

2011-03-20

农林牧渔

维持

买入

饲料行业景气下，首选精细化子行业，标杆性公司金新农

◆饲料行业整体保持快速发展：

总体来看，我国饲料行业保持了高速发展态势：1998-2009 年，我国工业饲料总产量由 6599 万吨增长至 1.48 亿吨，年复合增长率 7.6%；工业饲料总产值由 1322 亿元增长至 4266 亿元，年复合增长率 11.2%。

◆中长期看，我国饲料行业空间仍较大：

与国际比较而言，我们饲料行业存在“双低”特征：集中度较低、人均占有量低。

我国总量与第一的美国相差无几，但美国 300 家企业生产了 1.5 亿吨饲料；而我国 1.2 万家企业生产了 1.48 亿吨的饲料，平均产量远低于美国。

人均占有量方面，我们 103 千克/人，略高于全球的 97 千克/人，远低于发达国家水平，从这两方面来看我国饲料行业改善空间较大。

饲料行业高速发展有两个主要驱动因素：一是在于下游养殖业拉动，养殖量的扩大带动饲料消费量增长，二是工业饲料普及率提高。

◆行业未来趋势将朝向规模化和细分化方向发展：

受行业竞争加剧、动物疾病频发、原料价格走高等因素的影响，大量规模较小、技术落后的饲料企业纷纷倒闭。饲料行业未来格局将呈现进一步集中趋势，在国内万家企业现状下，参考国外成熟市场路线，整合是必然途径。

同时，我们认为具有研发能力和进入细分领域的企业能够取得较好的发展。

◆最看好细分化方向发展的教槽料；同时关注走规模化路线的配合料：

1、较高的技术壁垒决定了教槽料行业进入门槛较高，毛利率、议价能力较强。

教槽料行业将保持高速增长，更为重要的是其市场空间巨大，未来将呈现较大供给缺口。

随着我国生猪存栏量的稳定增长、养殖模式向规模化养殖的转变、对仔猪育成的重视和仔猪食用教槽料比例的不断提高，教槽料的生产也越来越受到重视。预计到 2015 年，国内教槽料市场规模预计将达到 68.90 万吨，教槽料的市场渗透率达到 43.10%，与理论需求量相比还存在 90.70 万吨的缺口，市场发展前景广阔。

2、在配合料较低毛利率水平，能够保证业绩增长的方式之一就是通过规模化，不断扩张，打造航母级的企业，如新希望模式、通威模式。

◆标杆性企业我们首选金新农，次看好通威股份

考虑最看好教槽料子行业，金新农作为龙头企业，稳健经营风格，优良的成长性和业绩，我们给予金新农买入评级，给予目标价 36.5-43.8 元，对应 12 年 25-30 倍 PE。

鉴于通威股份重回饲料主业，开启新的扩张之路，我们给予通威股份 11.4-14.25 元目标价格，对应 12 年 20-25 倍 PE。

分析师：

李婕(执业证书编号：S0930511010001)

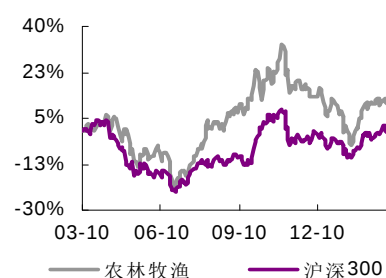
联系人：

刘晓波

021-22169177

liuxb@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



证券代码	公司名称	股价	摊薄 EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
000876	新希望	19.72	0.49	0.82	0.95	买入
002311	海大集团	27.83	0.53	0.78	1.14	买入
002385	大北农	37.65	0.70	0.91	1.27	买入
600438	通威股份	10.01	0.21	0.23	0.35	买入
002548	金新农	26.65	0.62	0.64	0.88	买入

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。

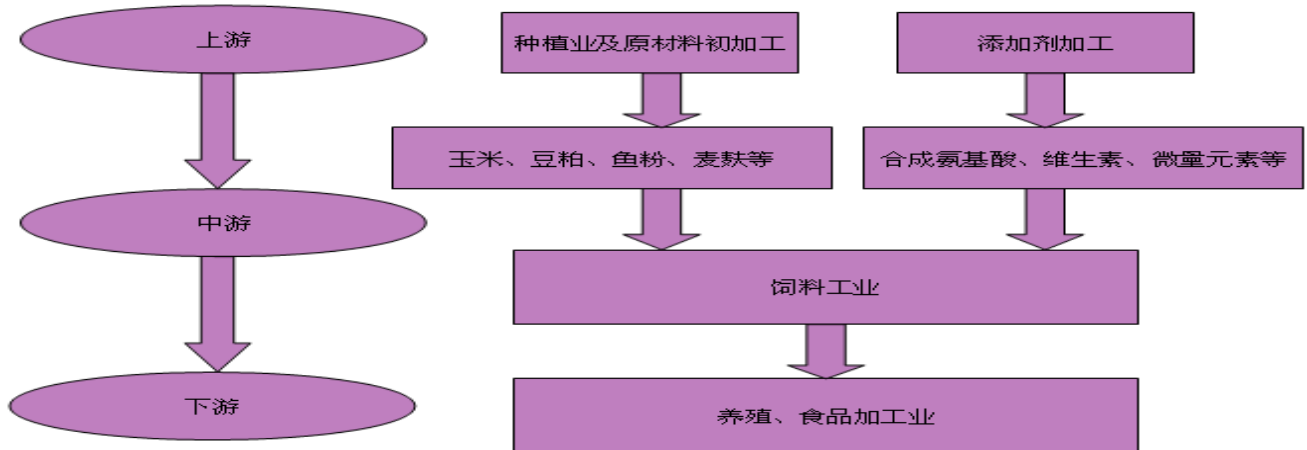
一、饲料行业整体情况

（一）饲料产业链

饲料在农产品到养殖业、食品加工环节起到承上启下作用,处于中游环节。

图 1: 饲料行业位于整个产业链的中游

饲料产业链情况



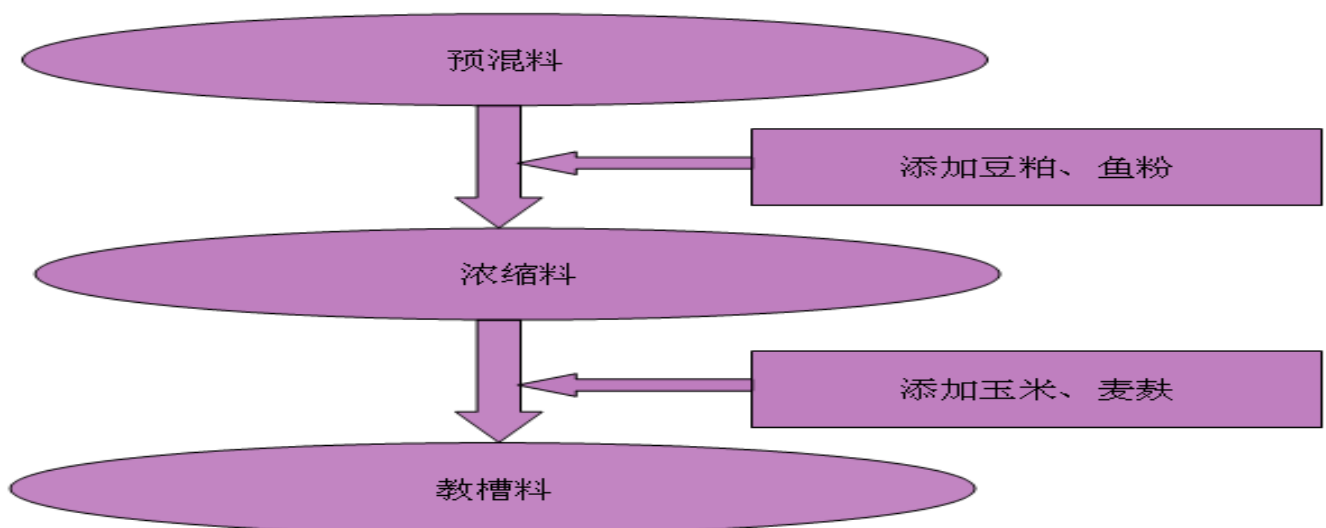
资料来源: 金新农招股书、光大证券研究所

饲料按照配方可以分为预混料、浓缩饲料、配合饲料。在猪饲料中,按照猪的不同的成长阶段又可以分为教槽料、乳猪料、小猪料、中猪料、大猪料。

猪饲料行业中猪用预混料、猪用浓缩料(含教槽浓缩料)、猪用配合料的层次关系:

