

分析师： 乔洋 (8621)65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

金新农 2011 年半年报及资产收购公告点评

事件描述

金新农（002548.SZ）今日公告 2011 年半年度报告，公司实现主营业务收入 6.10 亿，较去年同期增长 13.81%，营业利润 2,965.15 万元，较去年同期下降 11.64%，实现归属于母公司的净利润 2,501.27 万元，较去年同期减少 7.40%。每股收益 0.32 元，上年同期为 0.39 元。我们认为：

- ⊗ 2011 年上半年公司业绩下滑主要系一季度行业低迷以及公司期间费用大幅增长所致；
- ⊗ 公司全资子公司博罗金新农拟以自筹资金 1000 万元收购博罗县柏塘镇平安永丰养猪场及其现有用地上的建筑物、构筑物、生长物、机器设备等全部附着物及生产性生物资产等。我们判断，此次收购只是公司扩大种猪业务的第一步，期待后续进展。
- ⊗ 公司未来业绩增长源于募投项目投产以及“横向”+“纵向”兼并收购

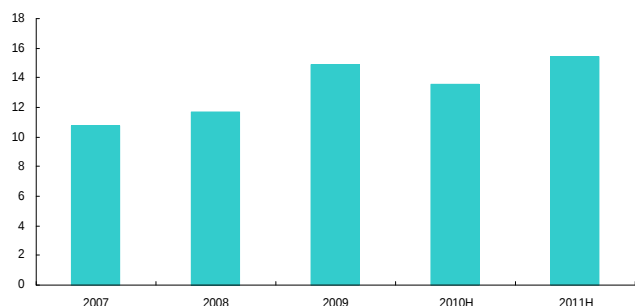
我们看好公司未来产能的逐步释放以及长期发展规划，预计公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.80 元、1.10 元和 1.27 元，维持“推荐”评级。

事件评论

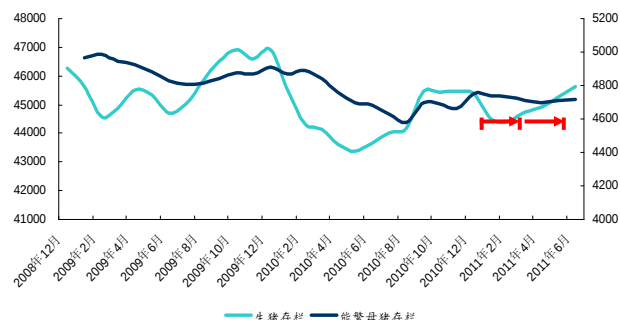
第一，二季度饲料销售情况转好，成本上升导致盈利能力同比略有下滑

2011 年上半年，公司营业收入为 6.10 亿元，同比增加 13.80%。我们认为，上半年公司营业收入增幅不够理想的原因是一季度整个行业相对低迷，二季度才逐渐转好。

2011 年上半年公司实现饲料销量 15.42 万吨，较去年同期增长 13.83%，整个饲料行业的同期平均增幅仅为 4%。2011 年一季度，全国生猪和能繁母猪存栏量处于低位，二季度随着生猪价格持续超预期上涨，全国生猪养殖量逐渐提升。2011 年上半年生猪存栏量同比去年微增 1.86%，能繁母猪存栏量同比减少 1.51%。

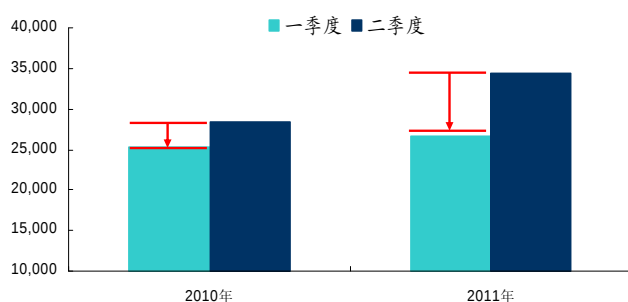
图 1: 2007~2011H 公司饲料销量 (万吨)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

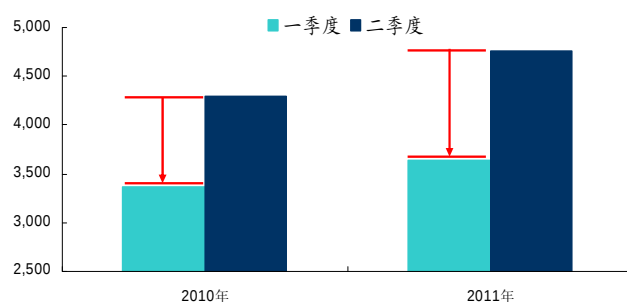
图 2: 2009~2011 生猪存栏和能繁母猪存栏 (万头)


