

公司研究

饲料

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区南滨河路大街 9
号院 1 号楼 6 层

分析师：康敬东

投资咨询业证书编号：

S1500510120009

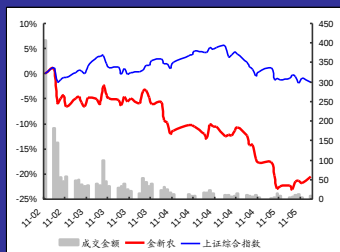
010- 63081261

kangjingdong@cindasc.com

公司重要指标

盈利预测及市场主要数据	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	1,150	1,432	1,896	2,364
(+/-%)	9%	25%	32%	25%
扣非净利润(百万元)	56.30	86.99	107.41	140.29
(+/-%)	-4%	55%	23%	31%
每股收益(元)	0.800	0.925	1.143	1.492
市盈率(P/E)	27.5	23.8	19.3	14.7
市净率(P/B)	7.5	8.3	6.8	5.6
EV/EBITDA	28.1	20.3	16.6	12.8
股息率(%)	0.7%	2.1%	2.6%	3.4%
扣非净利润(百万元)	249	PEG	1.01	
总市值(百万元)	2,068.94	总股本(百万股)	94	
企业价值(百万元)	2,610	流通股(百万股)	19	
净资产收益率(%)	42%	净资产收益率(3个月)	401.20	
扣非净资产收益率(%)	34.95%	52周价格波动	20.81-29	
年度复合增长率(11-14)	24%	上证综合指数	2,849	

近一年公司股价相对表现



相关报告

- 《关注疫情 关注生猪养殖》2011.5
- 《猪价向上 成本提升》2011.3
- 《猪业形势整体向好》2010.10
- 《猪价回升 养殖亏损收窄》2010.6
- 《上下游同涨 养殖环节受压》2010.5
- 《猪价下跌 亏损持续》2010.3

请务必阅读最后一页重要的
免责声明及信息披露

金新农（002548）：

行业风险犹存 增长空间较大

公司调研

2011 年 5 月 16 日

摘要

- 我国饲料总产量占世界饲料总产量的 1/5，我国猪饲料产量占据了国内饲料的 1/3。1980-2010 年，我国饲料工业饲料总产量年均复合增速为 17.96%，1998-2010 年全球饲料产量复合增速 1.85%，而我国为 7.44%，明显高于全球增长速度；
- 2010 年中国人均饲料占有量为 114 公斤高于全球平均水平 97 公斤，尽管中国人均饲料占有量远低于一些发达国家，但从目前的食品安全形势和中国消费者的真实消费能力角度分析，我们判断中国饲料规模的扩张步伐将放缓；
- 尽管全球约 1/2 的猪在我国饲养，但无论是饲料主要原料还是种猪均受制于国外，且近年来疫情日重，加之农产品价格控制和玉米价格持续攀升，生猪和母猪在栏都处于两年来的低位，补栏积极性大受打压。我们判断今年内饲料行业前景有限，未来几年饲料行业也难以走出明显的上升通道；
- 外资企业与国内企业相比在教槽料技术、成本和管理上没有明显优势，且有退出迹象。2010 年教槽料市场规模约为 25 万吨，金新农市场份额约为 19.56%。2006-2010 年教槽料市场年均复合增速约为 9.5%，考虑到当前散养比重较大，教槽料的普及应当比普遍预期迟缓，况且教槽料的市场化倾向较强，对教槽料的发展速度应保持理性；
- 2007 年至 2010 年公司猪用料产量年均复合增速为 26.74%远高于行业平均水平 7%；猪用料近三年复合增长率超过 30%；教槽料同期复合增速为 16.36%，高于行业平均水平 10.52%。尽管公司教槽料市场份额最大，但市场份额的变化以及产量增速的变动显示出教槽料市场竞争日趋激烈；
- 目前公司猪饲料销量 26.14 万吨，总饲料销量 29.2 万吨。当前公司设计产能为 43 万吨，随着惠州成农 23 万吨、长沙成农 10 万吨和哈尔滨远大牧业 6 万吨项目 2012 年的逐步投产，公司产销仍然有望高速增长；
- 我们计算出公司 2011-2013 年主业收入增长率分别为 25%、32%和 25%，每股收益分别为 0.92、1.14 和 1.49 元，2011-2014 年复合增长率为 24%。通过我们的估值模型，我们计算出公司平均每股价值为 23.58 元，考虑到可能的疫病风险和食品安全事件影响，我们给予公司“持有”评级。

