

2016 年 11 月 23 日

金新农 (002548.SZ)

生猪养殖规模继续扩大 内生外延发展提速

■事件：11 月 22 日，公司发布公告，与芜湖九派金新农产业股权投资基金（有限合伙）（简称“九派金新农”）、临湘富华实业投资中心（普通合伙）（简称“临湘富华”）、武汉市长实养殖有限公司（简称“长实养殖”）、宋蕾等签署了《股权转让协议》，公司拟以自有资金 3.34 亿元收购上述股东合计持有的武汉天种畜牧有限责任公司（简称“武汉天种”）47.72%的股权。本次收购完成后，公司将合计持有武汉天种 80%的股权，武汉天种成为公司控股子公司。

■收购武汉天种，进一步扩大养殖规模完善产业链。武汉天种成立于 2005 年，是一家从事种猪繁育、饲料加工、生态农业种植等方面经营的农业科技型企业，主要生产和销售“天种牌”杜洛克、大约克、长白三个品种的瘦肉型种猪，在种猪的遗传育种、疾病防控、饲料营养、标准化养殖等方面排名种猪行业前列，目前通过生物育种等选育技术发掘种猪群的优良基因，已建立了完整的自繁自育体系并通过国家级鉴定验收。武汉天种目前在湖北、湖南、福建、江西、河南等地拥有 23 个种猪养殖小区。根据公告，2015 年武汉天种实现净利润 449 万元，2016 年 1-10 月，武汉天种销售生猪 20.6 万头，其中种猪 6.9 万头，大肥猪 6.2 万头，小肥猪 7.5 万头，目前能繁母猪的产能去化过程虽已结束，但补栏进程屡屡低于市场预期，我们认为猪价景气期有望延续，预计猪价此后将呈现高位震荡的走势，到年底随着出栏体重的下降及春节需求的启动，猪价将再次出现反弹，17 年猪价有望维持高位震荡。此次收购武汉天种，公司养殖规模将进一步扩大，在完善产业链提高竞争力的同时将享受猪价高景气。

■饲料板块进入黄金盈利期，业绩持续高增长可期。随着规模化养殖户逐步补栏母猪、仔猪等扩大规模，公司产品销量持续增长可期。随着养殖景气持续，存栏逐步回升，销量的增长带动盈利的全面增长。另一方面，长时间养殖高盈利时期，养殖户将更重视饲料品质，有利公司进一步拓展新客户，增加公司产品销量。我们预计公司 16 年-17 年饲料销量将有持续高增长。

■公司战略升级，打造养殖产业链综合服务提供商。公司战略升级，通过参股种猪企业（新大牧业、东进农牧等）、并购互联网企业（盈华讯方）、投资设立融资租赁公司等多方面布局，从单一饲料产品提供商升级为养殖产业链综合服务商，拟为养殖户提供农资产品、交易平台、信息化、金融等综合服务。

■投资建议：我们预计公司 2016-2018 年归属于上市公司股东净利润 2.3、3.2、4.3 亿，对应 EPS 为 0.60、0.84、1.12 元，同比增长 122%、38%、34%。维持“买入-A”评级，6 个月目标价 21 元。

■风险提示：猪价上涨不及预期；销量不及预期；

公司快报

证券研究报告

饲料

投资评级

买入-A

维持评级

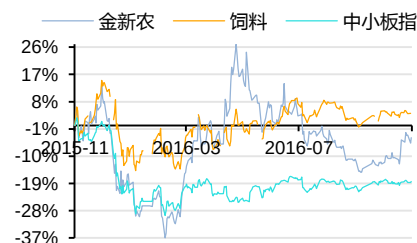
6 个月目标价：21 元

股价 (2016-11-22) 16.69 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,356.27
流通市值 (百万元)	5,163.21
总股本 (百万股)	380.84
流通股本 (百万股)	309.36
12 个月价格区间	11.02/22.22 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.77	1.28	16.26
绝对收益	9.95	0.42	-2.62

吴立

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515030003
wuli1@essence.com.cn
010-83321079

