

再访金新农之华东基地

—上海成农调研

民生精品---调研报告/农林牧渔行业

2011年12月20日

一、事件概述

近日我们对金新农（002548）全资子公司上海成农饲料有限公司展开了实地调研，就市场关心的行业发展、发展战略、产能扩张和销售模式等问题与公司高管进行了交流。

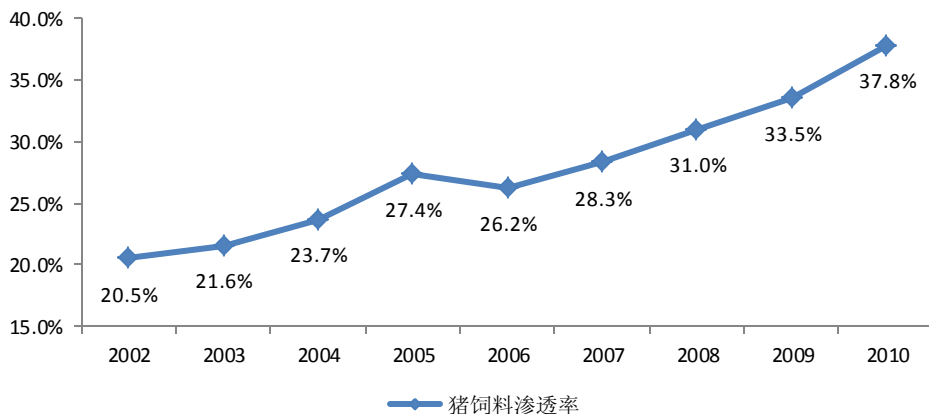
二、分析与判断

➤ 猪饲料行业高景气度会维持明年全年

公司认为明年饲料行业谨慎乐观。由于明年生猪存栏量多，对明年猪价不看好。从养猪盈利到开始亏损时，这一阶段生猪存栏量多，对饲料有需求。养猪亏损半年后，养户开始屠宰生猪，生猪存量减少，饲料销量增速减缓，随着生猪屠宰加剧，饲料销量减少。从全年来看，明年饲料行业谨慎乐观。

我们认为猪饲料产量增长主要取决于两大因素：生猪存栏量和工业饲料渗透率。今年能繁母猪补栏 2-5 月环比增速 0.5%，6-10 月环比增速 1%。由于补栏母猪多为后备母猪，通常需要 2 个月后才能配种，怀孕 4 个月，仔猪育肥 4-6 个月，预计明年 5 月开始生猪存栏量明显增加。同时自 2002 年以来工业饲料渗透率年均提升幅度超过 2 个百分点，随着城镇最低收入水平持续提高、城镇化率不断提升及生猪养殖不断规模化，预计猪饲料渗透率的推动作用在今后很长一段时间都不会消失。综上，我们预计猪饲料行业高景气度会维持明年全年。

图 1：2002 年以来猪饲料渗透率平均每年提高 2 个百分点



资料来源：民生证券研究所

➤ 集团战略定位清晰：猪用前期料+中型养殖规模客户群

集团猪饲料产品丰富齐全。金新农自成立起一直专注、专心、专业研发生产猪用饲料，针对猪的不同生长阶段（断奶-乳猪-仔猪-中猪-大猪以及种猪），集团都有相应的饲料产品，其中教槽料、乳猪料等前期料是集团的核心产品。除配合料外集团也生产销售猪用预混料和浓缩料。

集团产品定位：前期料。在猪饲料行业中，集团致力于技术含量高、利润高的前期料细分领域。高毛利的前期料使得集团生产基地辐射范围得到极大的提高，如上海成农销售半径可达到 300 公里，而主营育肥料的饲料企业销售半径一般在 50 公里左右。可见，利润空间巨大的前期料不仅使得公司获得较高的猪饲料综合毛利率，还提升了生产基地的辐射范围，可减少基地布点。