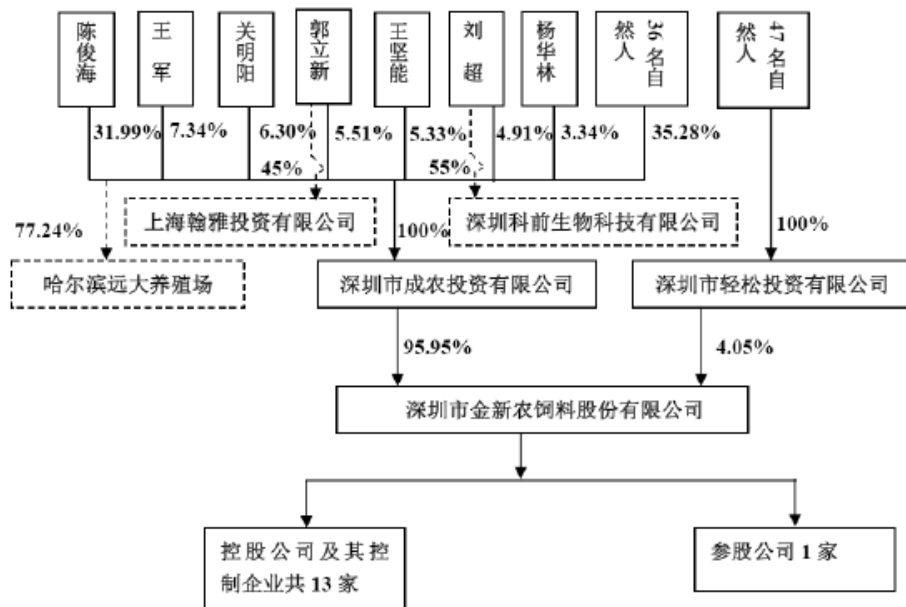
目录

1. 公司沿革及大股东简介	2
2. 稳定增长的饲料行业	3
2.1. 中国饲料增速明显高于全球	3
2.2. 配合饲料比重大但增速低	3
2.3. 饲料发展速度预期过高	3
2.4. 饲料原料对外依存过大	4
2.5. 中短期饲料行业前景有限	5
3. 教槽料空间仍大但不宜过于乐观	5
4. 公司主业简析	6
4.1. 三类猪料贡献主要利润	6
4.2. 公司猪料产量增速高于行业平均	6
4.3. 公司教槽料优势明显	6
5. 公司业绩预测及估值	7
6. 投资建议及风险提示	8

1. 公司沿革及大股东简介

公司前身为深圳市金新农饲料有限公司，成立于 1999 年 11 月 6 日。之后分别在 2001 年 10 月、2004 年 8 月、2005 年 2 月、2006 年 4 月、2007 年 11 月、2007 年 12 月经历 6 次股份转让，形成了成农投资和轻松投资分别占有 95.95%和 4.05%股份的股权结构，之后在 2008 年 3 月通过增资 1500 万元，注册资本变更为 2000 万元，2008 年 6 月整体变更为股份公司，注册资本增加至 7000 万元。2011 年 2 月 9 日公司以每股 24 元发行 2400 万股，实际募集资金 54542.4 万元，并于 2 月 18 日在深交所上市。

图 1: 股权及公司结构



资料来源：信达证券

公司的发起人为成农投资和轻松投资。成农投资是在 2008 年 11 月由成农饲料变更而来。成农饲料股份有限公司自成立以来没有任何生产资质和专利，以及生产、销售等经营性业务，真正的实体是金新农有限和远大牧业，而金新农有限相对后者在主业、业绩、技术、品牌和地缘等方面优势明显，因此成为后来的上市主体。轻松投资的设