资料来源: WIND, 长江证券研究部

2011 年一季度公司营业收入同比增速为 5.25%, 二季度收入同比增速达到 21.44%; 一季度毛利润同比增速为 8.55%, 二季度毛利润同比增速提升至 10.92%。

图 3: 2010~2011 年公司一、二季度单季度收入 (万元)


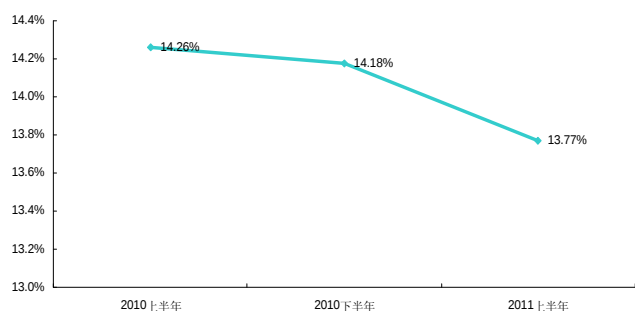
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 10~11 年公司一、二季度单季度营业利润 (万元)


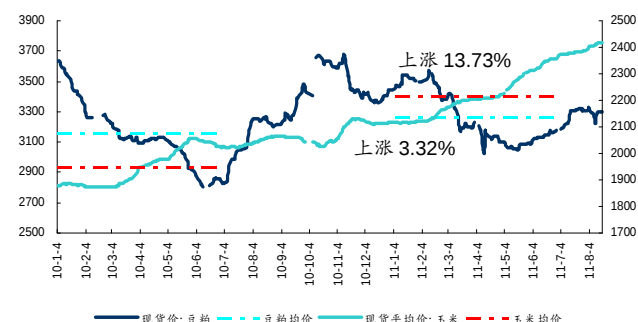
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

综合毛利率同比减少 0.49 个百分点

公司综合毛利率同比减少 0.49 个百分点, 主要是由于 2011 年上半年饲料主要原料玉米和豆粕价格的上涨, 上半年玉米现货均价同比去年上涨 13.73%, 豆粕现货均价同比上涨 3.32%。由于行业逐渐步入景气周期, 尽管原料价格大幅上涨, 2011 年二季度公司综合毛利率较一季度小幅提升 0.16 个百分点。

图 5: 2010H~2011H 公司综合毛利率


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 2010~2011 年玉米和豆粕现货价格 (元/吨)


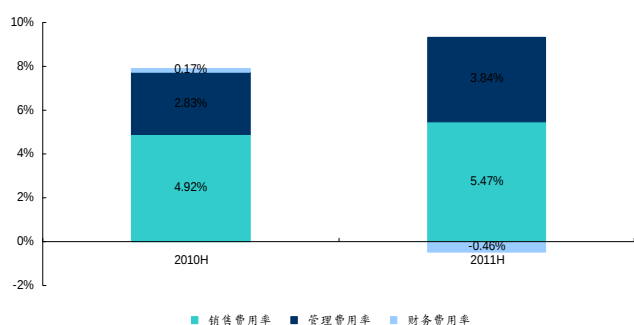
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

⊗ 期间费用率微幅上升，归属于母公司的净利润同比减少 7.40%

2011 年上半年公司期间费用为 5401 万元，较上年同期增加 1156 万元。2011 年上半年期间费用率为 8.85%，同比上年略增 0.93 个百分点。其中，销售费用率增加 0.55 个百分点，管理费用率增加 1.01 个百分点，财务费用为-278.15 万元。销售费用率增加系市场投入加大，人力资源的培养费用及福利待遇有所提高；管理费用大幅提升系研发费用投入幅度加大，管理人员数量及薪酬增加。财务费用减少系偿还了银行贷款减少了利息支出并且募集资金的利息收入的贡献。

