

景气大北农、智慧大北农

2015 年 1 月 30 日

投资要点

- ❖ **大北农的战略重构：养殖供应链的大平台，农村金融服务的先行者。**传统大北农的战略是产品战略，智慧大北农的战略是产业生态与社区战略。从客户粘性与平台变现价值角度，社区是高于一切形态的效率组织形式，产业生态社区的商业价值远高于产品战略的商业价值。中国养殖业的长期基本面特征是高度分散的规模化，因此，产业生态社区的构建，需要基于互联网解决众多生产单元的信息孤岛问题。大北农完成了企业信息化，在推广客户信息化、大数据采集与开发，有些以提升客户体验为目的，有些是为了变现。公司业务领域已从产品销售，开始涉足供应链金融，未来还有望开展农村金融业务。大北农目前处于用户扩张到用户变现的高增长期。
- ❖ **经营景气反转，三年净利润或翻倍有余。**养殖效益提升，带动饲料销量增加、结构升级，即饲料行业景气反转。长期看，养猪行业规模水平上升，杠杆率提高，产能增减幅度被放大，这会扩大周期波幅、改变周期波长。周期角度，猪肉供需存在自平衡机制，所以周期价格弹性不受需求变化影响，只是当前社会总需求低迷，产能大减对当期猪价贡献小，猪价呈现兑现滞后而已。公司产品结构高端，营销策略激进，未来 3 年，净利润有望增至 15-20 亿元左右，在经营上实现“顺周期+成长因子”的双轮驱动。
- ❖ **智慧大北农：信息化、互联网化、平台化，提供养殖业生产服务、农村金融服务。**我们认为，智慧大北农是公司从产品经营向客户经营转变商业模式升级，既转变企业内部思想，又改造经销商职能，以信息化为手段，打造可变现的产业社区。我们测算，未来 8 年（两个养殖周期），饲料业务净利润贡献有望达 26 亿元（其中，前端料 200 万吨*净利润 800 元/吨，大猪料 2000 万吨*净利润 50 元/吨），养猪供应链金融业务贡献净利润 6.5 亿元（市场份额 10%），农村金融业务贡献净利润 17.2 亿元（市场份额 4%），种子业务贡献净利润 5 亿元。主营业务累计净利润有望达到接近 55 亿元。
- ❖ **公司经营软实力业内最强，是企业长期战略的兑现保障。**企业管理机制的核心要义在于持续激励和充分授权，这种文化同时也渗透到了公司对经销商的调动与管理上。这样的机制下，公司聚集了一大批具备行业前沿思想和产业抱负的年轻人；同时，先进的信息管理系统使企业拥有了一般企业难以实现的风险控制与过程管理能力。我们认为，这种系统经营能力与强执行力，是公司升期战略兑现的保障，更是企业长期价值所在。
- ❖ **风险因素。**猪价上涨节奏低于预期；应收款风险；企业内控风险；相关产业链扩展不及预期。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**由于饲料行业景气启动低于预期，基于谨慎预期下，我们略下调公司盈利预测，预计 14/15/16 年 EPS 为 0.51/0.71/1.03（原预测 0.65/0.95/1.17 元）。过去 4 年，由于产品定位（定位高端饲料）、营销能力上的差异，公司估值水平持续高于同行 15%-20%，而未来在信息化方面公司遥遥领先于同类可比公司，将成为进一步拉大估值差距的因素。尽管可比公司 2015 年的平均 PE（剔除极端值后）为 25 倍，我们仍然给予公司 40% 的估值溢价，即 35 倍左右，目标价 25 元，预计饲料行业景气周期将在二季度开始上行，叠加智慧大北农战略，我们继续维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	10,640	16,661	19,224	25,372	32,983
增长率（YoY）（%）	35.78	56.60	15.38	31.98	30.00
净利润（百万元）	675	769	838	1,163	1,681
增长率（YoY）（%）	34.01	13.93	8.97	38.75	44.56
每股收益 EPS（摊薄）（元）	0.41	0.47	0.51	0.71	1.03
净资产收益率（ROE）（%）	15.76	14.53	13.95	16.48	19.51
PE	43	37	34	25	17
PB	7	5	5	4	3
EV/EBITDA	53	42	35	26	18

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 28 日收盘价



买入（维持）

当前价：17.56 元

目标价：25 元

中信证券研究部

施亮

电话：010-60838274

邮件：liangshi@citics.com

执业证书编号：S1010510120044

刘洋

电话：010-60838897

邮件：lyocean@citics.com

执业证书编号：S1010512080007

盛夏

电话：

邮件：xsheng@citics.com

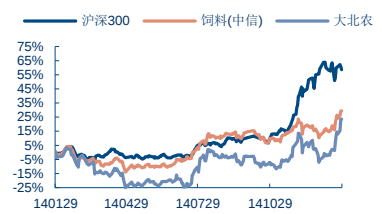
执业证书编号：S1010514060004

联系人：吴尚阳

电话：010-60836735

邮件：wushangyang@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3525.32 点
总股本/流通股本	1665/975.2 百万股
近 12 月最高/最低价	17.58 元/10.53 元
近 1 月绝对涨幅	20.37%
近 6 月绝对涨幅	38.26%
今年以来绝对涨幅	30.86%
12 个月日均成交额	210.15 百万元

目录

估值及投资评级	1
相对估值与 DCF 绝对估值	1
热点溢价：宽货币与农业信息化	3
估值结论：	4
饲料企业经营景气现向上拐点	4
养殖效益上行带动饲料业景气回升	4
景气上行期，原料成本对饲料企业影响很小	5
大北农经营拐点显现	6
智慧大北农的平台化发展节奏预判	9
第一步：生产过程信息化，组织模式再创新	10
第二步：供应链金融业务迎来快速发展期	12
第三步：生产大数据支撑下的农村信用评级体系建立	13
机制分析与公司前景	15
激励与授权文化	15
公司战略前景展望	16
盈利预测与评级	18
公司盈利预测与关键假设	18
业绩超预期的概率和原因	19
公司估值有望获得溢价	20

插图目录

图 1：养殖产业链中饲料是养殖业的上游	4
图 2：种业、疫苗、饲料业绩波动相对小	5
图 3：畜禽养殖、制糖业绩波动大	5
图 4：饲料行业景气将跟随养殖效益回升	6
图 5：原料价格对饲料利润趋势产生辅助作用	6
图 6：A 股主要畜禽料企业的单吨毛利水平	7
图 7：猪价周期两个拐点（2011 年 3 季度见顶，2014 年二季度见底）	7
图 8：大北农经营拐点已在收入利润增速上有表达	8
图 9：大北农各个区域收入占比	8
图 10：智慧大北农发展大事纪	10
图 11：智慧大北农核心系统分布	10
图 12：美国生猪养殖场存栏量分布情况	11
图 13：中国生猪养殖业高度分散的规模化状态	11
图 14：猪管网客户覆盖规模快速扩张可期	11
图 15：养猪产业链各节点的风险比较	11
图 16：畜禽养殖产业市值分布	12
图 17：养殖行业规模化水平长期持续提高	12
图 18：主要养殖上市公司资产负债率	12
图 19：大北农初级生猪养殖供应链金融模型	13
图 20：农村家庭生产、生活支出约 8 万亿左右	14
图 21：农村家庭生产、生活支出结构	14
图 22：大北农高管薪酬业内领先	15
图 23：生猪养殖业价值链结构(毛利)	17
图 24：大北农未来 10 年的净利润构成	17



表格目录

表 1：头猪毛利空间测算 1

表 2：未来 10 年公司供应链金融产生的净利润..... 1

表 3：未来 10 年公司供应链金融产生的净利润..... 2

表 4：公司 A 股市场可比公司估值 2

表 5：DCF 估值假设..... 3

表 6：DCF 估值的敏感性分析 3

表 7：我国饲料商品化率较低 5

表 8：不同饲料的单吨毛利范围..... 7

表 9：在建猪料产能主要在新拓市场 9

表 10：全球征信体系模式 14

表 11：公司激励对象基本条件 15

表 12：未来 10 年大北农公司产品结构 16

表 13：大北农经营预测表 19

估值及投资评级

相对估值与 DCF 绝对估值

相对估值法（PE）

我们认为，公司未来的净利润将由三个部分组成——饲料为核心的农资业务、供应链金融、农村金融。我们将具体测算公司各部分未来（8-10 年）可能产生的利润空间。

1、饲料为核心的农资业务。

饲料测算方法 1：到 2023 年，我们估计，公司饲料销量有望实现 2200 万吨（全国 20% 的猪料市场占有率）。其中，前端料为 200 万吨。公司饲料业务的利润估计有望实现 26 亿元。前端料 200 万吨*净利润 800 元/吨=16 亿元，大猪料 2000 万吨*净利润 50 元/吨=10 亿元。

表 1：头猪毛利空间测算（元/头）

景气大北农毛利空间（元/头）			智慧大北农带来的毛利空间估计（不含金融，元/头）		
饲料	前期料	35	智农商城	直销	10
	大猪料	70		代销其他	5
	母猪料	15	猪管网	平台服务	5
种猪		10		生猪交易	2
动保		10			
合计		140	合计		22

资料来源：中信证券研究部测算

饲料业务测算方法 2：我们从头均盈利的角度来估算，如果一头猪全部使用公司的产品，并且加入大北农智农商城及猪管网，那么头均毛利空间在 162 元/头（不含金融），考虑到单头费用与净利润的比例可能从目前的 3:1 逐步下降至 2:1，那么单位净利润将在 54 元/头。

目前，我们估计公司覆盖生猪规模为 6000 万头（并非全程使用大北农饲料），未来公司有望覆盖 1 亿头猪，假设单头猪平均的渗透率达到 40-50%，将有 21.6 亿-27 亿元的盈利空间，平均 25 亿。

