

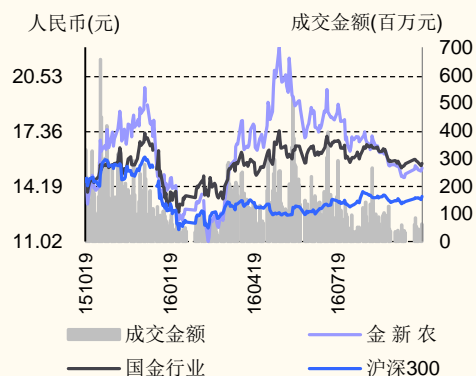
市场价格(人民币): 15.27元

目标价格(人民币): 17.40元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	309.36
总市值(百万元)	5,815.47
年内股价最高最低(元)	22.22/11.02
沪深300指数	3321.33
深证成指	10797.02



合纵连横，饲料、生猪养殖有望加速扩张

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.197	0.270	0.462	0.655	0.681
每股净资产(元)	2.61	4.04	4.37	4.83	5.31
每股经营性现金流(元)	-0.03	0.75	-0.14	0.62	0.58
市盈率(倍)	48.96	63.20	33.05	23.30	22.43
行业优化市盈率(倍)	16.20	27.85	28.47	28.47	28.47
净利润增长率(%)	44.85%	69.70%	69.93%	41.83%	3.89%
净资产收益率(%)	7.53%	6.69%	10.57%	13.57%	12.83%
总股本(百万股)	310.20	383.17	380.84	380.84	380.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 行业层面: 收入端和成本端改善, 饲料板块大逻辑正在演绎。1、饲料销量: 随着生猪存栏量提升, 饲料行业迎来景气拐点。9月猪全价料产量环比回升14.53%, 同比增加14.45%, 一举扭转7、8两月下滑态势。2、饲料成本: 内盘玉米价格近两个月如期暴跌, 豆粕价格在北美丰产背景下回吐大部分前期涨幅, 因此大逻辑正在践行和强化。3、生猪价格: 中长期来看, 生猪价格高位有望维持到明年二季度; 短期来看, 生猪价格有望于10月底触底反弹。
- 公司层面: 公司前端料占比高, 未来养殖也将逐步释放业绩弹性。
- 饲料业务: 1、随着生猪存栏回升, 公司饲料业务将受益行业景气度回升而回升, 而公司前端料占猪料的一半, 公司将最先受益生猪存栏回升。2、合作养殖户增加及饲料产品结构调整提升饲料销量。公司坚持规模化猪场销售, 客户定位于规模在500头以上的基础母猪猪场, 饲料直销贡献超60%, 通过参股等战略合作客户贡献达30%-40%。未来公司将继续通过资本运作扩大养殖客户规模, 实现饲料放量、结构优化和养殖布局。3、玉米价格暴跌, 豆粕价格下滑, 公司饲料净利率有望提升超1%, 为公司饲料业务提供业绩弹性。
- 生猪养殖业务: 养殖是公司未来的发展重点, 公司主要通过参股优秀的养殖公司、自建养殖场、优质养殖场的托管、收购的猪场四种方式参与生猪养殖。一方面公司通过参与生猪养殖, 直接获取养殖利润; 另一方面通过向养殖端扩张, 加强公司饲料和兽药销售, 加强养殖产业链上下游布局。目前公司通过各种方式覆盖生猪年出栏200万头左右, 权益产能50万头左右, 未来10年内公司力争达到生猪年出栏300万头。同时, 随着优百特4800头基础母猪投产, 预计17、18年优百特生猪出栏6.24万和8.16万头贡献业绩弹性, 预计优百特为公司贡献净利1900万和2000多万净利。

投资建议

- 综合来看, 公司饲料销量今明两年大幅提升、生猪出栏高弹性以及未来有望继续外延扩张为公司提供基本面支撑。同时公司市值58亿, 流通市值仅47亿, 未来公司成长性较强。预计公司16-18年净利润为1.76亿、2.5亿和2.59亿, 给予公司37.66×16PE、26.52×17PE, 目标价17.4元, 给予“增持”评级。

