

技术优势发力 市场定位清晰

—国内教槽料领先企业

金新农
002548

未来发展空间广阔 技术与营销分别助推

消费升级带来的猪肉需求增长为猪饲料行业的发展提供了广阔的空间。公司的研发能力很强，在高附加值的教槽料子类上走在同行业前列。公司布局全国，并结合各地情况实施不同的销售战略。发展稳健，主要采取“先做市场，后设工厂”的发展模式，业绩增长基础扎实。已经形成的品牌效应使得公司在未来激烈的市场中占据先机。

行业内存在的经营风险不容忽视

上下游价格的波动会影响生产中间产品的饲料行业。原料价格的大幅度波动，将对公司产品的生产成本产生直接影响。下游生猪行业的价格有周期性波动，使得对饲料需求和产品价格存在较大的波动性。

估值与定价

公司所处的猪肉饲料行业竞争激烈，且受到上下游价格波动的影响，掌握关键技术以及对市场营销的掌控是行业的核心竞争力所在。一方面，公司的研发能力很强，拥有生产教槽浓缩料的核心技术；另一方面，公司按照市场情况进行生产布局，“先做市场，后设工厂”的稳健模式使得公司业绩增长建立在坚实的基础上。随着未来消费结构升级和城市化进程发展，猪肉需求的上升会带动饲料行业的进一步发展，公司的市场空间也会进一步开拓。公司的最大风险是市场扩张的风险。

基于上述考虑，再综合可比公司的市盈率水平，我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 40-45 倍，对应的询价区间为 27.6-31.05 元之间。

附表 公司业绩预测表

	A-1	A	A+1	A+2
营业收入（百万元）	1,056.23	1,245.16	1,630.71	2,277.28
营业收入同比	16.74%	17.89%	30.96%	39.65%
净利润（百万元）	58.4	64.5	77.9	119.2
净利润同比	15.45%	10.43%	20.83%	53.01%

注：A 为 2010 年

新股

点评

分析师：李臣燕

投资咨询执业证书编号：

S0630210110001

联系信息：

010-59707102

lcy@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 01 月 28 日

调研：无

价格

预测发行价：30 元

预测上市价：36 元

公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.62	0.69	0.83	1.27
PE	57.97	52.50	43.45	28.39
PB	20.94	14.97	2.90	2.63

注：A 为 2010 年度，EPS 为最新股本摊薄后数据，PE、PB 以预测上市价 36 元为基础

相关研究报告

一、公司基本情况

1、公司股权结构

公司第一大股东为成农投资，持有公司 6,716.50 万股，占发行前总股本的 95.95%，是公司的控股股东。成农投资的股东陈俊海、王军、关明阳、郭立新、王坚能、刘超和杨华林为公司实际控制人，持有成农投资 647.21 万股，占成农投资的股权比例为 64.72%，从而间接持有公司股权比例达 62.10%。本次发行后，实际控制人持有公司的股权比例为 46.24%，仍然处于控股地位。公司发行前、后股东持股情况如表 1 所示：

表 1：公司股权结构表

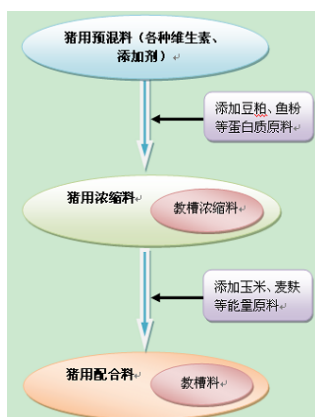
股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
成农投资	6,716.24	95.95	6,716.24	71.45
轻松投资	283.76	4.05	283.76	3.02
本次发行流通股	-	-	2,400.00	25.53
合 计	7000.00	100.00	9400.00	100.00

资料来源：公司招股说明书

2、公司主营业务

公司主营业务为猪饲料的研发、生产和销售。公司产品涉及猪饲料的各个不同的小类：按照配方可以分类主要包括猪用配合料、猪用浓缩料、猪用预混料，其层次关系如图 1 所示；按照猪的不同的成长阶段分类包括教槽料、乳猪料、小猪料、中猪料、大猪料。其中：教槽料和猪用浓缩料（含教槽浓缩料）为公司的核心产品。根据中国饲料工业协会的资料，公司教槽料市场占有率在 2007 至 2009 年位居中国教槽料细分市场首位。