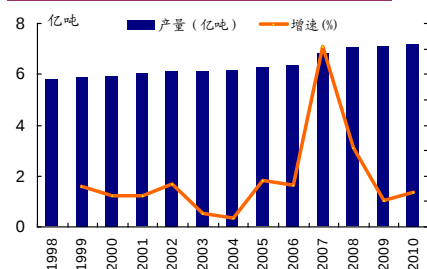
立旨在股权激励，其股东均为发行人及其子公司中的中高级管理人员。

2. 稳定增长的饲料行业

2.1. 中国饲料增速明显高于全球

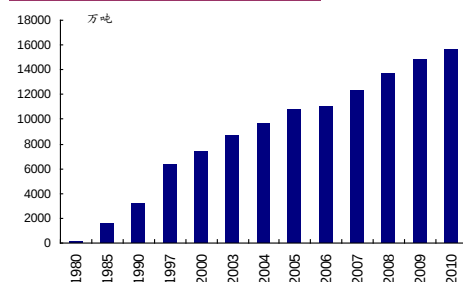
1980-2010 年，我国饲料工业饲料总产量年均复合增速为 17.96%，2010 年工业饲料总产量 1.56 亿吨，总产量长期位居世界第二位。2010 年我国猪饲料产量为 5800 万吨，猪饲料占我国饲料的三分天下，同期我国饲料总产量占世界饲料总产量的 1/5。1998-2010 年全球饲料产量复合年均增长 1.85%，远低于中国近 18% 的增长速度。

图 2: 全球工业饲料总产量 (亿吨)



资料来源：信达证券

图 3: 中国饲料总产量 (万吨)

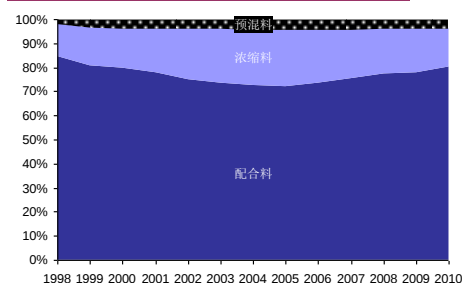


资料来源：信达证券

2.2. 配合饲料比重大但增速低

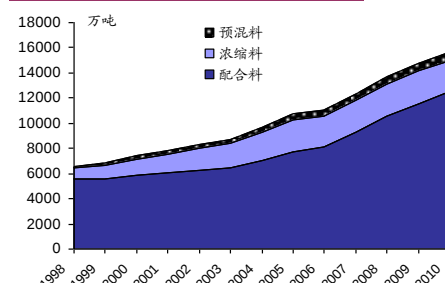
1998-2010 年，配合饲料平均比重为 77.04%，浓缩料为 19.16%，预混料为 3.8%，总体来看配合饲料比重有所上升，而浓缩料和预混合料略有下降，但总体变动不大。2010 年三者的比重为 80.49%、15.7%和 3.8%。

图 4: 1998-2010 年三类饲料结构变动



资料来源：信达证券

图 5: 1998-2010 年三类饲料产量



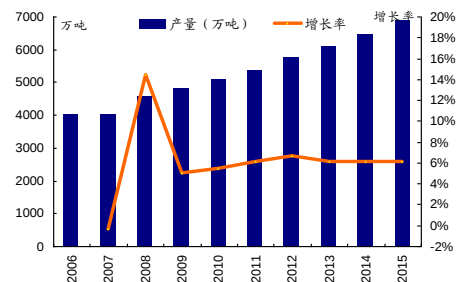
资料来源：信达证券

1998-2010 年 12 年间我国饲料产量复合年均增速为 7.44%。同期，预混料的年均增速最高为 12.95%，浓缩料的增速其次为 8.84%，而配合料的增速最低为 7.01%。显然三类饲料的增速与其比重正好相反。

