22	4.83
主要业务毛利率 (%)	27.80	21.40	20.34	24.08
净资产收益率 (%)	26.65	26.41	27.08	39.27

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

投资要点:

- **主业突出、盈利能力较强。**致力于服务大农业，已在饲料、种子等农资领域成长为知名的大型综合供应商。其以预混料、超级稻等为代表的高附加值产品规模与盈利能力在业内数一数二。
- **发达的营销网是其较突出的竞争优势。**公司已在 10 多个省份建立 30 余个配送中心，共有 4000 余人的庞大队伍实施服务，令市场获得高效拓展。技术先导型的架构与强调人本的企业文化，也是其竞争取胜的法宝。
- **中国饲料、种子市场空间巨大。**“三农”政策对其产生的积极拉动作用空前。优势企业越来越充分地受益于种养殖业的规模化、产业化经营，但对饲料原料市场、动物疫情等风险也须关注。
- **此次 IPO 募投项目，2012 年中期可全面见效。**饲料业占投入资金的六成左右，可强化公司核心能力。其余项目也回报前景良好。
- **建议报价区间 23.15~27.78 元，其合理估值为 38.23 元。**未来三年净利可依次增 15.24%、8.51% 和 21.77%，成长性居中偏上。

一、公司基本情况与治理结构

1、公司历史沿革、股权结构与实际控制人

北京大北农业科技集团股份有限公司（简称：公司、大北农）始建于 1994 年 10 月，并于 2007 年由北京大北农业科技集团有限公司（简称：大北农科技）改制而成。目前公司股东的持股情况如表 1，本次发行前总股本为 34000 万股，计划发行普通 A 股 6080 万股，发行后总股本将扩至 40080 万股。

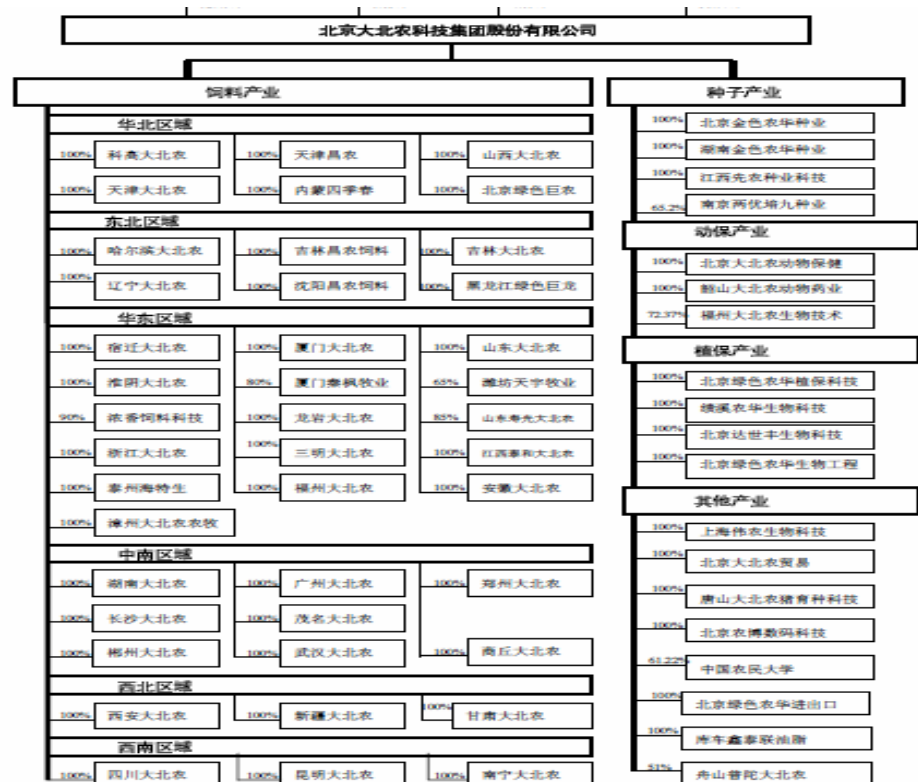
表 1. 本次发行前、后的公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股本 (万股)	比例 (%)	股本 (万股)	比例 (%)
邵根伙	17,831.71	52.45	17,831.71	44.49
邱玉文	2,322.42	6.83	2,322.42	5.79
甄国振	1,580.71	4.65	1,580.71	3.94
赵雁青	947.81	2.79	947.81	2.36
徐信兵	509.23	1.5	509.23	1.27
黄祖尧	319.13	0.94	319.13	0.8
李绍明	309.90	0.91	309.90	0.77
吴文	272.09	0.8	272.09	0.68
王东方	241.77	0.71	241.77	0.6
倪晋东	237.77	0.7	237.77	0.59
其余 188 名股东	9,427	27.73	9,427	23.52
社会公众股东	0	0	6,080	15.17
合 计	34,000	100	40,080	100

资料来源：公司招股意向书

公司本次 IPO 前的总股本皆由自然人持股，实际控制人即法人代表邵根伙持有 52.45%（占发行后 44.49%）的股份，其余的 197 位自然人股东全部是公司中高层经理或者核心业务骨干。现年 45 岁的邵根伙是农学教师出身，毕业于中国农大并获博士学位，其在结束教师生涯后于 1994 年与徐信兵一道共同发起成立了当初的大北农饲料科技公司。注意到：徐信兵是邵根伙的浙江金华同乡，目前担任股份公司董事、京津冀事业部总经理并兼任（包括科高大北农饲料科技公司的）6 家控股子公司法人代表。