图 1. 猪饲料行业中预混料、浓缩料和配合料



资料来源：公司招股说明书

公司自成立以来主营业务和主要产品没有发生过重大变化，2007- 2009 年及 2010 年 1-6 月，公司猪饲料的销售收入占公司营业收入的比例分别为 82.70%、84.38%、90.46%、91.72%。公司产品的用途和主要消费群体如下表所示：

表 2：公司产品类别及主要消费群体

产品类别	产品小类	用途	主要消费群体
猪饲料	猪用配合料	满足猪不同生长阶段对维生素、微量元素、蛋白质、能量的营养需要	养殖场、个体养殖户
	包括：教槽料及其他猪用配合料		
	猪用浓缩料	满足猪不同生长阶段对维生素、微量元素、蛋白质的营养需要	养殖场、养殖专业户、大中型饲料企业
	包括：教槽浓缩料及其他猪用浓缩料		
	猪用预混料	满足猪不同生长阶段对维生素、微量元素、营养需要	大中型饲料企业、养殖场

资料来源：公司招股说明书

公司生产经营采取的是“母公司统一管理，子公司分散生产经营”的经营模式。中国养殖规模化、集中化程度不高，与饲料行业的其他公司一样，公司在贴近市场的区域设立子公司，从事饲料的生产与销售。集团负责制定战略发展规划和经营目标，在财务、重大人事管理、核心原料、配方、品质控制等方面对下属公司进行统一管理和指导。公司直销和经销的战略定位是“经销为主，直销为辅”，同时也根据国内生猪规模化养殖水平不断提高的新趋势，积极探索实践了通过资本纽带实现上下游规模化有效合作的新型商业模式。

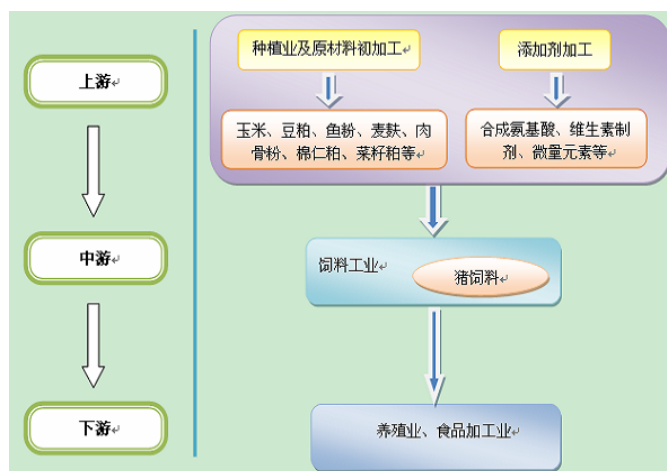
二、行业背景

1、行业基本情况

● 饲料行业

公司所属行业为粮食及饲料加工业。饲料工业是现代养殖业发展的物质基础，既有效利用了传统农业资源，又为人类赖以生存和发展的动物性食品提供了物质基础，联系着种植业、养殖业、畜产品加工业等产业。在上游行业，原料产品供应稳定，但价格波动频繁。与 2009 年相比，2010 年上半年玉米、鱼粉、赖氨酸、乳清粉价格大幅度上涨，饲料企业面临较大的成本上涨压力，对饲料企业的生产经营造成一定影响。在下游行业，随着人们对肉类消费的不断增长，饲料工业作为现代畜牧业和水产养殖业发展的物质基础将继续获得强大的增长动力。

图 2. 饲料行业与上下游的关联性



资料来源：公司招股说明书

● 猪饲料行业

生猪生产是我国农业的重要组成部分，而生猪养殖业的发展趋势逐渐由散养向规模化养殖转变，有利于提高工业猪饲料的普及率，对猪饲料行业的发展起到重要促进作用。对于猪饲料而言，其价格需求受到生猪养殖和生猪价格周期性的影响。

