

主攻教槽料的领先饲料企业

估值区间：19.50-23.40

2011年1月27日

金新农(002548) IPO投资价值分析报告

发行数据

发行前总股本(万)	7000
本次发行股数(万)	2400
发行后总股本(万)	9400
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
成农投资	95.95%
轻松投资	4.05%

公司主导产品猪教槽料技术含量和附加值都较高,市场份额全国第一,本报告重点研究了国内教槽料市场状况以及公司教槽料产品的竞争优势。未来公司若能充分利用在快速成长的教槽料市场的先发优势,有机会获得快速增长。

- **2007-09年教槽料市场占有率全国第一,市场份额约20%。**2009年销售饲料总计30万吨,其中教槽料4.4万吨。近三年销售收入复合增长率达36%,远超过行业整体水平。公司猪饲料产品近三年在黑龙江、广东、上海销量分别位居第一、三、三位。2008年,主要商标“成农”被评为“广东省著名商标”。
- **教槽料国内市场处于快速成长阶段,**近五年我国教槽料产量年复合增长率约15%,远高于饲料行业整体6%的水平。而目前教槽料的年产量25.7万吨,仅能满足我们保守估计需求量的43%。如果公司能够利用好先发优势,未来继续专注于教槽料业务,将能获得远高于行业的成长速度。
- **技术研发和服务营销是公司快速成长的基础。**产品配方和加工工艺领先行业,能提高养殖效益,倍受客户青睐。以客户需求为导向,以为客户价值最大化为目标的服务体系使公司品牌知名度不断提高,带来了稳定的销售渠道和高忠诚度的客户,为公司快速稳定的发展打下了良好的基础。公司重视研发和服务,主要产品技术含量和利润率高,与业内优秀企业大北农与海大集团类似,有望通过差异化的竞争摆脱饲料行业低水平同质化竞争的微利经营状况。
- **募投项目:拟发行2400万股,募集资金3.38亿元,**用于惠州、长沙、哈尔滨饲料项目以及研发中心项目,募投总产能39万吨,其中教槽料产能8.4万吨。项目完成后将解决公司产能不足的问题,增强产品研发能力。
- **合理估值区间为19.5-23.4元。**我们预计2010-12年公司销售收入为12.07、14.43、19.77亿元,三年净利润6000、7500、10500万元,对应摊薄后每股收益0.63、0.78、1.09元,年增速分别为2%、24%、39%。2010-11年增长较慢主要是因为产能基本饱和,2012年新产能大量投产,公司有望加快发展。我们给予公司2011年25-30倍PE,合理估值区间为19.5-23.4元。
- **风险提示:原料价格风险,重大疫病风险。**

黄珺

0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	905	1056	1207	1443	1977
同比增长	57%	17%	14%	20%	37%
营业利润(百万元)	63	67	71	88	122
同比增长	147%	8%	5%	23%	39%
净利润(百万元)	51	58	60	74	102
同比增长	129%	15%	2%	24%	39%
每股收益(元)	0.54	0.62	0.63	0.78	1.09
ROE	44%	36%	29%	10%	13%

资料来源:招商证券研发中心

正文目录

一、主攻教槽料的领先饲料企业	3
二、公司所在行业基本情况	5
1. 饲料行业稳定增长	5
2. 教槽料细分领域市场潜力巨大	7
三、管理模式与技术水平全面领先国内	8
四、募投项目：扩大产能，丰富产品结构	10
五、盈利预测与估值	11
六、风险因素	13

图表目录

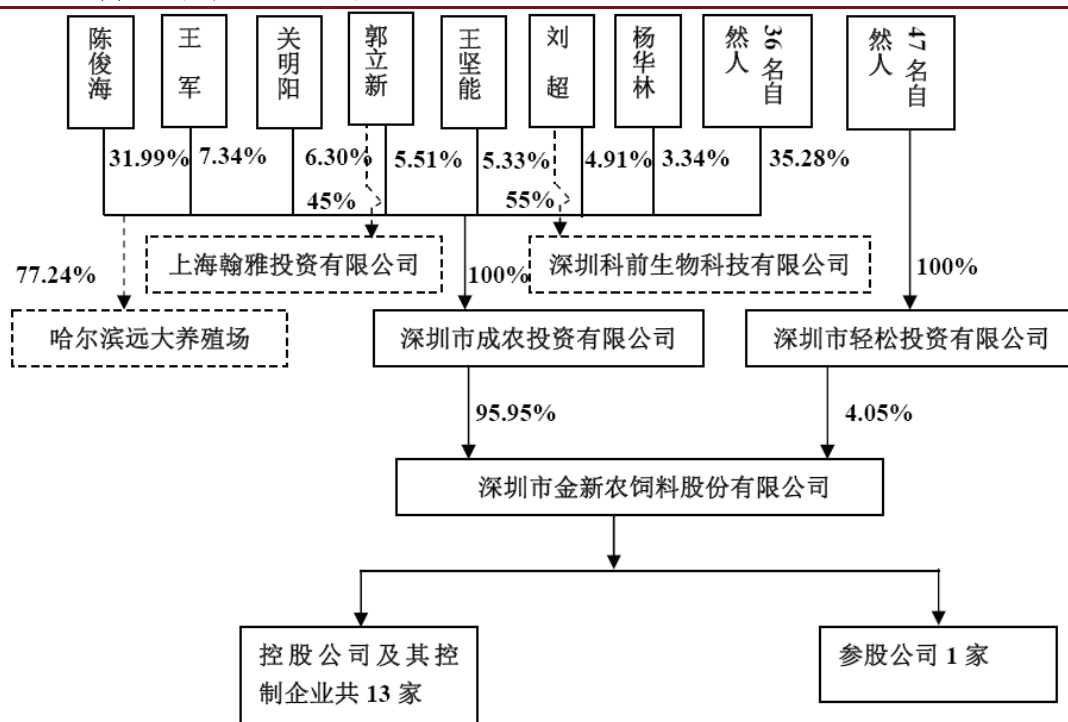
图 1、金新农发行前股权结构图	3
图 2、公司销售收入增长情况	5
图 3、毛利率和净利率均逐渐上升	5
图 4、饲料行业总收入和利润的增长	6
图 5、饲料行业总产量的增长	6
图 6、三类猪饲料的结构变化	6
图 7、未来饲料工业化率将提高	6
图 8、2015 年饲料需求量估计	6
图 9、规模企业占行业总产量比重逐年增大	7
图 10、2008 年主要教槽料企业市场份额	8
图 11、我国年生猪出栏量稳步增长	8
图 12、2006-2010 年我国教槽料产量快速增长	8
图 13、2010 年教槽料产量仅能满足需求量的 43%	8
图 14、公司毛利率处于饲料行业较高水平	10
图 15、募投项目解决产能瓶颈问题	11
图 16、各类饲料募投产能情况	11
表 1、金新农发行前后股权比例变化情况	4
表 2、主要股东在公司任职情况	4
表 3、金新农主营收入及毛利情况	4
表 4、教槽料的主要作用	7
表 5、优质教槽料的特点	9
表 6、主要企业教槽料技术指标对比	9
表 7、IPO 募集资金投向	10
表 8、金新农主营业务盈利预测	12
表 9、金新农盈利预测总表	13

