

2011-05-23

农林牧渔

金新农 002548.SZ

安全边际足够的进攻性标的

我们推荐金新农的逻辑基于饲料行业景气大背景下，公司在安全边际+成长性+弹性方面都是绝佳的选择。

◆快速增长的细分子行业龙头企业：

教槽料行业作为新兴的饲料子行业，年复合增长率达到 20%以上。而金新农作为龙头企业，未来 3 年复合增长率可达到 36%，在饲料企业中属于成长性非常好的。

金新农作为国内最专业和最权威的教槽料生产企业，市场份额将保持不断提升，从目前的 20%在未来 3 年可以达到 30%以上。

◆盈利能力最强的扩张模式：

金新农以教槽料为拳头产品，辅以预混料、教槽料，同时扩展配合料，收入构成保持在 3:1:3:3。金新农未来扩张模式也将保持各产品同比例扩张。由于公司主要以高毛利率产品为主，公司吨饲料净利润可达到 220-250 元/吨。

预计金新农上市后产能将从 39 万吨扩张到 100 万吨，按照 60%的产能利用率，饲料这块业务可带来净利润 1.32-1.5 亿元，对应 EPS 是 1.4-1.6 元。

◆金新农是饲料企业中弹性最高的公司：

作为精细化饲料子行业，金新农的产能相比其他公司较小，但正因为如此，金新农对产能弹性也是最高的。10 万吨的新建饲料对其他企业弹性几无，但对金新农而言，对应的是可增厚 2200-2500 万的净利润，对应增厚 EPS 是 0.23-0.27 元。

◆盈利预测及评级：

我们预测金新农饲料业务 11-13 年 EPS 分别为 0.91 元、1.49 元和 1.69 元，未来公司还将延伸产业链做种猪业务，公司的 EPS 有进一步提升的空间，目前的股价对应 11 年 22 倍 PE，12 年 14 倍 PE，估值已经与农业中最便宜新希望相媲美，但公司成长性和弹性方面要好于新希望。

同时，金新农也是饲料企业中最注重盈利质量和资产质量的企业，公司财务费用和应收账款等指标远远优于同行业可比公司。公司一直保持稳健的扩张模式。

我们给予金新农 12 年 20-25 倍 PE，对应目标价为 29.8-37.25 元，给予买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,056	1,150	1,722	2,559	2,845
营业收入增长率	16.74%	8.85%	49.79%	48.58%	11.18%
净利润（百万元）	58	56	86	140	159
净利润增长率	15.45%	-3.55%	52.40%	63.07%	13.80%
EPS（元）	0.62	0.60	0.91	1.49	1.69
ROE（归属母公司） （摊薄）	36.13%	27.41%	10.14%	14.38%	14.33%
P/E	34	36	23	14	13
P/B	12	10	2	2	2

首次

买入

当前价格	21.34 元
目标价格	37.25 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

(执业证书编号：S0930511010001)

联系人

刘晓波

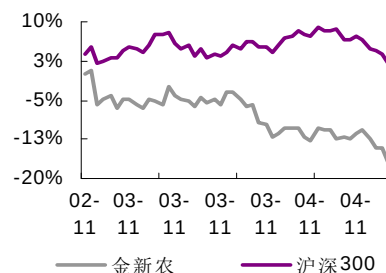
021-2216 9177

liuxb@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	94
总市值(百万元)	2,006
流通比例(%)	25.53%
12 个月最高/最低(元)	29.00/20.81
近 3 月日均成交量(百万股)	0.86
主要股东	深圳市成农投资有限公司

股价表现(12 个月)



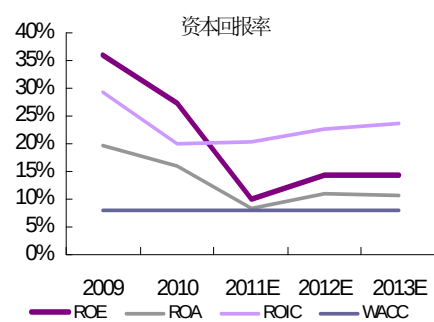
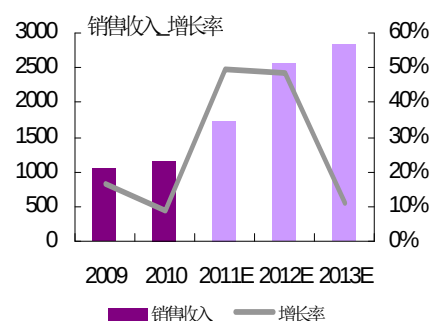
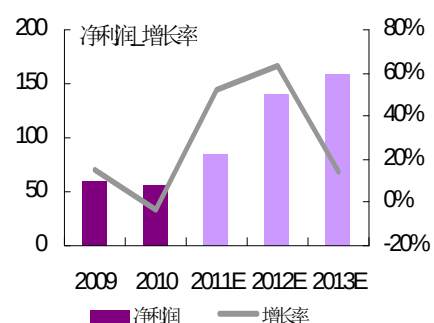
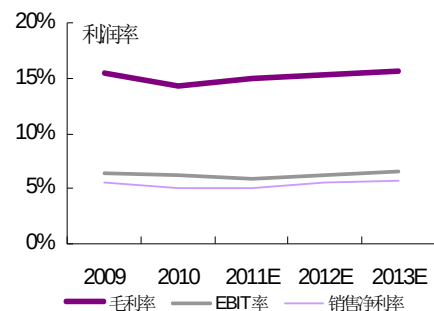
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.26	-16.94	0.00
绝对收益	-13.66	-18.27	0.00