● 教槽料

教槽料也叫早期仔猪断奶料、代乳料、人工乳等，一般在仔猪 5~7 日龄到断奶后 7~14 天食用的一种高营养成分的全价配合饲料。20 世纪 80 年代，国外开始兴起使用教槽料，90 年代，教槽料普及，乳猪断奶期从 30 多天下降到 21 天，被誉为养猪业的革命。

随着教槽料对仔猪的育成作用的重要性越来越受到生猪养殖业的重视，教槽料也越来越受到猪饲料行业的关注。由于教槽料的技术含量、营养价值较高，教槽料附加值往往较高。目前国内部分大型猪饲料企业开始逐步销售或生产教槽料，但是由于教槽料的技术含量较高，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。

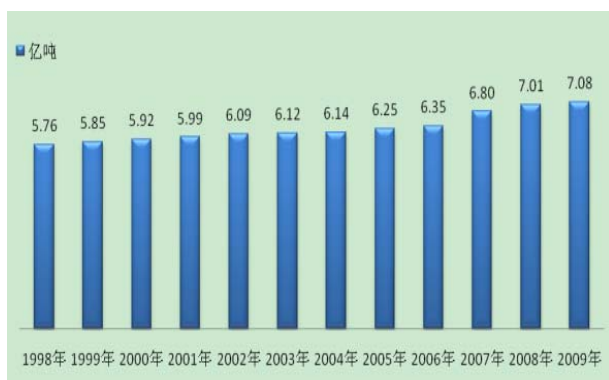
目前，国内掌握了教槽料生产技术的企业主要有金新农、安佑、英伟、帝凯维等企业，其中安佑、英伟、帝凯维均为外资企业，起步较早；国内民族企业起步较早的教槽料生产企业主要是金新农。

2、行业市场空间

● 饲料行业的市场空间

随着全球人口数量的不断增加和经济的发展，近十年来，工业饲料总产量总体保持平稳增长态势。农博网统计数据显示，1998-2009 年，世界工业饲料总产量由 5.76 亿吨增长至 7.08 亿吨，年平均增长 1.9%。2008 年饲料产量位居前五位的国家分别是美国、中国、巴西、墨西哥、日本，前五位国家饲料总产量几乎占世界饲料总产量的 50%。其中，美国产量为 1.55 亿吨，位列第一；中国产量为 1.37 亿吨，排名世界第二。

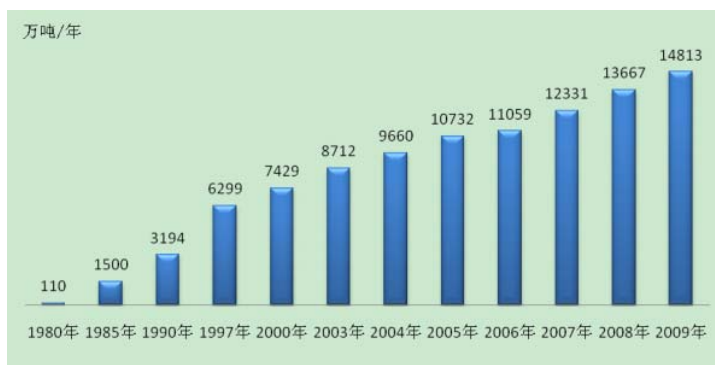
图 3. 1998-2009 年世界工业饲料总产量



资料来源：公司招股说明书

我国饲料工业起步较晚，但改革开放后发展速度很快。从 1998-2009 年，我国工业饲料总产量由 6,599 万吨增长至 1.48 亿吨，年平均增长 7.6%，远远高于同期世界水平。

图 4. 1980-2009 年中国工业饲料总产量



资料来源：公司招股说明书

2008 年，我国人均饲料占有量为 103 公斤，略高于人均 97 公斤的全球平均水平，但是人均饲料占有量与世界主要发达国家相比具有较大差距，反映出我国饲料产业仍然具有巨大增长空间。由于我国人口数量的增加、国民经济的稳定快速增长、畜牧业巨大的发展空间将带动饲料行业增长，我国饲料总量将继续保持稳定增长。