一、主攻教槽料的领先饲料企业

新金农股份是国内领先的饲料企业，尤其在猪教槽料领域全国第一。公司前身成立于1999年11月，于2008年6月整体变更为股份有限公司。公司主要业务为猪饲料的研发、生产和销售，核心产品为猪教槽料和浓缩料（包括教槽浓缩料）。教槽料又叫早期仔猪断奶料、代乳料、人工乳，一般在仔猪5-7日龄到断奶后7-14日食用的一种高营养成分的全价配合饲料。教槽浓缩料是以豆粕、乳清粉、乳糖等为主，再配以玉米等能量原料就是教槽全价配合饲料。公司在国内较早进入教槽料研发、生产、销售领域，拥有雄厚的技术实力和良好的品牌形象，2007-2009年猪教槽料市场占有率为全国第一。公司现有饲料产能39万吨，其中教槽料产能大约5.5万吨。猪饲料产品在东北、华南、华东市场具有明显的竞争优势，近三年在黑龙江、广东、上海猪饲料产销量分别位居第一、第三、第三位。2008年，公司主要商标“成农”被评为“广东省著名商标”。

公司核心管理团队均为饲料行业从业多年的优秀人才，并且长期保持稳定。控股股东为成农投资，持有公司股份6716.50万股，占发行前总股本的95.95%。实际控制人是成农投资的股东陈俊海、王军、关明阳等，占成农投资的股权比例为64.72%，间接持有公司股权比例62.10%。其中董事长陈俊海先生是中国农业大学动物营养学博士，一直以来从事饲料行业研发工作，也是我国教槽料领域的开拓者之一，并被授予“改革开放三十年推动饲料工业发展的十大开拓人物”荣誉称号，现在亲自担任公司的研发总监。公司的核心管理团队其他主要成员也有着类似的学习和工作经历，并且长期以来处于较稳定的状态。优秀、稳定的管理团队也是公司发展壮大的保证，是公司重要的核心竞争力。

图 1、金新农发行前股权结构图



资料来源：公司招股书

表 1、金新农发行前后股权比例变化情况

股东	本次发行前 股数(万股)	比例	本次发行后 股数(万股)	比例
深圳市成农投资有限公司	6716	95.95%	6716	71.45%
深圳市轻松投资有限公司	284	4.05%	284	3.02%
本次发行流通股			2400	25.53%
合计	7000.00	100%	9400	100%

资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

表 2、主要股东在公司任职情况

姓名	职务	发行前持股比例	发行后持股比例
陈俊海	董事长、研发总监	30.70%	22.91%
王军	监事会主席	7.04%	5.2%
关明阳	监事	6.04%	4.51%
郭立新	监事	5.28%	3.94%
王坚能	监事	5.12%	3.82%
杨华林	董事、总经理	4.71%	3.51%
刘超	监事	3.20%	2.39%
何显坤	监事	0.31%	0.23%
廖建英	财务总监	0.31%	0.23%
翟卫兵	董秘、副总经理	0.24%	0.18%

资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

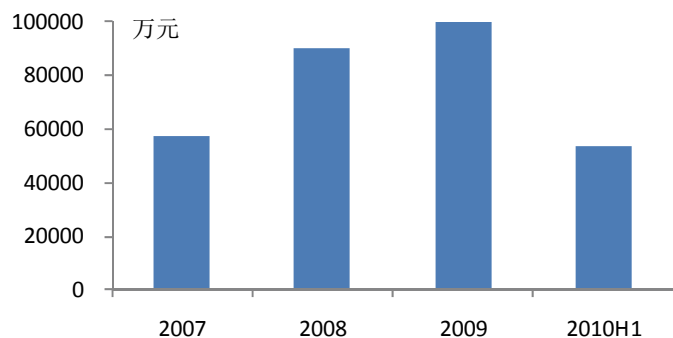
公司近三年销售及利润增长速度远高于行业平均水平，主要产品毛利率较高。2007-2009 年以及 2010 年 1-6 月公司营业收入分别为 5.72、8.96、10.47、5.33 亿元，近三年复合增长率达到 36%，远超过行业整体水平。其中接近 60%来自于猪浓缩料和猪配合料中的教槽料，都属于饲料中毛利率较高的产品。近三年及一期公司综合毛利率分别为 13.0%、15.0%、15.5%、14.3%，呈逐年上升趋势，2010 年上半年毛利率有所下降主要是因为饲料产品销售有一定周期性，一般下半年的销售情况要好于上半年。净利润分别为 2204、5056、5837、2701 万元，也保持着较高增速。

表 3、金新农主营收入及毛利情况

单位：万元	2007	2008	2009	2010H1
猪配合料	25961	35491	44479	27730
猪浓缩料	16014	33213	40779	16202
猪预混料	5619	7643	10288	5213
其他饲料	9652	13289	9123	4132
养殖产品	-	801	917	288
主营业务合计	57245	90437	105585	53565
毛利	7423	13567	16316	7638
毛利率	13.0%	15.0%	15.5%	14.3%

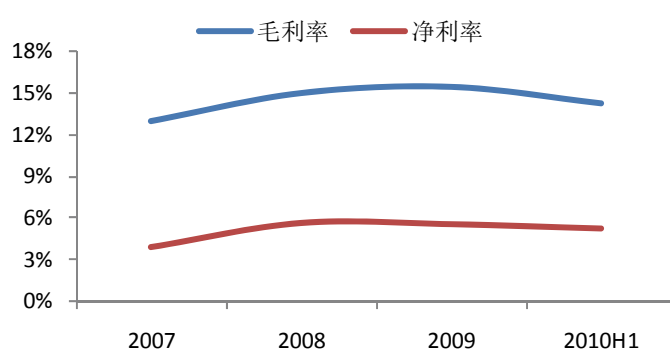
资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 2、公司销售收入增长情况