图 1. 大北农公司的组织结构



资料来源：公司招股书；

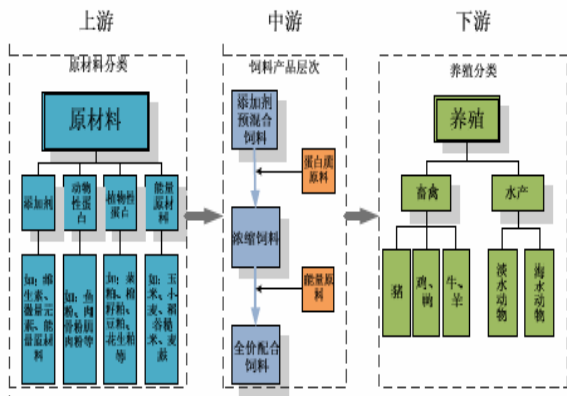
公司自设立以来，主发起人邵根伙从未开办其他经济实体，大北农是其唯一的投资经营实体，因此不曾有任何关联交易。公司的全部董事、监事及高管人员也均不存在亲属关系。这一治理结构为公司规范运作奠定了重要基础，也将有利于公众股东于日后平等分享公司的发展成果。

2、一家服务大农业、从事饲料、种子经营的稳健成长型企业

公司主要从事饲料、种子的生产和销售业务，服务于农业的养殖户和种植户。公司的饲料业务归属于（国标）农副食品加工业中的四位码（1320）行业——饲料加工；种子业务归属于农业中的三位码（011）谷物种植业，两项业务收入共占总收入的 90% 左右。目前，公司拥有 62 家控股公司分布于全国 24 个省市自治区，经营总规模已居于国内同行业的前列。2009 年公司营业收入近 40 亿元，总资产达 19 亿元。公司饲料、种子业务的供应链及流程示意如图 2~图 4。

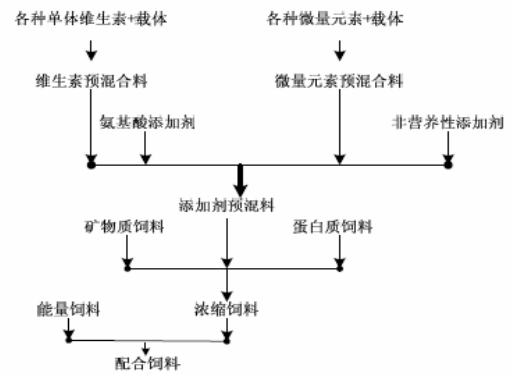
发达的营销网是公司的一大特征，它不仅承担着产品分销，而且还致力于向用户传授种养殖技术，求得持续、健康的扩张。多年来，公司的市场地位稳步上升，且财务状况始终保持良好，尤其资产负债率仅 53.79%，大大有别于通常的（非上市）农业、食品行业企业。

图 2. 公司所在饲料产业的产业链上下游示意图



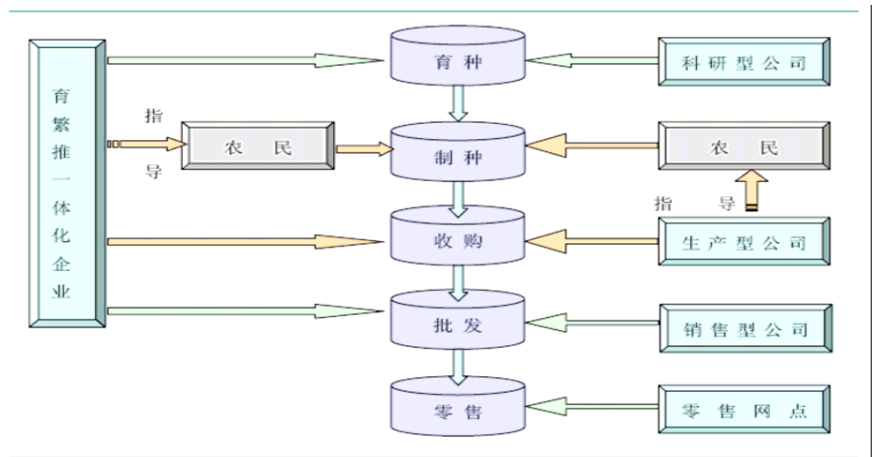
资料来源：公司招股意向书；

图 3. 公司所在饲料产业的工艺物流示意图



资料来源：公司招股意向书；

图 4. 公司所在种子业的供应链示意图



资料来源：公司招股意向书；

二、主业突出，盈利能力较强

1、以饲料、种子为主导，致力于发展为全能型农资公司

公司从事饲料加工、种子加工业已有 16 年历史，饲料、种子两大类主导产品的收入分别占营业总收入的 85%、7%，两者的毛利共占 85%。饲料业是公司主业名副其实的核心支柱。除此之外，植保产品、动保产品等也实现了一定的规模，显示出一个全能型的农资公司雏型。饲料业中的预混料产品是公司主导产品的核心，其以 19 万吨的产能规模领先于业内。公司的玉米、水稻种子同样是主业发展历

程中的亮点。透过多年打造的营销与技术服务平台，在种子领域也占有了重要的一席，并酝酿着更大的突破。水稻种子的规模已跃升至业内第二。

2、主业保持高成长，“预混料”大显身手

2007~2009 年公司的营业总收入依次增长 58.89%、39.65%、10.21%，且饲料业务构成持续较强的拉动。其中核心业务饲料的收入占比四年依次为 76.15%、78.75%、82.43%、85.40%，呈一路升势；饲料毛利的占比依次为 60.81%、58.92%、65.96%、74.29%，也基本呈升势。核心产品——预混料 2009 年的收入同比大增 27.81%，延续了已有较快的增势，也更加巩固了其在预混料领域的龙头地位。相反，种子业务的成长极其缓慢，2009 年收入、毛利更是同比负增长。数据显示 09 年种业收入的占比已降到 7.11%，营业毛利的占比也降至 10.53%。