我们对种业利润估计相对保守，预计种子业务贡献净利润 5 亿元。

2、供应链金融。

我们估算公司信息化平台从供应链金融（生猪养殖户资金需求）带来的净利润有望达到 6.5 亿元。（详见下表）

表 2：未来 10 年公司供应链金融产生的净利润测算

项目	规模（亿元/年）	计算过程
全国生猪养殖行业固定资产投入	1620 亿元	单头母猪固定资产投入大约 1.2 万元/头。假设每年 30% 的母猪更换量，每年母猪的存栏量大约 4500 万头，全年固定资产的投入大约 1.2*4500*30%=1620 亿元。
全国生猪养殖行业流动资金投入	8100 亿元	养殖流动资金的单位商品猪投入为 900 元，主要是饲料、兽药、燃料费等。全国出栏量+50%的存栏量=7 亿+50%*4 亿=9 亿。
养殖场资产负债率估算	40%	每头猪 900 元的流动资金中，大约 70-80%是饲料成本，而养殖户习惯赊账，因此饲料中 50%以上资金来自融资。即大约 40%的流动资金来自融资。而固定投入中大型企业融资比例均超过 50%。因此总体估算 40%的资产负债率。
生猪养殖供应链金融收入利润估计	65 亿元	估计生猪养殖供应链金融总需求（1620+8100）*40%=3888 亿元。而假设未来均衡的利差为 2 个百分点（目前为 6 个百分点）。供应链金融的收入 80 亿元收入，约 65 亿元净利润

项目	规模（亿元/年）	计算过程
大北农的客户占有率估计	10%	假设智慧大北农系统客户数量达到 10% 的市场份额，即 500 万头左右母猪及其下游的管理进入系统
大北农供应链金融的净利润估计	6.5 亿元	

资料来源：中信证券研究部测算

3、农村金融。

我们估算公司信息化平台从农村金融（除生猪养殖外其他农村居民资金需求）带来的净利润有望达到 17.2 亿元。（详见下表）

表 3：未来 10 年公司农村金融产生的净利润测算

项目	规模（亿元/年）	计算过程
剔除养殖生产性投入后的农村生产+生活性资金支出	7 万亿元	根据国家统计局 2012 年的数据，农村居民家庭生产、生活性支出约为 8 万亿左右，其中，经营费用支出、购买生产性固定资产近 2.6 万亿元，生活消费支出约 5.4 万亿元。剔除上述生猪养殖的生产性资金支出 1 万亿元。8-1=7 万亿元。
农村居民负债率估计	经营性支出 40%、生活性支出 20%	估计值。有数据显示，全国工业企业负债率约为 67%，全国居民消费比收入约为 60%。
理论农村信贷需求（剔除生猪养殖）	1.72 万亿元	农村居民每年经营费用支出、购买生产性固定资产近 2.6 万亿元，生活消费支出约 5.4 万亿元。剔除生猪养殖生产性支出，则生产性投资 1 万亿元，其他生产性支出 2.6-1=1.6 万亿元。信贷需求=1.6*40%+5.4*20%=1.72 万亿元。
全国农村居民信息覆盖量	4000 万	全国 1.5 亿猪农，假设大北农集团对养猪户的覆盖达到 10% 左右，其信息覆盖面应该有望达到 4000 万以上农村居民。
上述居民信贷规模	860 亿元	4000 万/8 亿（农村人口数）=5%，1.72 万亿*5%=860 亿元
大北农农村金融的净利润估计	17.2 亿元	假设均衡下 2% 的利差

资料来源：中信证券研究部测算

结合上述分业务估计，我们估计未来 8 年后，公司包括饲料为核心的农资销售业务（包括种业）、信息化平台带动的供应链金融、农村金融三项合计净利润有望实现 54.7 亿元。我们给予对应 15-20 倍估值，未来公司市值空间为 820 亿元至 1000 亿元。

我们认为，公司市值空间实现的速度将是先快后慢的过程，而信息化平台价值将在 2015 年开始体现出来，公司有望迎来估值的率先提升，景气上升再带动业绩提升。因此，2015 年公司市值有望实现 400 亿元以上，对应 2015 年业绩 35 倍 PE。

尽管从业务上公司与现有饲料上市公司存在可比性，但是从产品定位（公司定位高端饲料）、营销能力上存在差异，使得过去 4 年来公司估值水平持续高于同行 15%-20%，而在信息化方面公司遥遥领先与同类可比公司，这将成为进一步拉大估值差距的因素。因此尽管目前可比公司 2015 年的平均 PE（剔除极端值后）25 倍，我们仍然认为公司对应 2015 年业绩可以给予高出可比公司 40% 的估值溢价，即 35 倍左右，对应公司合理价值为 25 元。

表 4：公司 A 股市场可比公司估值

代码	公司	股价	EPS				PE			
			2013	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E
002548	金新农	10.80	0.14	0.21	0.30	0.38	80	50	36	29
002124	天邦股份	10.56	0.57	0.26	0.50	0.70	19	41	21	15
600438	通威股份	10.84	0.37	0.48	0.56	0.70	29	23	19	15
002311	海大集团	14.08	0.32	0.51	0.64	0.81	44	28	22	17
000876	新希望	15.94	0.91	1.16	1.55	1.81	17	14	10	9
603609	禾丰牧业	15.27	0.31	0.39	0.52	0.67	49	39	29	23

资料来源：wind，中信证券研究部

注：盈利预测来自 wind 一致预期。

绝对估值法（DCF）

根据以下假设，我们通过 DCF 测算得到，公司合理价值为 25.83 元/股，根据我们对公司业绩的预测，对应 14/15/16 年摊薄后 PE 为 50/36/25 倍。

表 5：DCF 估值假设

假定	比率
行业平均资产 Beta	1.00
无风险利率	5.60%
风险溢价	7.00%
Kd	7.00%
T	15.00%
Ka	12.6%
股票 Beta	1.00
Ke	12.50%
E/(D+E)	75.00%
D/(D+E)	25.00%
WACC	10.94%
TV 增长率%	1.00%

资料来源：中信证券研究部

表 6：DCF 估值的敏感性分析

		WACC							
		25.83	9.44%	9.94%	10.44%	10.94%	11.44%	11.94%	12.44%
TV 增长率%	0.70%	28.64	27.43	26.35	25.38	24.51	23.72	23.00	
	0.80%	28.85	27.61	26.51	25.53	24.64	23.84	23.11	
	0.90%	29.06	27.80	26.68	25.68	24.77	23.96	23.22	
	1.00%	29.28	28.00	26.85	25.83	24.91	24.08	23.33	
	1.10%	29.51	28.20	27.03	25.99	25.05	24.21	23.44	
	1.20%	29.74	28.40	27.21	26.15	25.19	24.34	23.56	
	1.30%	29.98	28.61	27.39	26.31	25.34	24.47	23.68	

资料来源：中信证券研究部

注：这里假定公司初始股价为 25.83 元/股

热点溢价：宽货币与农业信息化

1、我们认为，通缩是经济周期引发的一般性规律与市场预期，但在政府主导的货币持续宽松调控政策之下，2015 年现实经济实际上很难出现通缩的情况。中性偏宽松的货币环境，有利于支撑农业板块的估值水平。

2、随着信息技术、互联网向多领域发展，其必然将成为推动农业转型的新动力，智慧农业的推动力在逐渐加强。相比于传统农业，智慧农业的变革在于生产模式和商业模式。从生产模式方面，互联网、物联网、云计算等技术应用于农业生产的动植物生长监控和环境监控、智能农机操作、大数据采集分析，构成精准农业的农事管理模式，提高了农业生产的可控性，兼顾产量与质量；并提高农业决策的准确度。从商业模式方面，基于大数据、互联网思维的农业综合服务开放式平台（综合性：多品种农资电商、提供产业链上下游交易平台、技术指导、金融支持、信息互动，开放式：将农资企业、养殖种植户、食品加工企业、银行等融入平台中）将替代单纯的分散农资销售，农产品电商也有利于消除产销链条长所导致的信息不对称和低效率。

我们认为，智慧农业将通过提高劳动生产效率、土地生产效率、降低农产品交易成本，增加农业生产效益。同时，智慧农业的组织模式将演变为，平台型农业企业（提供闭环服务）+农民适度规模生产，因此转型早、布局早的农业企业将首先受益。（详见我们 1 月 27 日外发的报告《解构中国智慧农业之农业篇——智慧农业：生产精准化，模式平台化》）

估值结论：

我们认为，大北农的战略已经逐渐重构：从产品战略，转为产业生态与社区战略，形成了养殖供应链的大平台，农村金融服务的先行者。通过信息化、互联网化、平台化，提供养殖业生产服务、农村金融服务。而持续激励和充分授权的企业文化，保障了公司经营能力与强执行力，是公司升级战略兑现的保障，更是企业长期价值所在。

我们测算，未来 8 年（两个养殖周期），主营业务累计净利润有望达到 54.7 亿元左右。未来 3 年，经营景气反转，三年净利润或翻倍有余，有望增至 15-20 亿元左右，在经营上实现“顺周期+成长因子”的双轮驱动。

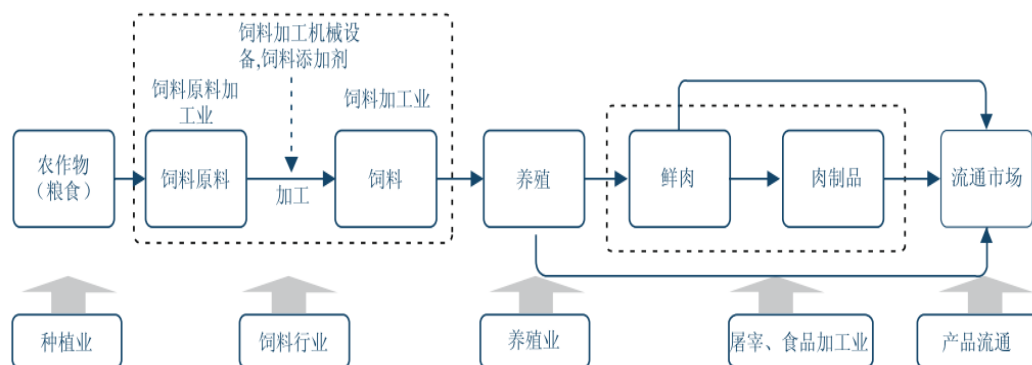
综合绝对估值（DCF）和可比公司相对估值（PE）结果，得到大北农（002385）的合理价值区间范围为 25-25.83 元/股，我们上调目标价至 25 元，对应 2015 年 35 倍 PE。