图 5. 2008 年中国与主要国家人均饲料占有量比较

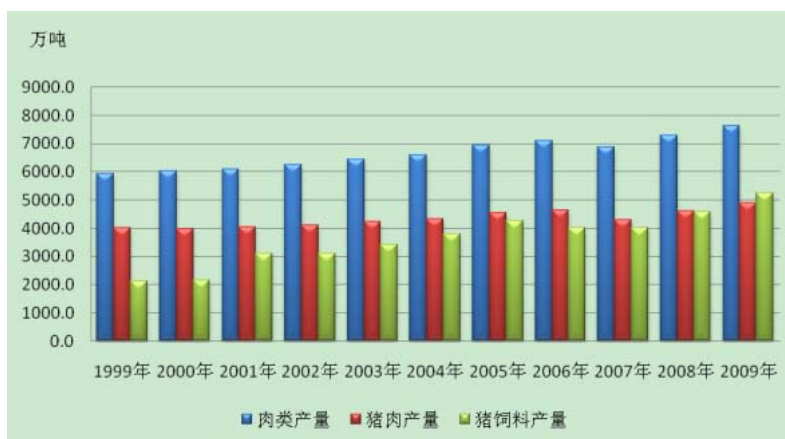


资料来源：公司招股说明书

● 猪饲料行业的市场空间

随着人们生活水平的提高，城市化率的提高，膳食结构的改善，人们对动物性食品的需求日益增长，1999-2009 年，我国肉类产量、猪肉产量总体保持平稳增长态势。猪肉产量的稳步增长促进了猪饲料产量的增长。

图 6. 1999-2009 年中国肉类产量、猪肉产量、猪饲料产量增长比较



资料来源：公司招股说明书

根据农业部编制的《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》，到 2015 年，我国猪肉需求量将达到 5,587 万吨，对工业饲料的需求量约为 7,542 万吨。而根据《我国猪饲料行业市场现状分析及预测》(《饲料广角》，2010 年第 4 期)指出，2015 年中国猪饲料的产量将达到 6,850.4 万吨，这与前面提及的需求量存在约 700 万吨的较大缺口。

● 教槽料的市场空间

教槽料的主要下游市场是规模化养猪场。随着我国生猪存栏量的稳定增长、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断提高，教槽料的生产也越来越受到重视。

图 5. 2010-2015 年中国教槽料市场规模预测



资料来源：公司招股说明书

3、行业竞争的情况

饲料行业属于充分竞争行业，行业竞争激烈、整体利润水平不高。经历了三十年的快速发展，我国饲料行业逐步进入了产业化、规模化、集团化的发展阶段，行业兼并整合的速度加快，大批规模小、实力薄弱、技术落后的饲料企业被市场淘汰，饲料企业数量逐年减少。2006 年至 2009 年我国饲料企业数量连续四年下降，从 2006 年的 15,501 家下降至 2009 年的 12,291 家，降幅高达 20.7%。经过长期的市场竞争，国内饲料行业逐步形成了目前以少数大型企业集团占据全国市场、部分中型企业占据区域性市场、大批小企业为补充的市场格局，规模化经营和差异化经营成为饲料经营企业的核心竞争手段。

正大集团、新希望为猪饲料行业全国性品牌的代表，而细分行业优势企业则包括大北农、双胞胎、金新农等企业。大北农在猪用预混料占据市场份额第一位；双胞胎则是乳猪料行业第一品牌，以江西市场为核心并开始辐射全国；金新农则在教槽料细分市场处于国内领先地位，猪用浓缩料（含教槽浓缩料）也是公司的核心产品。2007-2009 年，公司教槽料市场占有率位居中国教槽料细分市场首位。此外，金新农猪饲料在东北、华南、华东市场优势明显。新希望、正邦科技、正虹科技、大北农、天康生物以生产禽畜饲料为主，猪饲料在饲料产品中占有较大比重，与公司的产品结构较为相似，具有较好的可比性。目前行业中重点生产教槽料的企业主要有金新农、安佑、帝凯维、英伟。

三、公司竞争优势分析

1、技术研发实力

公司从成立开始就高度重视产品的研发和技术的创新，拥有一支由董事长陈俊海博士担任研发总监，动物营养与饲料加工专业的博士、硕士担任骨干的研究开发队伍，对猪的不同生长阶段的营养需要有着深刻的理解，为公司产品开发、配方设计、技术创新提供强有力的支持。