表 2. 大北农的近年各项产品收入构成情况（万元）

项目名称	2009 年		2008 年		2007 年		2006 年	
	金额	比例 %	金额	比例 %	金额	比例 %	金额	比例 %
饲料产品	337007.52	85.40%	294011.52	82.43%	175417.01	78.75%	119394.16	76.15%
种业产品	28077.22	7.11%	30074.47	8.43%	26671.19	11.97%	23354.61	14.90%
植保产品	7618.22	1.93%	10552.12	2.96%	9214.76	4.14%	5208.26	3.32%
动保产品	17128.44	4.34%	15243.85	4.27%	9845.38	4.42%	7142.12	4.56%
其他产品	4813.47	1.22%	6810.81	1.91%	1610.25	0.72%	1682.57	1.07%
营业收入合计	397537.76	100%	356692.77	100%	222758.59	100%	156781.72	100%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 3. 大北农的近年各项产品的营业毛利构成情况（万元）

项目名称	2009 年		2008 年		2007 年		2006 年	
	金额	比例 %	金额	比例 %	金额	比例 %	金额	比例 %
饲料产品	70589.52	74.29%	47854.85	65.96%	28089.32	58.92%	26505.04	60.81%
种业产品	10897.96	11.47%	11699.03	16.12%	10780.02	22.61%	10748.46	24.66%
植保产品	2613.32	2.75%	3590.35	4.95%	2930.71	6.15%	2016.68	4.63%
动保产品	10010.04	10.53%	7981.79	11.00%	5422.01	11.37%	3860.08	8.86%
其他产品	911.91	0.96%	1430.21	1.97%	452.04	0.95%	458.60	1.05%
营业毛利合计	95022.74	--	72556.24	--	47674.11	--	43588.86	--

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3、综合盈利能力较强

与国内的同类公司相比，大北农的主业盈利能力较强，过去四年

主业的综合毛利率依次达 27%、21%、21%、24%，毛利率水平之高在业内首屈一指。这不仅得益于盈利能力较强的种子业务，而且饲料业务平均 17% 的毛利率水平也十分突出。

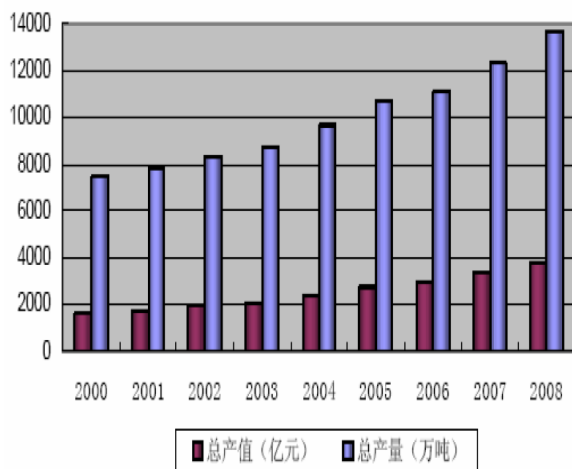
三、中国农资市场前景广阔

1、饲料业：粗放式增长已成历史

中国饲料产业的成长将主要依赖畜牧养殖业的规模化饲养进程，而养殖业总规模再扩大的拉动作用将较为有限。我国是全球最大的肉类产品、水产品的生产国和消费国，两项的规模占全球市场的份额分别为 50% 和 35% 以上。但工业饲料产量 2008 年为 1.37 亿吨，仅次于美国（2 亿吨）而居第二位。生猪生产对饲料的需求最大约占全部饲料的三分之一，也是大北农饲料的最大销路。

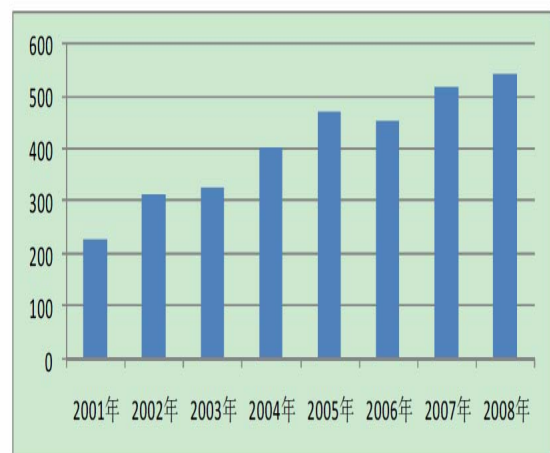
2007~2009 年全国猪肉产量依次同比增长-7.80%、7.75%、5.8%，曾一帆风顺、较快成长的历程已经结束，养殖企业及饲料企业经营正面临更剧烈的起伏波折。同时可见，我国居民的畜产品消费结构尚欠均衡，一方面人均肉类消费量（165 克/日）及禽蛋消费量（50.27 克/日）、水产消费量（70.99 克/日）已处于全球平均水平之上，甚至大大超过东方的日本、韩国；另一方面奶类的消费量（分别为 49.18 克/日）却明显低于世界平均水平（330.65 克/日）。我国奶类市场空间巨大，意味着反刍类饲料将能较快增长。