饲料企业经营景气现向上拐点

养殖效益上行带动饲料业景气回升

饲料、疫苗、养殖、屠宰、加工、物流、销售等产业，分属养殖产业链不同节点上的重要板块，每个板块的经营文化与理念不同，而且存在上下游关系。每一个下游环节的景气波动，都会对上游环节产生景气，这是一种逆向影响。由于养殖行业体量巨大，主流产品均为无差异大宗品，所以上游景气对下游行业的影响不大（下文我们将对粮食价格波动与饲料行业景气之间的关系做详细论述）。

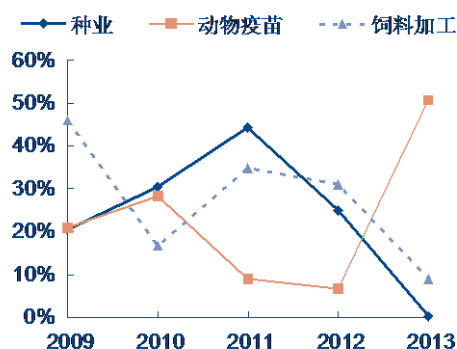
图 1：养殖产业链中饲料是养殖业的上游



资料来源：中信证券研究部

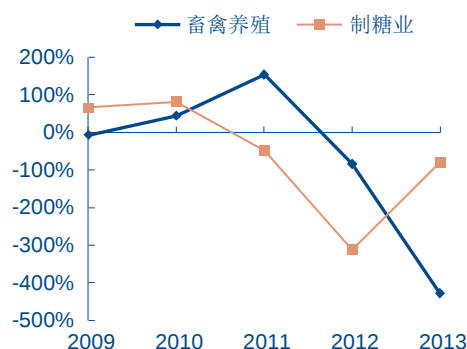
养殖效益上行对饲料行业景气传导的机制，很多投资者会比较简单地认为是价格传导，但实际上，是效益传导。同时，产品价格波动相对畜禽类大宗产品的波动小，因此，业绩波动幅度相对小，总体表现出弱周期的特征。

图 2：种业、疫苗、饲料业绩波动相对小（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：畜禽养殖、制糖业绩波动大（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

当养殖户开始持续赚钱，或明确预期效益稳步提升时，对饲料、疫苗等投入品的使用积极性会提高，产品升级的需求趋升。在中国，大约仅有 50% 左右的生猪完全吃工业饲料长大，即工业饲料的渗透率仅为 50% 左右，很多养殖户经常用自配料喂猪，即购买预混料或浓缩料，采购或使用自产玉米，自制饲料喂猪。当养殖效益提升时，养殖户为了加快生猪出栏速度，提高母猪、仔猪生产、成活效率，会转向采购商品饲料，母猪料、教槽料、乳猪料、仔猪料等高档前端料，以实现精细化饲养。

表 7：我国饲料商品化率较低

动物品种	2013 年产量（万吨）	2013 年饲料产量（万吨）	料肉比	工业饲料商品化率
猪肉	5493	8411	3	51%
牛、羊肉	1081	795	2	37%
禽肉	1798	4947	1.8	70%
禽蛋	2876	3035	2.1	50%
养殖水产品	6172	1864	1.8	45%

资料来源：国家统计局，饲料工业协会，中信证券研究部

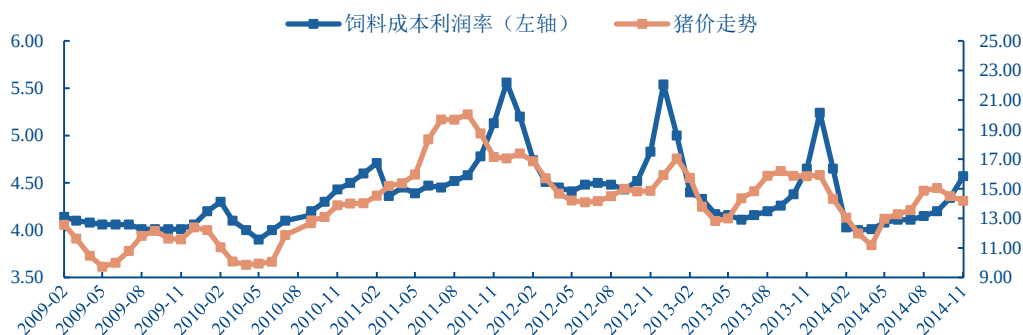
当前，我们正面临的机会，就是由养殖效益周期性回升，带动的饲料行业景气上行；所有饲料企业都会因此受益。其中，产品结构高端、销售策略激进、激励政策到位的企业率先受益（上述结论的论述详见《养殖投入品（饲料、疫苗）产业链报告：顺周期放大差异化优势，龙头股将显高弹性》，2014.8.19）。

景气上行期，原料成本对饲料企业影响很小

就产品本身而言，每一类饲料的同质化程度都很高，产品的生产壁垒很低，再加上这是一个充分竞争的行业，且下游客户需求足够分散，因此，行业利润率的长期波动总体不大，阶段性波动存在一定规律，利润水平近乎成本加成，具体加成的比例，各类产品视集中度高低，存在一定差异，前端料加成高一点，后端料加成低一点。

上述阶段性波动规律，主要是指养殖效益不同阶段，饲料行业对成本的过度转嫁、正常转嫁、滞后转嫁、无法转嫁几种情况。

图 4：饲料行业景气将跟随养殖效益回升（%；元/公斤）

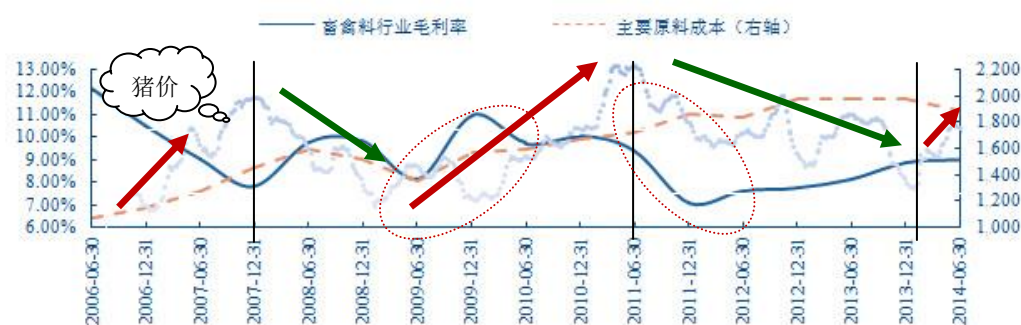


资料来源：Wind，中信证券研究部

养殖户在盈利期，对商品饲料的需求量增加，导致其在原料价格上涨的情况下，对饲料涨价幅度并不敏感，很多饲料企业往往能够借成本上升这一由头而提价，甚至在养殖业暴利时期实现过度提价，获取更高的利润。

养殖业在微利或亏损期，养殖户对商品饲料的需求量减少，高端饲料的需求更是不佳，对饲料价格的敏感性相对较高，致使饲料企业在此时期，遇到原料价格上涨的情况，就很难及时提价，而在养殖户深亏阶段，饲料企业提价必然会带来销量的大幅萎缩。

图 5：原料价格对饲料利润趋势产生辅助作用



资料来源：Wind，中信证券研究部

以 2011 年 6 月 30 日之后一年多的景气特点为例，该时点是猪价见顶回落的关键点，同时，也是国内玉米、豆粕价格较快上涨的一段，期间直接引发了很多饲料龙头公司的盈利中枢下移。而在 2009 年初至 2011 年上半年猪价周期性上涨的阶段，饲料原料价格虽仅小幅上涨，但很多饲料公司的盈利却是上了大台阶的。

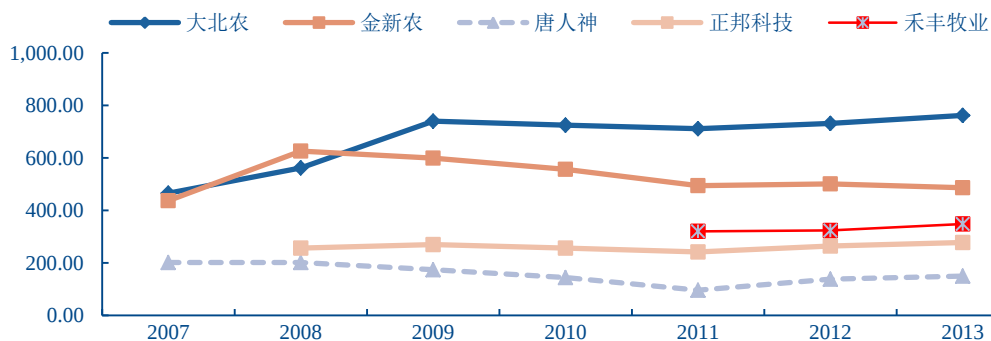
所以，今年 9 月中旬以来的国内玉米价格下跌，叠加猪价短回调因素，饲料行业的景气恢复节奏难免受到影响。我们预计，全国猪肉供应下台阶应该会在 2015 年 1 季度出现（母猪存栏降至 4700 万头以下，是从 2014 年 3-4 月份开始的），彼时猪价摆脱阶段性回调，重回周期性上升通道；进而带动饲料行业景气摆脱震荡，继续回升。