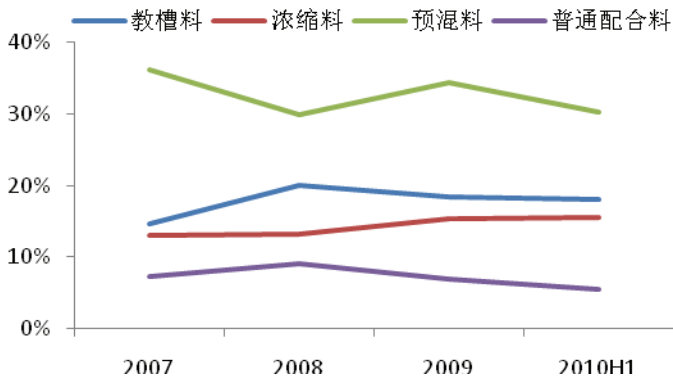
资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 3、毛利率和净利率均逐渐上升



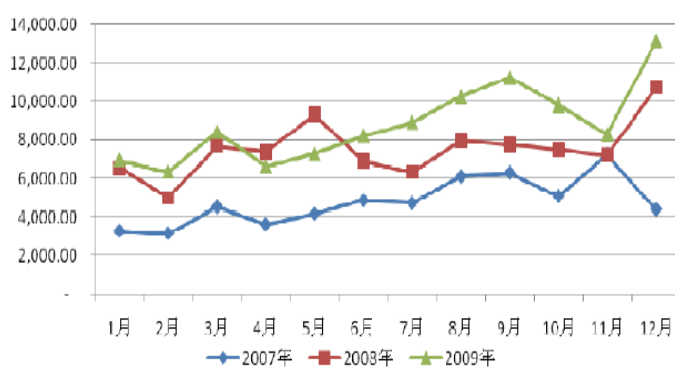
资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 4、各类饲料毛利率变化情况



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 5、销售收入季节性波动



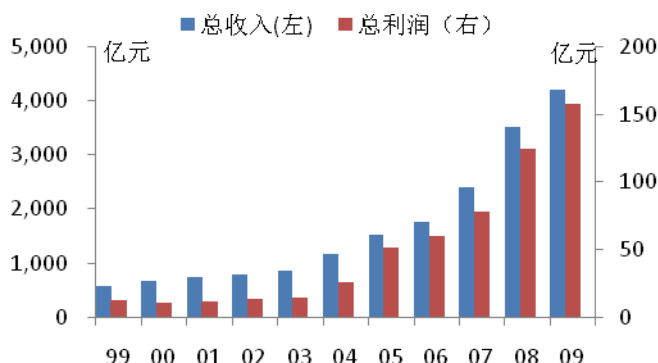
资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

二、公司所在行业基本情况

1. 饲料行业稳定增长

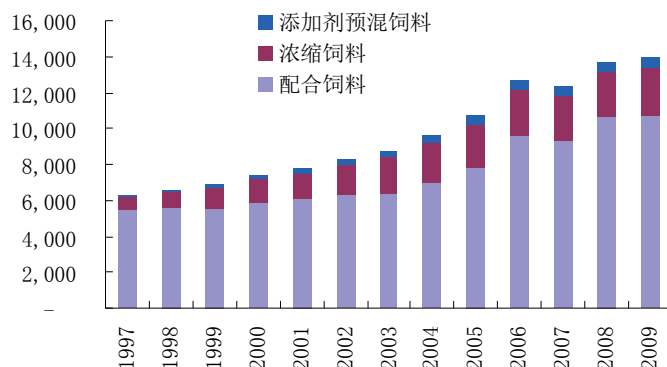
饲料行业增长稳定，产品结构日趋合理。饲料加工业是现代农业产业链中的重要环节，是畜牧业和水产养殖业发展的基础，直接关系到农业、农村经济发展和人民生活水平的提高，已成为我国国民经济的重要基础产业之一。1980-2009 年间，饲料产品产量由 200 万吨增加到 1.48 亿吨，增长了 74 倍，年均复合增长率为 16%，其中最近十年复合增长率约 7%，饲料总产值和净利润分别从 1999 年的 578 亿和 12 亿提高到了 2009 年的 4,212 亿和 158 亿，预计未来五年仍将维持在 6% 左右的增长率。近年来，饲料产品逐渐多样化，结构日趋合理。根据不同区域市场的实际情况不同，市场需求也有差异，在北方的玉米主产区，预混料发展较快；而在南方非玉米产区地区，配合料是将来发展的主流。

图 4、饲料行业总收入和利润的增长



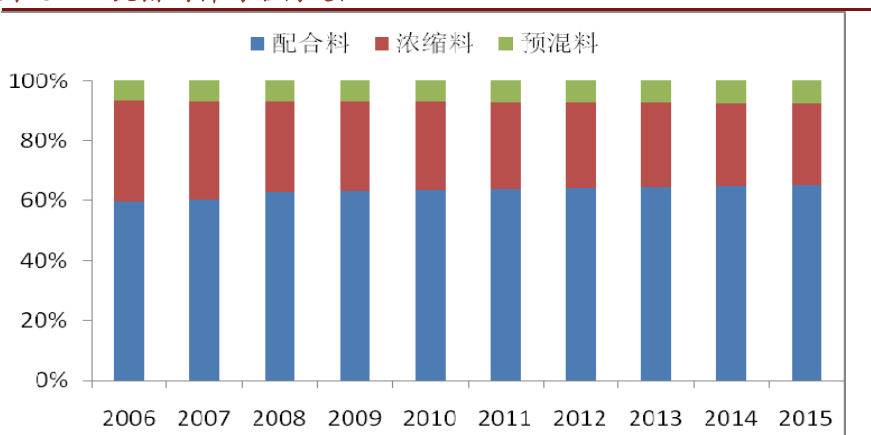
资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 5、饲料行业总产量的增长