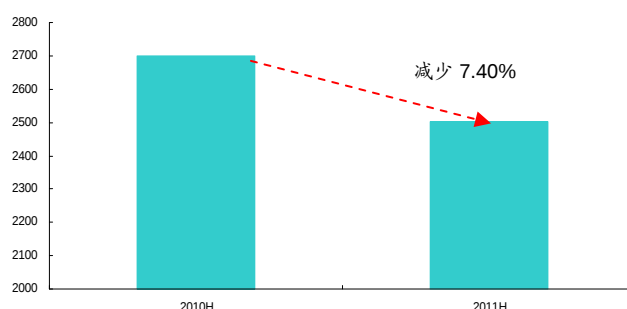
由于一季度行业低迷以及公司期间费用大幅提增长，上半年公司实现归属于母公司的净利润 2501.27 万元，同比减少 7.40%。

图 7：2010H~2011H 公司期间费用率及构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：2010H~2011H 归属于母公司净利润（万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

⊗ 1~9 月业绩预计变动幅度小于 30%

表 1：公司 1~9 月业绩预告

1~9 月	归属于上市公司股东的净利润比上年同期增减变动幅度小于 30%	
1~9 月预计净利润同比变动幅度	归属于上市公司股东的净利润比上年同期增减变动幅度：-15.00% ~ 15.00%	
去年 1~9 月	归属于上市公司股东的净利润（元）：44,400,087.35	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

假如公司 1~9 月业绩同比增幅为 15%，归属于上市公司股东的净利润为 5106 万元，约合 EPS0.54 元。

第二，公司下属子公司博罗金新农拟收购博罗永丰养猪场部分资产

⊗ 资产收购主要内容

公司全资子公司博罗金新农拟以自筹资金 1000 万元收购博罗县柏塘镇平安永丰养猪场及其现有用地上的建筑物、构筑物、生长物、机器设备等全部附着物及生产性生物资产等。

交易内容主要包括两项：

一是先决条件：交易对手方将其对养猪场目前经营场所全部土地的占有、使用、经营、收益权利（权益）以符合法律规定的博罗县柏塘镇平安村约 105 亩、平南村约 325 亩等两处共计 430 亩的土地（包括但不限于山地、水田、旱地、鱼塘等）合法转包（或转租）给博罗金新农是资产转让之先决条件。

二是资产转让定价情况及交易金额：博罗金新农将以支付人民币 1000 万元的对价取得博罗永丰养猪场现有用地上的建筑物、构筑物、生长物、机器设备等全部附着物及生产性生物资产等。

表 2：博罗永丰养猪场资产评估结果

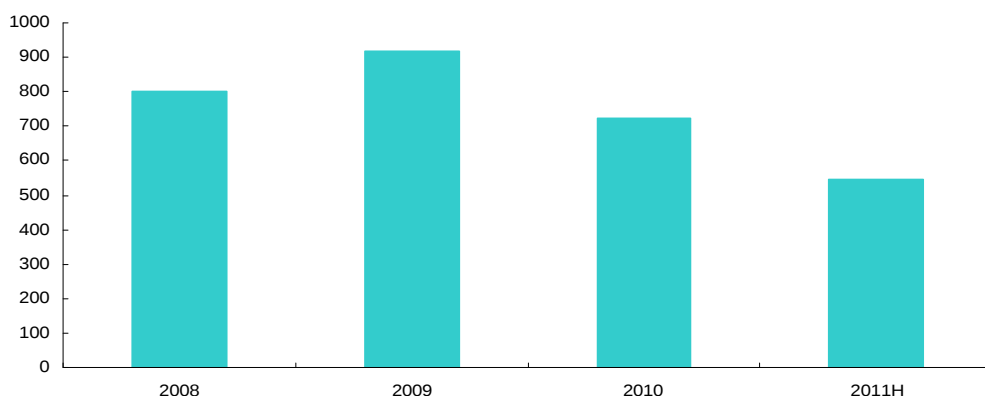
序号	资产占有单位名称	项目名称	评估总值（元）
1	博罗县柏塘镇平安永丰养猪场	构筑物及其他辅助设施	3,135,200.50
2		机器设备	190,055.00
3		电子设备	4,418.13
4		生产性生物资产	6,562,300.00
合 计			9,891,973.63

资料来源：公司公告，长江证券研究部

p.s.2011 年 8 月 4 日，公司下属子公司惠州成农和广东金新农合资 100 万元在广东省博罗县设立博罗金新农，新公司经营范围定位为股权投资及农产品销售，主要是提升公司在华南地区的产业布局，拓展饲料生产销售及畜牧养殖及服务。

⊗ 公司已有生猪养殖业务，此次收购旨在扩大生猪养殖规模以及延伸产业链

2008 年公司养殖业务收入为 800.51 万元，截至 2010 年该项业务收入为 720.84 万元。公司的发展规划之一是横向延伸产业链，秉承一贯的“经营高端产品”的思路，逐渐扩大种猪养殖业务的规模。我们判断，此次收购只是公司扩大种猪业务规模的第一步，期待后续进展。