风险提示

- 盈华讯方盈利不及预期、大客户扩张速度过快导致毛利率下滑、玉米、豆粕价格上升、应收账款无法回收、生猪价格快速下行。

钟凯锋 分析师 SAC 执业编号: S1130513080003
(8621)60230227
zhongkf@gjzq.com.cn

李晓渊 联系人
lixiaoyuan@gjzq.com.cn

内容目录

金新农介绍	4
公司简介.....	4
核心业务介绍	4
行业迎来盈利最好的时代	5
饲料行业-量升成本低，迎来最好时代.....	5
生猪养殖行业-猪价相对高位有望持续至明年二季度.....	7
合纵连横，向全产业链服务商迈进.....	7
联合猪场-投资收益实现翻番	7
专注猪饲料-饲料销量再上新台阶	9
“互联网+农业”布局，整合养殖链	11
盈利预测和投资建议.....	12
预计 16-18 净利润 1.76 亿、2.5 亿和 2.59 亿	12
投资建议-给予“增持”评级	14

图表目录

图表 1：公司布局全产业链供应商.....	4
图表 2：股权结构图	4
图表 3：公司营业收入（百万元）高速增长	5
图表 4：公司归母净利润（百万元）快速提升	5
图表 5：生猪存栏环比回升.....	5
图表 6：饲料销量增速企稳回升	5
图表 7：新作玉米上市，玉米价格下滑	6
图表 8：饲料价格、大豆、玉米	7
图表 9：鱼粉价格下行带来饲料毛利率提升	7
图表 10：能繁存栏位于近年低位	7
图表 11：生猪价格相对高位有望持续至明年二季度	7
图表 12：公司参与生猪养殖公司	8
图表 13：公司饲料销量有望继续快速上升.....	9
图表 14：公司产能快速上升.....	10
图表 15：公司前端料占比快速提升.....	11
图表 16：2020 年公司教槽料市场空间测算	11
图表 17：饲料板块盈利预测（1）	12
图表 18：饲料板块盈利预测（2）	12
图表 19：饲料板块盈利预测（3）	12
图表 20：饲料板块盈利预测（4）	12
图表 21：生猪养殖板块盈利预测（未含投资收益）	13
图表 22：动保板块盈利预测.....	13