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

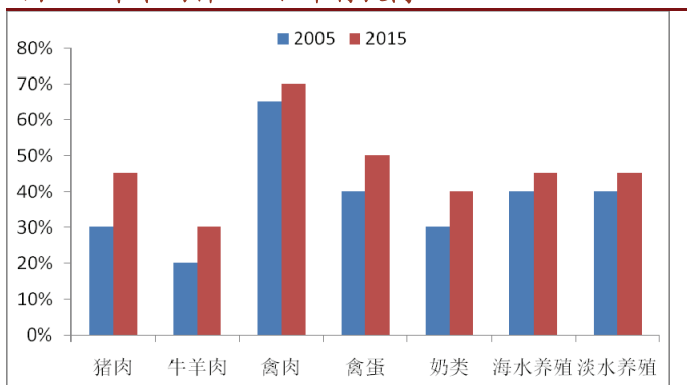
图 6、三类猪饲料的结构变化



资料来源：中国猪业网，招商证券研发中心

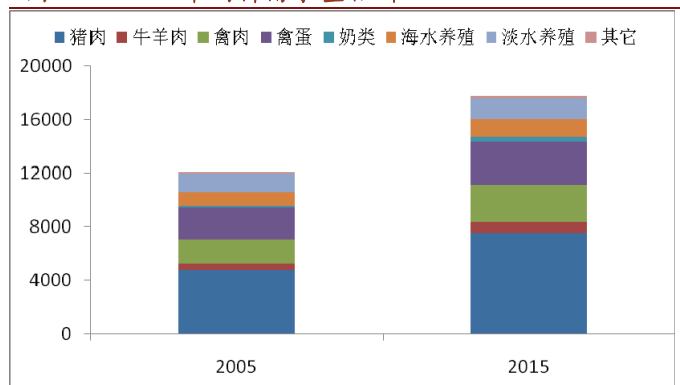
随着各类肉产品需求增加以及工业饲料普及率的提高，饲料市场还有很大的发展空间。近年来我国居民生活水平不断提高，食品结构也发生了较大的变化，人们对大米、小麦等主粮的需求减小，而对肉、蛋、奶和水产品需求量则越来越大。作为畜牧养殖业发展的物质基础，饲料的需求也会随之大幅增加。另外，我国传统饲养往往利用青绿饲料、桔杆、糟渣等，工业饲料普及率偏低，2005 年仅在 30-40%左右。随着规模化养殖逐步取代农户散养的传统饲养模式，生产专业化、集约化程度的提高，工业饲料普及率将会随之提高。预计在 2015 年能提高到 45-50%，对比美国目前 70-80%的水平，还有很大的增长空间。

图 7、未来饲料工业化率将提高



资料来源：饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划

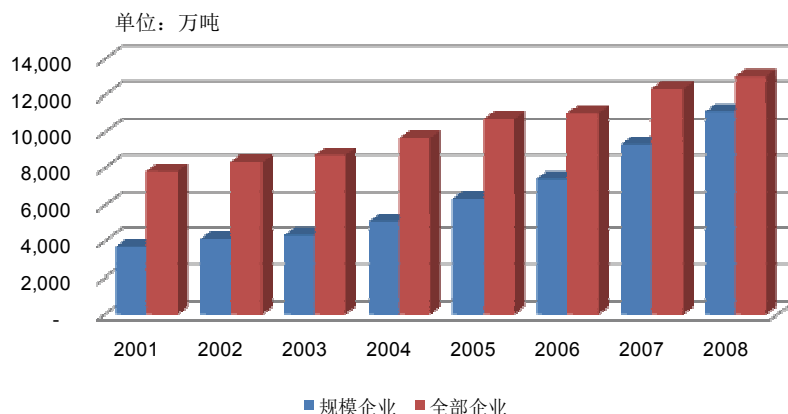
图 8、2015 年饲料需求量估计



资料来源：饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划

饲料行业市场集中度低，竞争激烈，毛利率相对较低，行业整合和一体化发展是未来的趋势。饲料行业在我国经过几十年的发展，已经进入相对成熟的发展阶段，行业进入门槛低，产品差异性不明显，技术进步比较缓慢。2008 年我国饲料加工企业超过 13000 家，其中年产超过 10 万吨的约 200 家，全国排名前 10 位饲料企业集团产量达到了 4000 万吨以上，占全国饲料总产量的比重为 31%。由于局部生产能力过剩，产品的毛利率偏低，饲料企业之间的竞争异常激烈。配合饲料行业平均利润不足 100 元/吨，利润率仅 4%。传统的价格竞争策略已经无法维持企业的生存和发展，未来将通过行业横向整合与纵向一体化发展产生大型综合性饲料企业，技术、管理、品牌综合优势将成为竞争的关键。

图 9、规模企业占行业总产量比重逐年增大



资料来源：东方艾格

2. 教槽料细分领域市场潜力巨大

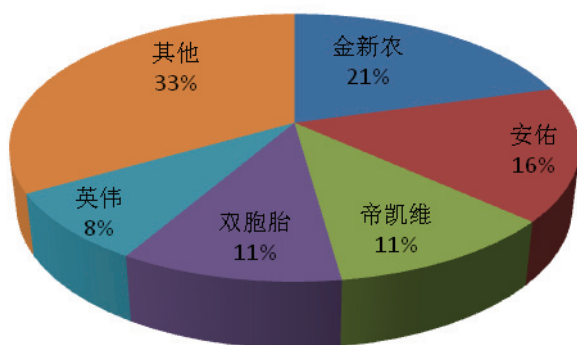
教槽料技术含量高，在养殖中重要性强，因此利润率普遍较高。在猪饲料中，按照猪的不同的成长阶段可以分为教槽料、乳猪料、小猪料、中猪料、大猪料。在生猪养殖业，有“断奶差一斤、出栏差十斤”的行业经验，所以教槽料的发展是重中之重。20 世纪 80 年代，国外开始兴起使用教槽料，90 年代逐渐普及，乳猪断奶期从 30 多天下降到 21 天，一方面能节省母猪哺乳时间，提高产仔效率，另一方面还能有效防止疾病在母猪与仔猪之间传播，被誉为养猪业的革命。国内教槽料市场从 20 世纪 90 年代末起步，2000 年后逐渐成长，早期主要集中在广东地区生产，随着其重要性在仔猪生长过程中越来越高，教槽料也越来越受到猪饲料行业的关注。由于技术含量、营养价值较高，教槽料的利润率往往较高，但大部分企业并不具备生产教槽料的能力，因此部分企业采取委托加工的方式来拓展自身产品结构。目前，国内掌握了教槽料生产技术的主要企业除金新农外还有安佑、英伟、双胞胎、桂龙等。