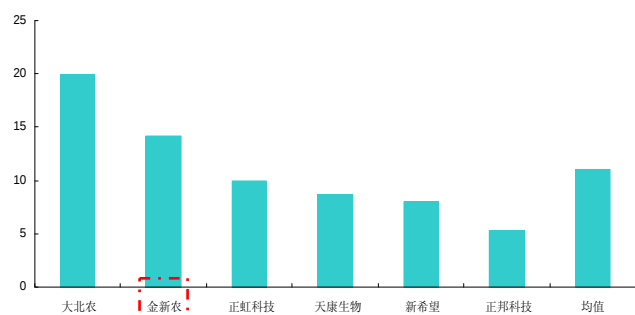
图 9：2008～2011H 公司养殖业收入（万元）


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，两大核心竞争力为公司带来较强的盈利能力

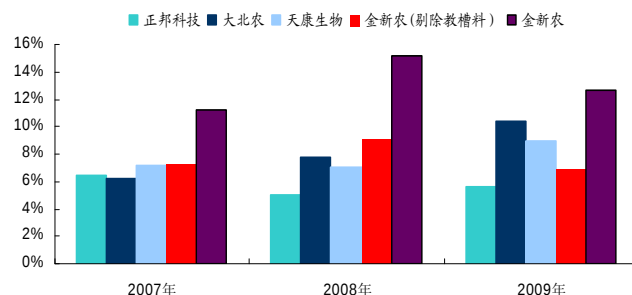
2010 年，公司饲料毛利率达到 14.32%，在主要饲料上市公司中仅次于以大北农（以预混料为主要收入来源）；2007~2008 年，公司剔除掉教槽料的配合料毛利率高于大北农的配合料，2009 年由于大北农也开始进行教槽料业务，其配合料毛利率高于公司剔除掉教槽料的配合料毛利率，但是配合料整体毛利率仍低于公司毛利率。

图 10: 2010 年主要饲料上市公司饲料业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 11: 2007~2009 年可比上市公司配合料毛利率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

我们认为, 公司的高毛利率源于公司的两大核心竞争力--**技术研发优势**和**“经营高端产品”**的经营模式

⊗ 技术研发优势

教槽料是公司的优势产品, 教槽料又称代乳料、人工料, 是一种为代替全乳而配制的饲料, 其使用的根本目的是让乳猪逐步适应植物性饲料, 简言之就是教会小猪吃饲料。教槽料一般在仔猪 5~7 日龄到断奶后 7~14 天食用, 是一种高营养成分的全价配合饲料。优秀教槽料的使用可以缩短断奶时间, 提高母猪的繁殖效率; 提高仔猪生长速度、缩短出栏时间; 提高免疫力、减少疾病感染机会等。据测算, 教槽料带来较大的经济效益, 与现代养殖方式相比, 教槽料养殖可使每头仔猪增加 27.8 元净利。

表 3: 教槽料与普通饲料利润贡献对比

收入成本假设	假设依据	教槽料养殖	现代方式养殖+普通饲料	土猪方式养殖+饲料养殖
成本比较	每头仔猪采食 3 公斤	3 公斤*7 元/公斤=21 元, 成本多 9 元	3 公斤*4 元/公斤=12 元	3 公斤*2.2 元/公斤=6.6 元
收入比较	仔猪断奶期缩短, 成本减少, 相当于收益增加, 假设肉猪养殖期饲料成本为 2.2 元/公斤	断奶期 21 天, 缩短 9 天 成本减少 9*2.2 元/公斤=19.8 元	断奶期 30 天	断奶期 60 天
使用教槽料可以提高母猪繁殖效率, 具体如下:				
	胎次	2.6 胎	2.43 胎	2 胎
	每胎数量	8 只 (保守估计)	8 只	6 只
	一头能繁母猪产仔量	2.6*8=20.8 只	2.43*8=19.44 只	2*6=12 只
	假设每头出栏肉猪净利润大致 200 元,	20.8*200 元/只=4160 元	19.44*200 元/只=3888 元	12*200 元/只=2400 元
	所产仔猪盈利			
	平摊到 16 头仔猪每头收益	260 元	243 元	150 元
总结		每头仔猪净利润增加 27.8/181.4 元		