大北农经营拐点显现

考察大北农的经营拐点，我们主要以饲料行业的景气作为评估依据，整个行业的景气周期，一般滞后养殖业 6 个月左右。这种滞后，实际上是养殖户的决策周期引起的。差异化策

略（主要体现在市场区域、产品定位、营销服务能力等）越突出的公司，其在顺周期中业绩增长的弹性也越大。具体指标需要对比企业的销售收入、净利润同比数据的变化趋势。

图 6：A 股主要畜禽料企业的单吨毛利水平（元/吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

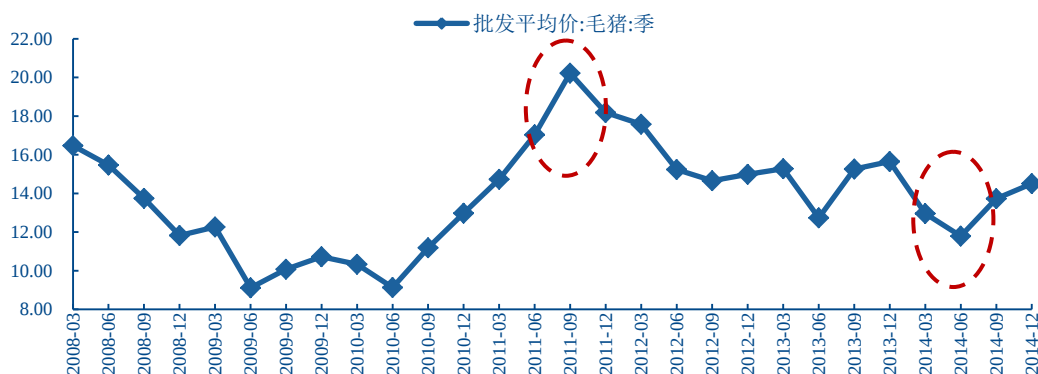
表 8：不同饲料的单吨毛利范围

品种	教槽料	保育料	虾料	普通淡水鱼料	中大猪料	禽料	备注
单吨毛利水平估计	1000-2000	300-900	300-500	200-300	200-250	100-150	区间表示不同品牌差异

资料来源：中信证券研究部

数据显示，上一轮的猪价高点出现在 2011 年三季度，此后高位回落，价格运行有震荡、反复，养殖的效益虽然趋势向下，但绝对值比较可观。这样的养殖业景气情况，一直持续到 2012 年一季度。2012 年二季度开始，养殖业出现亏损。

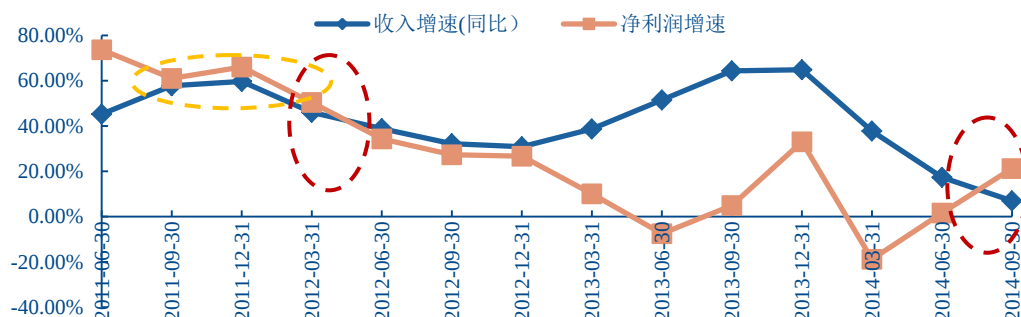
图 7：猪价周期两个拐点（2011 年 3 季度见顶，2014 年二季度见底）



资料来源：农业部，中信证券研究部

上述景气运行节奏，基本都在大北农的经营效率上得到了映射。我们可以关注公司 2011 年三季度至 2012 年一季度的收入、净利润增速的变化，即起初收入、利润增速呈双降态势，后来利润增速的下降速度更快。2013 年二季度、2014 年一季度，因为养殖业出现深亏，公司的净利润出现了负增长，由于企业经营的能力较强，所以收入仍然保持了一定的正增长。

图 8：大北农经营拐点已在收入利润增速上有表达



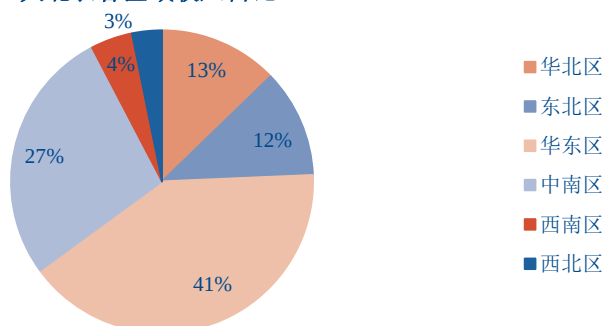
资料来源：公司公告，中信证券研究部

总结过去，是为了推衍未来。2014 年的三季度，大北农利润增速首次周期性地超过了收入增速，实现了公司经营效率周期性提升的第一步。但根据 9 月以来的猪价处于行业盈亏线附近横盘运行状态，大北农今年四季度业绩的季度环比改善可能会有反复。我们预期，猪价明显上涨的 2015 年二季度开始，大北农的经营效率会快速提高；此后，随着猪价的震荡上行，公司的经营有望持续超预期。

分市场区域来看，从 2014 年三季度以来，预计大北农成熟市场对公司的利润贡献为主力，但销量增速放缓，而费用控制效果突出，例如福建、东北地区；成长期市场增长喜忧参半；公司新开拓的市场区域，由于基数低，销量增长速度有望较快。

图 9：大北农各个区域收入占比（%）（2014 年 3 季度）

大北农各区域收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

成熟市场：福建、东北地区等。三季度开始，由于猪价震荡并有所回落，饲料销售难度增大，加之 2013 年下半年销量增长基数高，成熟市场（占有率高的市场）增长乏力，我们估计 2014 年下半年福建大区销量同比增速在 5%以内；东北地区，公司在辽宁省市场加大力度推进，增长提速，我们估计将带动东北地区销量增速在 10%左右。

成长期市场：华北区、江西、广东等。这些市场由于处于相对竞争激烈的区域，基本是全国性饲料企业竞相布局的市场，因此，行业景气低迷期，加之公司的营销投入有所收缩，区域间出现分化。产品定位准确、创新速度快的区域增长相对突出，例如山东、河南等，估计均将实现 10%-15%的销量增长，并且由于三季度开始，加大了人员和费用的控制力度，预计华北区利润的增速将有望实现 20%以上。

新开拓市场：四川、广西等。这些市场是 2013 年营销投入的重点区域，基数也较低，部分新市场 2014 年下半年的销量增长估计将实现 30% 以上。但这些区域对营销投入依赖相对较大，并且在整个公司收入利润占比较小。

表 9：在建猪料产能主要在新拓市场（2013 年）

市场区域	项目	期末账面价值	期初账面价值
江苏	淮阴大北农特种水产料项目	35,980,781.90	455,794.39
河南	商丘大北农 12 万吨猪饲料项目	26,990,682.35	1,042,539.00
辽宁	锦州大北农 12 万吨配合料生产线工程项目	23,033,907.18	15,337,981.95
黑龙江	绥化大北农 12 万吨饲料项目	15,395,325.66	4,281,582.05
山东	莒南丰沃新农年产 18 万吨饲料项目	13,977,314.92	N/A
福建	诏安年产 24 万吨猪饲料项目	12,339,808.00	N/A
广东	惠州大北农 6 万吨猪饲料项目	10,588,802.00	3,125,902.00
安徽	安徽大北农新建浓缩料生产车间项目	9,684,503.00	474,858.00
山东	莱芜华有 18 万吨配合料项目	7,021,246.40	91,026.20
福建	诏安年产 18 万吨水产饲料项目	5,454,749.00	58,555,590.00
浙江	江山大北农 30 万吨饲料项目	4,709,840.50	N/A
黑龙江	哈尔滨农牧 24 万吨饲料加工项目	2,286,200.00	4,307,721.98
新疆	新疆大北农 6 万吨猪饲料项目	1,597,571.09	1,433,536.23
河北	饶阳大北农 18 万吨猪饲料项目	724,000.00	27,409,002.20
重庆	梁平大北农年产 18 万吨猪饲料项目	504,700.00	21,867,861.00
湖南	湖南大北农 30 万吨猪饲料项目	497,660.88	2,596,916.34
江西	高安大北农 36 万吨猪饲料项目	488,000.00	39,036,223.80
内蒙古	赤峰大北农年产 12 万吨牛饲料项目	217,964.00	23,625,700.00
山西	山西祁县年产 18 万吨猪饲料项目	N/A	15,331,366.20

资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们预计，2015 年，公司在成熟市场依然保持绝对竞争优势，而东北区域的销量利润增速将快于福建市场，营销效率继续提升，利润增速有望快于销量增速；而在成长期市场的市场占有率将提升；而对于新拓市场，由于新增产能投入和营销资源投入的拉动，销量增速将高于其他区域，预计保持在 30-50% 的中枢水平，并可能继续快于区域市场的利润增速。整体而言，2015 年在顺周期行情下，公司销量增速有望回归至 30% 左右，同时智慧大北农（依托猪管网、农信网、智农网）对营销效率的提升效果将逐步显现，费用率有望进一步降低；利润将有望实现高增长。

智慧大北农的平台化发展节奏预判

从产业发展的角度，智慧大北农的发展，必须有中国特殊的农业国情，和农业现代化快速发展期等两大背景配合，方可获得成功。中国农业的特殊性在于，我国农业资源禀赋极弱，但生产规模大、农产品需求量大，农产品安全十分重要，其中粮食安全是国家安全，口粮绝对自给是国家农业政策的底线；我国农民数量多、农村发展落后，该现状已经成为中国经济发展的短板，国家的全面现代化过程，到了工业反哺农业的阶段。