2.3. 饲料发展速度预期过高

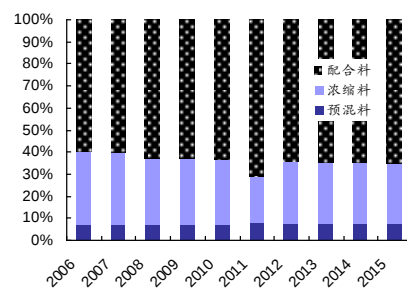
2008 年中国人均饲料占有量为 103 公斤高于全球平均水平 97 公斤，尽管中国人均饲料占有量远低于加拿大、美国这样的国家，但从目前的食品安全形势和中国消费者的真实消费能力来看，安全和质量的提升要比量的攀比严峻得多，因此我们判断中国饲料规模的扩张步伐将放缓，市场的预期也过于乐观和积极。对于《饲料工业“十五计划”和 2015 年远景目标规划》中预测的 2015 年我国对猪饲料的需求量约为 7542 万吨，2015 年猪饲料的供给与猪饲料的需求量之间仍然存在约 700 万吨的较大缺口的预期，我们也持保守态度。

图 6: 中国猪饲料产量及年增长预期



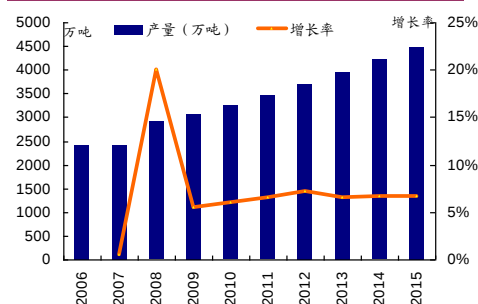
资料来源: 信达证券

图 7: 三类饲料产量结构预测



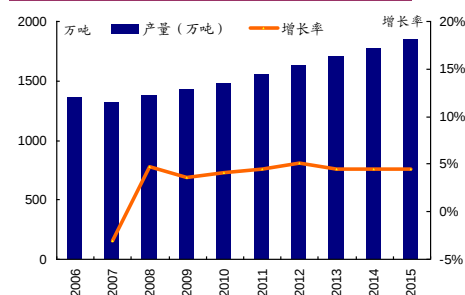
资料来源: 信达证券

图 8: 中国猪用配合饲料产量及年增长预期



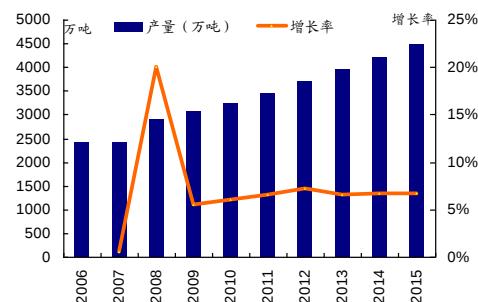
资料来源: 信达证券

图 9: 中国猪用浓缩饲料产量及年增长



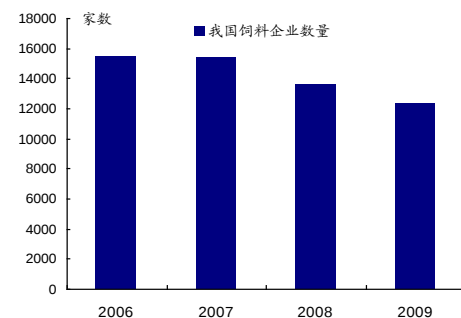
资料来源: 信达证券

图 10: 中国猪用预混料产量及年增长预期



资料来源: 信达证券

图 11: 中国饲料企业数量变化



资料来源: 信达证券

2.4. 饲料原料对外依存过大

生产饲料所需的主要原料包括玉米、豆粕、鱼粉、蛋氨酸、磷酸氢钙等。2009 年国内玉米产量为 1.64 亿吨；2009 年，中国大豆产量 1,450 万吨，进口量 4,255 万吨，大豆进口量比上年增长 13.7%；2009 年国产鱼粉产量为 58.8 万吨，同比增长 42.4%，进口鱼粉 130.8 万吨，同比下降 3%；2009 年累计进口蛋氨酸 10 万吨，同比增长 10.3%，而蛋氨酸绝大部分都依赖进口。此外，2010 年以来玉米、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。