公司在国内率先提出弱仔救护理论，成功开发出用于弱小仔猪救护的高品质产品“八宝粥”，并填补了国内产品市场的空白。2005 年，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。目前在该项核心技术上已成功获得“一种仔猪代乳饲料”、“超早期断奶仔猪料”两项发明专利。

公司拥有生产教槽浓缩料的核心技术，开发出具有高科技含量和高附加值的教槽浓缩料产品，目前业内只有以金新农为代表的为数不多的企业具备生产此产品的能力。

2、服务营销能力

公司强调服务应从营销的严重同质化中脱颖而出，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、防疫体系的建立、疫病的监测，甚至是生猪的销售等均作为服务范畴，打造出了一套完整的以客户需求为导向，以最大限度地为顾客创造价值为目标的服务体系。

2009 年，公司销售区域遍布全国 25 个省、自治区、直辖市，公司已与 2,000 多家经销商、规模化养猪场建立了长期稳定的合作关系。

四、公司财务分析

1、收入、利润结构分析

公司产品主要为各类猪饲料，即猪用配合料、猪用浓缩料、猪用预混料。公司主营业务突出且优势业务稳定增长，2007-2009 年度及 2010 年 1-6 月各类猪饲料销售收入占主营业务收入的比重分别为 83.14%、84.42%、90.49%、91.75%，其中公司核心产品教槽料及猪用浓缩料（含教槽浓缩料）销售收入合计占主营业务收入的比重分别为 52.34%、58.59%、59.50%、54.20%，比重保持稳定。2007-2009 年度及 2010 年 1-6 月鸡饲料等其他饲料收入占主营业务收入比重分别为 16.86%、14.69%、8.64%、7.71%，呈逐年下降趋势。而猪饲料三种主要产品，配合料、预混料和浓缩料，所占比重也较为稳定。

表 3：公司毛利结构表

项 目	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	毛利率(%)	占总收入比例(%)	毛利率(%)	占总收入比例(%)	毛利率(%)	占总收入比例(%)	毛利率(%)	占总收入比例(%)
猪用配合料	11.33	51.77	12.62	42.13	15.17	39.24	11.21	45.35
其中：教槽料	18.13	23.95	18.45	20.88	20.01	21.87	14.57	24.37
猪用浓缩料	15.50	30.25	15.35	38.62	13.24	36.72	13.03	27.97
猪用预混料	30.30	9.73	34.29	9.74	29.78	8.45	36.18	9.81
其他饲料	9.60	7.71	8.14	8.64	8.54	14.69	4.07	16.86
养殖产品	3.15	0.54	19.14	0.87	47.11	0.89		
综合毛利率	14.26		15.45		15.00		12.97	

资料来源：公司招股说明书

2、盈利能力分析

1、收入增长

2007-2009 年度及 2010 年 1-6 月公司主营业务收入持续增长，分别为 57,244.99 万元、90,437.38 万元、105,585.42 万元和 53,564.57 万元。2008 年度相比 2007 年度增长 57.98%，2009 年度相比 2008 年度年增长 16.75%，近三年复合增长率达到 35.81%，2010 年 1-6 月主营业务收入较 2009 年同期增长 21.91%。

公司收入快速增长的原因是由于有利的产业政策环境、市场需求的增加和公司生产能力的持续增强。

2、毛利率分析

公司主营业务毛利率基本稳定在 13%-15.50%之间，总体上没有随生猪价格及原材料价格大幅波动而波动。在下游生猪养殖行业不出现较长时期的低迷的情况下，通常能够较为有效的控制原材料价格波动对毛利率的影响，进而保持相对稳定的毛利率。

猪用预混料和教槽料的毛利率一直维持高位。猪用预混料的毛利率相当高，在报告期几乎一直维持在

30%以上，但是因为在收入中占比不高，不到 10%，所以只占总毛利的 20%。教槽料的毛利率近三年则维持在 18%左右，其在收入中占比超过 20%，对于毛利有较大贡献。