上述基本面，对分析产业有三大指导意义：1、支农政策力度长期强势可期，农产品进口市场的开放度，视该产品的重要性而定；2、既分散又规模化，是我国农业产业集中度的永恒特点，规模化会促使农业生产加杠杆；3、以土地经营权流转受法律保护为基础，农村劳动力转移节奏、农业科技转化率、农业服务业发展速度等为推动的，以家庭为农业生产基础单元的，农业生产关系与组织模式升级是长期趋势。

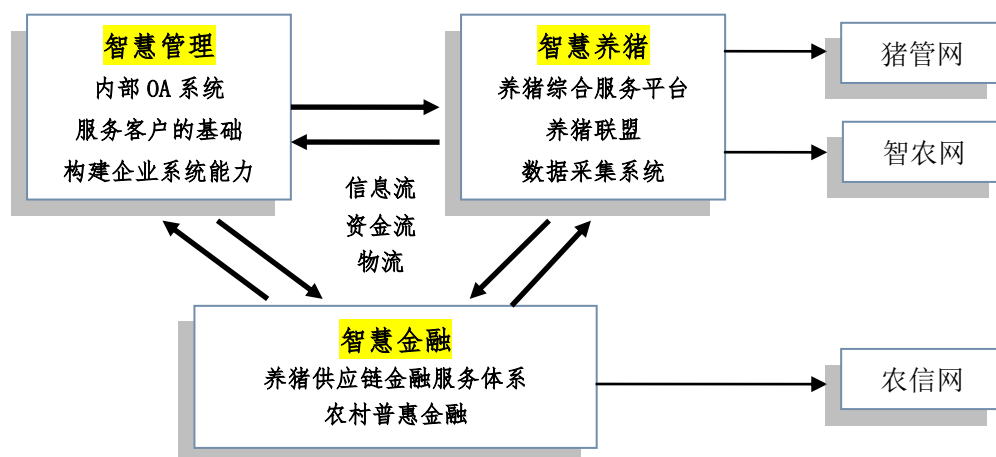
图 10：智慧大北农发展大事记



资料来源：公司网站，中信证券研究部

智慧大北农的产业意义在于，通过物联网、信息系统、互联网，为客户架设了可以提高生产效率的生产管理信息系统。将大北农内部各单位、所有员工与客户、农户及其他合作伙伴融合在一张巨大的“网”上，在发展文化、事业平台、财富分享和运营方法上实现高度统一，变数人为一人。同时，随着客户数量的增加，这套运行于互联网之上的信息系统，一方面会成为养殖业大数据（物流、数据流、资金流）的采集系统，另一方面，也将成为行业内比契约、股权等更有效的生产关系组织模式。

图 11：智慧大北农核心系统分布



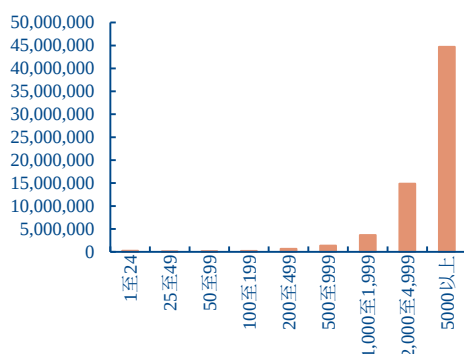
资料来源：中信证券研究部

我们预期，10 年后的大北农，将成为以自产饲料销售为基础的，中国最大的生猪养殖产业开放平台，年出栏量有望超过 1 亿头，市场份额达 15% 以上。同时，以平台所采集到的养殖户产销数据为依托，公司盈利点有望拓展至供应链金融、农村金融等领域。

第一步：生产过程信息化，组织模式再创新

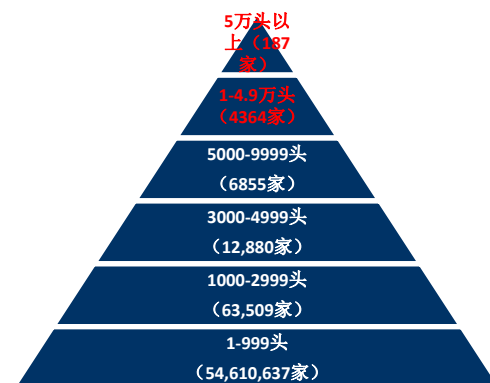
发达国家的经验表明，以传统股权、契约等方式形成的组织模式，很难解决种养殖业客观存在最大管理边界这一企业规模发展的瓶颈问题。尤其在中国，区域广、农民多，环保压力大，分散是行业的绝对状态，规模与集中是行业相对特征。所以，要想将以家庭农场为主的拥有一定规模的经营主体组织起来，形成开放而紧密、松散而统一的超大规模产业链主体，生产过程信息化、经营主体互联网化是较好的实现模式。

图 12：美国生猪养殖场存栏量分布情况（头）



资料来源：USDA，中信证券研究部

图 13：中国生猪养殖业高度分散的规模化状态



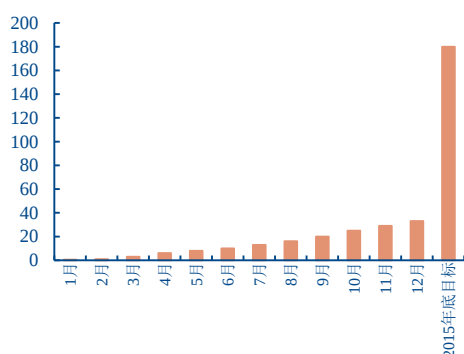
资料来源：《2013 年中国畜牧业年鉴》，中信证券研究部

在我国广袤的农村，养猪仍然是一件非常传统落后的工作，即便是实现较大规模的猪场，其物联网、信息系统的普及率也是不高的。形势上，互联网、物联网、信息系统在技术上已经成熟，这些新技术对传统产业的改造与颠覆已势不可挡。假如农村劳动力机会成本高过养猪效益，主动退出的养殖户会越来越多，产业资本携先进技术顺势接手；假如猪价中枢涨快一点，会有一批产业外资本携先进技术强行挤入。

上述需求在大北农的精心安排之下，即会在中型规模养殖场内逐步实现。这些养殖场主自身知识积累足够，使用信息系统提高生产效率、降低交易成本后，便会对其它养殖户形成极强的示范效应与正反馈。

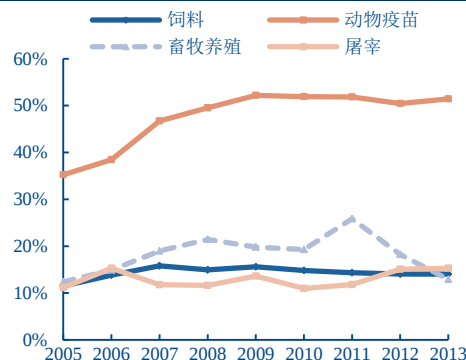
目前，大北农猪管网覆盖猪场约 550 个（其中小于 50 头母猪的约 5 个，50~200 头母猪的约 120 个，200~500 头母猪的约 220 个，500~1000 头的约 140 个，1000 头以上的约 65 个），截至 2014 年底，总共覆盖母猪 32 万头左右。根据规划，2015 年，公司猪管网的用户目标是覆盖 180 万头以上的母猪。

图 14：猪管网客户覆盖规模快速扩张可期



资料来源：公司公告，中信证券研究部

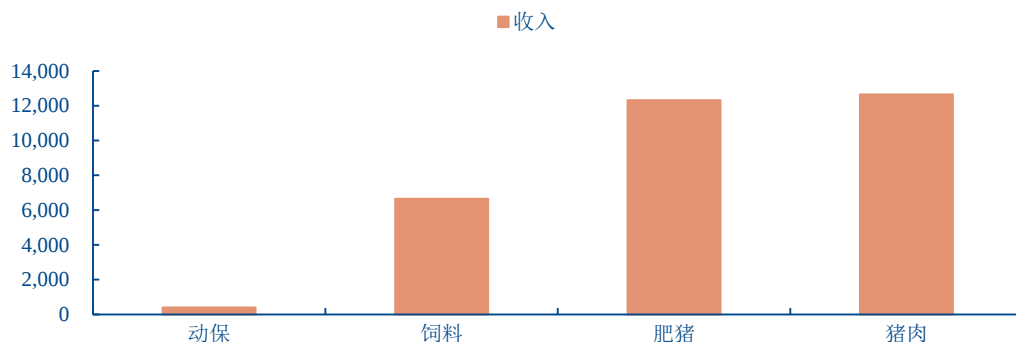
图 15：养猪产业链各环节的风险比较（毛利率）



资料来源：中信证券研究部

在养殖产业链上，风险最大的环节当属养殖环节，其进入门槛最低、管理瓶颈突出、价格与自然风险大，该环节是一个极不稳定的商业模型。所以，做大养殖产业链的起点，可能并不能从养殖环节开始，而应该从基于产品销售的养殖服务开始，这种服务包括实物销售、技术指导、产业链的组织与管理等。假设 10 年后大北农猪管网系统管理了 500 万头-1000 万头的母猪，客户对其产品粘性、技术服务粘性很高，公司即使在产权上对上述养殖场不具备控制力，但由于在经营上存在极强的控制力，公司必然会成为全国出栏生猪市场份额超过 15% 的巨型养殖企业，分享养殖环节以外的低风险产业链价值。

图 16：畜禽养殖产业市值分布单位：亿元



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们认为，大数据会改变很多商业模式，在产业逐渐融合的趋势下，谁拥有获得大数据的能力，谁拥有利用大数据的能力，谁就会掌握未来最具创新力、最有颠覆力的新的生产力。大北农运用生产管理信息系统、互联网技术，对养猪产业链关键节点与模式的重构，能够为公司实现控制全产业链，但将风险最大的养殖环节表外化的目标，以及采集客户生产过程大数据并加工成征信凭证，用于发展农村金融的目标，打下了坚实的基础。