图 2: 饲料按照配方分类

饲料按照配方分类情况



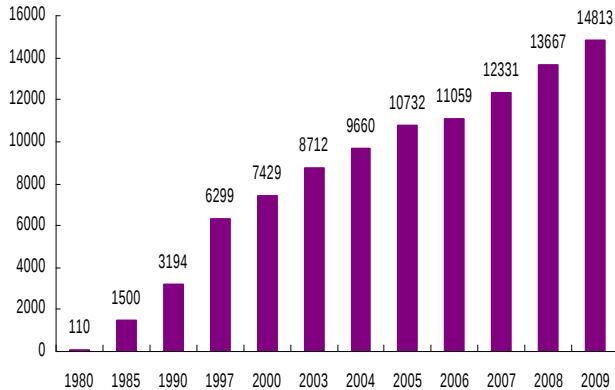
资料来源: 金新农招股书、光大证券研究所

（二）我国饲料行业保持了快速发展

总体来看，我国饲料行业保持了高速发展态势：1998-2009 年，我国工业饲料总产量由 6599 万吨增长至 1.48 亿吨，年复合增长率 7.6%；工业饲料总产值由 1322 亿元增长至 4266 亿元，年复合增长率 11.2%。

图 3：中国工业饲料产量逐年增长

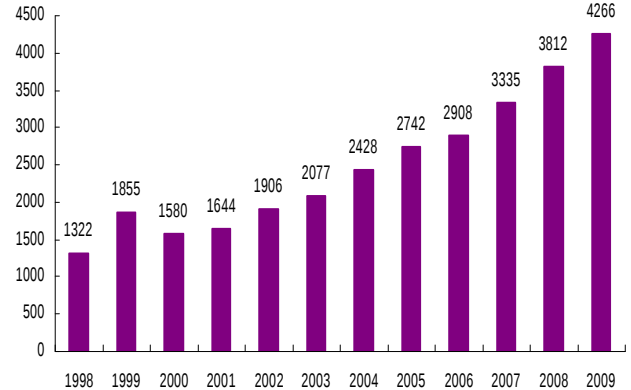
1980-2009 中国工业饲料总产量情况（万吨）



资料来源：中国饲料工业网、光大证券研究所

图 4：中国工业饲料产值逐年增长

1998-2010H1 中国工业饲料总产值情况（亿元）



资料来源：中国饲料工业网、光大证券研究所

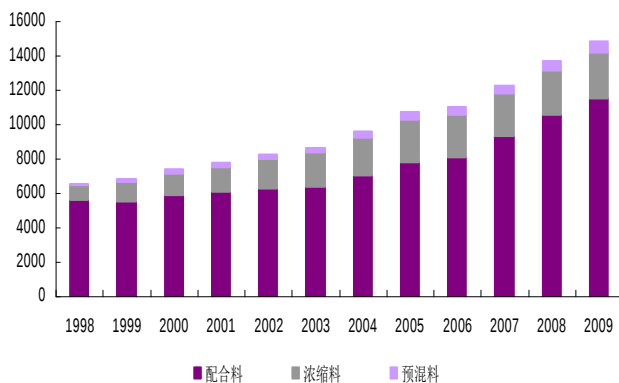
细分结构来看，配合料、浓缩料占饲料都实现了不同程度增长。1998-2009 年，我国配合料、浓缩料、预混料产量分别由 5573 万吨、887 万吨、138 万吨增长到 11535 万吨、2686 万吨、592 万吨。

1998-2004 年，我国浓缩料占饲料总产量的比重处于逐年上升状态，但是，自 2004 年以来，配合饲料占饲料总量的比重有所提高，浓缩饲料比重略微下降，添加剂预混合饲料比重相对稳定。