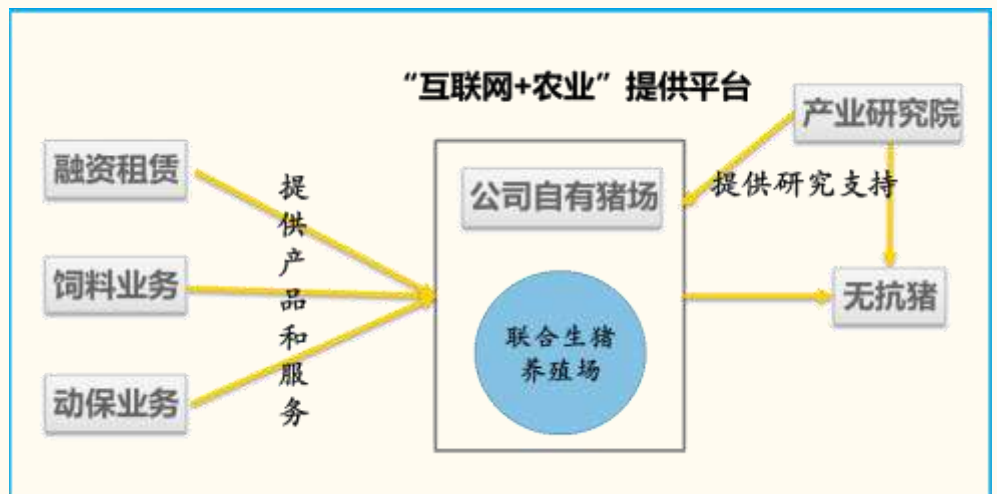
图表 23: 其他板块盈利预测..... 14

金新农介绍

公司简介

- 公司是前端料龙头企业，尤其是教槽料市场占有率位居全国前列。目前公司主要从事猪饲料的研发、生产和销售，主营猪用配合料、浓缩料和预混料等。公司经过十多年的研发和创新，研制了一套独特的产品加工工艺并采用了专业的加工设备，建立起在猪用早期料细分领域市场的优势。公司产品质量稳定，性价比高，口碑好，已树立了良好的品牌形象，市场竞争力优势明显。
- 公司目前的发展战略是做全产业链服务商，围绕规模化猪场布局，为客户提供综合性解决方案，提升公司对终端规模化猪场客户的综合服务能力，致力于成为中国养猪企业的首选合作伙伴。为此，除了主要的饲料业务之外，公司在种猪、动保、养殖托管、金融服务、生物技术等方面加大投入。

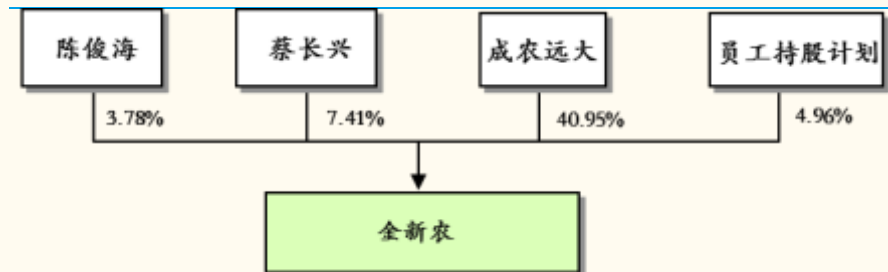
图表 1：公司布局全产业链供应商



来源：国金证券研究所

- 公司股权关系清晰，大股东新疆成农持有公司 40.95% 的股权，是公司第一大股东。公司于 15 年 5 月披露增发预案：发行股份并募集资金收购盈华讯方 80% 股权，并对陈俊海等 6 人实施员工持股计划，增发价格 9.47 元/股，股份于去年 12 月 21 日上市，其中 10,037,510 股（占总股本 2.64%）于今年 12 月 23 日上市流通，其余 60,605,262 股（占总股本 15.91%）于 18 年 12 月 23 日上市流通。通过发行股份，公司股权结构进一步优化，员工持股计划使公司利益与员工利益进行捆绑，有望提升员工积极性。

图表 2：股权结构图



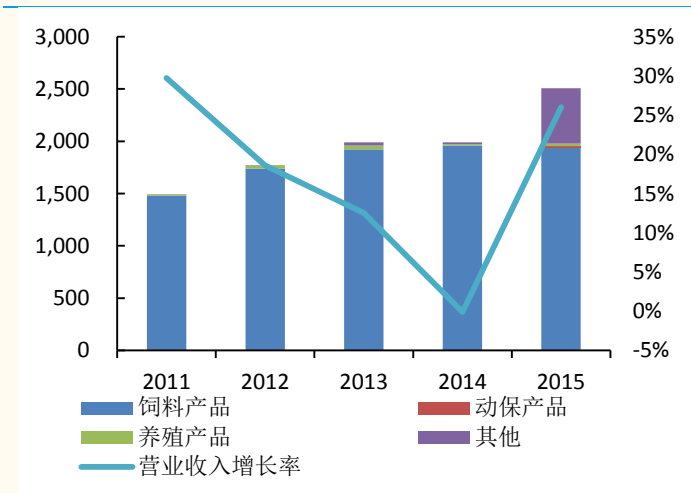
来源：公司公告、国金证券研究所

核心业务介绍

- 公司饲料产品收入占总收入比例超过 90%，毛利占比超 70%，属于公司核心产品，上半年饲料销量同比增加 33.14%，收入同比增长 17.14%；公司收购华扬药业后，动保板块营收占比快速扩张，16 年中报动保板块营收占比达到 4%，毛利占比超过 10%；公司收购盈华讯方后，电信增值服务板