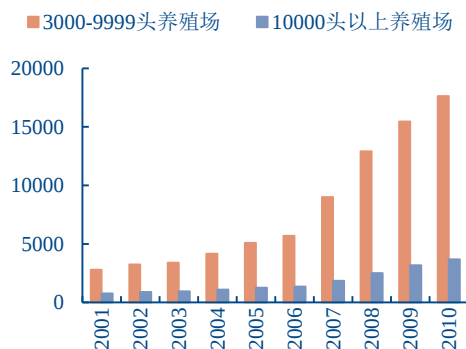
第二步：供应链金融业务迎来快速发展期

金融的本质就是信息问题，信息越透明风险就会越小。供应链金融是指在对供应链内部的交易结构进行分析的基础上，运用自偿性贸易融资的信贷模型，并引入核心企业、物流监管公司及资金流导引工具等新的风险控制变量，对供应链的不同节点提供封闭的授信支持及其他结算、理财等综合金融服务。把单个企业的不可控风险转化为供应链企业整体的可控风险，通过获取各类信息和数据，将风险控制到最低。

但面对还没有与网络互联、信息严重不对称的畜禽养殖产业，要想撬动万亿级别的养殖产业链金融市场，不仅需要企业拥有大数据的加工处理能力，更需具备庞大的人力资源在农村最底层不断获取新鲜数据的能力。

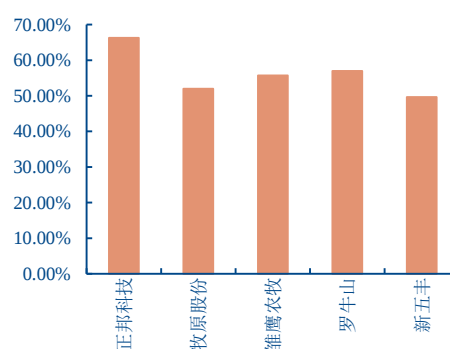
所以，在养殖供应链金融领域，最终能够胜出的一定是能够以最低成本获取养殖户生产管理信息与其家庭动态情况的企业，这是解决借款人信用问题的基础，有效防范信用违约风险的利器。这就是互联网企业可以渗透、颠覆一切信息标准化的领域，但却面对农村市场、养殖产业链，却只能发挥其工具作用，而无法成为产业主导者的根本原因。

图 17：养殖行业规模化水平长期持续提高（个）



资料来源：农业部，中信证券研究部

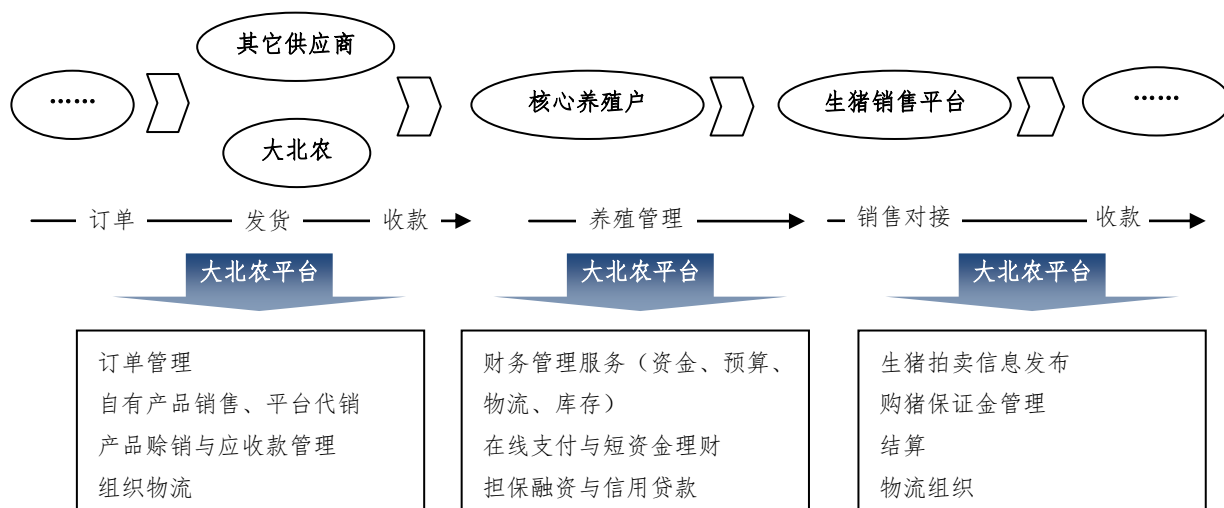
图 18：主要养殖上市公司资产负债率（%）



资料来源：各公司 2014 年三季报，中信证券研究部

养殖业的商业化程度提高、杠杆率上升，滋生了其对资金、服务的需求。这是饲料企业服务型商业模式构建的产业基础。大北农公司是此类商业模式的领跑者，通过加强对客户的点对点服务，把质量差异化不大的产品，卖出了高价格。未来，点对点、经验式的服务，在信息系统的支持下，将全部变成集中、分布、标准化的服务，而精细化服务的过程即是企业采集客户供应链信息的过程，每个业务员也是信息采集员。

图 19：大北农初级生猪养殖供应链金融模型



资料来源：中信证券研究部预测

目前来看，大北农通过大数据的深加工，可以设计出大量方便养殖户、对冲养殖风险、省减交易费用的金融产品、工具软件。在提高产业链效益的目标下，这些产品的运作方式，可以是封闭的，也可以是开放的。但这些产品的最终指向，都是通过少量的表内资产，撬动海量的表外资产，把大北农打造成为产业链的组织者、控制者，进而不仅赚取产业链多节点效率提升钱，还赚取金融等部分新业务的钱。

我们测算，在全商品化状态下，全国生猪养殖行业的固定资产、流动资金的投入至少为 1620 亿元、8100 亿元，即整个行业养殖环节的正常运转至少需要近 1 万亿元的资金，按照目前万头猪场（目前万头以上猪场占总出栏量的 15% 左右）40% 左右的资产负债率，未来全行业年融资余额至少应该能达到 3888 亿元的融资余额，均衡状态按照 2 个百分点的利差收入，养殖供应链金融业务将产生 80 亿元以上的收入，65 亿元以上的净利润。预计该业务在不增加任何物化、人员投入的前提下，除了能够大幅提高大北农客户、用户的粘性，还将给公司带来 6.5 亿元以上的净利润贡献（假设智慧大北农系统客户数量达到 10% 的市场份额，即 500 万头左右母猪及其下游的管理进入系统）。

第三步：生产大数据支撑下的农村信用评级体系建立

信用评价必须基于长期数据积累。农村与城市最大的不同，就在于城市居民、企业的生产、生活数据都是有记录、标准化、连续的，中等规模以下的农业经营主体的生产、生活数据基本都是没有记录的、非标准化的、不连续的。基于城市大数据（如资产抵押、用人单位背书等）构建的企业、个人征信体系，目前来看，很难应用于广泛的农业生产中。

城乡二元的发展现状下，必须建立适应发展阶段的社会征信体系。从国际发达国家的经验看，征信体系模式主要有市场主导、政府主导和会员制三种模式。美国、加拿大、英国和北欧国家采用市场主导型模式，政府主导型模式的代表是法国、德国、比利时、意大利等几个欧洲国家，日本则采用会员制模式。鉴于我国农村的发展现状，在部分产业内，建立以市

场主导型为主，会员制为辅助的新型社会征信体系，有利于推动农村普惠金融的发展，以适应农业未来 30 年的我国农业规模化发展趋势下的产业加杠杆需求。

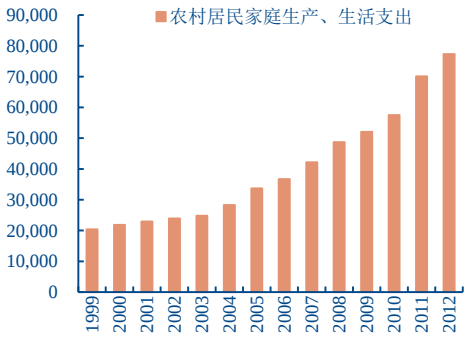
表 10：全球征信体系模式

征信体系模式	经营主体	服务方式	信息来源	代表国家
市场主导型	第三方征信公司	有偿的商业征信服务	金融机构、信贷协会、财务公司、租赁公司、信用卡发行公司、商业零售机构	美国、加拿大、英国和北欧
政府主导型 (中央信贷登记模式)	主导：中央信贷登记系统（中央银行，大额银行信贷信息） 辅助：私营征信机构的社会信用体系（人人业务）	依法、无偿	银行需要依法向信用信息局提供相关信用信息	法国、德国、比利时、意大利等
会员制模式	主导：行业协会 辅助：帝国数据银行（企业资质）	不以盈利为目的，只收取成本费用	会员向协会信息中心义务提供，行业协会内部信用信息共享	日本

资料来源：中信证券研究部整理

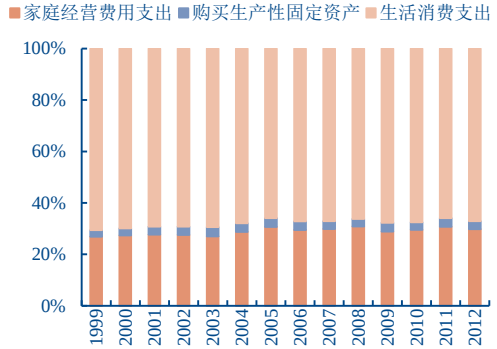
根据国家统计局 2012 年的数据，农村居民家庭生产、生活性支出约为 8 万亿左右，其中，经营费用支出、购买生产性固定资产近 2.6 万亿元，生活消费支出约 5.4 万亿元。有数据显示，全国工业企业负债率约为 67%，全国居民消费比收入约为 60%，因此，保守假设农村居民家庭经营支出的负债率约为 40%，生活消费的负债率约 20%，则剔除养殖产业之后，仅其它种养殖环节、农村居民消费信贷余额市场规模理论上分别约为 6400 亿元、1.08 万亿元，合计约 1.72 万亿元。