相关报告

金新农：金新农 2016 年三季报点评：业绩维持高增长 养殖后周期高弹性标的	2016-10-26
金新农：减持计划终止 消极情绪解除	2016-08-24
金新农：业绩大幅增长，进入盈利加速期！	2016-08-17
金新农：金新农对外投资公告点评：再收生猪养殖场，内生外延发展提速	2016-07-28
金新农：内生外延发展提速，业绩持续高增长可期！	2016-04-25

(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	198,782.6	250,485.3	313,106.6	391,383.3	489,229.1
净利润	6,101.8	10,354.8	23,018.4	31,877.8	42,630.4
每股收益(元)	0.16	0.27	0.60	0.84	1.12
每股净资产(元)	2.13	4.07	4.41	5.90	6.68
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	104.3	61.8	27.8	19.9	14.9
市净率(倍)	7.8	4.1	3.8	2.8	2.5
净利润率	3.1%	4.1%	7.4%	8.1%	8.7%
净资产收益率	7.5%	6.7%	13.7%	14.2%	16.8%
股息收益率	1.0%	0.9%	1.1%	1.5%	2.0%
ROIC	12.9%	20.2%	24.8%	19.4%	18.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	198,782.6	250,485.3	313,106.6	391,383.3	489,229.1	成长性					
减:营业成本	170,615.0	215,338.8	256,747.4	317,020.5	391,383.3	营业收入增长率	-0.1%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
营业税费	41.4	145.1	93.9	156.6	195.7	营业利润增长率	87.0%	64.8%	109.9%	39.1%	34.0%
销售费用	9,192.9	9,599.4	11,992.0	13,698.4	17,123.0	净利润增长率	44.9%	69.7%	122.3%	38.5%	33.7%
管理费用	10,697.3	12,600.0	14,089.8	16,829.5	21,036.9	EBITDA 增长率	95.6%	71.5%	128.2%	50.6%	36.0%
财务费用	-208.3	1,187.5	3,632.5	6,742.9	9,482.8	EBIT 增长率	132.2%	84.4%	117.9%	44.5%	35.0%
资产减值损失	525.2	500.7	459.7	495.2	485.2	NOPLAT 增长率	109.6%	93.8%	128.9%	44.5%	35.0%
加:公允价值变动收益	-	54.6	-420.3	70.1	93.4	投资资本增长率	24.0%	86.7%	84.4%	45.4%	14.4%
投资和汇兑收益	85.8	2,022.5	2,022.5	2,022.5	2,022.5	净资产增长率	0.9%	99.8%	8.2%	32.2%	13.2%
营业利润	8,004.9	13,190.9	27,693.5	38,532.8	51,638.1	利润率					
加:营业外净收支	124.7	98.5	98.5	98.5	98.5	毛利率	14.2%	14.0%	18.0%	19.0%	20.0%
利润总额	8,129.6	13,289.5	27,792.0	38,631.3	51,736.6	营业利润率	4.0%	5.3%	8.8%	9.8%	10.6%
减:所得税	1,870.1	2,538.1	4,168.8	5,794.7	7,760.5	净利率	3.1%	4.1%	7.4%	8.1%	8.7%
净利润	6,101.8	10,354.8	23,018.4	31,877.8	42,630.4	EBITDA/营业收入	5.0%	6.7%	12.3%	14.8%	16.1%
						EBIT/营业收入	3.9%	5.7%	10.0%	11.6%	12.5%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	37	38	63	96	110
货币资金	15,944.9	77,383.4	25,048.5	31,310.7	39,138.3	流动营业资本周转天数	32	15	10	16	14
交易性金融资产	-	630.4	210.1	280.2	373.6	流动资产周转天数	107	126	109	75	74
应收账款	14,380.2	18,232.2	10,904.1	31,930.6	22,319.5	应收账款周转天数	19	23	17	20	20
应收票据	695.0	1,606.6	1,211.4	2,528.5	1,983.3	存货周转天数	29	21	24	24	22
预付账款	3,412.1	3,096.8	3,050.9	5,684.8	4,969.5	总资产周转天数	182	247	288	293	295
存货	14,792.5	15,055.7	27,321.9	24,651.8	36,360.5	投资资本周转天数	94	118	176	224	228
其他流动资产	5,000.0	5,384.6	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	5,675.6	7,208.7	4,294.8	5,726.4	5,743.3	ROE	7.5%	6.7%	13.7%	14.2%	16.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.3%	4.4%	9.2%	8.7%	10.4%