2.5. 中短期饲料行业前景有限

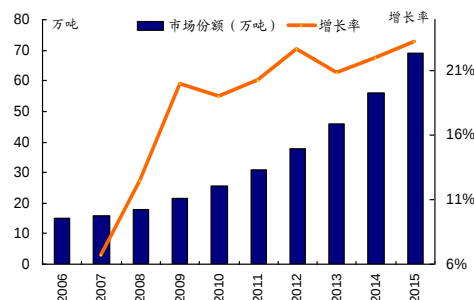
尽管我国生猪的存栏量巨大，全球约 1/2 的猪在我国饲养，但无论是饲料还是种猪均受制于外，且近年来疫情日重，加之农产品价格控制和玉米价格持续攀升，生猪和母猪在栏都处于两年来的低位，补栏积极性大受打压。总体上我们判断中短期饲料行业压力不小，走出明显的上升通道有难度。

3. 教槽料空间仍大但不宜过于乐观

教槽料也称代乳料、人工乳、开口料等，是在乳猪 7 日龄至断奶后 7—14 天饲喂的一种含有高营养成分的专用饲料。可使乳猪断奶期从 45-60 多天降为 21-28 天。教槽料的意义除了给乳猪补充营养，促进乳猪生长发育，提高乳猪断奶体重，而更重要的是使乳猪在哺乳期就已经“学会”了吃料，最大限度的减少乳猪断奶后面临的各种应激，保证小猪继续多吃快长，在最短的时间内出栏。国外自上世纪 80 年代开始兴起使用教槽料，90 年代教槽料普及，国内教槽料市场从 20 世纪 90 年代末起步，2000 年后逐渐发育，进入成长期。

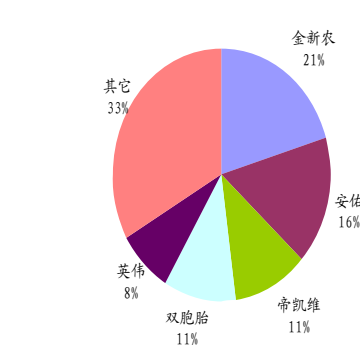
国内教槽料的生产早期主要集中在广东地区，随着教槽料对于仔猪的育成作用的重要性越来越受到生猪养殖业的重视，教槽料也越来越受到猪饲料行业的重视。由于教槽料的技术含量、营养含量较高，附加值、利润往往较高，目前国内部分大型猪饲料企业开始逐步销售或生产教槽料，但是由于教槽料的技术含量较高，大部分企业并不具备生产教槽料的能力，因此部分企业采取贴牌销售的模式。

图 12: 中国教槽料市场规模及年增长



资料来源：信达证券

图 13: 2008 年教槽料市场份额



资料来源：信达证券

目前，国内主要有教槽料生产能力的企业主要有金新农、安佑、英伟、帝凯维、双胞胎等企业，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。外资企业与国内企业相比在技术和管理上没有什么优势，而且目前有退出迹象。

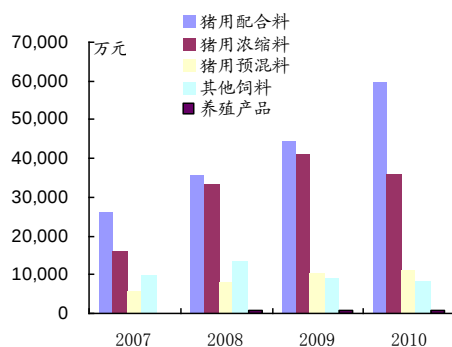
2010 年教槽料市场规模约为 25 万吨，金新农市场份额约为 19.56%。2006 年到 2010 年教槽料市场年均复合增速约为 9.5%，但 09-10 年增速约为 20%。考虑到当前散养比重较大，尽管大环境对集中、规模化饲养有利，教槽料的普及预计比普遍预期来得迟缓，况且教槽料的核心目的在于减少应激，提前断奶，尽早出栏和增重，是市场化的产物，在食品安全越来越迫切的背景下，我们认为对教槽料的发展速度应有合理预期。