由于畜禽养殖规模的持续扩大、劳动力成本的上升以及饲料原料价格的上升，原来使用浓缩料的养殖场户开始转向全价料。

图 5：国内饲料分品种产量示意图

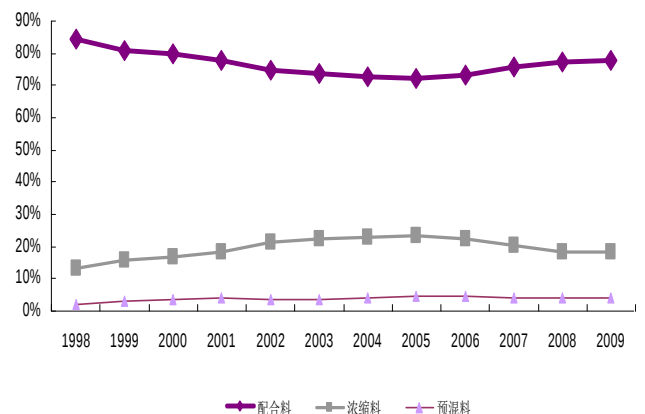
1998-2009 年国内配合料、浓缩料、预混料产量图（万吨）



资料来源：中国饲料工业年鉴、光大证券研究所

图 6：从占比上看，配合饲料与浓缩料此消彼长

1998-2009 年 国内分品种饲料产量结构变化图



资料来源：中国饲料工业年鉴、光大证券研究所

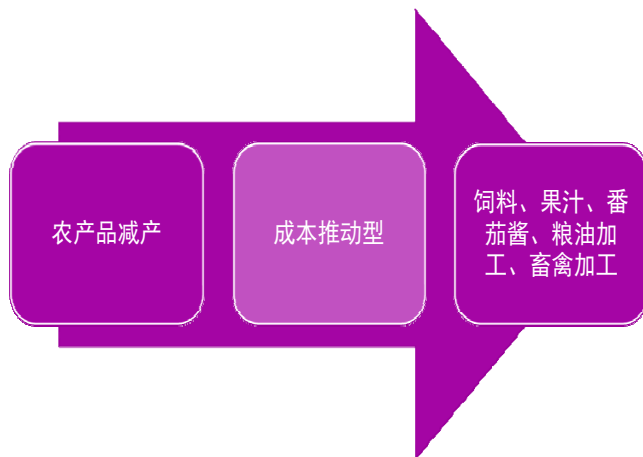
（三）饲料行业的提价来自于两头景气

1、上游涨价前提下，饲料行业被动提价

在农业投资机会分类中，我们把饲料行业分在成本推动型板块。饲料盈利模式是赚取加工费，我们认为该板块主动提价能力稍弱，被动型提价抵御成本上涨风险。

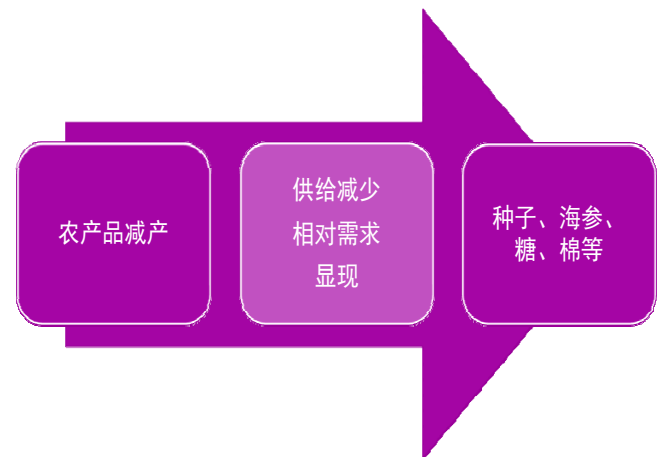
但我们同时认为有些细分子行业比如技术壁垒较高的预混料和教槽料具备一定议价能力。

图 7：成本推动型投资机会



资料来源：光大证券研究所

图 8：相对需求拉动型投资机会

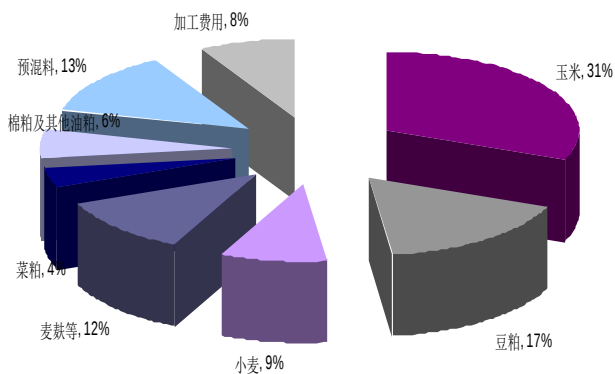


资料来源：光大证券研究所

对整个饲料行业而言，盈利能力受成本影响较大。饲料行业定价模式一般是随行就市，以灵活的定价方式规避上游农产品价格的大幅波动风险。

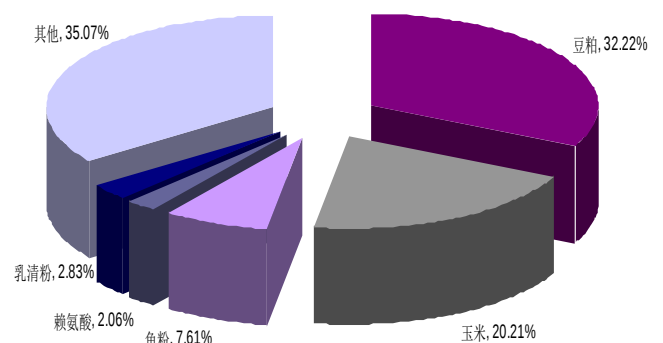
在饲料原料结构成本结构中玉米和豆粕占比较高，两者合计占比 50%以上。

图 9：工业饲料生产成本结构中玉米、豆粕占比较高
工业饲料生产成本构成



资料来源：东方艾格、光大证券研究所

图 10：金新农 2010 年上半年采购中豆粕、玉米占比较高
金新农 2010 年上半年原料采购情况



资料来源：金新农招股书、光大证券研究所

玉米价格一直处于上升趋势中，国内玉米供求也处于相对紧平衡状态，库存消费比处于低位。玉米至少不具备大幅下跌的基础。

豆粕价格较弱，主要基于国内大豆供给相对宽松，库存消费比逐步上升。但我们也必须注意到国内大豆过度依赖进口，目前进口量是自给量的 3.4

倍，大豆话语权基本被国外垄断，未来局面不容乐观。

中长期看好玉米、大豆等粮食类农产品价格

1) 粮食类农产品价格的长期上涨具有一定基础：这一基础的力度逐步由需求拉动向成本推动倾斜。在工业化进程处于早期，农村有大量剩余劳动力，来自劳动力成本压力较小。随着工业化进程的推进，剩余劳动力向外转移，刘易斯拐点效应日益显现，劳动力从剩余到稀缺，劳动力价格上涨推高农业种植的成本。

2) 伴随工业化出现的城镇化又导致了耕地面积的不断减少，粮食的供给端的释放潜力下降。

3) 流动性宽松带来的是农产品的货币化程度加深：货币供应的增加推动商品价格，以货币计算的商品价格提高。

4) 金融化对农产品影响颇深：农产品期货非商业持仓头寸增加。金融资本拉高农产品的景气度，并有可能拉长农产品景气周期；农产品加速金融化、杠杆化，价格波动更为敏感。

5) 自然灾害频发，成为短期粮价向上的驱动力。

2、目前下游养殖已经进入景气周期

除了成本推动型提价外，我们认为，饲料提价还有一个主要的决定因素在下游景气度。当下游景气度较高时候，得益于随行就市的定价模式，饲料企业顺势提价不仅可以转化成本的上涨，往往也伴随毛利率的改善。

另一方面下游价格上涨，会带动养殖户补栏积极性，畜禽存栏量会快速上升，随之而来的是饲料的消费量提升。

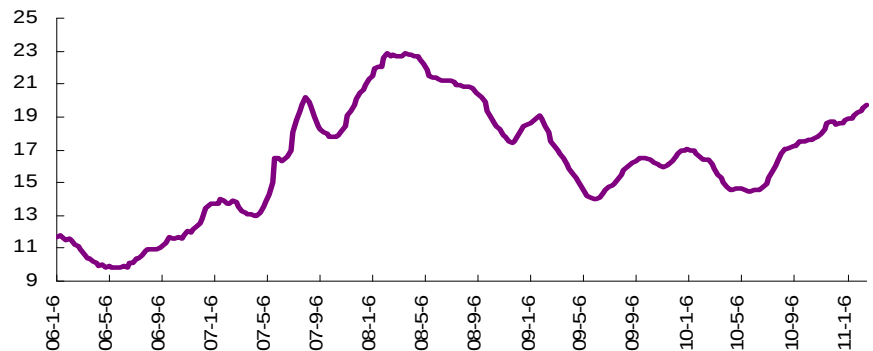
从 1994 年我国建立畜产品及相关生产资料价格统计报表至今，生猪价格经历了 5 个谷底，4 个完整周期。生猪价格以大约以 3-4 年为一个周期上下波动。决定这种经济现象的规律是生猪需求具有比较强的刚性，生猪供给从养殖母猪到养殖仔猪再到养殖生猪一般需要两到三年时间，而本期生猪价格决定本期养殖业者的养殖规模，本期养殖规模决定下期的生猪供给量和价格，生猪价格波动引起养猪产业链的连锁反应，导致生猪供给和价格的上下波动。

表 1：1994 年以来我国生猪周期波动

第一谷底	第二谷底	第三谷底	第四谷底	第五谷底
1995 年 1 月	1998 年 3 月	2001 年 2 月	2006 年 5 月	2010 年 5 月
	第一周期	第二周期	第三周期	第四周期

资料来源：中国畜牧业协会、光大证券研究所

图 11: 猪肉价格进入上涨通道



资料来源：发改委、光大证券研究所

饲料行业在下游景气度拉升前提下，从 10 年 7 月份开始，顺势提价，毛利率大幅度改善，相关公司都已取得了较好的业绩，估值优势进一步显现，目前饲料行业估值在 12 年 20 倍左右，远低于农业行业平均估值水平。

二、饲料行业中长期空间仍然巨大

（一）饲料行业高速发展的驱动因素

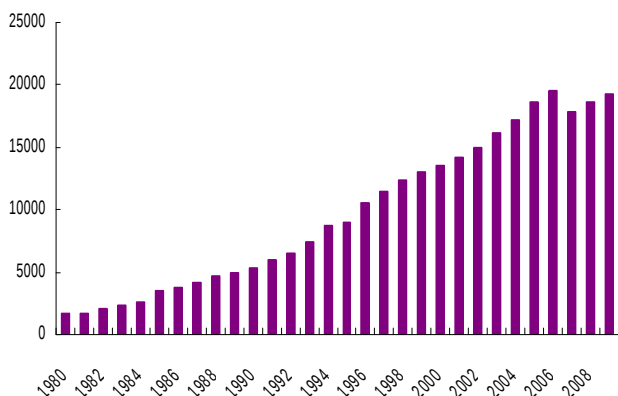
饲料行业高速发展有两个主要驱动因素：一是在于下游养殖业拉动，养殖量的扩大带动饲料消费量增长，二是工业饲料普及率提高。

我们认为养殖量的扩大可以通过国内肉、奶、蛋、水产产量来推测。

工业饲料普及率提高可以通过规模化养殖比重提高来得知。一般而言，农户式的散养模式一般很少用工业饲料，而规模化养殖往往就是较为普遍采用工业饲料养殖。

图 12: 国内肉蛋奶水产总量消费呈现增长态势

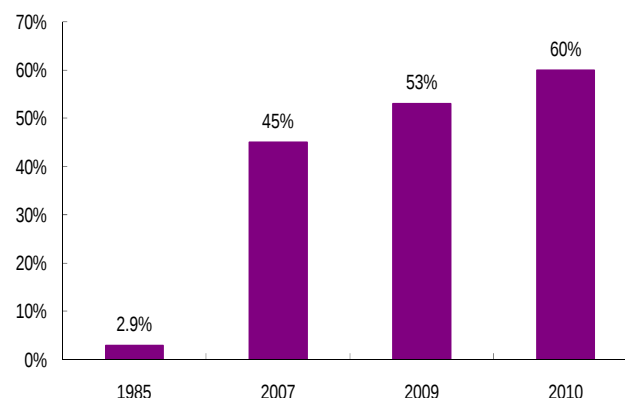
1980-2009 国内肉、蛋、奶、水产总产量 (万吨)



资料来源：发改委、光大证券研究所

图 13: 国内生猪养殖规模化养殖比例不断提高

国内生猪规模化养殖比例



资料来源：发改委、光大证券研究所

细分饲料行业影响因素，我们从短期和中长期来分析

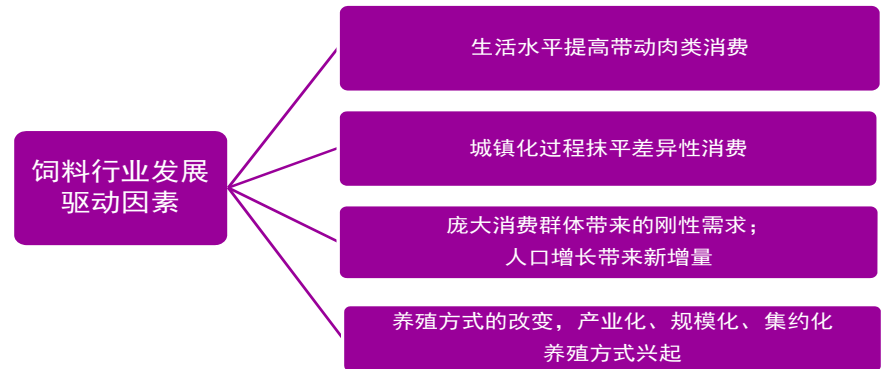
短期来看：1) 畜禽存栏量是最为直接的影响因素，存栏量的变化会直接导致饲料消费的变化，存栏结构变化也会导致饲料消费的变化；