图 5. 中国饲料工业的产值、产量走势



资料来源：全国饲料工业统计年鉴；中国饲料工业协会

图 6. 中国预混饲料产量的走势

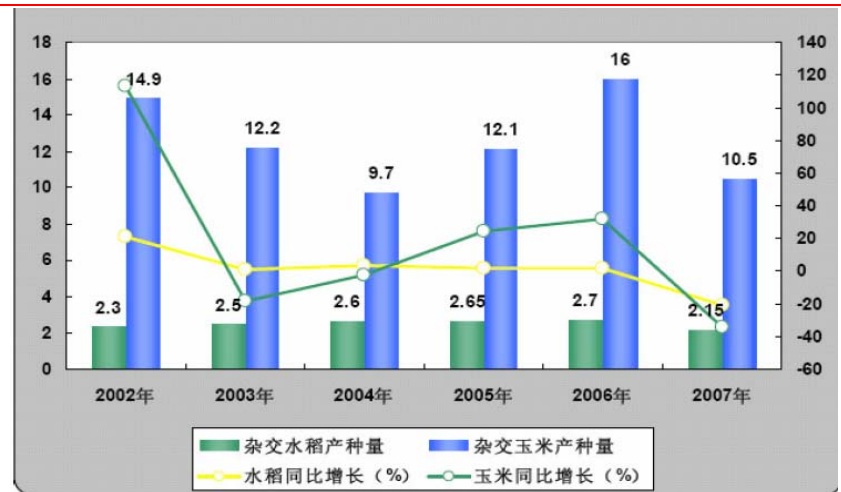


资料来源：中国饲料工业协会

2、种子行业：“三农”政策的直接受益者

种子是农业最重要的生产资料，当今世界各国都把优良种子的研制与推广作为促进农业发展的重要举措。国际种子产业的发展表现为这样几个特点：一是种子生产与投放程序化；二是种子生产经营规模化；三是种子企业注重研发能力的提升；四是上下游产业之间关联性增强。我国国内生产近年也呈现出市场化运作水平快速实施趋势，种子产业在大农业中的地位日益突出，市场规模不断扩大。目前全国种子市场总规模约为 400 亿元，商品化率仅为 40%，这意味着未来还存在着较大的提升空间。作为“三农”政策重要组成部分的对种植户实施良种补贴，也极大地促进了种子市场的扩张。

图 7. 国内历年水稻、玉米种子产量的走势



资料来源：公司招股意向书、中国畜牧业信息网；

3、农业产业化、规模化打开市场空间

出于对养殖比较效益的提高以及防范动物疫情的考虑，规模化养殖已成为现代养殖业的必然趋势，这意味着养殖业对工业饲料的依赖将越来越大。近年我国畜牧、水产业的规模化虽已取得长足进步，但规模化养殖率仍不高，与发达国家 95% 以上的规模化率总水平相比还在一定差距，其中生猪生产的规模化率为 62%，肉鸡和蛋鸡的规模化率分别为 72% 和 70%，近年以生猪养殖的规模化进程最快。2007~2009 年全国规模以上企业的饲料总产量依次增长 19.6%、26.6%、22.8%，其中浓缩料、预混料的拉动较大。随着生猪养殖的规模化率的进一步提高，猪料的市场成长性最强，其次是反刍饲料，水产料也有一定的发展空间。饲料工业目的毛利率水平在 9~11% 之间，已较几年前的水平有所提高，但仍比其他制造业的水平略低一筹。

表 4. 公司在国内饲料市场、种子市场中的份额

饲料市场				种子市场			
名次	企业名称	2008 年 收入	市场占有率	名次	企业名称	2008 年收入	市场占有率
1	通威股份	81.26 亿元	2.20%	1	隆平高科	6.6 亿元	2.20%
2	新希望	31.58 亿元	0.85%	2	敦煌种业	6.2 亿元	2.07%
3	大北农	29.40 亿元	0.80%	3	万向德农	5.8 亿元	1.93%
4	正邦科技	25.34 亿元	0.69%	4	北京奥瑞金种业	5.5 亿元	1.83%
5	正虹科技	11.51 亿元	0.31%	5	中国种子集团公司	5 亿元	1.67%
6	天康生物	8.15 亿元	0.22%	6	登海种业	4.2 亿元	1.40%
7	中牧股份	7.21 亿元	0.20%	7	丰乐种业	3.7 亿元	1.23%
				8	大北农	3 亿元	1.00%

资料来源：各个公司公告；公司招股意向书

4、优势企业将迎来难得机遇

我国的饲料业尚高度分散，同业过度竞争。经近年的几度洗礼，全开始走向规范与集中。以 2008 年度企业销售收入数据计算，饲料业 13612 家企业最大 10 家的总份额尚不足 10%，产销量超过万吨者仅有 2409 家。这也为有实力、有优势的企业提供了较大的扩张空间。中国种子市场的集中度略高些，但内资面临着外资较迅猛的冲击，技术低水平已成制约内企成长的瓶颈。

四、公司的竞争优势比较突出

1、公司的综合实力、业务规模略占优

公司的饲料业务在国内市场名列第四，但预混料则蝉联第一。种子业务在业内位居第八，但稻谷种子位居第二。公司综合实力虽不及数一数二的行业龙头，但见其地位明显趋于强化，优势在扩大。

2、公司的竞争优劣势

与各类对手相比，大北农公司主要的竞争优势可进一步体现在：

（1）营销渠道的优势。公司是国内饲料业、种业十强中的营销网络最发达者，它拥有 62 家控股子公司遍布全国的 24 个省市自治区，覆盖面极广，首创了“县服务级站”的模式，而且该营销网络因兼作饲料、种子业务而令运作管理效率较高。

（2）技术研发与服务平台的优势。公司依托中关村的国家级农科领域的一流研发人员和成果资源，建设国家企业技术中心、国家创

新型试点企业、博士后流动站，并获高新技术企业资格待遇，近三年研发经费占总收入的比例平均为 3.8%。共累计获得发明专利授权 27 项，植物新物种授权 17 项，国家三类新兽药证书 3 项，国审作物新品种 9 项，其超级杂交稻等重大科技成果获国家科技进步二等奖。

(3) 品种质量上的优势。公司是国内饲料品种最为齐全的大型企业，拥有 30 余种预混料覆盖至猪、鸡、鸭、鱼、虾、牛、羊、蟹的养殖领域；也是第一个同时拥有 ISO900、ISO14001、HACCP 体系认证的饲料企业，能较好地满足各种需求。