表 4、教槽料的主要作用

序号	教槽料的作用
1	缩短仔猪断奶期，断奶时间由 30 多天减少到 21 天
2	提高母猪的繁殖效率，基础母猪由原来的一年 2 产提高到 2.6 产
3	提高生长速度、缩短出栏时间
4	减少疾病感染的机会
5	提高养猪设施的利用率和劳动生产率

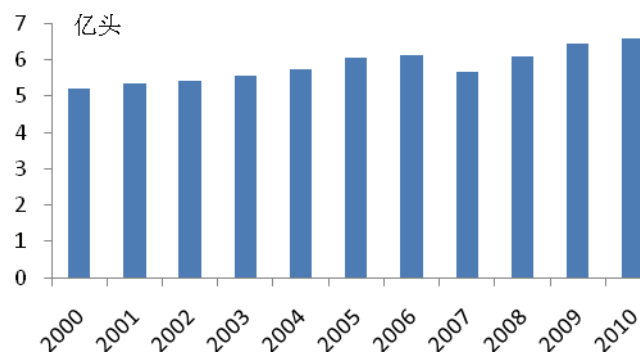
资料来源：公司招股书

图 10、2008 年主要教槽料企业市场份额



资料来源：招商证券研发中心

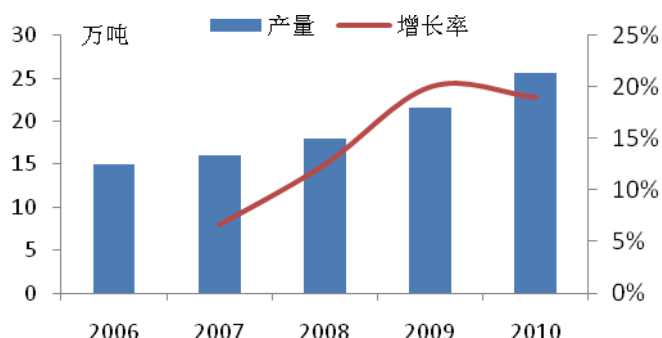
图 11、我国年生猪出栏量稳步增长



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

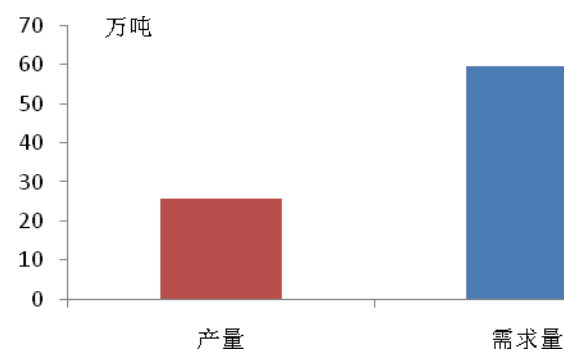
随着我国对猪肉的需求增加以及科学饲养的普及，教槽料的市场潜力非常大，目前全国产量仅能满足我们保守估计需求量的 43%。我国生猪出栏量最近几年稳步增长，2010 年达到约 6.6 亿头。在生猪养殖过程中，为了让出生不久的仔猪更快地适应吃猪饲料，在仔猪出生 7 天后即可以开始诱导其采食教槽料，直到断奶后 1-2 周左右。如果以仔猪出生后 7 天至 30 天饲喂教槽料来计算，每头仔猪约采食教槽料 3kg。如果以仔猪出生后 7 天至 37 天饲喂教槽料来计算，每头仔猪大概采食教槽料 6kg 左右。我们以保守的估计，按年出栏 50 头以上的规模化养猪占比 60%，其中一半采用教槽料喂养，每头仔猪需用 3kg 教槽料来估算，2010 年全国生猪对教槽料的需求量约为 59.4 万吨，而目前教槽料的年产量才 25.7 万吨，仅能满足需求量的 43%。随着我国生猪出栏量的稳定增长、养殖模式向规模化养殖的转变、对仔猪育成的重视和仔猪食用教槽料比例的不提高，教槽料的市场潜力将更加巨大。近五年我国教槽料产量年复合增长率约 15%，远高于饲料行业整体 6% 的水平。

图 12、2006-2010 年我国教槽料产量快速增长



资料来源：招商证券研发中心

图 13、2010 年教槽料产量仅能满足需求量的 43%



资料来源：招商证券研发中心

三、管理模式与技术水平全面领先国内

公司非常重视产品的研发和技术的创新，在技术含量较高的教槽料领域拥有很高的市场地位。公司研发的“早期断奶仔猪料”系列产品被中国林牧渔业经济学会饲料经济专业委员会评为“中国饲料重大科技进步与应用奖”，成为国内唯一获此殊荣的教槽料产品。公司教槽料的核心技术不仅体现在饲料配方上，而且还表现在加工工艺上。公司开发出了具有高科技含量和高附加值的教槽浓缩料产品，目前业内只有为数不多的企业具备生

产此产品的能力。公司的教槽料产品在料肉比、日增重等重要技术指标方面领先于行业水平，帮助客户提高了资源利用率和生产效益，因此倍受客户青睐。依靠雄厚的研发实力，公司在国内教槽料市场技术领域和市场规模方面优势明显。2009 年，公司被认定为国家级“高新技术企业”。

表 5、优质教槽料的特点

特点	说明
无断奶应激现象	断奶应激将造成仔猪体重下降，生长停滞。想尽快恢复猪的正常生长，弥补断奶应激损失，必须提高教槽料适口性、平衡营养，增加断奶猪饲料的投喂，改善饲养条件才能解决
腹泻发病率低	一旦发生营养性腹泻，除蛋白质外，电解质、维生素、氨基酸等营养也都随着“拉稀”丢失。因此要最大限度地降低腹泻发生率
易于消化和营养吸收	抗营养因子、过敏因子含量低，提高饲料消化率，是提高仔猪采食量的关键。这一阶段仔猪的日增重对商品猪的生长具有重要意义
适口性好	仔猪喜欢吃，采食量非常大，才可能有良好的日增重指标
营养全面均衡	各种原料的营养成分不同，消化率也不同。必须科学配方、精心调制

资料来源：公司招股书

表 6、主要企业教槽料技术指标对比

企业名称	料肉比范围	日增重范围（克/头/天）	采食量范围（克/头/天）
金新农	1.01-1.1	280-350	290-380
英伟	1.05-1.2	250-320	260-360
安佑	1.2-1.4	220-280	250-380
帝凯维	1.1-1.2	240-300	260-360
双胞胎	1.1-1.2	240-310	260-370