2) 当期养殖利润影响当期饲料购买量，养殖利润预期影响畜禽补栏预期；

3) 动物疫情和饲料价格也是主要影响因素。

长期来看，我们认为饲料主要受以下几点影响：

图 14: 饲料行业发展驱动因素



资料来源：光大证券研究所

（二）饲料行业未来仍具有较大空间

考虑工业饲料普及率和动物产品需求增长等因素，根据测算，我国 2015 年饲料需求量将达到 1.89 亿吨，仍有 27% 的增长空间。

表 2: 我国 5 年饲料市场空间仍有 27% 左右空间

2015 年我国饲料市场空间测算

动物产品品种	产量（万吨）	料重比	工业饲料	工业饲料需求量（万吨）
猪肉	5587	3.0:1	50%	8380.5
牛、羊肉	1352	2.0:1	30%	811
禽肉	1983	2.0:1	70%	2776
禽蛋	2926	2.2:1	50%	3218
奶类	5600	0.3:1	40%	672
水产品养殖	3500	1.8:1	45%	2835
其它	——	——	——	200
合计	18670	——	——	18892.5

资料来源：《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》，光大证券研究所

三、饲料行业发展趋势：规模化和细分化

受行业竞争加剧、动物疾病频发、原料价格走高等因素的影响，大量规模较小、技术落后的饲料企业纷纷倒闭。饲料行业未来格局将呈现进一步集中趋势，在国内万家企业现状下，参考国外成熟市场路线，整合是必然途

径。同时，我们认为具有研发能力和进入细分领域的企业能够取得较好的发展。

（一）规模化、集中化，看好通威股份，关注新希望

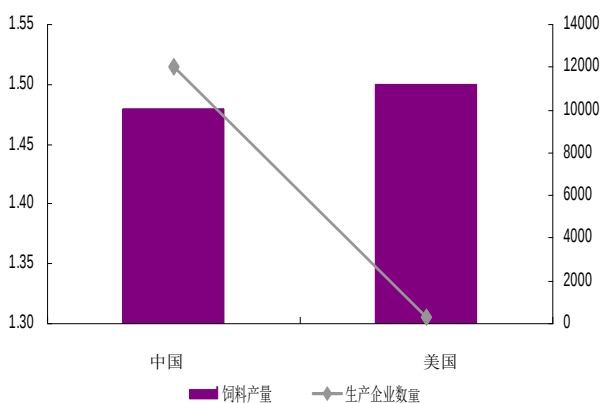
与国际比较而言，我们饲料行业存在“双低”特征：集中度较低、人均占有量低。

我国总量与第一的美国相差无几，但美国 300 家企业生产了 1.5 亿吨饲料；而我国 1.2 万家企业生产了 1.48 亿吨的饲料，平均产量远低于美国。

人均占有量方面，我们 103 千克/人，略高于全球的 97 千克/人，远低于发达国家水平，从这两方面来看我国饲料行业改善空间较大。

图 15：美国集中度远高于我国

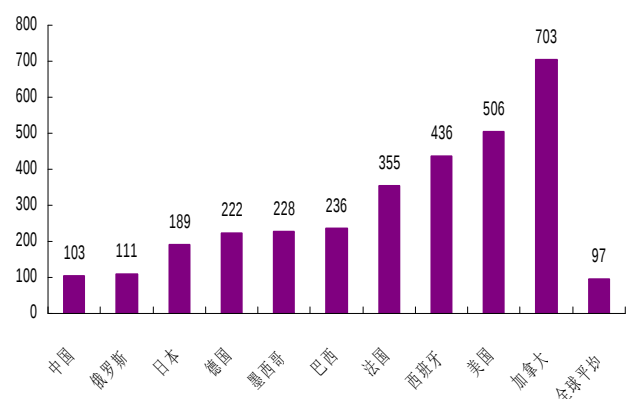
我国与美国饲料产量及生产企业数量（万吨；家）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 16：世界各国人均饲料占有量

2008 年中国与世界主要国家人均饲料占有量比较图（千克/人）

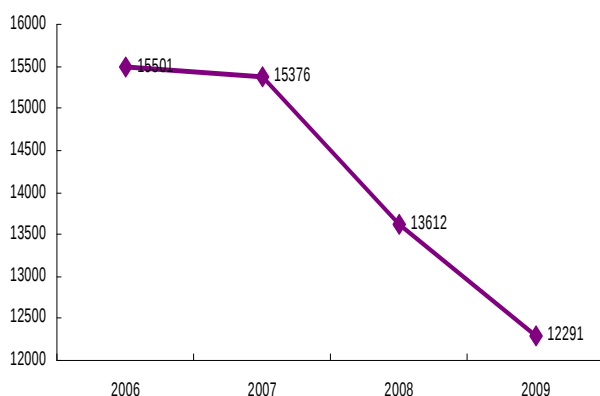


资料来源：公司招股书、光大证券研究所

参考国外成熟市场成长路径，我们认为国内饲料行业已经进入加速整合阶段，受行业竞争加剧、动物疾病频发、下游养殖业规模化、原料价格走高等因素的影响，大量规模较小、技术落后的饲料企业纷纷倒闭。

图 17：饲料企业数量加速减少

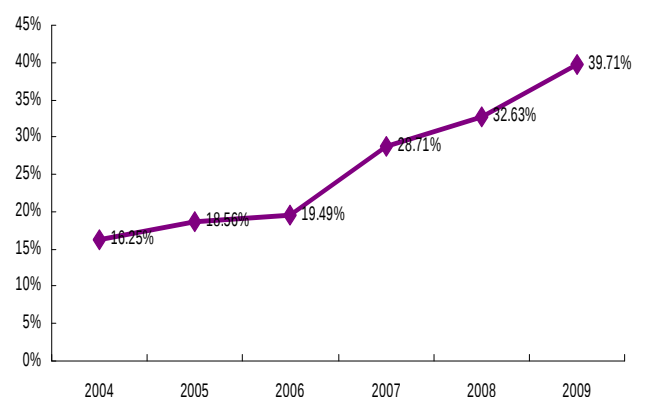
2006-2009 年饲料企业数量（万家）



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图 18：饲料行业集中度提高逐步提高

2004-2009 年年产万吨以上企业产量占总产量比值



资料来源：公司招股书光大证券研究所

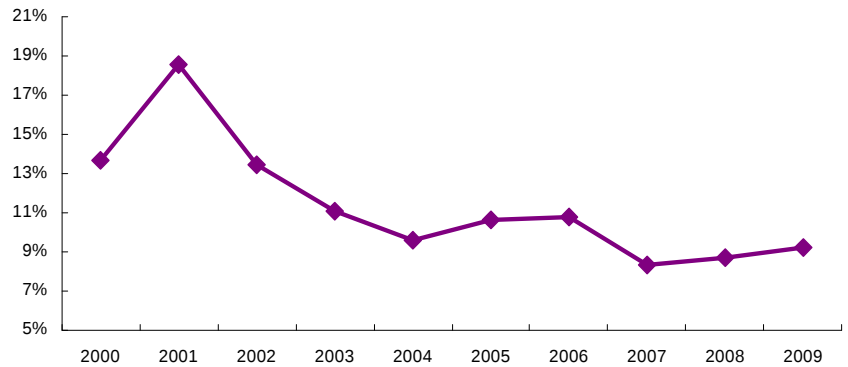
饲料行业进入低毛利率时代，国内饲料行业的竞争将以规模效应和技术水

平为核心的综合实力较量。

毛利率的降低也有助于行业自我整合的实现，小的企业纷纷主动退出行业。

图 19：饲料企业毛利率处于低位

2000-2009 年饲料企业毛利率（以通威股份为例）



资料来源：通威年报、光大证券研究所

在较低毛利率水平，能够保证业绩增长的方式之一就是规模扩张，不断扩张，打造航母级的企业，如新希望模式、通威模式。

我们看好通威股份，同时建议关注估值底的新希望。

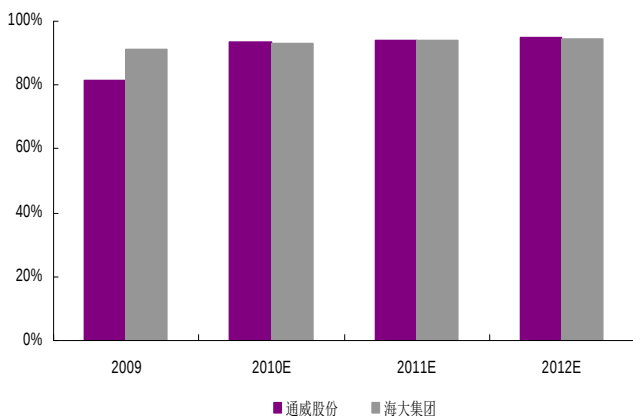
通威股份是国内最大的水产饲料生产商，09 年公司饲料产能为 545 万吨，产量为 295 万吨，其中水产料 148 万吨，猪料 45 万吨，禽料 102 万吨。