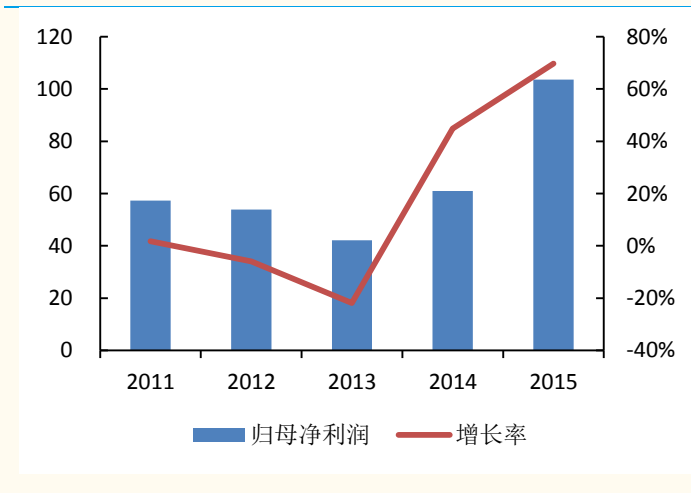
块收入和利润也有所扩张，营收占比超过 2%，毛利占比超过 10%；由于公司处置扬州加农畜牧科技有限公司，目前养殖板块能提供利润的子公司均为参股公司，养殖收益全部计入投资收益中，16 年上半年，公司联营企业和合资企业的投资收益近 4500 万，占公司利润总额的 43.73%，因此养殖板块仍是公司利润的主要来源，今年 8 月随着优百特产能投产，明年养殖板块营收和利润有望恢复。

图表 3：公司营业收入（百万元）高速增长



来源：国金证券研究所，wind

图表 4：公司归母净利润（百万元）快速提升



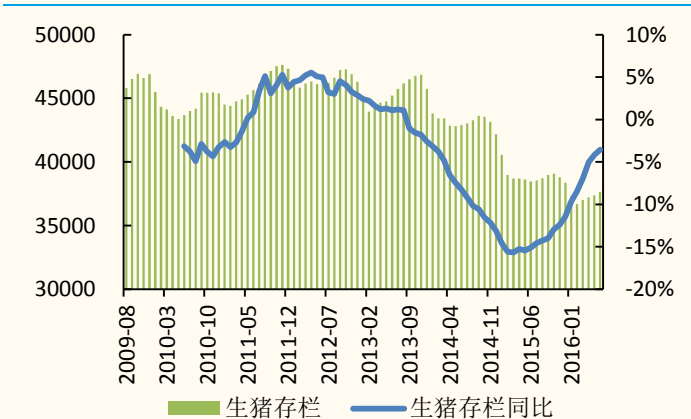
来源：国金证券研究所，wind

行业迎来盈利最好的时代

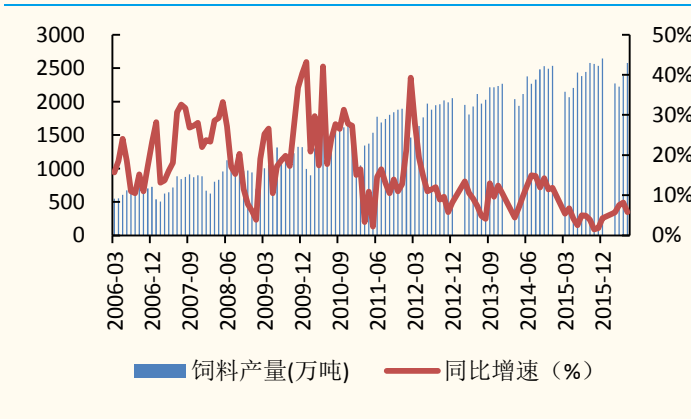
饲料行业-量升成本低，迎来最好时代

- 中期来看存栏量上升趋势不可逆，饲料板块迎来趋势上升。
 - 生猪存栏量上行。养猪高盈利已经持续一年，补栏也在缓慢恢复当中，今年 9 月生猪存栏量继续环比正增长，生猪存栏量上行有望带动动保产品需求提升。
 - 饲料销量上行间接反应存栏量上行。目前饲料产量同比逐步上行，间接反应了生猪存栏量上行的趋势。而从 3 月开始，上市公司方面饲料销量也明显增长，前端料增速更是明显，尤其在多家大型养殖厂自建饲料厂的背景之下，饲料销量仍出现增长，我们认为饲料企业的增长是有质量的增长，也显示了补栏的缓慢恢复。同时，9 月饲料产量环比回升 4.63%，同比大幅增加 31.09%；其中受益行业属于养殖后周期的影响，景气度回升，9 月猪全价料产量环比回升 14.53%，猪料产量同比增加 14.45%，一举扭转 7、8 两月销量下行态势。