公司的竞争弱势在于：一是融资渠道过于单一，未能取得资金上的实力以吸引人才、推进实施更大规模的研发活动；二是独立研发能力上不足，导致缺少自主知识产权的技术。

五、募投项目将再强化公司的优势

公司计划本次 IPO 募集 4.7 亿元以实施七个项目(参见表 5)，即四个饲料项目、六个种子项目和一个技术中心建设项目。项目资金的重心在饲料领域，投资额占 58%；而其中的重中之重项目恰恰在预混料支柱产品上，可借此新增 12 万吨的产能，等于扩产 63%。

表 5. 大北农本次募集资金项目的情况

项目名称	拟利用金额 (亿元)	投入期	新增收入 (万元/年)	新增利润 (万元/年)
新型高效预混料项目	8909	12 个月	62417	4823
微生态制剂产业化项目	5900	12 个月	15134	3925
淮阴大北农水产饲料项目	7059	12 个月	51027	2397
天津昌农水产饲料项目	5473	12 个月	30890	1510
超级杂交水稻新品种产业化项目	6375	12 个月	36160	4434
高产多抗玉米新品种产业化项目	8445	24 个月	24225	5202
技术中心项目	4932	24 个月	/	/
合 计	47093		219853	22291

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

各个项目的建设期除玉米种子项目、技术中心项目外，其余均可在 12 个月内完成，可为见效较快。四个饲料项目中安排了两个水产饲料生产线的扩建，令该毛利率相对较高的品种产能大幅度提升，产品结构也将维持均衡。种子业务除扩大优势项目超级杂交稻的产能外，还在高产多抗玉米的扩张上迈出一大步，以谋求超额回报，但其投产见效期也较长。七个项目完成后，每年可新增贡献 21.99 亿元，

贡献利润 2.23 亿元，但由于全部待募集资金到位后实施，故未来一年内对公司的业绩暂无贡献，但自 2012 年中期可望全面竣工投产，并与 2013 年达到预期回报，将能强化其既有的竞争优势，值得投入。募集资金项目的完成，可助其 2012 年总产能再翻番以上的目标。

六、财务分析与预测：盈利能力可，成长多稳健

1、历年财务状况的分析

招股书的会计数据显示：公司的主业盈利能力基本能保持较强状态，财务结构稳健，资产周转能力尚可，只是主业成长存在一定的波动性，尤其 09 年的优良业绩还借助了原料低价与市场复苏这类特定的因素。与多数实施 IPO 的公司有所不同，大北农的现有财务政策能保持稳健，而非追求业务的冒进扩张，这表明公司具有良好的经营理念和较强的管控能力。其财务状况具体概括为如下方面：

（1）盈利能力指标分析

公司的综合毛利率、净利润率过去几年呈“U”型走势，2009 年逆转回升或再见顶，其中净利润率远远突破此前高点。主要由收入占比较大的饲料业务毛利率提高所拉动——预混料实现快速扩张，预混料的毛利率较高，历年达 30% 以上，2009 年前三季度更达 38.7% 以上。但种子毛利率在小幅趋降。

表 6. 主业分项利润率的历年走势

项 目	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度
一、综合毛利率	24.08%	20.50%	21.32%	27.19%
饲料毛利率	20.95%	16.28%	16.01%	22.20%
种子毛利率	38.81%	38.90%	40.42%	46.02%
二、主业净利润率	7.07%	3.99%	4.86%	5.51%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 7. 历年的净收益水平分析

项 目		2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
净资产收益率 (加权平均)	未扣除非经常性损益	39.27%	27.08%	26.41%	26.65%
	扣除非经常性损益	37.06%	25.41%	21.75%	27.34%
基本每股收益 (元)	未扣除非经常性损益	0.82	0.42	0.38	0.32
	扣除非经常性损益	0.77	0.40	0.31	0.33
摊薄每股收益 (元)	未扣除非经常性损益	0.82	0.42	0.38	0.32
	扣除非经常性损益	0.77	0.40	0.31	0.33

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

(2) 成长能力分析

过去三年，公司的营业收入依次同比增长 42.08%、60.13%、10.21%，归属于母公司股东的净利润依次增 31.88%、32.56%、93.64%，收入与利润的增长略欠一致性，成长性略有波动。2009 年除前述的预混料销量大幅增长拉动等因素外，其由豆粕、棉粕等的购进成本大幅度回落而导致综合毛利率的上升，也对利润的高增长起到重要作用。

表 8. 营业收入、利润增长率

项 目	2009 年	2008 年	2007 年
营业收入增长率*	10.21%	60.13%	42.08%
营业毛利增长率	29.47%	52.81%	9.51%
归属于母公司股东的净利润增长率	93.64%	32.56%	31.88%
扣除非经常性损益后的核心净利润增长率	92.50%	51.05%	5.83%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理；

(3) 资产周转能力分析

从纵向上看，公司的资金周转能力指标快速上升后趋稳，且比典型的同类公司较有优势。尤其对应收账款的控制显示了较强的能力，总资产周转率也保持了较高水平。同时也注意到：存货周转率指标与同类公司相比略偏低，主要是 2009 年为控制原料（玉米）成本上涨的不利，该策略可基本视为合理，但饲料的库存商品也有大幅度的增加，未来资金周转速率能否保持稳仍须关注。

表 9. 历年的资产周转效率指标（单位：次）

指 标	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
应收账款周转率	105.64	114.18	50.32	31.03
存货周转率	4.83	5.22	3.84	3.15
总资产周转率	2.28	2.42	1.63	/
净资产周转率	5.51	6.78	5.34	/

