

农林牧渔行业

金新农 (002548)

公司调研报告

评级: 增持 (首次)

收盘价 (元) 24.59
 目标价 (元) 29.00

配合料异军突起, 公司新战略方向值得关注

——金新农 (002548) 公司调研简报

市场数据

总股本(百万) 94
 流通 A 股(百万) 19.2
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

事项: 4月21日公司调研。

投资要点:

□ **教槽料仍是公司最大看点。**教槽料未来行业总规模可达200万吨, 公司教槽料产品料肉比较小, 饲料利用效率较高, 在行业内处于领先地位。公司教槽料的日增重、采食量分别为280-350g/头/天、290-380g/头/天, 行业平均水平为240-306g/头/天、260-366g/头/天。公司2010年教槽料销售量增长11.42%, 达到4.84万吨, 毛利率为15.19%, 略低于预期, 这主要和2010前低后中的猪肉价格走势有关, 但随着2011年猪肉价格景气周期的到来, 我们仍然非常看好公司教槽料业务的增长。

□ **配合料异军突起。**公司2010年猪用配合料销售收入实现增长33.90%, 大幅度高于市场预期。主要原因是: 1) 控股子公司福建金新农饲料有限公司于年初的正式投产运行, 其配合料比例增长较快; 2) 公司加强了配合料的专销试点工作, 主要针对广东的花都、博罗、清远等市场, 为公司在惠州建厂奠定基础, 市场拓展取得一定成效。公司配合料产销两旺, 成为公司又一道亮丽风景。

□ **高质量管理、服务营销助动企业规模扩张。**由于公司教槽料业务对原材料质量要求较高, 为保证质量, 公司采购玉米价格一般高于市场均价5-10元/吨, 获得回报是以教槽料为核心的公司配合料售价较市场均价可以高出100-150元/吨。另外, 公司建立专家型服务营销队伍, 为规模化养殖场提供包括种猪引进, 原料信息, 管理技术, 防疫体系, 疫病监测, 生猪销售信息的整套服务方案, 对于中小养殖户, 定期出版《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参考, 提升了公司的口碑, 实现了和养殖户的共赢。这些都对公司规模扩张提供了很好的支持, 公司配合料销售收入33.9%的增长率便是证明。

□ **向下游介入种猪行业, 战略方向值得期待。**除了继续发展公司饲料业务之外, 种猪业将是公司未来重点发展的一条产业链。国内种猪市场处于初级阶段, 生产规模分散, 品种间差异大, 质量不稳定。种猪繁育基础设施薄弱, 品种改良水平落后。正是因为如此, 最近10年国内种猪行业一直处于景气阶段, 毛利率高达30%以上。公司这一发展战略值得期待。

□ **行业未来发展趋势有利于公司进一步成长。**饲料行业的发展有两大趋势, 一是规模化, 二是专业化。一方面, 受各方面因素影响, 小规模技术落后饲料企业纷纷倒闭, 饲料行业未来必然走上整合、集中, 上市无疑会为公司抢得先机。另一方面, 下游养殖企业规模化及纵向 (向上游饲料领域) 发展, 使得饲料行业必须专业化, 不然就很难生存。目前, 公司在专业化方面显然是具有优势的, 尤其是在教槽料领域。

□ **预计公司2011-2013年全面摊薄EPS估计为0.91/1.18/1.4元, 基于公司在教槽**

股价与行业、市场走势对比



相关研究

具有技术优势的中国教槽料细分子行业龙头, 20100130;

农林牧渔行业研究小组

联系
徐伟民
8621-68761616-8686
xuwm@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

料领域的领先地位及未来发展潜力，我们认为合理价格区间为27.3-31.85元/股，对应2011年PE为30-35倍，给予增持评级（首次）。

□ 风险提示。上下游价格波动。

盈利预测：

单位：百万元，元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	905	1056	1149	1525	1875	2186
yoy	57.2%	16.7%	8.8%	32.7%	22.9%	16.6%
净利润	51	58	57	88	113	133
yoy	129.1%	14.7%	-1.1%	53.2%	28.7%	17.9%
每股收益	0.54	0.62	0.60	0.91	1.18	1.40
yoy		15.4%	-3.7%	52.6%	29.4%	18.2%
毛利率	15.5%	14.9%	14.2%	14.7%	15.3%	15.6%

业务收入细分表

项目	2008A	2009A	2010	2011E	2012E	2013E
教槽料（属配合料）						
销量（吨）	36657.69	43868.39	48878.2	62910	88110	105865
单价（元/吨）	5395.35	5025.57	5296.5	5300	5350	5400
销售金额（百万元）	197.78	220.46	258.88	333.42	471.39	571.67
毛利率	20.21%	18.45%	15.19%	16.50%	16.50%	16.50%
其他配合料						
销量（吨）	49264.72	83303.08	105718.5	154958	168258	181558
单价（元/吨）	3189.57	2692.88	3185	2850	2850	2850
销售金额（百万元）	157.13	224.33	336.71	441.63	479.54	517.44
毛利率	9.08%	6.89%	6.75%	7.00%	7.00%	7.00%
猪用浓缩料						
销量（吨）	65088.36	84182.58	77970	106650	131450	156250
单价（元/吨）	5102.76	4844.07	4575.5	4586.69	4588	4588
销售金额（百万元）	332.13	407.79	356.75	489.17	603.09	716.88
毛利率	13.24%	15.35%	16.89%	17.00%	17.00%	17.00%
猪用预混料						
销量（吨）	16865.24	23315.5	24486	34155	46155	58155
单价（元/吨）	4532.09	4412.59	4483	4500	4500	4500
销售金额（百万元）	76.43	102.88	109.77	153.70	207.70	261.70
毛利率	29.78%	34.29%	30.34%	30.00%	30.00%	30.00%
其他饲料						
销售金额（百万元）	132.89	91.23	80.06	100.00	105.00	110.00
毛利率	8.54%	8.14%	8.56%	9.00%	9.00%	9.00%
养殖产品						
销售金额（百万元）	8.01	9.17	7.21	7.50	8.00	8.50
毛利率	47.11%	19.14%	12.19%	10.00%	10.00%	10.00%
合计						
销售收入（百万元）	904.4	1055.9	1149.4	1525.4	1874.7	2186.2
毛利率	15.5%	14.9%	14.22%	14.7%	15.3%	15.6%

资料来源：德邦证券

盈利预测表

单位：百万元

利润表	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	905	1056	1149	1525	1875	2186
减：营业成本	769	893	986	1300	1588	1845
营业税金及附加	0	0	0	1	2	3
营业费用	43	58	57	68	79	91
管理费用	29	37	35	48	67	87
财务费用	0	0	2	0	0	0
营业利润	63	67	69	107	137	162
加：营业外收入	1	2	1	1	2	2
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
利润总额	64	70	70	108	139	163
减：所得税费用	13	12	13	20	26	30
净利润	51	58	57	88	113	133
减：少数股东损益	0	0	1	2	2	2
归属母公司股东净利润	51	58	56	86	111	131
全面摊薄每股收益	0.54	0.62	0.60	0.91	1.18	1.40
发行后总股本	9400	9400	9400	9400	9400	9400

资料来源：德邦证券

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持-Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性-Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持-Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。