图表 5：生猪存栏环比回升



图表 6：饲料销量增速企稳回升

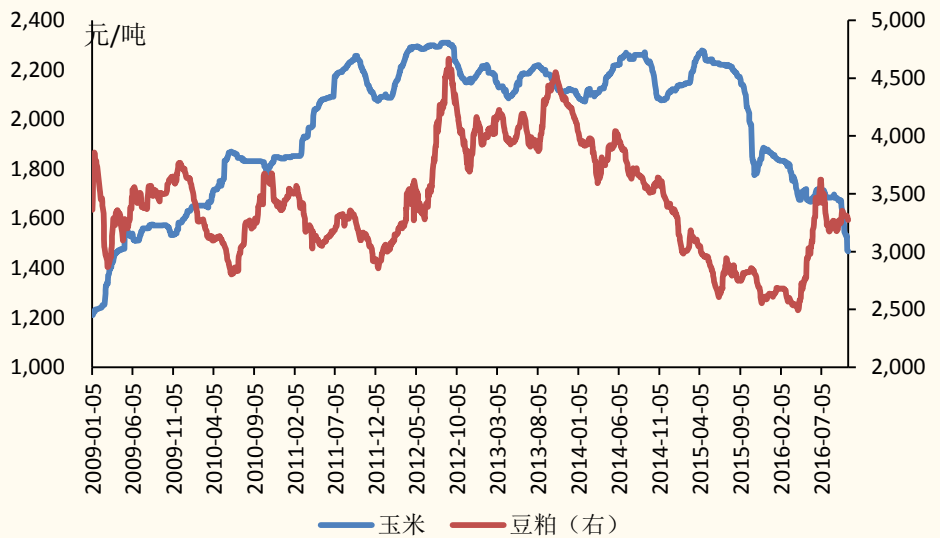


来源: wind、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

- **能繁存栏也有所恢复。**由于生猪存栏决定饲料销量，因此生猪存栏相比能繁存栏恢复更重要。但能繁存栏和 PSY 决定了生猪长期供给，虽然农业部数据显示能繁母猪处于历史低位，但据我们草根调研了解，能繁存栏也在恢复，只是恢复速度较慢。同时，由于大部分种猪场在 2014 年没有更新种猪群，导致市场上二元母猪短缺，许多中小养殖场都选择自留商品母猪来进行补栏，而这一部分母猪存栏并未统计在能繁存栏中。同时随着规模化养殖和养殖技术的提升，PSY 也呈现逐年上升态势，未来生猪存栏恢复无忧。
- **成本方面，**随着国际玉米增产逐步落地，外盘玉米价格近期创 09 年以来的新低，大豆价格也因美国丰产预期和加息预期打压而回到 1000 美分/蒲式耳之下，成本红利再次显现。玉米、豆粕价格维持低位，玉米、豆粕在饲料中占比超过 60%，截止目前，今年玉米均价相对于去年下滑 18%，豆粕价格上涨 2%。而随着玉米临储改革进一步落地，以及新作玉米上市，玉米价格进一步下降至 1500-1600 元/吨区间，甚至东北玉米下滑至 1400 多元/吨，跌幅进一步加剧，未来玉米价格；同时，由于今年天气状况非常好，美国大豆长势喜人，大豆供给增加在一定程度上压制豆粕价格，豆粕价格继续大幅上升的可能性并不大。随着玉米、豆粕价格下行，行业成本红利继续扩张。