通威股份同比海大低估

通威股份与海大集团都是以饲料生产销售为主的企业，两家饲料收入占总营的 90%以上，饲料毛利贡献也占 90%以上。

图 20：通威与海大集团饲料收入贡献 90 以上的总收入

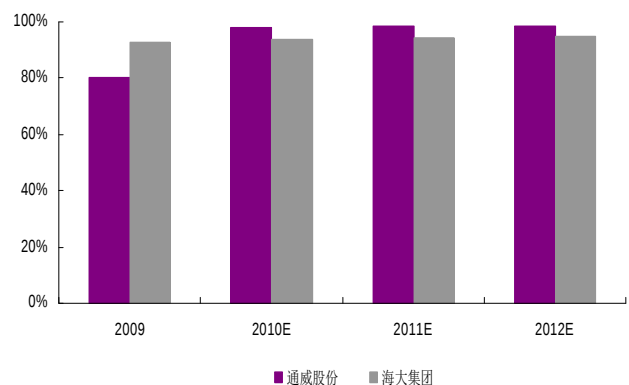
通威股份与海大集团饲料收入占总收入比例



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 21：两家饲料毛利贡献占比接近

通威股份与海大集团饲料业务毛利占总毛利比例

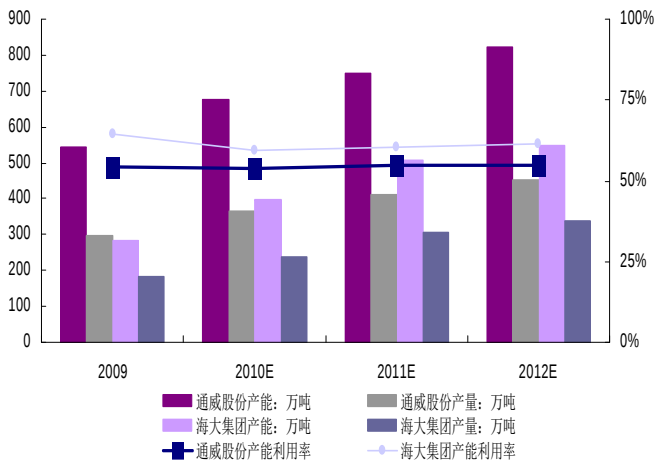


资料来源：公司年报，光大证券研究所

从产量上来说，通威股份饲料产量高于海大集团。我们利用市值/产量得出吨市值这个指标，发现通威股份吨市值低于海大集团。由此得出，通威股份市值相对低估。

图 22：通威股份饲料产量高于海大集团

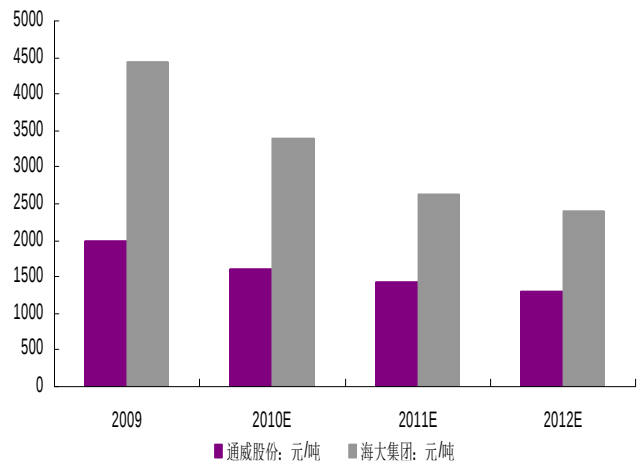
通威股份与海大集团饲料产能以及产量



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 23：通威股份吨市值远低于海大集团

通威股份与海大集团吨市值比较



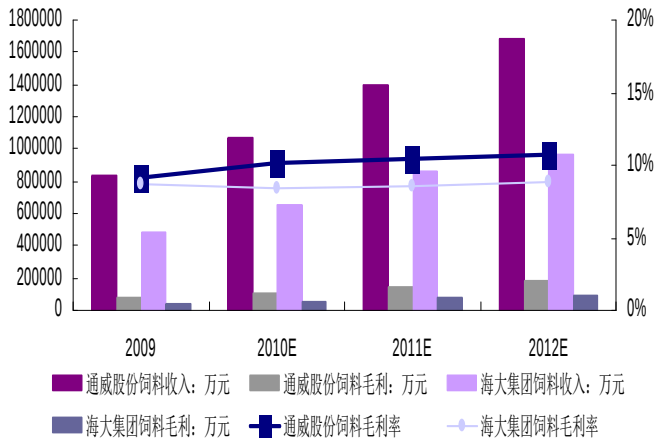
资料来源：公司年报，光大证券研究所

我们再分析盈利能力，比较两家的收入水平和毛利率，很容易发现，通威股份收入高于海大集团，毛利率也是要比海大集团要高。

从市销率来看，通威股份低于海大集团，在景气向上时，提价敏感度，通威更高。

图 24：通威股份饲料收入与毛利率均高于海大集团

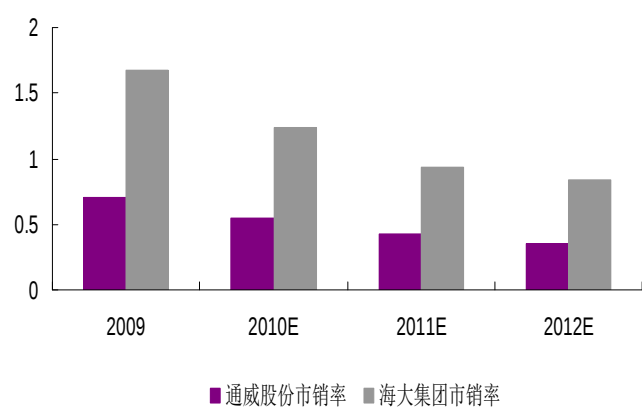
通威股份与海大集团饲料收入与毛利率比较



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 25：通威股份市销率低于海大集团

通威股份与海大集团市销率比较

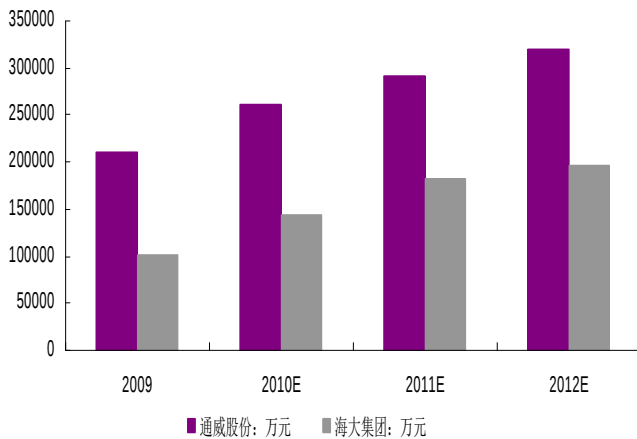


资料来源：公司年报，光大证券研究所

从重置成本角度看，通威股份重置成本要高于海大集团，我们利用市值/重置成本得出重置成本倍数这一指标，发现，通威股份重置成本倍数要远低于海大集团，通威股份被低估。

图 26：通威股份重置成本高于海大集团

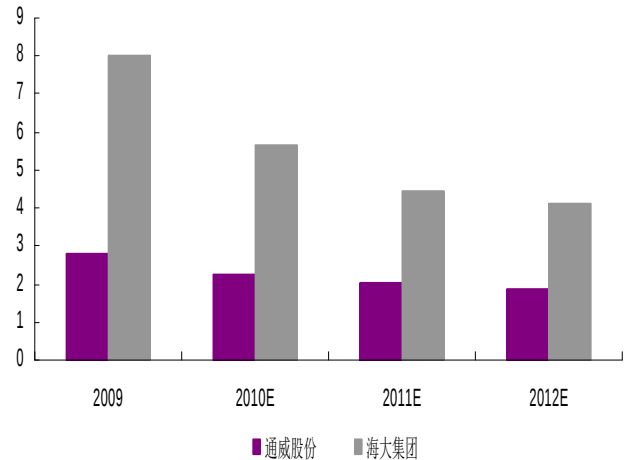
通威股份与海大集团重置成本比较



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 27：通威股份重置成本倍数低于海大集团

通威股份与海大集团重置成本倍数比较



资料来源：公司年报，光大证券研究所

鉴于通威股份重回饲料主业，开启新的扩张之路，我们给予通威股份 11.4-14.25 元目标价格，对应 12 年 20-25 倍 PE。

（二）精细化方向更值得看好，基于未来空间最看好教槽料

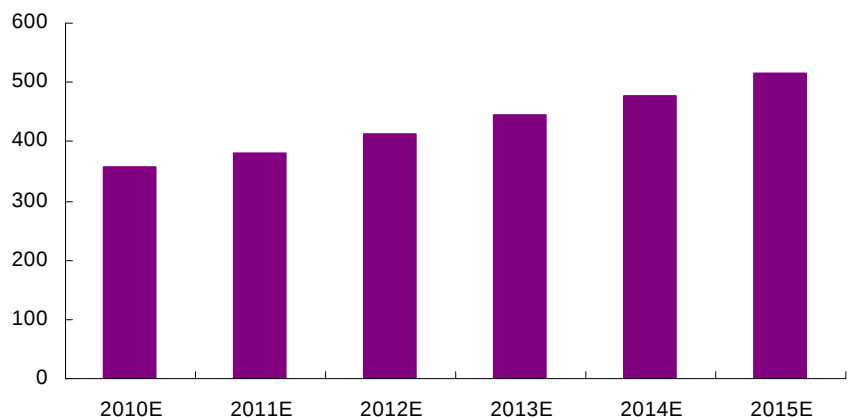
除了规模化外，精细化也是饲料行业发展的方向：预混料、教槽料等产品纷纷出现并快速推广。