图 20：农村家庭生产、生活支出约 8 万亿左右



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 21：农村家庭生产、生活支出结构



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

在中国农村，养猪是个非常大的产业，即使是现在很多农民不养猪了，但全国不含公司化的养殖场，仍然约有 1.5 亿猪农，而这 1.5 亿猪农，又能延伸他们各自的家庭成员。所以，如果大北农集团对养猪户的覆盖达到 10% 左右，其信息覆盖面应该有望达到 4000 万以上农村居民。静态测算，上述居民养猪以外的生产、生活支出的信贷市场规模约 860 亿元左右。均衡状态按照 2 个百分点的利差收入，养殖产业链金融衍生出的农村金融市场有望贡献 17.2 亿元的净利润。

2014 年 12 月，大北农集团发布对外投资公告，其中提及投资成立北京农信金融信息服务公司（上市公司全资子公司），主要经营金融产品的信息服务、金融资产的资产交易服务、金融行业咨询服务等。

我们认为，大北农公司的信息系统正在经历客户数量快速增加、用户数量快速增加，到用户逐级变现的发展阶段。而且，其所做的事业对整个农村社会新型征信评级体系的构建，具有里程碑式的意义，其示范效应带来的公司发展节奏的超预期同样值得期待。

机制分析与公司前景

激励与授权文化

大北农在管理机制上充分体现了现代农业企业的特征，核心要义在于持续激励和充分授权。而这种文化也渗透到了公司对经销商的调度和管理上。

激励的目的在于持续不断的使员工释放工作动力与热情。大北农的激励在现有的农业上市公司中是最为彻底和有效的（所谓彻底，是激励的成本能够达到振奋人心的程度；所谓有效，是指管理好员工对嘉奖的预期，进而能够起到发挥其能动性的效果），在整个农业行业也是鲜见的。这一点上，邵根伙董事长不但体现出了宽大的心胸，也体现出他对人性的理解和极高的情商。

大北农激励方式既有利益上的，也有个人价值实现上的。总体分为三个层面。一是高管和员工持股。大北农在 2010 年上市之初就有 198 个自然人持股，主要是管理团队和技术人员；2011 年 11 月实施股权激励，授予公司及控股子公司董事、高级管理人员、核心技术和业务人员 102 人 2380 万份股票期权，占当时公司总股本的 5.94%；2014 年 8 月，邵根伙董事长无偿赠与公司员工 9848 万股股票，约占当时公司总股本的 6%，至此邵根伙董事长持股比例由上市时 44.49% 的下降至 38%（根据邵根伙董事长在年度大会上的表态，其持股比例将最终下降至 20%）。由于员工持股将个人利益与公司长期利益绑定，员工对企业的忠诚度和归属感提高。

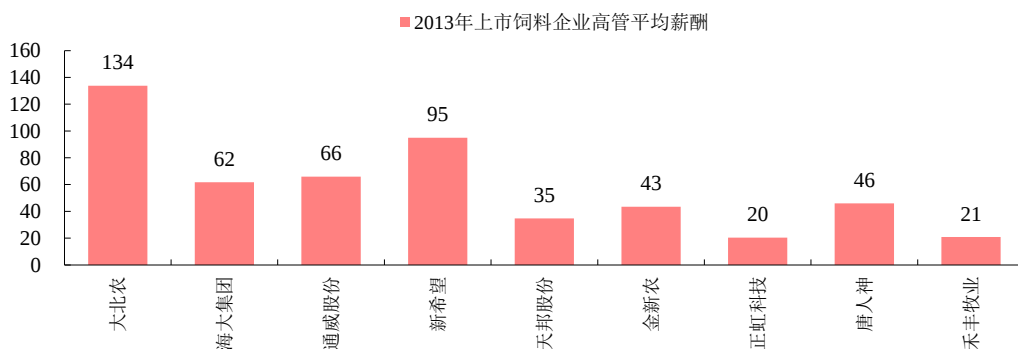
表 11：公司激励对象基本条件

公司最新公布的员工持股计划激励对象条件
1、全心投入大北农事业，具有强烈的创业奉献精神；
2、认同公司文化，遵守“大北农八大基本守则”；
3、业绩突出，为大北农事业做出了重大贡献；
4、在公司及其下属关联企业正式任职超过两年（含两年）的员工（计算首批参与对象工作年限的截至时间为 2014 年 7 月 1 日）；
5、薪酬与考核委员会制定的其他标准。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

二是在薪酬方面，大北农的高管薪酬和员工工资在同行中基本是最高的，保证了人才的稳定和流入。

图 22：大北农高管薪酬业内领先（单位：万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

三是在平台和个人价值实现方面，组织架构上细化组织单元（具体分为事业部、分公司、核算单元三级），为员工搭建了晋升通道。在精神上鼓舞士气，激励员工共同成长，实现共同的事业。

除了对内部员工的激励，大北农将激励文化渗透至对经销商的管理。首先，利用全方位的服务（金融、技术等）帮助标杆经销商发展做大，通过经销商大会的宣传，激发所有经销商做大做强的意愿，并鼓励经销商成为大北农的专营商。同时创造出了经销商的组织——财富事业共同体委员会，选出主任、副主任，增加经销商的荣誉感和归属感。这些激励方式，向经销商传达的是“大北农能帮你成为创业英雄；大北农能够给你别人给不了的尊重。”

充分授权也是大北农文化的另一个特点。目前饲料公司的管理模式大体有两种，一种是总部集权式的统一管理，各个片区按照总部指导的产品方案、营销方式、管理模式来经营，例如双胞胎、通威集团等；另一种是总部从文化、产品定位、财务管理上统一，但是各片区根据当地市场的情况来设计产品方案、营销模式等，例如大北农。两种方式没有优劣之分，但都需要符合自己相应的企业文化。

大北农充分授权正是基于公司激励文化，激励文化保障了员工积极开拓的内动力（绩效优秀则及时嘉奖），因此，对片区的充分授权，进一步释放了中层管理人员和基层员工的创造性、主动性。具体而言，公司要求各地统一是，1、定位于高端饲料产品，明确前端料等高端料占比目标水平；2、明确绩效考核方式；3、财务垂直管理；4、各分子公司联入 OA 系统，以便总部实时跟踪经营动态。

但是各个片区可以根据当地的情况，来设计产品组合和营销方式。例如，福建、广东等地区规模化养殖户比较多，那么相应片区大北农饲料以预混料为主导，配合设计高端教保料、母猪料等组合，销售服务人员直接面向猪场及经销商；而在东北片区，由于散养户占比较高，同时玉米等原料充足，饲料组合以浓缩料为主导，并且服务模式上，通过经销商教育，在由经销商给养殖户做服务。

公司战略前景展望

我们认为，大北农未来 5 年的战略定位，可能首先是养殖供应链大平台，通过构建供应链信息系统，并将之互联网化，实现自产养殖投入品的销售，并将产品向已覆盖客户的养殖全过程渗透，再实现产销一体化，建立体系内的全国生猪产销一体化平台，把公司经营向生猪拍卖平台延伸。以上，我们称之为大北农养殖供应链大平台。

未来 5 年，同时也是公司依托上述业务与信息系统，布局新业务的战略期，新业务的收获期可能是未来 5 年到 10 年。公司的新业务，指的是以养殖户生产大数据为支撑的供应链金融服务，为与公司战略合作的商业银行建立农村金融信用评价体系，成为农村金融服务的先行者。

公司可能建设的四大利润中心包括，生猪养殖智能平台、转基因技术储备、疫苗研发中心、互联网金融平台。

表 12：未来 10 年大北农公司产品结构

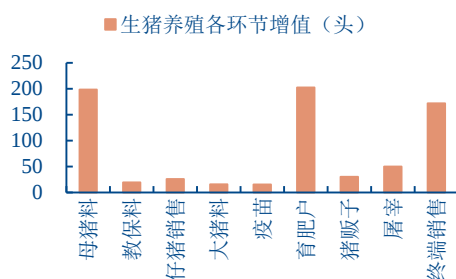
行业分类	产品	商业模式
养殖业	饲料、疫苗	产品销售
养殖业	猪管网	技术关键点免费监控与反馈服务，数据采集
养殖业	进销财	免费为客户养殖投入品采购与库存管理，数据采集
养殖业	农富宝	客户资金结算与理财，数据采集
养殖业	生猪拍卖平台	产销一体化的信息流、资金流闭环，获取销售收入分成
种子业	商品种子	产品销售
种子业	功能基因	专利授权
动物疫苗业	专利技术	专利授权

动物疫苗业	商品疫苗	产品销售
金融	小贷业务	利差收入
金融	农村金融信用评级体系	与银行收入分成

资料来源：中信证券研究部预测

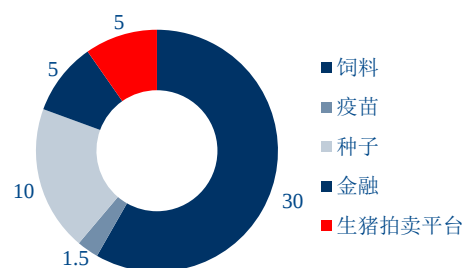
1、生猪养殖智能平台，为养殖户提供便捷的产销全过程免费监控服务，并通过优秀的产品，增加客户的产品与服务粘性；同时，也是公司互联网金融必须依赖的大数据基础。预计该平台未来 5 年有望给公司贡献 60 亿元以上级别的毛利润（假设前端料市场毛利润空间约 230 亿元，后端料市场毛利约 110 亿元，大北农前端料市场占有率 20%，后端料占 10%）。估计接近 20 亿元的净利润。

图 23：生猪养殖业价值链结构(毛利) 单位：元



资料来源：中信证券研究部

图 24：大北农未来 10 年的净利润构成（%）



资料来源：中信证券研究部预测

2、转基因技术储备既是企业战略，也是国家战略。中长期看，我国有限的农业资源既要实现可持续发展，又要保障国家粮食安全，转基因技术在国内的商业化是发展的必然。预计该平台未来 10 年能够给公司贡献 10 亿元以上级别的净利润。