集团客户定位是未来生猪养殖行业的主体。集团公司认为年自繁自养 100—500 头母

谨慎推荐

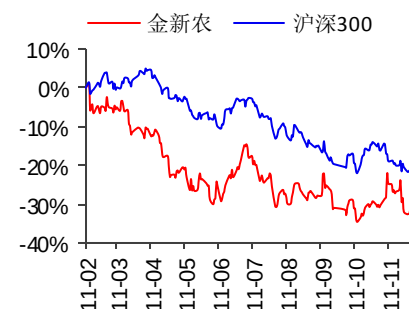
维持评级

合理估值： 21.6—24.8 元

交易数据 (2011-12-19)

收盘价 (元)	18.00
近 12 个月最高/最低	28.64/17.24
总股本 (百万股)	94.00
流通股本 (百万股)	24.00
流通股比例%	25.53
总市值 (亿元)	16.92
流通市值 (亿元)	4.32

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王莺
执业证书编号：S0100510120001
电话：(8621) 6888 5571
手机：13816716806
Email：wangying_yjs@mszq.com

联系人：李一凡
电话：(8621) 6888 5791
手机：15121004960
Email：liyifan@mszq.com

相关研究

- 《金新农（002548）新股定价报告：稳健扩张的教槽料龙头》2011.01.30
- 《金新农（002548）调研报告：细分市场龙头，喜迎产能释放》2011.11.23

猪，即年出栏肉猪 2000-10000 头的商品猪场是未来生猪养殖主体，集团以该养殖规模的猪场为主要客户群体。我们认为年自繁自养 100-500 头母猪猪场是未来生猪养殖行业主体的主要原因有：1) 随着土地、人工、饲养物资成本及服务费用等生猪养殖成本的高涨，会不断提高养猪的资金门槛，极大积压了散养户的积极性和利润空间；2) 猪病疫是生猪养殖面临的一个非常重大因素，散养户很难控制猪病疫。同时，一旦猪病疫爆发，超大型养猪场疫病传播速度会更快范围更广，进而导致大量生猪病死；3) 食品安全要求生猪养殖适度规模化。

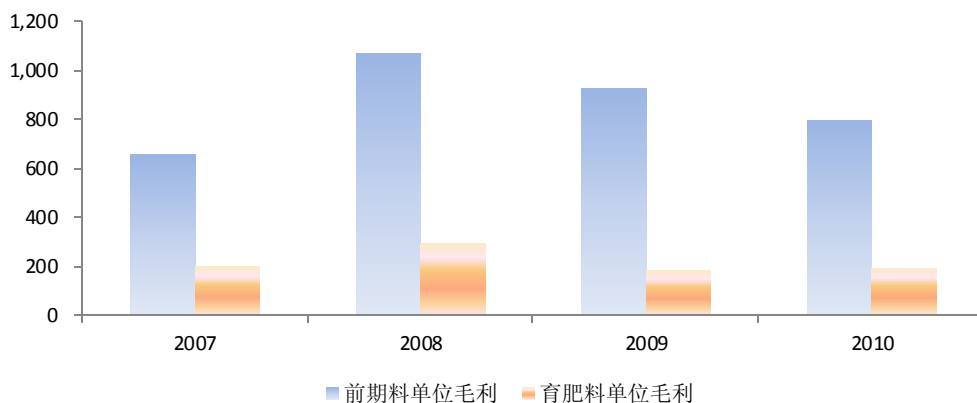
表 1：集团配合饲料包揽猪的各个阶段

产品类别	投喂主体	需求量
教槽料	仔猪 5-7 日龄到断奶后 7-14 天	4 公斤左右
乳猪料	断奶后-20 公斤	15 公斤左右
保育料	20-30 公斤仔猪	20 公斤左右
中猪料	30-60 公斤生长猪	料肉比 2.2-2.5
大猪料	60 公斤-上市育肥猪	料肉比 2.5-3.0