长期股权投资	-	10,273.2	17,073.4	42,073.4	42,073.4	ROIC	12.9%	20.2%	24.8%	19.4%	18.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	23,532.9	29,859.6	78,988.2	129,516.0	169,343.0	销售费用率	4.6%	3.8%	3.8%	3.5%	3.5%
在建工程	4,775.7	9,596.8	20,879.0	24,263.7	22,279.1	管理费用率	5.4%	5.0%	4.5%	4.3%	4.3%
无形资产	6,506.6	9,181.3	9,002.2	8,823.1	8,644.0	财务费用率	-0.1%	0.5%	1.2%	1.7%	1.9%
其他非流动资产	5,056.4	56,828.3	58,728.7	71,301.3	70,957.0	三费/营业收入	9.9%	9.3%	9.5%	9.5%	9.7%
资产总额	99,771.9	244,337.6	256,713.2	378,090.5	424,184.5	偿债能力					
短期债务	-	28,000.0	45,276.1	27,103.5	49,358.5	资产负债率	16.9%	32.2%	30.2%	37.3%	36.8%
应付账款	11,313.6	36,900.6	17,021.4	39,531.5	34,744.3	负债权益比	20.4%	47.5%	43.3%	59.6%	58.2%
应付票据	848.5	1,336.6	1,088.2	2,222.9	1,690.9	流动比率	3.28	1.67	0.97	1.28	1.12
其他流动负债	4,378.1	6,511.4	6,364.8	6,446.3	8,321.9	速动比率	2.38	1.46	0.58	0.95	0.73
长期借款	-	2,983.5	6,574.7	64,343.9	60,028.0	利息保障倍数	-37.43	12.11	8.62	6.71	6.45
其他非流动负债	332.5	3,002.1	1,213.8	1,516.1	1,910.7	分红指标					
负债总额	16,872.7	78,734.2	77,539.0	141,164.2	156,054.3	DPS(元)	0.16	0.15	0.18	0.25	0.34
少数股东权益	1,896.8	10,750.5	11,355.3	12,314.1	13,659.8	分红比率	97.1%	55.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	31,020.0	38,317.4	38,084.4	38,084.4	38,084.4	股息收益率	1.0%	0.9%	1.1%	1.5%	2.0%
留存收益	49,982.4	116,535.4	129,734.4	186,527.7	216,385.9						
股东权益	82,899.1	165,603.4	179,174.1	236,926.2	268,130.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	6,259.5	10,751.4	23,018.4	31,877.8	42,630.4	EPS(元)	0.16	0.27	0.60	0.84	1.12
加:折旧和摊销	2,299.7	2,869.1	7,206.3	12,772.6	17,842.3	BVPS(元)	2.13	4.07	4.41	5.90	6.68
资产减值准备	525.2	500.7	-	-	-	PE(X)	104.3	61.8	27.8	19.9	14.9
公允价值变动损失	-	-54.6	-420.3	70.1	93.4	PB(X)	7.8	4.1	3.8	2.8	2.5
财务费用	-99.9	1,505.0	3,632.5	6,742.9	9,482.8	P/FCF	-111.3	-75.9	-13.6	-34.8	33.4
投资损失	-85.8	-2,022.5	-2,022.5	-2,022.5	-2,022.5	P/S	3.2	2.5	2.0	1.6	1.3
少数股东损益	157.7	396.6	604.8	958.8	1,345.7	EV/EBITDA	28.0	36.0	17.3	12.0	9.0
营运资金的变动	-9,438.9	19,273.6	-20,664.9	2,048.6	-3,541.8	CAGR(%)	73.8%	59.9%	76.8%	73.8%	59.9%
经营活动产生现金流量	-963.0	28,562.6	11,354.3	52,448.3	65,830.3	PEG	1.4	1.0	0.4	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-6,628.5	-27,096.0	-70,871.6	-103,955.3	-53,686.8	ROIC/WACC	1.3	2.0	2.4	1.9	1.8
融资活动产生现金流量	-6,060.2	59,971.9	7,182.4	57,769.2	-4,315.9	REP	3.8	2.9	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴立声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034