3、疫苗研发中心的盈利模式大概率是向大型疫苗企业出售专利技术。其是公司在全国疫苗竞争格局趋于稳定后，在动物疫苗产业链上实现的战略重定位，商业模式的重定义；是行业进入稳定发展期之后，产业链的专业化分工更加细致带来的商业机会。预计该中心未来 5 年能够给公司贡献亿元以上级别的净利润。

4、基于养殖户生产大数据的互联网金融平台，中长期来看，既可能是公司未来最大的利润中心之一，又是增加客户产品粘性的重要手段。

风险提示

猪价上涨节奏低于预期

企业主营生猪饲料业务，生猪养殖盈利情况将影响饲料需求。我们判断，猪价已进入上涨通道，从 2015 年二季度开始饲料行业迎来景气反转，如果猪价上涨节奏低于预期，或将影响公司饲料销售情况。

应收款风险

公司产品部分采取赊账销售模式，经销商和养殖户的经营状况决定了公司回收账款能力，因此公司存在应收款出现坏账的风险。

企业内控风险

公司在管理机制上看重持续激励和充分授权，希望通过激励促使员工释放工作动力与热情，而且公司财务采取垂直管理方式，或存在企业内控风险。

相关产业链扩展不及预期

智慧大北农战略的执行需要员工积极推广公司 APP/软件系统，并且推广速度依赖于养殖户对互联网的接受程度，因此相关业务的推广进展存在低于预期的可能。

盈利预测与评级

公司盈利预测与关键假设

- 1、假设公司饲料销量 2014、2015、2016 年分别为 450 万吨、580 万吨，和 750 万吨。
- 2、假设随着公司产品结构的变化（大猪配合料占比提升），公司综合毛利率 2014、2015、2016 年分别为 20.07%、20.12%、19.81%。
- 3、假设信息化平台渗透率提升后，销售与推广的效率将提升，公司期间费用率有望逐年下降。

表 13：大北农经营预测表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	1,055,247	1,651,532	1,922,395	2,537,191	3,298,348
--收入增长率%	35.63%	56.51%	16.40%	31.98%	30.00%
主营业务利润	224,884	331,315	385,866	510,443	653,442
主营业务成本	830,364	1,320,217	1,536,529	2,026,748	2,644,907
--成本增长率%	35.99%	58.99%	16.38%	31.90%	30.50%
--营业成本/营业收入%	78.69%	79.94%	79.93%	79.88%	80.19%
毛利率	21.31%	20.06%	20.07%	20.12%	19.81%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

根据假设，我们计算得公司 2014/15/16 年的净利润分别为 8.38 亿元、11.6 亿元、16.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.51、0.71、1.03 元/股。由于饲料行业在 2014 年下半年的整体景气低于预期，我们略下调公司盈利预测，预计 14/15/16 年 EPS 为 0.51/0.71/1.03 元（原盈利预测 0.65/0.95/1.17 元）。

业绩超预期的概率和原因

按照过往经验，行业景气下行期，也是市场逐步调低上市公司盈利预测的一个过程；2011 年三季度以来，大北农的盈利预测是被持续调低的。相反，在行业景气上行期，一定是市场逐步调高上市公司盈利预测的一个过程。或许，产业与资本市场目前仍然对支撑景气的猪价上涨幅度存在分歧，但在我们的供给缺口理论的逻辑框架下，猪价在 2015 年有望创新高，所以，尽管我们根据中性偏谨慎的判断下调了盈利预测，但我们同样预期，大北农的业绩会超出市场预期。

而从企业内生的经营效率来看，信息化水平的提升、客户覆盖与掌控力的提升，必然会带动公司经营效率的提升。过去纠结于人员费用增速过快的情况，在过去 3 年的经营基础下，将会逐步放缓，公司的人均收入、利润水平有望进入上升期。现在的大北农比 3 年前更扎实，更贴近市场。这是我们认为，至少未来 2 年的顺周期环境下，大北农业绩会超预期的第二个原因。

第三个使大北农净利润超预期支撑点在种业。种子行业库存进入下降周期，金色农华的经营压力变小；同时，公司的长期竞争力进入商业价值的表达期。我们认为，金色农华公司 2016 年之前的盈利模式，只比纯加工型、贸易型种子公司略强，通过在市场上挖人、挖品种的方式赚快钱，企业系统能力呈现“外强内虚”的特征；但 2016 年之后，公司的商业模式有望切换到“育繁推一体化”体系支撑下的快速发展阶段。之所以会出现上述商业模式切换，是因为该公司的研发体系始建于 2008 年，设立了商业化育种的体系与机制、招聘了一批年轻有活力的专家、投入了大量的资金，根据 8 年左右的育种周期，金色农华有望于 2016 年之后，推出一大批具有自主知识产权的自育品种上市，2018 年之后，产品梯队完全形成，公司进入低风险的加速发展阶段。

总之，大北农在行业景气超预期、企业内生竞争力商业价值超预期等因素叠加作用下，实现未来 3 年经营、业绩超预期的概率较高。

公司估值有望获得溢价

公司的估值取决于所属产业的前景，及其产业地位。以大北农现有饲料、种子、疫苗三大产业的价值，中长期料可获得 25 倍左右的估值，随着种子利润的贡献占比提高，估值有望给到 30 倍左右。上述估值中枢会随着行业景气的波动而波动。预计 2015 之后，饲料行业、种子行业进入景气上升期，公司估值中枢有望在原有的基础上获得上移。

此外，大北农另外的估值溢价逻辑，来源于企业的信息化、互联网化以及农村金融战略的培育、落地。公司依托产品战略，孵化产业平台、农村金融业务等新业务，必然会打开企业的发展空间，甚至一定意义上，产业平台、农村金融的价值比现有的饲料、种子、疫苗业务本身还要大。

我们认为，产业景气与企业互联网化，有望使大北农估值中枢大幅上移，而产业景气上升推动的公司业绩增速加快，能够与估值提升形成正循环。预计大北农未来 3 年，当年的动态 PE 估值中枢将上移至 35 倍左右，对应未来 6 个月目标价 25 元，维持“买入”评级。

利润表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	10640	16661	19224	25372	32983
营业成本	8358	13206	15365	20267	26449
毛利率	21.4%	20.7%	20.1%	20.1%	19.8%
营业税金及附加	3	3	5	6	8
营业费用	928	1577	1807	2360	2738
营业费用率	8.7%	9.5%	9.4%	9.3%	8.3%
管理费用	568	912	1038	1350	1748
管理费用率	5.3%	5.5%	5.4%	5.3%	5.3%
财务费用	(31)	10	15	25	16
财务费用率	-0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
投资收益	5	3	0	0	0
营业利润	807	929	970	1357	2016
营业利润率	7.6%	5.6%	5.0%	5.4%	6.1%
营业外收入	42	50	55	60	30
营业外支出	7	8	7	7	7
利润总额	842	971	1018	1410	2039
所得税	135	188	163	212	306
所得税率	16.0%	19.4%	16.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	32	14	17	36	52
归属于母公司股东的净利润	675	769	838	1163	1681
净利率	6.3%	4.6%	4.4%	4.6%	5.1%
每股收益(元)(摊薄)	0.41	0.47	0.51	0.71	1.03

现金流量表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	842	971	1018	1410	2039
少数股东损益	-135	-188	-163	-212	-306
折旧和摊销	118	182	147	195	220
营运资金变动	-172	-510	9	-398	-417
其他	42	67	38	31	25
经营现金流	695	522	1050	1027	1561
资本支出	-1036	-1647	-609	-350	-312
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖					
其他	2	6	-39	-30	-5
投资现金流	-1034	-1641	-648	-380	-317
发行股票	0	320	0	0	0
负债变化	-2	789	2	-6	0
股息支出	-139	-168	-138	-151	-174
其他	42	27	-15	-25	-16
融资现金流	-99	968	-152	-181	-190
现金净增加额	-437	-152	250	466	1054

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1763	1560	1810	2276	3330
存货	1183	1942	2256	2922	3849
应收账款	145	352	192	378	506
其他流动资产	256	454	501	649	837
流动资产	3347	4308	4760	6225	8522
固定资产	1340	1989	2354	2511	2605
长期股权投资	48	198	198	198	198
无形资产	352	465	464	463	463
其他长期资产	621	1246	1383	1411	1415
非流动资产	2361	3898	4399	4584	4681
资产总计	5708	8206	9158	10809	13203
短期借款	18	749	749	741	739
应付账款	556	815	948	1250	1631
其他流动负债	731	1224	1324	1630	2084
流动负债	1306	2787	3021	3621	4454
长期负债	7	4	6	8	10
其他长期负债	112	123	123	123	123
非流动性负债	119	127	129	131	133
负债合计	1425	2914	3150	3752	4587
股本	802	1638	1638	1638	1638
资本公积	1647	1154	1154	1154	1154
股东权益合计	4283	5292	6009	7057	8615
少数股东权益	217	259	276	312	364
负债股东权益总计	5708	8206	9158	10809	13203

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	35.8%	56.6%	15.4%	32.0%	30.0%
营业利润	33.4%	15.2%	4.4%	39.9%	48.5%
净利润	34.0%	13.9%	9.0%	38.8%	44.6%
利润率(%)					
毛利率	21.4%	20.7%	20.1%	20.1%	19.8%
EBIT Margin	7.3%	5.8%	5.3%	5.5%	6.1%
EBITDA Margin	7.3%	5.8%	6.1%	6.3%	6.7%
净利率	6.3%	4.6%	4.4%	4.6%	5.1%
回报率(%)					
净资产收益率	15.8%	14.5%	13.9%	16.5%	19.5%
总资产收益率	12.4%	9.5%	9.3%	11.1%	13.1%
其他(%)					
资产负债率	25.0%	35.5%	34.4%	34.7%	34.7%
所得税率	16.0%	19.4%	16.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	17.8%	18.8%	18.0%	18.0%	15.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。