4. 公司主业简析

4.1. 三类猪料贡献主要利润

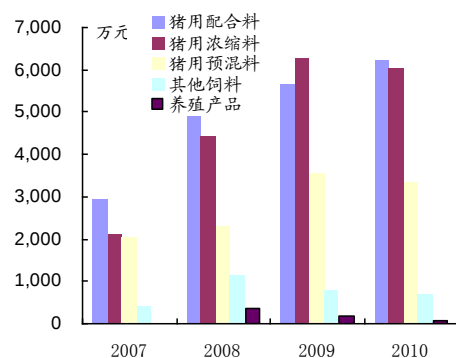
金新农主要生产猪饲料，还有少量的鸡饲料等其它饲料。2010 年公司猪料销量为 26.14 万吨，其中教槽料 4.89 万吨。2010 年公司总收入为 11.49 亿元，其中猪用配合料占总收入比重的 51.8%，猪用浓缩料比重为 31.02%，猪用预混料比重为 9.54%，其它饲料为 6.92%，另外还有养殖产品比重为 0.62%。猪用配合料中的教槽料占公司总收入的比重为 22.52%，近四年来比重变化不大。在 2010 年的营业利润构成中猪用配合料的比重为 38%，猪用浓缩料比重为 36.89%，猪用预混料比重为 20.38%，其它饲料为 4.19%，养殖产品比重为 0.54%。猪用配合料中的教槽料比重为 24.07%。

图 14: 公司主业收入构成



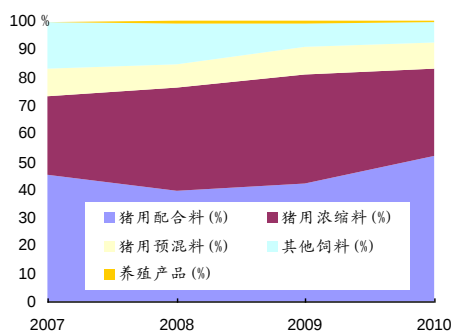
资料来源: 信达证券

图 15: 公司主业利润构成



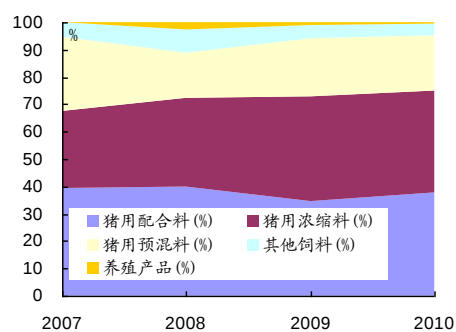
资料来源: 信达证券

图 16: 收入构成比例



资料来源: 信达证券

图 17: 营业利润构成比例



资料来源: 信达证券

4.2. 公司猪料产量增速高于行业平均

2007 年至 2010 年公司猪饲料产量年均复合增速为 26.74% 远高于行业平均水平 7%；猪饲料从 2007 年的 12.84 万吨增长至 2009 年的 23.47 万吨，复合增长率超过 30%，公司净利润从 2007 年的 2204 万元增长至 5795 万元，复合增长率高达 60%。教槽料 2007-2010 年的复合增速为 16.36%，高于行业平均水平 10.52%，与行业近两年的平均增速相当。尽管公司市场份额排在首位，但市场份额的变化以及产量增速的变动显示出教槽料市场竞争日趋激烈。

4.3. 公司教槽料优势明显

公司招股书中称公司在教槽料领域享有很高声誉，05 年开发的早期断奶仔猪料被评

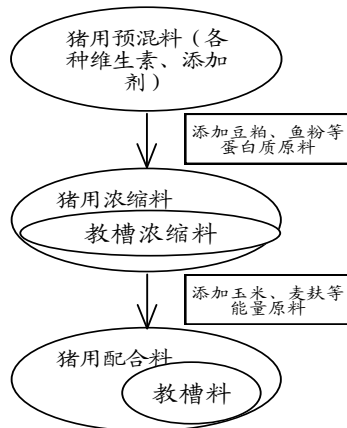
为中国饲料重大科技进步与应用奖，成为国内唯一获此殊荣的同类产品。在此项核心技术上拥有仔猪代乳饲料和超早期断奶仔猪料两项发明专利，处于国内领先水平。公司教槽料核心技术不仅体现在配方上还体现在工艺技术方面，如采用现代生物酶制剂和含有益生菌及其代谢产物的活菌制剂技术、酶解植物蛋白及富含小肽类的酶解动物蛋白为主要蛋白源、植物提取物添加剂及免疫增强剂、粉粒结合型饲料独特的适口性和高性价比。