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,056	1,150	1,722	2,559	2,845
营业成本	893	986	1,465	2,165	2,401
折旧和摊销	6	9	10	15	19
营业税费	0	0	1	1	1
销售费用	58	57	95	142	158
管理费用	37	35	61	90	100
财务费用	0	2	-6	-13	-13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	67	69	106	174	198
利润总额	70	70	108	175	200
少数股东损益	0	1	2	2	3
归属母公司净利润	58.37	56.30	85.80	139.92	159.23

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	296	362	1,060	1,297	1,495
流动资产	220	222	831	984	1,151
货币资金	111	82	657	727	866
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	6	14	10	15	17
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1	1	5	8	9
存货	67	100	111	165	182
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	3	3	3	3
固定资产	38	59	134	208	240
无形资产	10	62	59	56	53
总负债	123	144	199	308	365
无息负债	93	98	169	248	275
有息负债	30	46	30	60	90
股东权益	173	218	860	989	1,130
股本	70	70	94	94	94
公积金	3	8	568	582	597
未分配利润	88	128	184	297	420
少数股东权益	12	13	14	16	19

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	51	31	130	139	167
净利润	58	56	86	140	159
折旧摊销	6	9	10	15	19
净营运资金增加	45	35	21	88	29
其他	-57	-69	13	-104	-41
投资活动产生现金流	-48	-60	-100	-100	-50
净资本支出	45	60	100	100	50
长期投资变化	4	3	0	0	0
其他资产变化	-98	-124	-200	-200	-100
融资活动现金流	22	1	545	30	22
股本变化	0	0	24	0	0
债务净变化	30	16	-16	30	30
无息负债变化	16	5	71	79	27
净现金流	25	-29	575	70	139

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.74%	8.85%	49.79%	48.58%	11.18%
净利润增长率	15.45%	-3.55%	52.40%	63.07%	13.80%
EBITDA 增长率	7.98%	8.85%	39.21%	57.77%	16.15%
EBIT 增长率	7.41%	5.27%	41.27%	58.84%	15.28%
估值指标					
PE	34	36	23	14	13
PB	12	10	2	2	2
EV/EBITDA	21	20	14	9	8
EV/EBIT	23	22	16	10	8
EV/NOPLAT	27	27	19	12	10
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	8	5	4	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.48%	14.24%	14.92%	15.37%	15.60%
EBITDA 率	6.97%	6.97%	6.48%	6.88%	7.18%
EBIT 率	6.44%	6.23%	5.87%	6.28%	6.51%
税前净利润率	6.59%	6.10%	6.26%	6.85%	7.02%
税后净利润率 (归属母公司)	5.53%	4.90%	4.98%	5.47%	5.60%
ROA	19.56%	15.86%	8.24%	10.94%	10.82%
ROE (归属母公司) (摊薄)	36.13%	27.41%	10.14%	14.38%	14.33%
经营性 ROIC	29.18%	19.99%	20.37%	22.63%	23.62%
偿债能力					
流动比率	1.79	1.54	4.92	3.97	4.18
速动比率	124.11%	84.46%	425.73%	330.63%	351.96%
归属母公司权益/有息债务	5.39	4.46	28.21	16.22	12.34
有形资产/有息债务	9.26	6.43	33.26	20.64	15.99
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.62	0.60	0.91	1.49	1.69
每股红利	0.00	0.22	0.14	0.23	0.26
每股经营现金流	0.55	0.33	1.39	1.48	1.78
每股自由现金流(FCFF)	-0.30	-0.30	-0.31	-0.46	0.96
每股净资产	1.72	2.18	9.00	10.35	11.82
每股销售收入	11.24	12.23	18.32	27.22	30.26

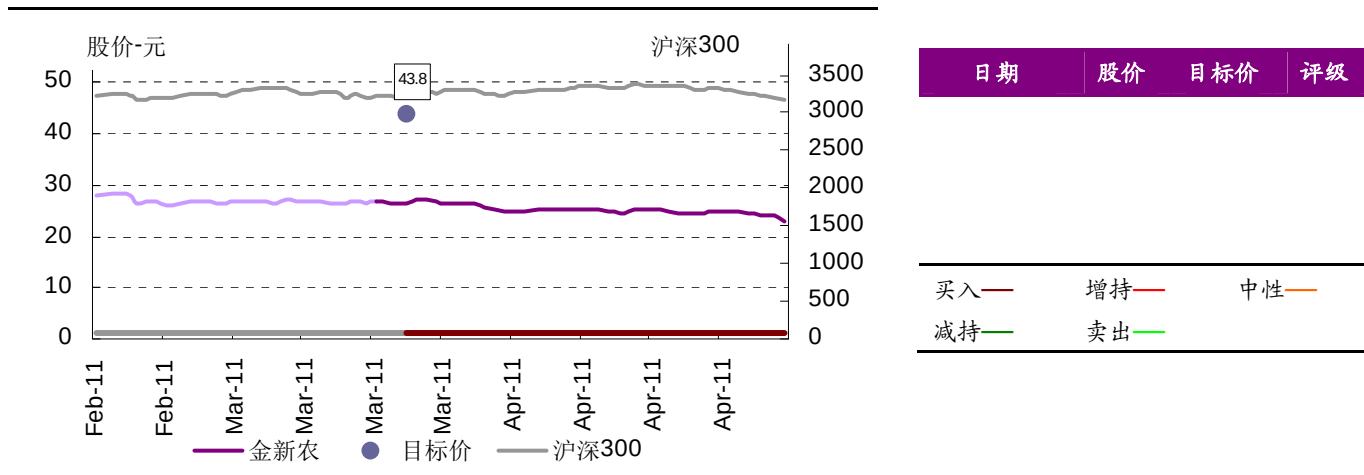
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

金新农（002548）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。