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

(4) 偿债能力分析

公司的长期偿债能力大体稳定并略呈增强趋势，但短期偿债能力指标并不理想。处于扩张期的大北农，经营所需流动资金完全依赖短期借款，能已属不易。资产负债率尚能控制在较保守水平，也表明

其经营策略偏稳健。

表 10. 历年的偿债能力指标

指 标	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
流动比率（倍）	1.24	1.12	1.05	1.1
速动比率（倍）	0.53	0.52	0.42	0.48
资产负债率（%）	53.79	60.06	64.73	60.64

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 11. 同类公司的部分财务指标比较

证券代码		600348. SH	000876. SZ	002157. SZ	002041. SZ	000998. SZ	600371. SH	对象公司 平均	大北农
证券简称		通威股份	新希望	正邦科技	登海种业	隆平高科	万向德农		
净资产收益率 (摊薄)	2008 年报	31.46	8.56	8.72	0.39	4.80	9.27	10.53	23.79
	2007 年报	14.92	11.57	9.09	1.14	5.55	12.25	9.09	23.63
销售毛利率	2008 年报	22.78	8.58	7.01	53.99	22.19	31.01	24.26	20.50
	2007 年报	17.02	9.07	8.61	47.65	23.56	27.82	22.29	21.32
销售净利率	2008 年报	8.90	3.98	1.81	14.77	6.11	5.55	6.85	3.99
	2007 年报	4.88	7.97	2.55	12.37	6.70	5.95	6.74	4.86
应收账款周转率	2008 年报	22.77	67.90	103.15	44.00	9.89	217.48	77.53	114.18
	2007 年报	16.55	48.16	59.87	21.09	8.36	95.83	41.64	50.32
存货周转率	2008 年报	38.45	9.91	9.73	0.67	1.33	1.44	10.25	5.22
	2007 年报	23.89	7.74	6.43	0.55	0.85	1.58	6.84	3.84
总资产周转率	2008 年报	1.94	1.04	3.13	0.39	0.56	0.77	1.31	2.42
	2007 年报	1.62	0.84	2.63	0.33	0.39	0.86	1.11	1.63

资料来源：Wind，上海证券研究所整理

2、未来收入及利润的预测

(1) 公司未来前景预期与假设

公司的饲料业务将继续因中国畜牧业、肉制品加工业的持续刚性成长而受到有力的拉动，中国政府的“三农”政策的持续性将为公司市场扩张创造良好的外部环境，但其饲料业务也降面临更激烈的竞争，加之成本反弹令毛利率上升不易。战略规划中提出 2012 年饲料的总销量 250 万吨，销售额欲达 84 亿元的高水平，料届时收入仅靠既有的常规运营（三年复合增长率 33%）会较为勉强，但利润增长会明显滞后，同步将有难度。种业短期内呈恢复性的、中速增长，但中长期的成长后劲会更足。2011 年之前，公司的饲料、种子产能及销量增长主要靠现有项目的竣工投产，而募集资金项目对业绩的大

规模贡献则体现在 2012 年中期。随着其营销网络的建立健全, 以及预混料的重点扩张、玉米种子新品种的大量投放, 两类主导产品的售价均可趋于升势。公司的实际所得税率按 16.5~18% 核算。

(2) 分项业务的收入和毛利预测

对未来三年的分项业务的收入和毛利的预测如表 12、表 13, 2010~2012 年营业收入的重心仍在饲料产品上, 且其所占比重答题维持不变, 预计 2012 年 83.21%; 毛利润的比重也在 76% 上下。种子产品于 2009 年销售滑坡后呈中低速、恢复性增长, 故在 2012 年及之前, 其收入和毛利比重都将有所下滑。相反, 以动物保健品(兽药、疫苗)为首的其他类产品地位趋升, 也令综合毛利率稳步攀升。

表 12. 大北农的分项业务收入预测

产品名称		2007'A	2008'A	2009'A	2010'E	2011'E	2012'E
饲料	销量(吨)	603493	851166	953563	1148332	1484274	2006179
	平均单价(元/吨)	3454	2907	3534	3611	3670	3717
	收入(百万元)	1754.17	2940.12	3370.08	4146.86	5446.80	7457.64
种子	销量(吨)	23028	22823	20425	21895	25666	33258
	平均单价(元/吨)	11582	13178	13746	14284	15235	19249
	收入(百万元)	266.71	300.74	280.78	312.73	391.03	640.19
其他项累计	收入(百万元)	206.70	326.07	295.60	376.61	551.60	771.34
收入合计(百万元)		2227.59	3566.93	3975.38	4836.20	6389.42	8869.18

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所数据库

表 13. 大北农的分项业务毛利预测(百万元)

产品名称	2007'A	2008'A	2009'A	2010'E	2011'E	2012'E
饲料	280.89	478.55	706.03	891.58	1143.83	1528.82
种子	107.80	116.99	108.98	114.15	148.59	256.08
其他项合并	88.05	130.02	135.35	145.42	217.32	304.99
合 计	476.74	725.56	950.36	1151.14	1509.74	2089.88

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所数据库

(3) 利润预测表及业绩增长趋势

如表 14 所预计, 2010~2012 年公司营业收入将依次增长 21.65%、32.12%、38.81%, 归属于母公司股东的净利润将依次增长 15.24%、8.51%、21.77%; 在营业规模扩大的同时, 综合毛利率能基本

保持稳定，公司利润较收入略滞后增长。按本次 IPO 后总股本 40080 万股全面摊薄计算，每股收益依次为 0.801 元、0.870 元、1.059 元。公司净利润于 2012 年的加速增长，主要源自募集资金项目产能的集中释放。预计相对于招股书中所述 2012 年 100 亿元收入的目标而言，该成长进程略有滞后。