表 1: 业内教槽料技术指标比较

企业名称	料肉比范围	日增重范围 (g/头/天)	采食量范围 (g/头/天)
金新农	1.01-1.1	280-350	290-380
英伟中国	1.05-1.2	250-320	260-360
安佑中国	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
平均水平	1.09-1.24	240-306	260-366

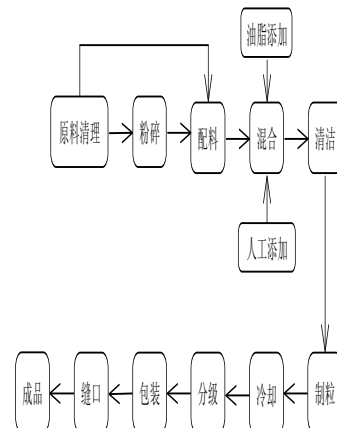
资料来源：信达证券

图 18: 饲料分类示意图



资料来源：信达证券

图 19: 全价配合饲料工艺流程



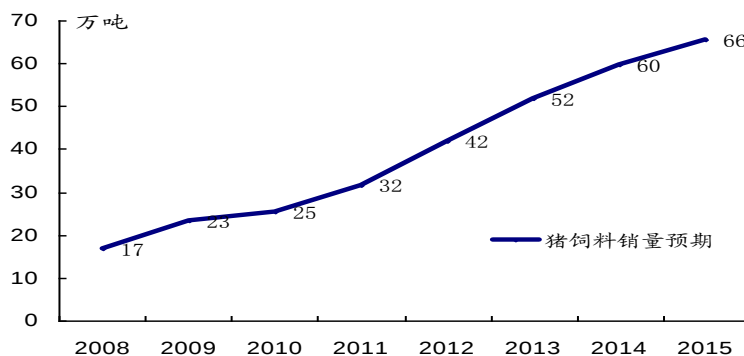
资料来源：信达证券

2009 年公司销售区域遍布 25 个省区，与 2000 多家经销商、规模化养猪场建立了稳定合作关系。

5. 公司业绩预测及估值

目前公司猪饲料销量 26.14 万吨，总饲料销量 29.2 万吨。当前公司设计产能为 43 万吨，随着惠州成农 23 万吨、长沙成农 10 万吨和哈尔滨远大牧业 6 万吨项目 2012 年的逐步投产，我们预计未来几年公司猪饲料销量如下图所示。

图 20: 猪饲料销量预期



资料来源: 信达证券

根据主业预测及相关假设, 我们计算出公司 2011-2013 年主业收入增长率分别为 25%、32%和 25%, 每股收益分别为 0.92、1.14 和 1.49 元, 2011-2014 年复合增长率为 24%。

通过我们的估值模型, 我们计算出公司平均每股价值为 23.58 元, 与当前股价基本相当, 不存在明显高估或低估。

表 2: 估值结果

估值方法	每股价值 (元)
APV	27.90
WACC	27.66
FCFE	28.39
DDM	14.72
AE	21.72
EVA	21.11
平均	23.58

资料来源: 信达证券

6. 投资建议及风险提示

公司所处行业可能面临疫病暴发及食品安全事件影响, 市场对教槽料细分市场的预期总体偏于乐观, 由于项目储备及产能潜力, 公司未来几年增长空间仍然不小。根据估值结果, 我们认为当前股价基本反映了其内在价值, 给予公司“持有”评级, 但仍需密切关注上述风险, 另外业绩的释放程度还取决于管理层自身考虑, 投资者应有客观的认识。