预混料是浓缩饲料和配合饲料的核心组成部分，由微量元素、维生素、氨基酸和非营养性添加剂中任何两类或两类以上的成分与载体或稀释剂按一定比例配制的均匀混合物。

预混料是饲料行业技术壁垒最高，盈利能力最强的品种之一。其市场空间受制于后端产品配合料的发展，我们预计预混料市场未来保持平稳发展：未来 5 年增幅空间在 30% 左右。

图 28：预混料未来 5 年保持平稳增长

2010-2015 年预混料产量预测：万吨



资料来源：《我国猪饲料行业市场现状分析及预测》，光大证券研究所

随着规模化养殖的提高，以及猪肉价格走高等因素，我们认为教槽料是

精细化饲料子行业中，市场空间最大的产品。

教槽料分析

教槽料也叫早期仔猪断奶料、代乳料、人工乳等，一般在仔猪 5~7 日龄到断奶后 7~14 天食用的一种高营养成分的全价配合饲料。

20 世纪 80 年代，国外开始兴起使用教槽料，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。

表 3：教槽料的功能和优点

特点	备注
适于消化和营养吸收	抗营养因子、过敏因子含量低，提高饲料消化率，是提高仔猪采食量的关键。这一阶段仔猪的日增重对商品猪的全程生长性能都有非凡意义。
适口性好	仔猪喜欢吃，采食量非常大，才可能有良好的日增重指标。
营养全面均衡	各种原料的营养成分不同，消化率也不同。必须科学配方、精心调制。
猪只发病率低	一旦发生营养性腹泻，除蛋白质外，电解质、维生素、氨基酸等营养也都随着“拉稀”丢失了。因此，要最大限度地降低腹泻发生率。
无断奶应激现象	发生断奶应激将造成仔猪断奶后体重下降，生长停滞。要想尽快恢复猪的正常生长速度，弥补断奶应激损失，必须通过增加断奶猪饲料的投喂，改善饲养条件才能解决。

资料来源：光大证券研究所

教槽料的经营门槛：

经营教槽料，需要具备六大要素，包括原料选择、品质控制、工艺设备、技术配方、营销管理、专业服务。

1、配方技术要求高

配方是饲料生产的核心技术，也是动物营养学与饲养有机结合的结晶与媒介。由于教槽料必须达到容易消化吸收、适口性好、营养全面均衡、无断奶应激现象等方面的要求，因此，配方技术属于高精尖的技术，要求较高。

2、生产工艺要求高

由于仔猪的消化功能尚不完善，对饲料营养要求十分严格，教槽料的加工工艺至关重要。

3、品质控制要求高

品质控制体现在原料、加工、包装、检验、饲料原料是饲料生产的源头，其质量好坏、安全与否直接影响到饲料产品的品质与安全。原料的品质控制技术主要是指对大宗原料检测以及原料选购和质量控制技术，包括玉米及其副产品、豆粕以及矿物微量元素等饲料添加剂采购和品质检验等方面。

4、营销手段要求高

因为刚出生的仔猪养护问题比较多，因此，相比一般的饲料业务员，营销教槽料的业务员在专业技术方面要求比较高，一般需要掌握动物养殖、兽医等专业知识，同时，必须有周到、细致的服务意识。

5、品牌影响力大

饲料行业下游面对的是千家万户的养殖户。中国的农民，最讲实惠，哪一个品牌的饲料有效果，性价比高，很快就会传遍当地，形成口碑，这种体

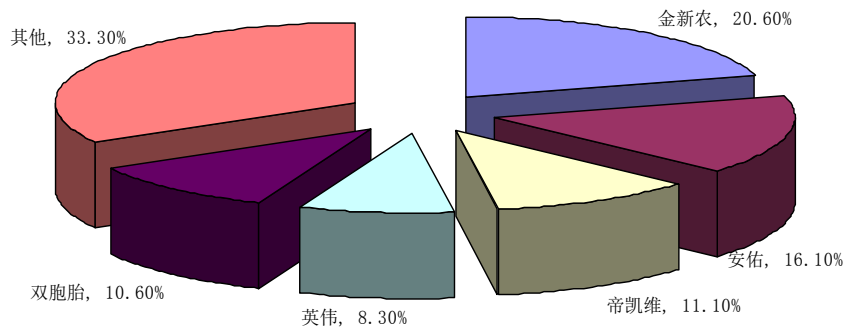
验式消费带来的品牌忠诚度是相当高的。因此，一旦树立良好的市场品牌，对于行业领军企业来说，无疑具有明显的在位优势和领先优势。

教槽料市场份额情况：

目前行业中，重点生产教槽料的企业主要有金新农、安佑、帝凯维、英伟。凭借着强大的技术实力、良好的品牌效应，2007-2009 年，金新农教槽料市场占有率位居中国教槽料细分市场首位。

图 29：金新农位居教槽料市场份额第一

国内教槽料市场份额情况



资料来源：金新农招股书、光大证券研究所

教槽料市场理论需求量测算：

一般而言，主要是规模化养殖企业使用教槽料，教槽料实际上是顺应下游生猪养殖业的发展趋势，其市场增长潜力巨大。

目前国内生猪养殖模式逐渐由散养向规模化养殖转变。20 世纪 90 年代，国内 90% 的生猪主要以散养为主。据农业部统计，2007 年全国出栏 50 头以上的规模养猪专业户和商品猪场共 224.4 万家，出栏生猪占全国出栏总量的比例约 48%；2008 年全国出栏 50 头以上的规模养猪专业户和商品猪场出栏生猪占全国出栏总量的比例达 62%。

假设我国全部生猪均采取教槽料科学喂养，以仔猪出生后 7 天至 30 天的采食量（即每头仔猪采食 3kg）进行保守计算，那么预计到 2015 年，全国生猪对教槽料的理论需求量约为 159.6 万吨。

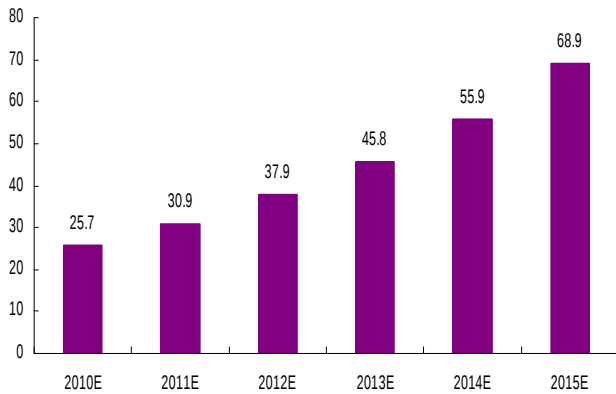
目前，教槽料的主要下游市场是规模化养猪场，2008 年中国生猪养殖使用的教槽料仅为理论需求量的 13%，教槽料的市场渗透率非常低。

随着我国生猪存栏量的稳定增长、养殖模式向规模化养殖的转变、对仔猪育成的重视和仔猪食用教槽料比例的不断提高，教槽料的生产也越来越受到重视。预计到 2015 年，国内教槽料市场规模预计将达到 68.90 万吨，5 年空间为增长 168%，复合增长率为 22%，远高于饲料行业整体增速。

尽管如此，与理论的需求量相比还存在 90.70 万吨的缺口，教槽料市场发展前景广阔。

图 30:预期国内教槽料市场稳步增长

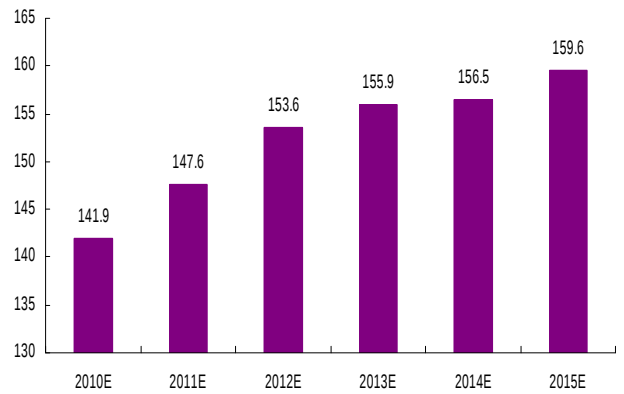
2010-2015E 国内教槽料市场规模情况 (万吨)