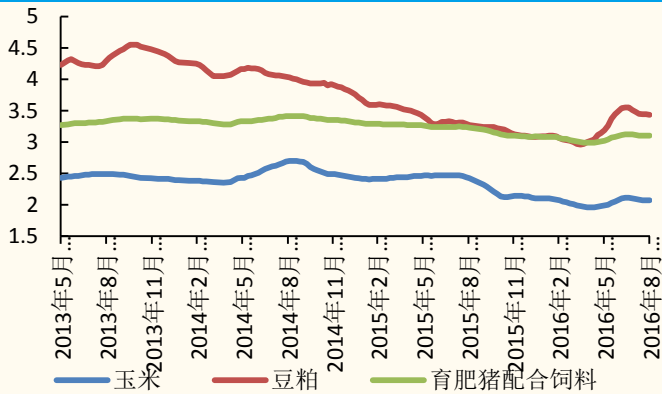
图表 7: 新作玉米上市，玉米价格下滑



来源: wind, 国金证券研究所

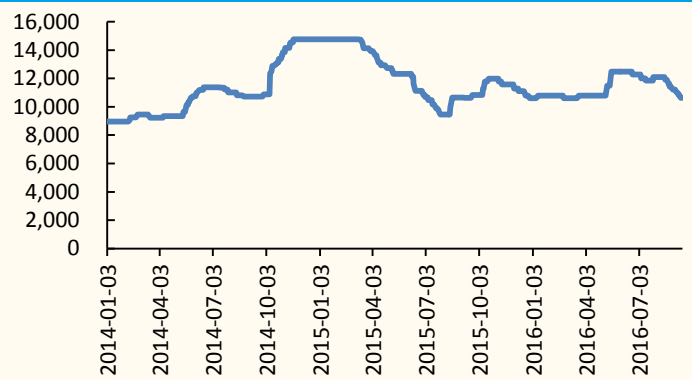
- 虽然行业中饲料价格要随玉米和豆粕价格波动而波动，但是饲料价格波动幅度小于玉米、豆粕价格波动幅度，因此在玉米、豆粕价格下跌过程中饲料企业毛利率也会上行。同时，饲料价格一般不随着鱼粉等原料价格波动而波动，虽然鱼粉添加比例在饲料中添加较少，但由于鱼粉价格高，波动大，鱼粉价格下滑也导致饲料毛利率上行。

图表 8: 饲料价格、大豆、玉米



来源: 农业部、国金证券研究所

图表 9: 鱼粉价格下行带来饲料毛利率提升

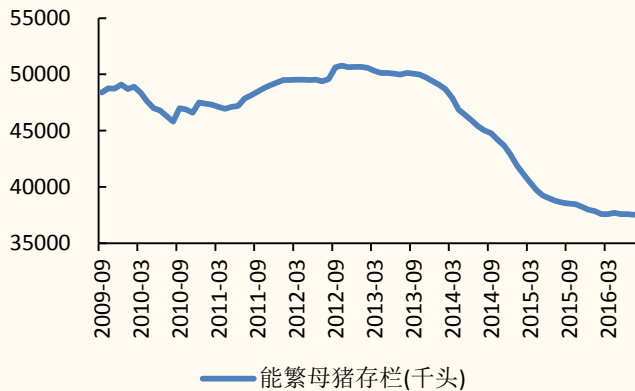


来源: wind、国金证券研究所

生猪养殖行业-猪价相对高位有望持续至明年二季度

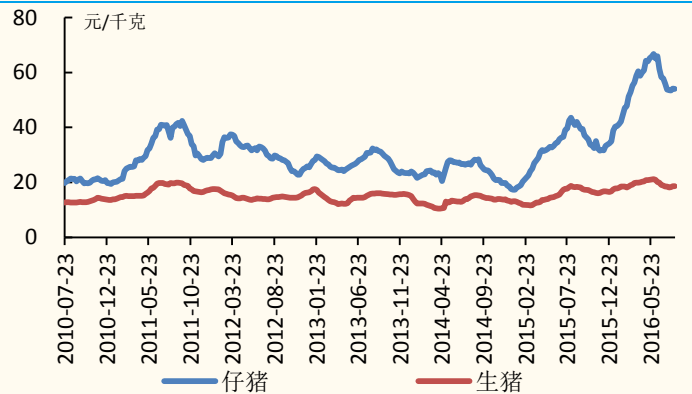
- 目前, 能繁母猪存栏维持低位, 能繁母猪存栏量与未来一年生猪价格有关, 而根据农业部发布的能繁存栏数据, 9 月能繁母猪存栏位于近年来历史低位, 意味着生猪价格高位有望持续到明年 9 月; 即使考虑到养殖场大量留存外三元猪来作为母猪, 生猪价格相对高位也将持续到明年二季度。生猪价格维持相对高位将助推公司投资收益持续提升。