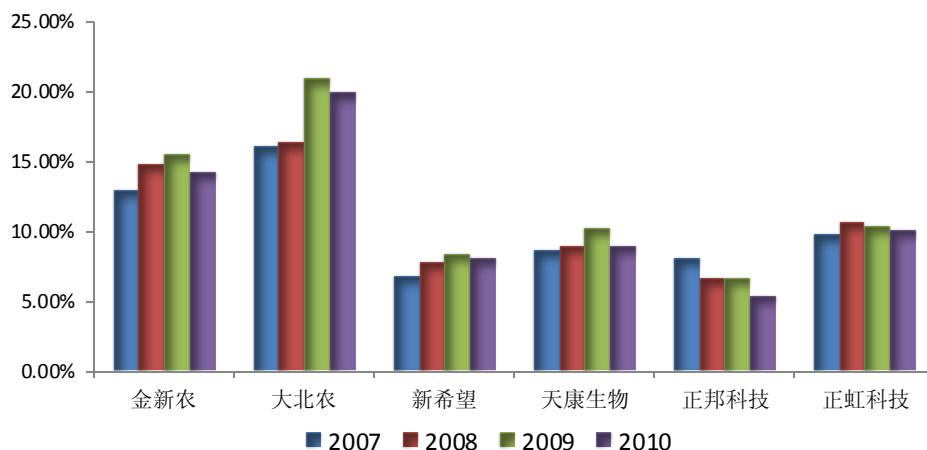
资料来源：民生证券研究所

图 2：2007-2010 年集团猪用前期料单位毛利远远高于育肥料

元/吨



资料来源：民生证券研究所

图 3：金新农猪饲料综合毛利率处于行业较高水平


资料来源：公司公告，民生证券研究所

表 2：中型规模客户群定位与散户定位比较

客户群定位	利	弊
散户：人海战术	新市场开发快，上量快。在猪价走上坡路时，放量非常	后劲不足，上得快，下得快。基于成本压力，行业利润空间不能支持人海

快。	战术。在下游行业景气时，会大量招业务员，下游不景气时也会大量裁员。
中型规模养殖户	稳健，上得慢，下得慢。中型规模养殖户理性、信誉好
	客户数量少

资料来源：民生证券研究所

► 预计集团饲料销量今后三年复合增长率达36%

明后两年集团产能进入集中释放期；三个募投项目全部投产后，教槽料、配合料（除教槽料）、浓缩料和预混料将新增产能 10.5 万吨、13.5 万吨、8.5 万吨和 6.5 万吨。加上自筹与收购扩建项目，公司今明两年猪饲料产能将达到 58 万吨和 87 万吨。预计 2011-2013 年公司猪饲料销量分别为 31.2 万吨、45.1 万吨和 65.6 万吨，三年复合增长率为 36%。上海成农原有 5 万吨产能，扩建 5 万吨产能项目已于今年 9 月份完成，目前上海成农产能 10 万吨，基本上能满足华东市场的需求，新增产能在明年下半年释放。

表 3：2011-2012 金新农募投和收购扩建项目新增产能达到 19 万吨和 29 万吨

项目名称	预计投产日	2011 年新增	2012 年新增
年产 10 万吨长沙成农项目	2011 年 5 月	10	0
年产 6 万吨哈尔滨远大牧业项目	2012 年 2 月	0	6
年产 23 万吨广东金新农项目	2012 年 7 月	0	23
成都特驱成农 4 万吨（收购）	2011 年 4 月	4	0
上海成农 5 万吨（扩建）	2011 年 10 月	5	0
合计		19	29

资料来源：民生证券研究所

表 4：2012-2013 年金新农募投和收购扩建项目较 2010 年猪饲料产量增加 16.15 万吨和 33.6 万吨

项目名称	2011	2012	2013	2014
年产 10 万吨长沙成农项目	2	6	8	8
年产 6 万吨哈尔滨远大牧业项目	0	1.2	3.6	4.8
年产 23 万吨广东金新农项目	0	3.45	13.8	18.4
成都特驱成农 4 万吨（收购）	1.2	2	3.2	3.2
上海成农 5 万吨（扩建）	2	3.5	5	6
合计	5.2	16.15	33.6	40.4