财务预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1149.7	1432.3	1896.1	2364.3	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	986.0	1213.0	1615.9	2009.6	归属母公司所有者的净利润	57.4	87.0	107.4	140.3
主营业务利润	163.7	219.3	280.1	354.7	少数股东权益	0.0	1.6	2.0	2.6
其他业务利润	(0.5)	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	7.6	7.1	8.0	8.7
销售费用	57.1	71.6	94.8	118.2	坏账准备	0.4	1.4	2.4	2.4
管理费用	34.6	43.0	56.9	70.9	应收账款的减少/(增加)	(6.3)	(3.6)	(6.0)	(6.0)
财务费用	2.0	0.4	(0.3)	(2.6)	存货的减少/(增加)	(32.9)	(23.1)	(41.0)	(40.1)
资产减值损失及其它	0.4	0.0	0.0	0.0	待摊费用和其他流动资产的	0.0	(6.2)	(10.3)	(10.4)
营业利润	69.1	104.2	128.7	168.1	其他长期资产的减少/(增加)	0.1	0.0	0.0	0.0
营业外收支	1.0	0.0	0.0	0.0	应付账款的增加/(减少)	1.0	15.7	27.8	27.1
利润总额	70.1	104.2	128.7	168.1	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:所得税	12.7	18.9	23.3	30.5	其他流动负债的增加/(减少)	1.9	6.9	12.2	12.0
净利润	57.4	85.4	105.4	137.7	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减少少数股东损益	1.1	1.6	2.0	2.6	其它	1.8	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者的净利润	56.3	87.0	107.4	140.3	经营活动产生的现金流净额	31.1	86.8	102.6	136.7
资产负债表 (百万元)					投资活动产生的现金流				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	82.4	120.0	120.0	120.0	收回投资与投资收益	0.4	0.0	0.0	0.0
应收账款	14.8	18.4	24.4	1554.8	资本投资	60.7	31.9	20.1	20.1
存货	100.3	123.5	164.5	204.5	其它	0.2	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	25.4	31.7	41.9	52.3	投资活动产生的现金流净额	(60.5)	(31.9)	(20.1)	(20.1)
流动资产合计	221.9	286.2	341.1	395.2	筹资活动产生的现金流				
固定资产	70.3	98.2	113.4	128.0	吸收投资收到的现金	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	61.7	58.6	55.5	52.4	支付股利	14.4	43.5	53.7	70.1
其它非流动资产	8.1	8.1	8.1	8.1	取得借款收到的现金	16.0	26.2	(28.7)	(46.4)
资产总计	362.0	451.2	518.2	583.7	其它	1.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	46.0	72.2	48.3	6.7	筹资活动产生的现金流净额	0.6	(17.3)	(82.4)	(116.5)
应付账款	68.0	83.6	111.4	138.5	现金的净流入/(净流出)				
其他流动负债	30.0	36.9	49.1	61.1		(28.8)	37.6	0.0	0.0
流动负债合计	143.9	192.7	208.8	206.4	现金期初余额	111.2	82.4	120.0	120.0
长期借款	0.0	(4.8)	(9.6)	(14.4)	现金期末余额	82.4	120.0	120.0	120.0
其他非流动负债	0.1	0.1	0.1	0.1	主要财务指标				
非流动负债合计	0.1	(4.7)	(9.6)	(14.4)		2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	144.0	188.0	199.3	192.0	ROE	#DIV/0!	35.0%	35.5%	37.6%
归母所有者权益合计	205.4	248.9	302.6	372.7	ROA	15.6%	19.3%	20.7%	24.0%
少数股东权益	12.7	14.3	16.3	19.0	已获利息倍数	36.2	28.00x	35.35x	122.81x
所有者权益合计	218.0	263.2	318.9	391.7	资产负债率	39.8%	41.7%	38.5%	32.9%
负债和股东权益总计	362.0	451.2	518.2	583.7	流动比率	1.54	1.49	1.63	1.91
					固定资产/总资产	19.4%	21.8%	21.9%	21.9%

资料来源：信达证券研究中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本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，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102