图表 10: 能繁存栏位于近年低位



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 生猪价格相对高位有望持续至明年二季度



来源: wind, 国金证券研究所

合纵连横, 向全产业链服务商迈进

公司发展战略是做全产业链服务商, 公司近年不断整合产业链, 通过参股养殖公司、控股华扬药业、收购盈华讯方、成立有极信息, 实现全产业链合纵连横, 协同效应显现, 公司净利快速扩张。

未来除去行业提供的边际增长外, 公司通过自身扩张实现的边际增长的点在于:

1. 公司继续通过资本运作扩大养殖客户规模, 实现养殖布局和饲料放量。
2. 优百特 4800 头母猪实现投产, 公司控股的生猪产能快速扩张。
3. 进一步优化整合后的猪场-饲料-动保链及其辅助产业链。
4. 饲料结构改善, 毛利率上升。
5. 普通商品料增速有望超过市场预期, 目前公司商品料仅增长 3.5%。

联合猪场-投资收益实现翻番

- 公司通过股权合作等方式入股优秀养殖企业，今年上半年，通过合作方式入股的养殖企业实现投资收益 4,492.26 万元，贡献净利润 3,818.42 万元，占归属于上市公司股东的净利润的比例为 46.11%，成为公司最重要的板块之一。
- 养殖将是公司未来的发展重点，公司目前主要通过四种方式参与生猪养殖 1、参股优秀的养殖公司（新大牧业、佳和农牧、东进农牧、湖北天种等）；2、自建养殖场（优百特的扩建）；3、优质养殖场的托管；4、收购的猪场。公司通过参与生猪养殖，以加强养殖产业链上下游布局，10 年之内力争达到生猪年出栏 300 万头。目前公司通过各种方式当前能够覆盖的母猪达 30 万头左右（即通过战略合作等）。

图表 12：公司参与生猪养殖公司

交易时间	交易标的	持股比例	交易金额 (万元)	生猪出栏 (万头)	权益产能 (万头)	可消耗饲料 量(万吨)	备注
	成农远大养殖场	100%		1.6	1.60	0.48	能繁母猪 600 头
2011 年 8 月	博罗县柏塘镇平安永丰养猪场	100%	1000	0.68	0.68	0.20	存栏母猪 430 头 后备母猪不低于 20 头
2012 年 1 月	始兴县优百特生态科技	100%	6951.5	10	10.00	3	今年 8 月份开始投入使用，明年实现销售
2012 年 4 月	惠州桑梓湖畜牧良种有限公司	90%	864	2	1.80	0.6	1000 头能繁母猪
2013 年 12 月	清远佳和	20%	800	10	2.00	3	能繁母猪 4500 头
2014 年 7 月	佳和农牧	4.99%	2166.51	60	2.99	18	以生猪育种为核心
2014 年 7 月	天津市佳和	18%	1750	6	1.05	1.8	预计 17 年实现销售
2014 年 11 月	武汉天种	55.58%	公司在产业基金持股 2.67%		0.52		
2015 年 3 月	都匀市黔昌畜牧	20%	959.04	8	1.60	2.4	存栏能繁母猪 1000 头
2015 年 7 月	新大牧业	30%	9000	35	10.50	10.5	母猪存栏规模 2.2 万头 出栏生猪 30 到 40 万头 其中种猪约 6 至 8 万头
2016 年 3 月	东进农牧	4%	2000	18	0.72	5.4	
2016 年 4 月	武汉天种	32.28%		35	11.30	10.5	母猪存栏近 2 万头 年出栏生猪 35 万头 其中种猪 10 万头
2016 年 8 月	福建一春	60%	公司在产业基金持股 17.46%	9	0.94	2.7	母猪存栏 4300 头
合计				195.28	45.71	58.58	