3、偿债能力分析

公司自 2007 年至 2009 年，资产负债率持续上升，由 29.17%上升至 49.62%，2010 年上半年末下降为 41.20%。公司的负债中，绝大部分是流动负债，报告期内流动负债占负债的 99%以上。2009 年末，应付账款、短期借款、应付薪酬和预收款项分别占负债的 35.36%、24.39%、22.08%和 10.26%，流动负债偿债压力较小，且上述流动负债项目与流动资产项目存在业务经营上的密切联系，配比合理。应付账款和预收款项之和占比达到 45.62%，说明公司的资金运营能力强。公司 2007 -2009 年末及 2010 年 6 月末的流动比率分别为 1.35、1.95、1.79、1.75，速动比率分别为 0.56、1.29、1.24、1.12，公司流动比率及速动比率总体水平较高且在报告期内有所升高，反映了公司具有较好的资产流动性和较强的短期偿债能力。公司的利息保障倍数报告期内都维持在 40 倍以上，付息偿债能力很强。

从 2007 年至 2009 年的数据看，每股经营活动的净现金流量表现不太稳定。每股经营活动的净现金流量从 2007 年的 0.23 元大幅上升至 2008 年的 1.02 元，而 2009 年下降至 0.73 元。这些变化主要是出于运营上的考虑，比如预付材料款增加等等。

综合来看，公司的偿债能力较强。

表 4：公司其他财务指标

其他财务指标	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	1.75	1.79	1.95	1.35
速动比率	1.12	1.24	1.29	0.56
应收账款周转率	58.50	160.74	127.30	78.51
存货周转率	6.52	15.17	15.16	11.62
资产负债率（母公司，%）	41.20	49.62	33.01	29.17
	2010 年半年度	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润（万元）	3908.96	7548.20	6841.98	2,983.92
利息保障倍数	40.55	246.75	900.48	48.92
每股经营活动的净现金流量（元）	0.17	0.73	1.02	0.23
基本每股收益（元/股）	0.39	0.83	0.72	0.31
加权平均净资产收益率（%）	16.20	42.74	56.94	31.12

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

五、公司主要风险

1、经营风险

● 上下游价格波动风险

上下游价格的波动会影响生产中间产品的饲料行业。公司作为饲料生产企业，玉米、豆粕、鱼粉等三种主要原料占公司生产成本为 50%左右。近年来玉米价格持续上涨，而豆粕、鱼粉等原料又容易受到国际市场的影响。原料价格的大幅度波动，将对公司产品的生产成本产生直接影响。当原料价格出现大幅超预期的上涨时，而公司由于市场因素或者其他原因未能及时到位的调整产品的销售价格，则存在对经营业绩产生不利影响的风险。下游生猪行业的价格有周期性波动。虽然由于国家宏观调控政策和终端客户的规模化专业化有利于抵御下游行业周期波动，但是周期性波动仍然会有一定的影响，比如短时间内的生猪价格的大幅下跌会导致生猪存栏量和补栏积极性下降进而对饲料需求的减少。

2、市场竞争风险

近年来饲料行业竞争日趋激烈，大量规模小、技术落后、管理水平低的饲料企业在激烈的市场竞争中被淘汰，2006、2007、2008、2009 年我国饲料企业数量连续四年下降，全国饲料企业按经济类型统计总数分别为：15,501 家、15,376 家、13,612 家、12,291 家。2009 年比 2006 年减少 3,210 家，下降 20.7%。国内饲料行业的竞争进入了以规模效应和技术水平为核心的综合实力较量的阶段，行业整合步伐加速，行业集中度逐渐提高。公司如果将来不能充分发挥自身技术研发、产品质量、性价比、管理和品牌优势，扩大市场份额，提升综合竞争力，公司饲料业务将面临较大的竞争压力。

六、募集资金投向

● 项目概览

本次 IPO 计划发行 2400 万股，募集资金拟投资于表 5 所列的 4 个项目，项目投资总额 33,820.77 万元，募集资金将按排列顺序分别投入以下项目。

表 5：公司募集资金投向

单位：万元

项目名称	总投资额 (万元)	动态投资回收 期(年)	达产后年新增收入 (万元)	内部收 益率
惠州成农年产 23 万吨 猪饲料项目	15,203.46	5.01	77,080.00	35.08%
长沙成农年产 10 万吨 猪饲料项目	9,995.91	5.89	34,667.20	28.69%
哈尔滨远大牧业年产 6 万吨猪饲料项目	2,000.00	4.06	17,972.80	45.76%
金新农研发中心项目	6,621.40	-	-	-