资料来源：公司资料招商证券，研发中心

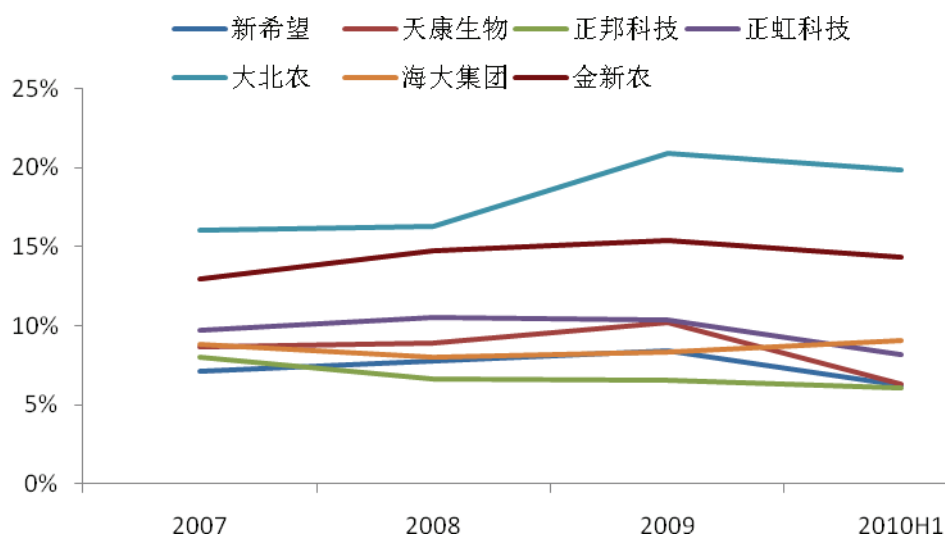
公司拥有科学合理的研发体系，研发队伍由董事长陈俊海博士亲自带队。公司对研发团队构建、研发制度设置、技术合作安排、研发投入管理都有独特的规划，保证了公司在研发上的优势地位。董事长陈俊海博士担任研发总监，其他骨干都是动物营养与饲料加工专业的博士、硕士。研发团队对动物营养需求有着深刻的理解和长期的实战经验，为公司产品开发、配方设计、技术创新提供强有力的支持。研发制度方面，公司设立了新产品、新配方的设计与开发控制程序，对表现突出的科技人员设有激励措施，充分发挥科研人员的积极性与创造性。在技术合作方面，公司与东北农业大学、武汉工业学院等签署了《产学研合作协议》，建立了技术咨询、人才培养合作关系，有利于公司建立吸引人才、储备技术的长效机制，加快高校科研成果转化，增强企业的核心竞争力。

以客户需求为导向的服务营销体系是公司快速成长的基础。公司秉承“伙伴天下，共同成长”的价值观和“成农博士让您养猪赚钱更轻松”的经营宗旨，提出为养猪场提供解决方案的服务理念，包括猪场种猪的引进、原料信息、管理技术、防疫体系、疫病监测，甚至是生猪销售等均作为服务范畴。公司已经拥有一套以客户需求为导向，以为客户价值最大化为目标的服务体系。公司经常邀请行业专家为客户举办各种讲座，每季度出版一期《成农快讯》提供行业的专论与综述、疾病控制、养猪技术与管理、公司新产品推荐及说明、企业动态等丰富资讯供客户参考。强大的服务能力和突出的营销优势给公司带来了良好的社会效应和经济效益，品牌知名度不断提高，销售区域不断扩大，销售收入和利润也逐年增加。广阔的销售网络、稳定的销售渠道和大批高忠诚度的客户为公司

的快速持续稳定的发展打下了良好的基础。

公司拥有从饲料行业中脱颖而出的潜力。饲料行业是一个竞争异常激烈的行业，大部分公司靠提供同质化的产品和服务，获取极低的利润率勉强维持。在饲料行业的上万家企业中，只有极少数的公司能够获得远高于行业平均水平的利润率和增长速度。这些公司有一些共同的特点：产品技术含量高，营销能力强，差异化竞争优势明显，典型例子就是大北农集团与海大集团。我们认为，公司在这些方面与上述两家公司非常相似：公司董事长都是农业大学饲料或动物学专业毕业，有从事科研工作的经历，因此非常重视产品研发；公司重视服务营销，通过帮助客户创造效益、提高客户满意度来带动销售的增长，而不是简单追求市场扩张；产品特色鲜明，避免同质化竞争，附加值高，比如大北农的预混料、海大的水产料和公司的教槽料，都在各自的领域拥有明显的优势。目前我国整个饲料行业已处于成熟期，而教槽料细分领域才刚刚进入成长期，如果公司能够利用好先发优势，未来继续专注于教槽料业务，将能获得远高于行业的成长速度。

图 14、公司毛利率处于饲料行业较高水平



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

四、募投项目：扩大产能，丰富产品结构

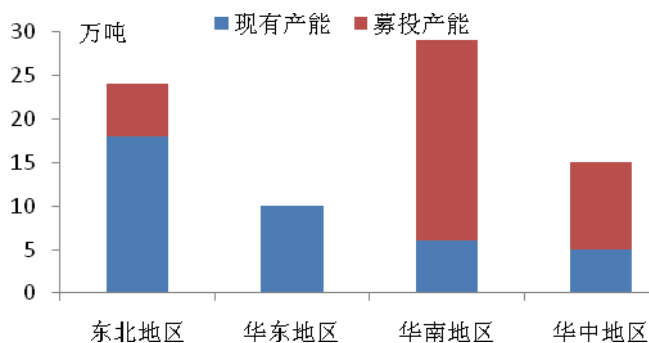
公司此次 IPO 拟发行 2400 万股，募集资金 3.38 亿元，用于惠州成农年产 23 万吨猪饲料项目、长沙成农年产 10 万吨猪饲料项目、哈尔滨远大牧业年产 6 万吨猪饲料项目以及金新农研发中心项目。四个募投项目的建设均围绕公司主营业务展开，项目完成后将解决公司目前产能不足的问题，并增强研发能力，有利于将来提高产品的市场占有率，提升公司核心竞争力。