资料来源: 长江证券研究部

基于两方面原因, 我们判断教槽料的市场空间并不小。一方面是目前国内教槽料利用率较低, 2010 年我国生猪存栏量为 4.54 亿头。若以仔猪出生后 7 天喂教槽料计算, 每头仔猪采食用教槽料为 3KG 左右, 那么 2010 年全国生猪对教槽料的理论需求量为 136.2 万吨, 但目前国内教槽料市场规模仅有约 25.7 万吨, 与理论需求量相比存在约 110.5 万吨的缺口。另一方面是由于教槽料价格较普通配合料高 2000 元左右, 主要适用于规模化养殖场, 随着生猪养殖行业集中度提升, 规模化养殖厂占比将逐年提高, 教槽料需求量的提升空间较大。

公司的技术研发优势主要体现在三个方面，第一是高素质的研发队伍，这支队伍由动物营养与饲料加工专业的博士和硕士担当组成，较强的研发团队一方面确保公司现在的热销产品的高品质，另一方面确保公司未来能够持续的推出具有竞争力的新品种；第二是公司设立了新产品、新配方的设计与开发控制程序，并建立了良好的激励机制；第三是公司与东北农业大学、武汉工业学院等科研院校建立了长期技术合作关系。公司教槽料产品相对于竞争对手突出的品质优势可以充分反映公司较强的研发实力和有效的研发机制。

表 4：公司与其他企业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

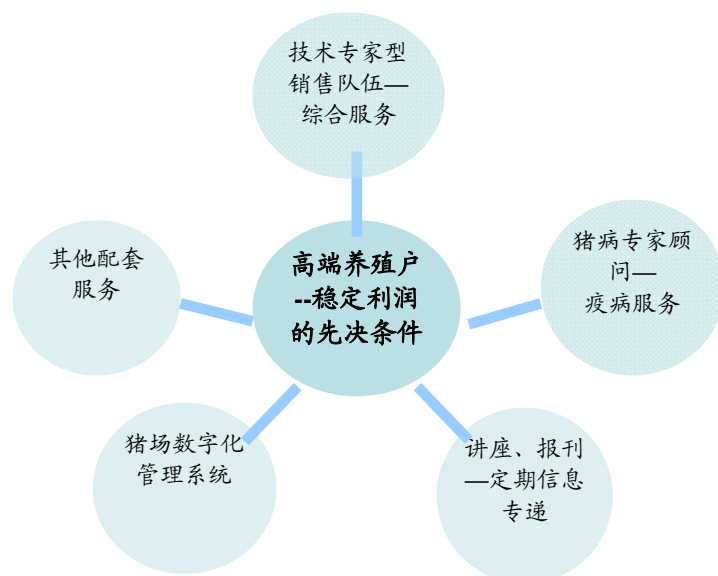
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

高技术含量和高品质的产品是公司现有高毛利的根本原因，持续推出高品质产品的研发实力是公司维持高毛利的根本支撑。

“经营高端产品”的销售模式

由于公司的教槽料产品充分体现公司的核心研发实力，公司建立了“通过技术含量高的教槽料产品畅销来带动其他产品”的营销策略。基于公司高品质的饲料产品，公司以多方位专业化的服务搭配营销产品，销售多数指向高端养殖户。

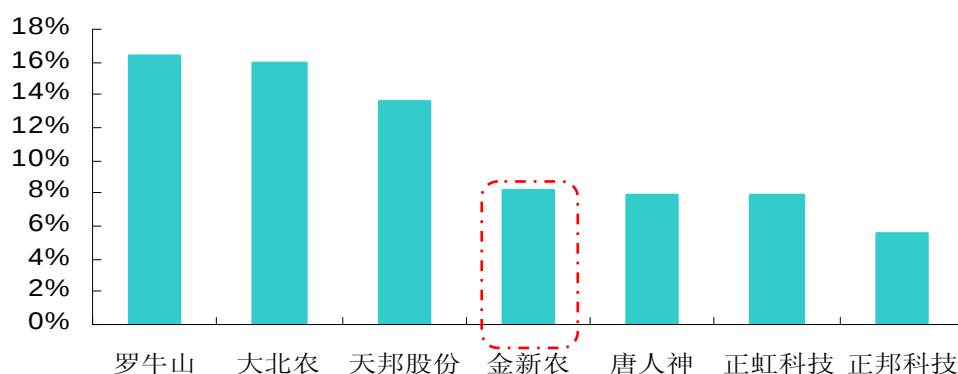
图 12：公司产品优势显著—技术带动市场



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

密集度较高的客户群为公司带来两方面优势，一方面是客户相对稳定，安全性高于普通散户，另一方面相对于同类饲料公司享有较低的期间费用，2010 年公司期间费用率为 8.15%，较大北农低 49.38%。