资料来源：民生证券研究所

三、盈利预测与投资建议

据我们判断明年猪饲料景气会比今年好，高景气度会维持 2012 年全年。明后两年金新农产能进入集中释放期，预计 2011-2013 年金新农分别实现净利润 0.63 亿元、1.04 亿元和 1.5 亿元，年均复合增长率为 38.1%，每股收益分别为 0.65 元、1.08 元和 1.56 元，给予 2012 年 20-23 倍市盈率，对应目标为 21.6-24.8 元，维持谨慎推荐评级。

四、风险提示：

原料价格大幅波动；下游养殖景气下滑

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,150	1,544	2,311	3,481
增长率（%）	8.9%	34.3%	49.7%	50.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	56	61	102	147
增长率（%）	-3.4%	9.1%	65.6%	44.4%
每股收益（元）	0.8	0.65	1.08	1.56
毛利率	14.2%	13.5%	14.0%	14.3%
净资产收益率 ROE（%）	29.3%	24.0%	29.1%	31.0%
每股净资产	3.12	3.24	4.34	5.94

PE	26.1	32.1	19.3	13.4
PB	6.7	6.4	4.8	3.5
EV/EBITDA	31.02	22.32	14.33	10.27

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,150	1,544	2,311	3,481
减：营业成本	986	1,335	1,988	2,982
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	57	77	116	181
管理费用	35	52	79	132
财务费用	2	3	2	1
资产减值损失	0	1	2	3
加：投资收益	(0)	0	0	0
二、营业利润	69	75	126	182
加：营业外收支净额	1	1	1	1
三、利润总额	70	76	127	183
减：所得税费用	13	14	23	33
四、净利润	57	63	104	150
归属于母公司的利润	56	61	102	147
五、基本每股收益 (元)	0.80	0.65	1.08	1.56
主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	31.02	22.32	14.33	10.27
成长能力：				
营业收入同比	8.85%	34.28%	49.72%	50.60%
营业利润同比	2.5%	9.2%	66.5%	44.8%
净利润同比	-0.95%	9.10%	65.6%	44.44%
营运能力：				
应收账款周转率	115.72	95.92	100.34	100.57
存货周转率	13.70	13.07	13.67	13.77
总资产周转率	3.49	4.03	4.88	5.34
盈利能力与和收益质量：				
毛利率	14.2%	13.5%	14.0%	14.3%
净利率	4.9%	4.0%	4.4%	4.2%
总资产净利率 ROA	17.4%	16.4%	21.9%	23.0%
净资产收益率 ROE	29.3%	24.0%	29.1%	31.0%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.54	1.31	1.47	1.89
资产负债率	39.8%	43.8%	35.0%	35.5%
长期借款/总负责	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股收益：				
每股收益：	0.80	0.65	1.08	1.56
每股经营现金流量	0.44	0.62	0.91	1.18
每股净资产	3.12	3.24	4.34	5.94

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	82	44	0	94
应收票据	0	0	0	0
应收账款	14	18	28	42
预付账款	22	30	45	67
其他应收款	1	1	2	3
存货	100	136	202	303
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	222	232	279	511
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	59	101	175	165
在建工程	12	12	37	37
无形资产	62	56	49	43
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	140	172	264	249
资产总计	362	404	543	760
短期借款	46	56	16	16
应付票据	0	0	0	0
应付账款	68	92	137	206
预收账款	11	15	22	32
其他应付款	10	10	10	10
应缴税费	3	4	4	4
其他流动负债	0	0	1	2
流动负债合计	144	177	190	270
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负责	0	0	(0)	(0)
非流动负债合计	0	0	(0)	(0)
负债合计	144	177	190	270
股本	70	94	94	94
资本公积	(2)	(2)	(2)	(2)
留存收益	137	199	300	447
少数股东权益	13	14	16	19
所有者权益合计	218	305	408	558
负债和股东权益合计	362	481	598	828
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	31	58	85	111
投资活动现金流量	(60)	(48)	(108)	0
筹资活动现金流量	1	7	(42)	(1)
现金及等价物净增加	(29)	18	(65)	110

分析师与联系人简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

李一凡，复旦大学经济学院金融专业硕士，青岛大学经济学院金融专业学士。2011年4月加入民生证券，农林牧渔行业助理分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璐	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com

许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。