表 7、IPO 募集资金投向

项目 (单位: 万元)	总投资	年新增收入	年新增净利润	建设期
惠州成农 23 万吨	15,203	77,080	5,094	1.5 年
长沙成农 10 万吨	9,996	34,667	2,691	10 个月
哈尔滨远大 6 万吨	2,000	17,973	926	10 个月
金新农研发中心	6,621	-	-	1.5 年
合计	33,821	129,720	8,711	

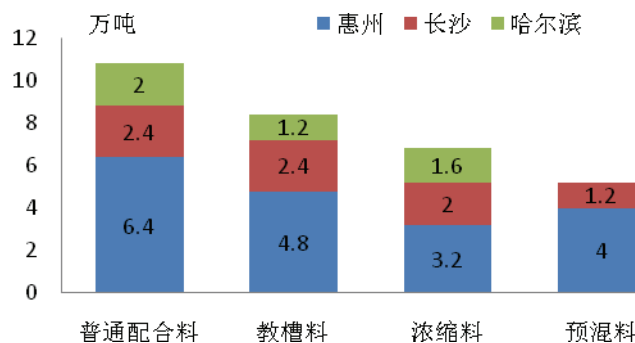
资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 15、募投项目解决产能瓶颈问题



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 16、各类饲料募投产能情况



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

惠州成农年产 23 万吨猪饲料项目：项目将利用公司作为教槽料行业龙头地位的竞争优势，增加产能，解决产能瓶颈问题，进一步提高产品的生产能力，以满足客户对公司产品需求量日益扩大的需要。达产后，可实现年产猪饲料 18.4 万吨的生产能力。项目的主要销售区域在广东省、广西壮族自治区和海南省。

长沙成农年产 10 万吨猪饲料项目：项目将填补公司在湖南区域的生产基地空白，解决公司产品在华中区域的销售半径过长、运输成本过高的问题。长沙成农立足湖南，辐射湖北、江西等生猪养殖重要省份，进一步提高公司产品的供应能力，提高公司产品在华中区域的市场占有率。项目达产后，可实现年产猪饲料 8 万吨的生产能力，将填补公司在湖南地区的生产基地空白，有利于降低公司产品运输成本，扩大公司产品的覆盖区域，提高公司的盈利能力。

哈尔滨远大牧业年产 6 万吨猪饲料项目：利用远大牧业作为黑龙江省区域龙头饲料企业的优势，通过新增专用的猪饲料生产线及其配套厂房，将远大牧业的饲料生产能力从 10 万吨/年扩大到 16 万吨/年。项目是在现有生产规模的基础上扩大产能，增强远大牧业猪饲料产品生产能力，进一步提高公司猪饲料产品在黑龙江省的市场占有率。项目达产后，可实现年产猪饲料 4.8 万吨的生产能力，将提高公司的盈利能力，进一步提高公司产品在黑龙江省的市场占有率。

金新农研发中心项目：通过建设科研中心大楼、综合楼和中试车间，充分利用公司已有研发成果、技术优势和应用经验，围绕动物营养学建立整个生产运营及品质管理体系，继续开发和创新“成农”和“轻松”品牌系列产品，满足了广大养殖户对猪不同生长阶段、不同层次和不同需求的营养需要。同时，建设饲料质量安全追溯系统平台，实现饲料生产加工的全过程控制和可追溯性，促进猪饲料质量安全。项目建成后，公司将推进研发人员的培养，通过优化猪饲料配方、改进生产工艺、创新品种种类，提高公司的核心竞争力。

五、盈利预测与估值

我们依据如下假设来进行盈利预测：

1. 公司现有产能已经接近饱和，大部分新增产能在 2012 年投产，因此 2010-11 年增长相对较慢，2012 年增长幅度较大。我们估计 2010-12 年公司猪饲料总销量分别为

26.7、31.9、44.0 万吨；其他饲料和养殖产品并非公司发展重点，三年的规模维持不变。

2. 未来两年主要原材料玉米、豆粕、鱼粉的价格将逐渐上涨，考虑到公司产品技术含量较高，有一定的议价能力，产品价格也将随之上涨，毛利率基本保持稳定。

3. 公司成本控制能力较强，三年销售费用、管理费用、财务费用以及所得税税率保持基本不变。

合理估值区间为 **19.5-23.4 元**。我们预计 2010-2012 年公司销售收入分别为 12.07、14.43、19.77 亿元，同比增速分别为 14%、20%、37%，毛利率稳定在 15%。三年净利润分别为 6000、7500、10500 万元，对应摊薄后每股收益 0.63、0.78、1.09 元，同比增速分别为 2%、24%、39%。我们给予公司 2011 年 25-30 倍 PE，合理估值区间为 19.5-23.4 元。

表 8、金新农主营业务盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
猪配合料						
销量 (吨)	74,603	85,922	127,171	162,914	195,496	273,695
单价 (元/吨)	3,480	4,131	3,498	3,575	3,600	3,700
销售收入 (万元)	25,961	35,491	44,479	58,234	70,379	101,267
YOY		37%	25%	31%	21%	44%
毛利 (万元)	2,911	5,383	5,612	6,988	8,445	12,152
YOY		85%	4%	25%	21%	44%
毛利率	11.2%	15.2%	12.6%	12%	12%	12%
单位毛利 (元/吨)	390	626	441	429	432	444
猪浓缩料						
销量 (吨)	39,657	65,088	84,183	80,000	96,000	124,800
单价 (元/吨)	4,038	5,103	4,844	5,232	5,300	5,400
销售收入 (万元)	16,014	33,213	40,779	41,852	50,880	67,392
YOY		107%	23%	3%	22%	32%
毛利 (万元)	2,087	4,396	6,259	6,696	8,141	10,783
YOY		111%	42%	7%	22%	32%
毛利率	13.0%	13.2%	15.3%	16%	16%	16%
单位毛利 (元/吨)	526	675	743	837	848	864
猪预混料						
销量 (吨)	14,146	16,865	23,316	24,311	27,957	39,140
单价 (元/吨)	3,972	4,532	4,413	4,600	4,700	4,800
销售收入 (万元)	5,619	7,643	10,288	11,183	13,140	18,787
YOY		36%	35%	9%	18%	43%
毛利 (万元)	2,033	2,276	3,528	3,802	4,468	6,388
YOY		12%	55%	8%	18%	43%
毛利率	36.2%	29.8%	34.3%	34%	34%	34%
单位毛利 (元/吨)	1,437	1,350	1,513	1,564	1,598	1,632
其他饲料						
销量 (吨)	41,581	42,907	34,746	32,308	33,924	35,620
单价 (元/吨)	2,321	3,097	2,626	2,700	2,700	2,700
销售收入 (万元)	9,652	13,289	9,123	8,723	9,159	9,617
YOY		38%	-31%	-4%	5%	5%
毛利 (万元)	393	1,135	742	710	745	783
YOY		189%	-35%	-4%	5%	5%
毛利率	4.1%	8.5%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
单位毛利 (元/吨)	95	264	214	220	220	220
养殖产品						