资料来源:金新农招股书,光大证券研究所

图 31:理论上国内教槽料市场有较大空间

2010-2015E 国内生猪教槽料理论采食量情况 (万吨)



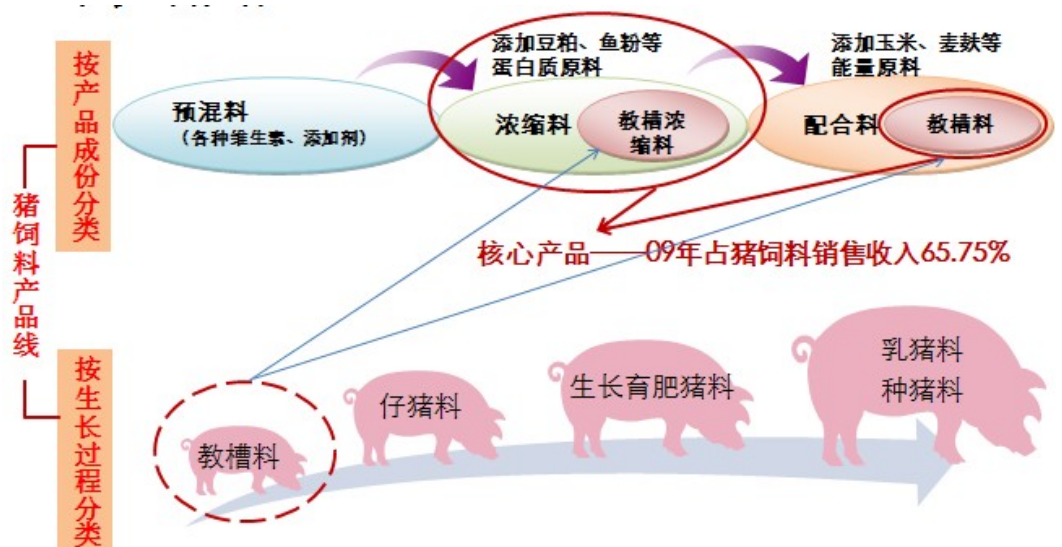
资料来源:金新农招股书,光大证券研究所

标杆性企业首选金新农

金新农专业从事猪饲料的研发、生产与销售,并切入细分领域,其中教槽料、猪用浓缩料为公司的核心产品,2010 年上半年该两项业务贡献营业收入的 54.2%。

依赖研发优势,凭借技术实力和品牌效应,2007-2009 年,公司教槽料市场占有率位居中国教槽料细分市场首位,其中 2009 年金新农教槽料销量是 4.4 万吨,占全国市场份额的 20%左右。

图 32:金新农位主营产品线



资料来源:光大证券研究所

1、金新农教槽料竞争优势:

1) 优秀的研发团队

董事长陈俊海先生是我国教槽料领域开拓者之一,被尊为中国教槽料之父。公司从成立开始就高度重视产品的研发和技术的创新。历经多年的发展,通过公司对研发的持续投入和以陈俊海博士为首的研发团队长期积累,公司在猪饲料,尤其是教槽料领域享有很高的声誉。

2) 料肉比较小, 饲料利用效率较高

料肉比是指饲养的畜禽增重一公斤所消耗的饲料量,它是评价饲料报酬的一个重要指标。

金新农教槽料的日增重、采食量分别为 280-350g/头/天、290-380g/头/天,位于行业最高水平,饲喂这种教槽料生猪的生长速度较快。

表 4: 金新农技术指标位于行业最高水平

国内猪饲料行业重点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)
英伟	1.05-1.2	250-320	260-360
安佑	1.2-1.4	220-280	250-380
帝凯维	1.1-1.2	240-300	260-360
双胞胎	1.1-1.3	210-280	240-350
平均水平	1.09-1.24	240-306	260-366
金新农	1.01-1.1	280-350	290-380

资料来源: 金新农招股书、光大证券研究所

2、从盈利质量上看, 金新农具有优异的销售回款能力和运营能力

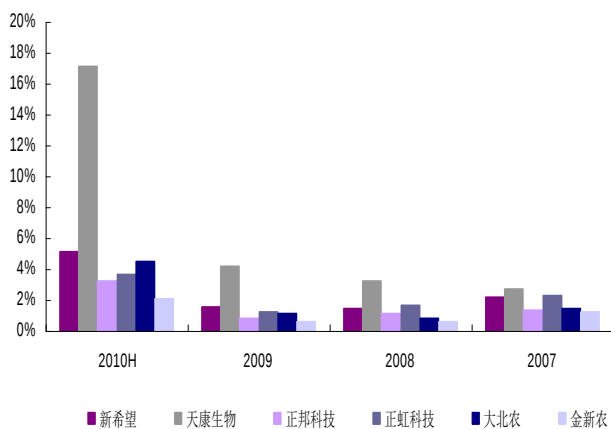
公司实行原则上“先款后货、现款现货”的销售政策,对于实力强、信誉好、资金雄厚的直销猪场和少数经销商有一定额度的赊销。因此公司应收账款期末余额较小,销售收入回款率高。

公司通过坚持现销为主的原则保证了收款速度和盈利质量,在此前提下报告期内公司营业收入的增长趋势良好,表明了公司具有较强的竞争优势。与可比同行业上市公司相比,公司应收账款占当期营业收入比重处于较低水平。公司应收账款周转率各年度均高于同行业可比上市公司,表明公司具有较强的销售回款能力和运营能力。

公司自设立以来始终坚持以实现利润和保持合理的发展速度为导向,不主张为了单纯追求市场规模或布局而盲目扩张,因此在激烈的市场竞争下,公司通过加大研发投入、提升产品品质、稳定产品质量、挖潜降耗、节能增效、优化供应商资源、整合稳定的供货渠道等措施来提升公司的整体竞争力,一方面避免了低价格的恶性竞争,另一方面保证了盈利质量。

图 33: 金新农应收账款较低

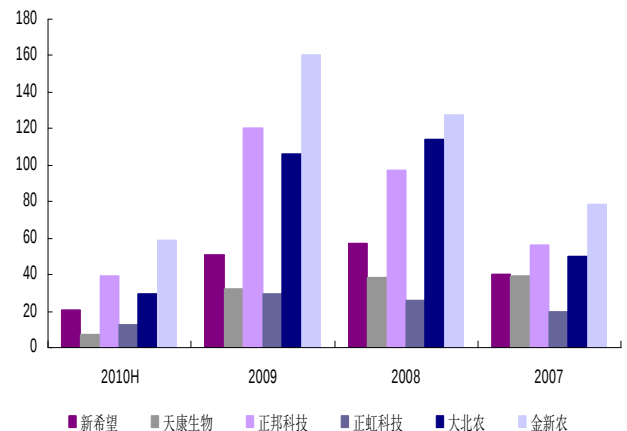
应收账款占营业收入比重对比分析



资料来源: 金新农招股书, 光大证券研究所

图 34: 金新农应收账款周转率较高

应收账款周转率对比分析



资料来源: 金新农招股书、光大证券研究所

3、看好金新农服务营销能力

公司前瞻性地提出为养猪场提供解决方案的服务理念,包括猪场种猪的引进、原料信息、管理技术、防疫体系的建立、疫病的监测,甚至是生猪的销售等均作为服务范畴。

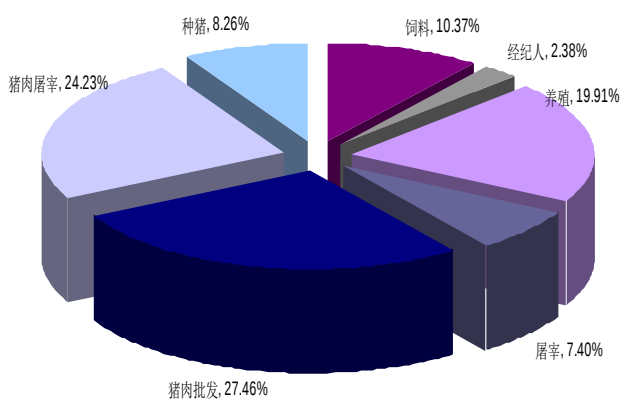
由于教槽料对于规模化养猪场的明显经济效益,发行人采取“以拳头产品教槽料的畅销,带动公司其他产品的销售”的策略,容易赢得对品质要求高、面对市场波动理性、抵御风险能力较强的规模化养猪场和养殖户的青睐和信任,赢得稳定的回头客户,可以说,营销不是靠“人海战术”,而是高端产品、高端客户、批发业务,因此,销量的增长是高速的、非线性的。