表 14. 大北农的利润预测简表（单位：百万元）

项 目	2006'A	2007'A	2008'A	2009'A	2010'E	2011'E	2012'E
营业收入	1625.70	2270.31	3607.18	3975.38	4836.20	6389.42	8869.18
营业成本	1183.74	1786.31	2867.56	3017.80	3685.06	4879.68	6779.29
营业税金及附加	1.17	1.58	2.42	2.10	5.80	9.58	15.96
销售费用	215.42	254.87	324.60	376.96	435.26	603.80	838.14
管理费用	108.15	116.83	202.67	230.80	292.59	418.51	620.84
财务费用	11.31	19.68	32.51	25.32	31.44	51.12	84.26
资产减值损失	12.52	-13.67	9.59	3.57	10.50	12.50	15.00
投资收益	0	-1.60	-0.13	-1.49	/	/	/
营业利润	93.40	103.12	167.69	317.33	375.56	414.23	515.68
加：营业外收入	3.28	19.68	17.62	22.36	25.50	30.50	35.00
减：营业外支出	5.31	8.75	11.15	5.87	10.50	17.50	20.00
利润总额	91.37	114.04	174.16	333.83	390.56	427.23	530.68
减：所得税费用	1.80	3.67	30.32	52.72	64.44	71.56	93.13
净利润	89.57	110.37	143.85	281.11	326.11	355.67	437.55
归属于母公司股东的净利润	82.34	108.59	143.95	278.75	321.22	348.56	424.42
少数股东权益	7.23	1.77	-0.11	2.36	4.89	7.11	13.13
摊薄每股收益（元） （按 IPO 后 40080 万股总股本）	0.205	0.271	0.359	0.695	0.801	0.870	1.059

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所数据库

七、风险因素

影响公司未来业绩趋势的主要风险因素来自如下几方面：

一是禽畜类动物疫情的潜在冲击——饲料企业须普遍、长期防范的最大风险。一旦疫情爆发，公司业绩因养殖业的需求减少而备受打击，尤其当重大疫情的爆发，之后的市场复苏将是极为缓慢的历程；

二是饲料粮、饲料原料价格的波动，仅豆粕、玉米两项占饲料原材料成本的比重就已超过 40%，并有继续上升趋势，我国的“三农”政策将令粮价稳中有增，但异常天气因素仍可能导致粮价大涨，此类因素必导致饲料产品的利润率剧烈波动；

三是公司治理对实际控制人邵根伙的过分依赖，甚至其个人影响力的存续及道德风险，也需要加以密切关注。未来一旦邵氏个人方面出现问题，则必将影响公司运营及战略发展，届时公司能否一如既往保持良好发展态势须重新审视。

八、估值定价：合理位 38.22 元、报价 25.47 元

■ 国内外可比股票的相对估值

国内 A 股市场与大北农公司业务最相近者约有 10 家(参见表 15)。剔除极端波动的因素后，这些同类股目前的平均 PE 估值 09 年为 50 倍，注意到种业公司的溢价较多，已明显高于 A 股市场水平，同时中小成长型公司也大抵在这一高水平附近。国际同类公司的相对估值 PE (17.7 倍)虽指标明显偏低，但相对于其成长性而言仍属合理。故在此主要参照 A 股估值体系定价。

表 15. 可比国内/国际同类股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
000713.SZ	丰乐种业	15.72	0.13	0.30	0.47	121.48	52.40	33.19	6.26
000998.SZ	隆平高科	21.14	0.16	0.16	0.22	133.88	129.22	96.44	6.50
002041.SZ	登海种业	36.17	0.01	0.52	0.90	2443.92	70.15	40.35	9.00
600354.SH	敦煌种业	17.13	0.07	0.16	0.52	229.01	107.06	32.75	5.27
600371.SH	万向德农	14.09	0.20	0.23	0.29	72.18	62.04	49.13	6.84
000876.SZ	新希望	12.17	0.30	0.48	0.60	40.28	25.31	20.28	3.18
002124.SZ	天邦股份	15.42	0.65	0.38	0.49	23.67	40.58	31.51	5.65
002157.SZ	正邦科技	14.10	0.15	0.27	0.42	96.05	52.99	33.58	7.66
002311.SZ	海大集团	35.12	0.58	0.91	0.94	60.22	38.59	37.30	3.85
600438.SH	通威股份	11.82	0.15	0.25	0.34	76.95	47.82	34.93	6.42
国内平均值		/				61.56	50.02	40.95	6.06
泰森食品	US	17.72	-1.47	1.47	1.49	/	12.05	11.89	1.47
CORN PRODUCTS INTL INC	US	34.37	0.55	2.41	2.71	62.49	14.26	12.68	1.52
MONSANTO Co	US	72.2	3.86	3.32	4.41	18.70	21.75	16.37	3.83
AGRIUM INC	US	70.34	2.33	4.77	5.87	30.19	14.75	11.98	2.41
SAPUTO ING	CN	28.39	1.21	1.83	2.06	23.46	15.51	13.78	2.99
TREEHOUSE CORP	US	44.19	17.35	2.69	3	2.55	16.43	14.73	1.87
AGRO TECH FOODS LTD	IN	248	20.6	8.5	12.6	12.04	29.18	19.68	4.68
国际平均值		/				24.91	17.70	14.45	2.68

数据来源: Wind、Bloomberg; 上海证券研究所整理; 股价取 2010 年 3 月 19 日收盘价

■ 可给的估值水平及价格区间：34.75~41.70 元

基于同类股的估值：大北农公司的未来三年复合增长率在 30.8 % 上下，将大幅高于行业平均的预期增长率，故谨慎评估其 PE 应在 50 倍上下。其可比的饲料业龙头通威股份 PE 为 47.82 倍，中小板同类股正邦科技为 52.99 倍，新上市的海大集团为 38.59 倍。可比的种业龙头登海种业、丰乐种业、万向德农分别为 70.15 倍、52.40 倍、62.04 倍。据此初步给予公司 PE 估值 50 倍水平以谨慎定价，于是得其（2009、2010 年每股收益 0.695 元、0.801 元）可交易价格依次为 34.75 元、40.05 元。