资料来源：公司招股说明书

● 募投项目对公司发展的意义

惠州成农年产 23 万吨猪饲料项目：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。公司目前的生产设备已处于严重超负荷运转状态。公司租赁的厂房建设时间较早，并受到厂房面积及仓库容量过小的限制，客户对公司产品日益增长的需要和公司无法继续扩大产能之间的矛盾日益突出，在华南设立新的生产基地，已成为公司发展的内在必然要求。

长沙成农年产 10 万吨猪饲料项目：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。

远大牧业年产 6 万吨猪饲料项目：在现有生产规模的基础上扩大产能，可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。目前，远大牧业产能利用率接近 100%，设备略显老化陈旧，生产效率低。

金新农研发中心项目：国内饲料行业的竞争进入了以规模效应和技术水平为核心的综合实力的较量的阶段，行业整合步伐加速，行业集中度逐渐提高，需要将科技创新和推广应用放在优先位置，提升产品科技含量。同时，随着生活水平的提高，人们对绿色食品的要求越来越强烈，对饲料产业的技术升级提出了更为苛刻的要求，对产品无污染、无公害、无残留的要求也越来越高。研发力量的提升将为公司掌握行业发展和顺应市场需求打下良好的基础。

七、估值与市场定价

1、公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、公司在 2010-2012 年主要收入来源没有发生重大变化；
- 2、公司现有项目的产能利用率没有发生改变；
- 3、公司募投项目中长沙和哈尔滨猪饲料项目能够在 2012 年达产 80%；惠州猪饲料项目能够在 2012 年达产 50%；
- 4、下游销售价格和原料采购价格不出现大幅度的波动；
- 5、公司的各项税率保持不变。

则公司的盈利预测，如表 5 所示：

表 5：金新农盈利预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	575.5	904.8	1,056.2	1,245.2	1,630.7	2,277.3
营业总成本	550.1	841.7	988.4	1181.3	1553.4	2158.7
营业成本	500.7	768.7	892.7	1067.7	1381.1	1963.7
营业税金及附加	0.2	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
销售费用	33.0	42.7	58.4	74.7	106.0	125.3
管理费用	16.1	29.3	37.1	37.4	65.2	68.3
财务费用	0.9	0.2	0.1	1.2	0.8	1.1
资产减值损失	-0.7	0.4	-0.3	0.3	0.3	0.3
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	-0.3	-0.4	0.0	0.0	0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	25.4	62.8	67.5	63.9	77.3	118.6
加：营业外收入	0.2	1.1	2.3	1.0	1.0	1.0
减：营业外支出	0.5	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4
利润总额	25.1	63.5	69.6	64.5	77.9	119.2
减：所得税	3.0	13.0	11.7	0.0	0.0	0.0
净利润	22.0	50.5	58.0	64.5	77.9	119.2
减：少数股东损益	0.0	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	22.0	50.6	58.4	64.5	77.9	119.2
每股收益(元/股)	0.23	0.54	0.62	0.69	0.83	1.27
每股净资产	0.64	1.23	1.72	2.40	14.47	15.74

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

2、上市定价

公司所处的猪肉饲料行业竞争激烈，且受到上游原料价格和下游生猪价格数量波动的影响，掌握关键技术以及对市场营销的掌控是行业的核心竞争力所在。一方面，公司的研发能力很强，拥有生产教槽浓缩料的核心技术；另一方面，公司按照市场情况进行生产布局，“先做市场，后设工厂”的稳健模式使得公司业绩增长建立在坚实的基础上。随着未来消费结构升级和城市化进程发展，猪肉需求的上升会带动饲料行业的进一步发展，公司的市场空间也会进一步开拓。公司的最大风险是上下游价格风险。

基于上述考虑，再综合可比公司的市盈率水平，我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 40-45 倍，对应的询价区间为 27.6-31.05 元之间。

作者简介

李臣燕，农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010年2月加盟东海证券。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897