公司目前销售模式分为经销和直销。直销方面,公司最大创新我们认为来自“南平模式”。公司与下游养猪大户福建省南平市五福猪业专业合作社共同投资设立了福建金新农,公司持股 60%,五福猪业专业合作社持股 40%。该模式有效地垄断市场,风险小,可复制性强,先市场后建厂将是公司外延扩张的新途径。

此外,我们看好公司直销模式提升前景。配合饲料行业平均利润不足 100 元/吨,净利润率 3%--5%;但将饲料企业和经销商作为一个整体考虑,净利润率在 20%左右;经销商拿走了大部分利润;这种形势迫使饲料企业开始尝试密集营销和直销,养殖业规模的扩大也推动了直销的发展。

图 35: 饲料生产企业利润较低

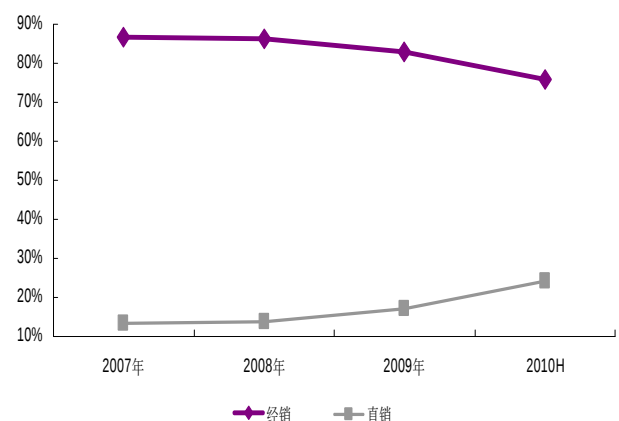
饲料产业链利润分布



资料来源: 东方艾格, 光大证券研究所

图 36: 金新农直销比例逐步扩大

金新农直销和经销比例



资料来源: 金新农招股书, 光大证券研究所

直销模式也有利于形成低库存,少积压。多级经销商的饲料销售模式决定中国工业饲料库存较高,约 20% (2.4 个月) 左右;其中:养殖户库存 0.5 个月,生产厂家 1 个月,流通库存 1 个月;而直销模式至少省去了流通环节积压的库存。

金新农 IPO 前并没有像大多数公司那样先借钱把募投项目,开起来,等发行推介当年基本贡献盈利,提前透支募投业绩。

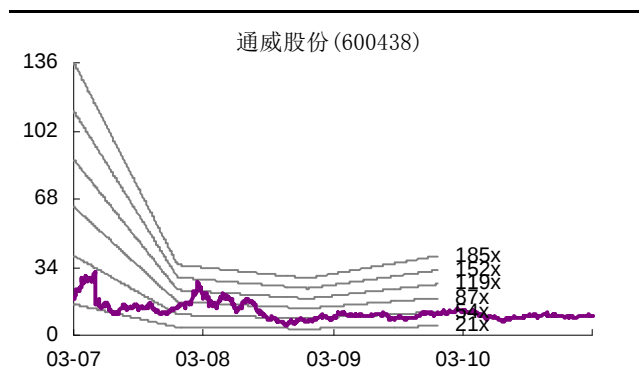
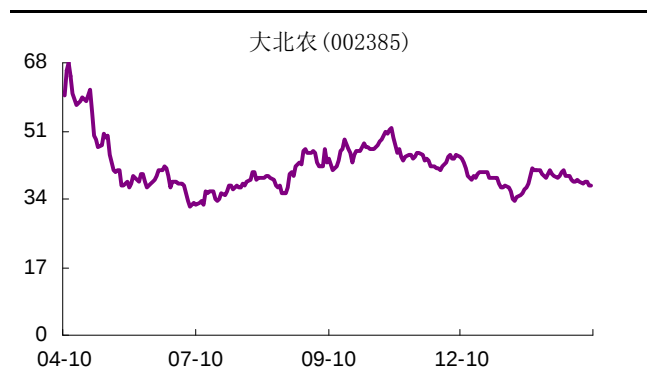
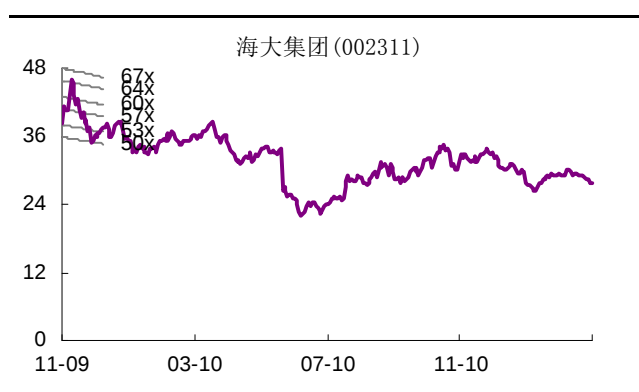
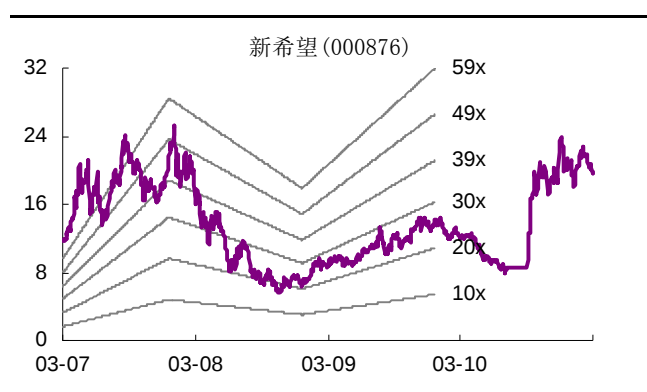
金新农募投项目主要在 12 年才进入逐步达产期,所以公司 12 年业绩相对靓丽,在所有饲料公司中成长性最好。

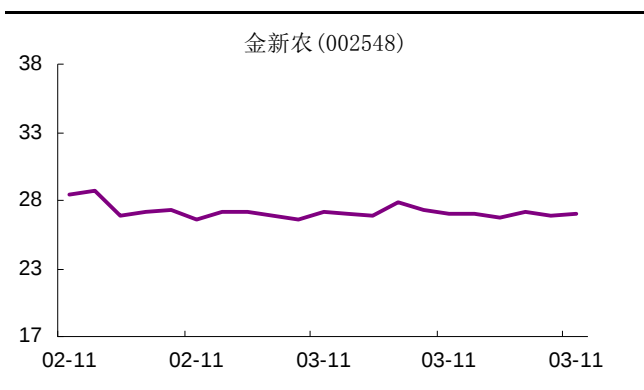
考虑最看好教槽料子行业,金新农作为龙头企业,稳健经营风格,优良的成长性和业绩,我们给予金新农买入评级,给予目标价 36.5-43.8 元,对应 12 年 25-30 倍 PE。

表 5：行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	3.18 股价	摊薄 EPS (元)				PE			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
000876	新希望	19.72	0.49	0.82	0.95	1.15	40.24	24.05	20.76	17.15
002311	海大集团	27.83	0.53	0.78	1.14	1.31	52.51	35.68	24.41	21.21
002385	大北农	37.65	0.7	0.91	1.27	1.61	53.79	41.37	29.65	23.39
600438	通威股份	10.01	0.21	0.23	0.35	0.57	47.67	43.52	28.60	17.56
002548	金新农	26.65	0.62	0.64	0.88	1.46	42.98	41.64	30.28	18.25

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图



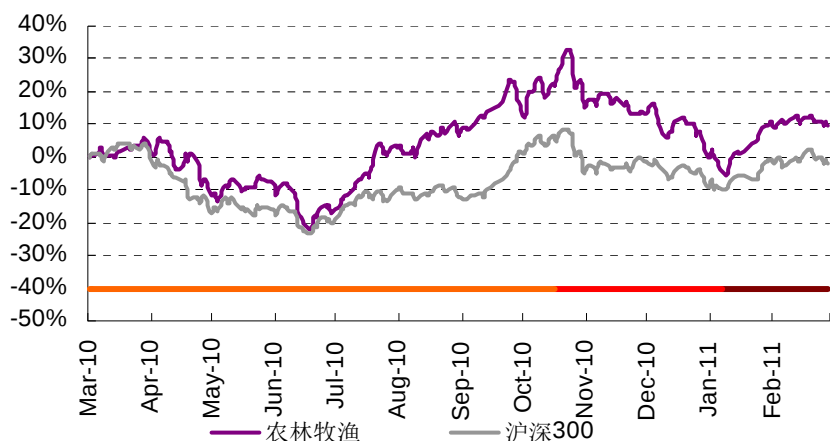
资料来源：光大证券研究所

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

农林牧渔



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-12-01	增持
2010-01-03	增持
2010-02-01	增持
2010-02-22	增持
2010-02-28	中性
2010-11-02	增持
2011-01-23	买入
2011-02-09	买入
2011-02-10	买入
2011-02-14	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

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				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	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	lixy1@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
专题				
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。