图 13: 2010 年主要饲料上市公司期间费用率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，公司未来业绩增长源于募投项目投产以及“横向”+“纵向”兼并收购

公司的整体经营目标是继续保持公司持续快速增长，保持公司在猪饲料尤其是教槽料细分市场的领先优势，逐步扩大公司产品的销售规模，并根据自身发展需要和行业发展机会，围绕提升公司猪饲料产品的核心竞争力，适时收购兼并与公司主营业务一致、管理较为规范、具有一定市场份额的猪饲料企业，不断开拓新市场。

募投项目投产为主要业绩增长点：公司于 2011 年 2 月 IPO 发行 2400 万股，募集资金 5.76 亿元，募投项目完成之后公司将新增产能 39 万吨，总产能达到 78 万吨，较现有产能翻了一番。我们预计公司募投项目建成后公司销量将以 35% 左右的增速增长，完全投产后每年将贡献营业收入 12.97 亿元。

表 5: 募投项目建成前后产能比较

地区	现有产能	募投产能	合计
东北地区	18	6	24
华东地区	10	-	10
华南地区	6	23	29
华中地区	5	10	15
合计	39	39	78

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 6: 募投项目计划收入和利润额 (万元)

募投项目	年均营业收入 (万元)	年均利润总额 (万元)
惠州成农	77080	6792.45
长沙成农	34667.2	3587.99
哈尔滨远大牧业	17972.8	1230.55
总额	129720	11610.99

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

纵向兼并收购：我们看好公司的战略规划——计划在做大做强教槽料业务的基础上，横向和纵向延伸产业链，**横向**利用行业整合的机会并购优良资源，**纵向**以“经营高端产品”的思维模式快速发展种猪业务。据测算，公司目前仍有 1.2 亿元超募资金。我们判断，公司有可能用超募资金并购优质种猪资产或者饲料公司。

第五，盈利预测

我们看好公司未来产能的逐步释放以及长期发展规划，预计公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.80 元, 1.10 元和 1.27 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1150	1485	1943	2586	货币资金	82	653	694	777
营业成本	986	1266	1664	2221	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	164	219	280	365	应收账款	15	19	25	33
% 营业收入	14.2%	14.7%	14.4%	14.1%	存货	100	96	126	168
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	22	29	37	50
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	2	3	4	5
销售费用	57	82	108	143	流动资产合计	222	799	886	1033
% 营业收入	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	35	45	47	78	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.0%	3.0%	2.4%	3.0%	长期股权投资	3	3	3	3
财务费用	2	0	-2	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	65	115	161	174
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	62	59	56	53
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	69	92	128	147	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	6.0%	6.2%	6.6%	5.7%	资产总计	362	985	1115	1272
营业外收支	1	1	1	1	短期贷款	46	0	0	0
利润总额	70	93	129	148	应付款项	68	87	115	153
% 营业收入	6.1%	6.3%	6.6%	5.7%	预收账款	11	14	18	24
所得税费用	13	17	23	27	应付职工薪酬	6	7	10	13
净利润	57	76	105	121	应交税费	3	4	5	6
归属于母公司所有者					其他流动负债	11	14	18	24
的净利润	56.3	75.4	104.0	119.6	流动负债合计	144	126	166	220
少数股东损益	1	1	1	1	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.60	0.80	1.11	1.27	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	31	117	124	144	负债合计	144	126	166	220
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	205	845	934	1036
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	13	14	15	16
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	218	859	949	1052
固定资产投资	-60	-65	-69	-46	负债及股东权益	362	985	1115	1272
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-60	-65	-69	-46		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.599	0.802	1.107	1.272
股权融资	0	576	0	0	BVPS	2.93	12.08	9.94	11.02
银行贷款增加（减少）	16	-46	0	0	PE	47.63	35.56	25.78	22.42
筹资成本	14	-11	-13	-15	PEG	1.67	1.25	0.90	0.79
其他	-30	0	0	0	PB	9.72	2.36	2.87	2.59
筹资活动现金流净额	1	519	-13	-15	EV/EBITDA	33.65	18.48	13.10	10.62
现金净流量	-29	571	41	83	ROE	27.4%	8.9%	11.1%	11.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。