销量 (吨)	5,183	7,977	5,584	5,584	5,584
销售收入 (万元)	801	917	670	670	614
YOY		15%	-27%	0%	-8%
毛利 (万元)	377	176	20	67	61
YOY		-53%	-89%	233%	-8%
毛利率	47.1%	19.1%	3%	10%	10%

资料来源：招商证券研发中心（注：养殖产品主要是肉猪和种猪，由于不是重点业务，我们不再分开列出）

表 9、金新农盈利预测总表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	576	905	1056	1207	1443	1977
二、营业总成本	550	842	988	1136	1355	1856
其中：营业成本	501	769	893	1025	1224	1676
营业税金及附加	0	0	0	0	0	1
营业费用	33	43	58	67	80	109
管理费用	16	29	37	42	52	73
财务费用	1	0	0	2	-1	-3
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	25	63	67	71	88	122
加：营业外收入	0	1	2	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
五、利润总额	25	64	70	71	88	122
减：所得税	3	13	12	12	15	20
六、净利润	22	51	58	59	73	102
减：少数股东损益	0	0	0	0	-1	-1
七、归属母公司所有者净利润	22	51	58.37	60	74	102
股本	94	94	94	94	94	94
EPS	0.23	0.54	0.62	0.63	0.78	1.09

资料来源：招商证券研发中心，单位：百万元

六、风险因素

原料价格风险。玉米、豆粕、鱼粉等三种主要原料占公司生产成本的 50%左右，近年来原料涨价趋势明显，对公司的生产成本造成一定影响。虽然公司成本控制能力和产品议价能力较强，产品销售价格会根据成本价格并结合市场情况进行相应的调整，一定程度上能够控制原料价格波动的影响。但当原料价格大幅上涨，而公司由于市场因素或者其他原因未能及时调整产品价格，则有对业绩产生不利影响的风险。

重大疫病风险。公司饲料业务以猪饲料为主，对养殖业的依赖度很大。近年来，我国多次发生大范围的动物疫情，影响了养殖业与饲料工业的稳定发展，猪高热病、蓝耳病等疫情导致了全国的猪饲料产量有所下降。如果未来出现大规模的疫病，将对公司饲料业务产生不利影响。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	149	220	276	642	739
现金	86	111	173	520	571
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	1	1
应收款项	6	6	2	3	4
其它应收款	3	1	1	1	1
存货	50	67	66	79	107
其他	3	34	33	40	54
非流动资产	51	77	70	251	254
长期股权投资	1	4	4	4	4
固定资产	36	38	34	216	220
无形资产	6	10	9	8	7
其他	7	26	24	24	23
资产总计	200	296	346	893	993
流动负债	77	123	131	153	182
短期借款	0	30	30	40	40
应付账款	37	43	50	60	82
预收账款	11	13	14	17	24
其他	29	37	37	37	37
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	77	123	131	154	182
股本	70	70	70	94	94
资本公积金	(2)	(2)	(2)	448	448
留存收益	48	94	135	187	258
少数股东权益	7	12	11	11	10
母公司所有者权益	116	162	203	729	800
负债及权益合计	200	296	346	893	993

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	72	51	81	144	119
净利润	51	58	60	74	102
折旧摊销	0	0	7	21	36
财务费用	0	0	2	(1)	(3)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	22	(11)	(24)
其它	21	(7)	(9)	61	8
投资活动现金流	(13)	(48)	0	(260)	(40)
资本支出	0	0	0	(260)	(40)
其他投资	(13)	(48)	0	0	0
筹资活动现金流	11	22	(19)	463	(27)
借款变动	0	0	0	10	0
普通股增加	0	0	0	24	0
资本公积增加	0	0	0	450	0
股利分配	0	0	(18)	(22)	(31)
其他	11	22	(2)	1	3
现金净增加额	70	25	62	347	51

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	905	1056	1207	1443	1977
营业成本	769	893	1025	1224	1676
营业税金及附加	0	0	0	0	1
营业费用	43	58	67	80	109
管理费用	29	37	42	52	73
财务费用	0	0	2	(1)	(3)
资产减值损失	0	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(0)	0	0	0
营业利润	63	67	71	88	122
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	64	70	71	88	122
所得税	13	12	12	15	20
净利润	51	58	59	73	102
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
母公司所有者净利润	51	58	60	74	102
EPS (元)	0.54	0.62	0.63	0.78	1.09

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	57%	17%	14%	20%	37%
营业利润	147%	8%	5%	23%	39%
净利润	129%	15%	2%	24%	39%
获利能力					
毛利率	15.0%	15.5%	15.1%	15.2%	15.3%
净利率	5.6%	5.5%	4.9%	5.1%	5.2%
ROE	43.7%	36.1%	29.3%	10.1%	12.8%
ROIC	40.7%	27.7%	24.7%	9.2%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	38.5%	41.5%	38.0%	17.2%	18.4%
净负债比率	0.0%	10.1%	8.7%	4.5%	4.0%
流动比率	1.9	1.8	2.1	4.2	4.1
速动比率	1.3	1.2	1.6	3.7	3.5
营运能力					
资产周转率	4.5	3.6	3.5	1.6	2.0
存货周转率	15.2	15.2	15.4	17.0	18.0
应收帐款周转率	137.9	174.4	284.0	554.7	589.0
应付帐款周转率	22.9	22.2	21.9	22.3	23.7
每股资料(元)					
每股收益	0.54	0.62	0.63	0.78	1.09
每股经营现金	0.76	0.55	0.86	1.53	1.26
每股净资产	1.23	1.72	2.16	7.75	8.51
每股股利	0.10	0.10	0.19	0.24	0.33

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

朱卫华：招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，6 年证券从业经验，现于招商证券从事农业研究。

招商证券农业研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师农林牧渔行业 2005 年度第三名、2006 年度第五名，《证券市场周刊》卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业 2010 年度第五名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。