表 16. 近期上市中小板股票的市况

证券代码	证券简称	首发 PE 摊薄	首日涨 跌幅%	累计 溢价率%	每股收益（元/股）			市盈率（倍）			市净率 （倍）
					2008 A	2009 E	2010 E	2008 A	2009 E	2010 E	
002374.SZ	丽鹏股份	44.91	50.13	55.34%	0.49	0.53	0.74	92.31	84.13	60.77	4.19
002373.SZ	联信永益	42.42	71.18	63.14%	0.61	0.67	0.85	69.43	63.37	49.79	5.04
002372.SZ	伟星新材	35.24	38.29	40.57%	0.38	0.52	0.64	93.87	67.33	55.05	4.59
002371.SZ	七星电子	47.83	78.79	68.55%	0.60	0.76	1.02	79.37	62.67	46.92	4.32
002370.SZ	亚太药业	39.9	35.69	39.94%	0.35	0.40	0.48	115.09	99.43	83.91	4.00
002369.SZ	卓翼科技	53.76	34.63	46.94%	0.30	0.50	0.75	176.38	108.15	71.52	4.47
002368.SZ	太极股份	46.77	107.62	79.14%	0.51	0.62	0.85	91.53	75.13	54.79	5.67
002367.SZ	康力电梯	44.35	34.80	24.17%	0.38	0.63	0.95	117.83	70.32	46.88	3.83
002366.SZ	丹甫股份	29.4	85.47	66.60%	0.41	0.56	0.56	71.13	52.29	52.89	4.71
002365.SZ	永安药业	46.27	40.48	30.97%	1.10	0.70	1.07	42.17	66.50	43.41	3.76
002364.SZ	中恒电气	37.25	116.55	92.98%	0.48	0.61	1.09	77.95	60.58	34.24	5.38
002363.SZ	隆基机械	36	46.56	36.56%	0.44	0.51	0.65	81.26	71.15	55.09	3.73
002362.SZ	汉王科技	68.69	95.97	136.04%	0.28	0.80	1.28	245.67	85.91	53.54	8.01
002361.SZ	神剑股份	36.17	66.71	76.12%	0.38	0.48	0.59	96.09	75.62	61.15	5.22
002360.SZ	同德化工	32.85	62.18	59.72%	0.44	0.75	0.87	73.87	43.63	37.72	4.45
002359.SZ	齐星铁塔	54.77	6.42	20.08%	0.31	0.40	0.53	174.93	136.96	104.18	3.73
002358.SZ	森源电气	54.17	15.23	48.38%	0.58	0.68	0.91	92.82	79.78	59.80	4.30
002357.SZ	富临运业	42.29	33.60	46.89%	0.35	0.50	0.58	119.56	84.41	73.41	4.01
002356.SZ	浩宁达	63.81	-3.32	14.71%	0.58	0.71	1.01	109.90	90.25	62.97	3.63
002355.SZ	兴民钢圈	58	0.69	8.14%	0.25	0.37	0.52	236.45	155.83	111.50	3.16
002330.SZ	得利斯	50.69	81.94	35.89%	0.27	0.36	0.41	189.35	141.59	124.48	3.74
002329.SZ	皇氏乳业	67	43.08	30.55%	0.34	0.45	0.63	195.22	147.58	107.11	3.96
002311.SZ	海大集团	48.39	35.89	25.43%	0.58	0.72	0.96	82.97	67.49	50.22	3.85
002310.SZ	东方园林	50.96	98.81	73.89%	0.79	1.11	3.25	64.67	45.72	15.66	7.29
002299.SZ	圣农发展	44.89	32.91	45.57%	0.44	0.51	0.75	101.49	88.19	59.99	7.76
平均值		47.07	52.41	50.65	0.47	0.59	0.88	79.25	71.70	53.80	4.67

数据来源：Wind 资讯；上海证券研究所整理，估值股份取自 2010 年 3 月 19 日收盘价

基于中小板新股的平均估值：考察最近上市 25 只中小板新股（其中含 5 只稍早前上市的同类股）的市况（参见表 16），其 09 年平均

PE 仍高达 72 倍，五只同类股平均 PE 也有 67 倍，因估值中枢或有下移可能。大北农上年盈利能力或处于峰值，故应以低于 67 倍 PE 估值为宜。

综上所述，取 50~60 倍的 2009 年 PE 估值，可得大北农股票二级市场期望价格约为 34.75~41.70 元，其对应于 2010 年的 PE 为 43.38~52.06 倍，形成的动态 PE 则略高于行业平均水平。

九、报价建议：23.15~27.78 元

近期的中小板新股上市首日的平均涨幅为 52.41%，而目前股价距其发行价的平均累计溢价率 50.45%，显示股票上市后略有折损但幅度不大。其中的五只中小板同类股的平均累计溢价率为 42.26%，五只普遍较首日首盘折损过多。出于谨慎原则，选取市场平均的累计溢价率 50% 换算为一级市场折扣率为 33%，于是对应于 34.75 元二级市场价格的可行发行价为 23.15 元，扩展至 100~120% 的发行价区间为 23.15~27.78 元，对应 2009 年、2010 年 PE 分别为 33.31 倍、34.68 倍。

分析师的研究范围

郭昌盛：农业、食品业

行业重点跟踪研究的公司：北大荒、天康生物、顺鑫农业、正邦科技、东凌粮油、天邦股份、民和股份、登海种业。

分析师申明

本人，郭昌盛在此申明：以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。