来源：国金证券研究所，公司公告

- 重要参股养殖公司：
 - **武汉天种**采取自繁自养的模式生产和销售“天种牌”杜洛克、大约克、长白三个品种的瘦肉型种猪，是全国优秀的种猪养殖企业。现有存栏母猪近 2 万头，年出栏生猪 35 万头，其中种猪约 10 万头。公司拥有 15 个种猪养殖小区、2 个饲料加工厂、2 个科研机构 and 1 个水产养殖基地。
 - 公司持**新大牧业** 30%股权，新大牧业和武汉天种一样采用自繁自养的模式，以销售种猪为主。公司除生猪产能外，饲料年产能 25 万吨。今年 3 月公司和法国科普利信合作设立的种猪公司投产，未来有望为新大牧业提供 3 万头种猪。为了进一步巩固合作关系，今年 7 月公司拟与河南新大牧业共同投资设立宜阳县新大种猪育种有限公司，注册资本 6000 万元，公司出资 1200 万元持股 20%。
 - **东进农牧**主营瘦肉型猪、种猪饲养及牲猪饲料加工，去年 12 月公司与惠州东进农牧签署战略合作框架协议：为稳定东进农牧未来百万头肉

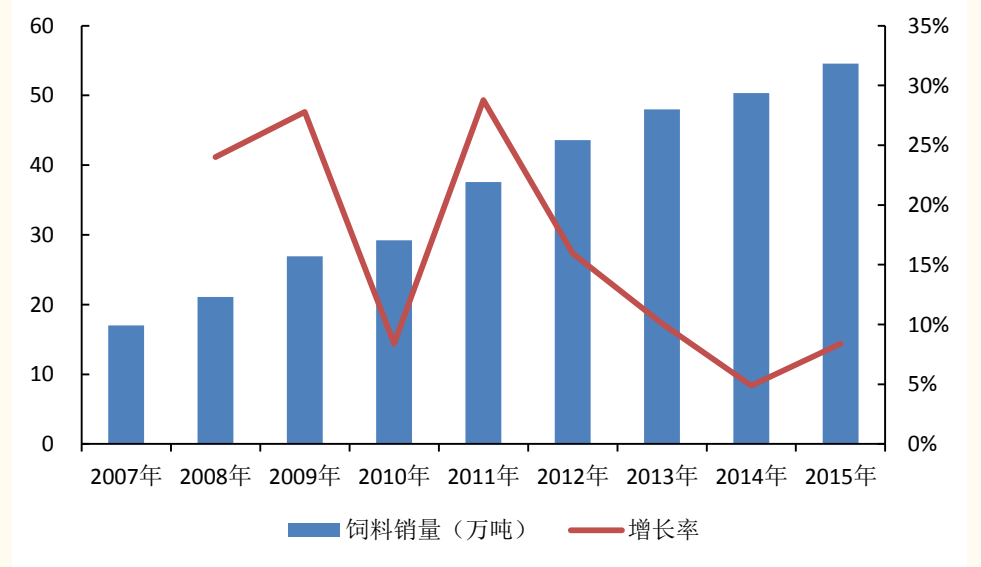
猪生产所需，公司为东进农牧提供安全、性价比高的定制式的全程营养饲料，并为东进农牧养猪提供技术、兽药、疫苗以及健康方案的指导。东进农牧承诺在市场化运作的前提下，即与市场同类商品同质同价的前提下优先使用本公司饲料，双方努力使本公司提供的饲料产品占东进农牧年饲料采购量的 90%以上。为了进一步巩固战略合作，2016 年 3 月公司参股东进农牧 4% 股权。今年 3 月公司与东进农牧发起设立产业投资基金，主要围绕公司产业上下游及相关产业中的优质企业进行控股或参股，养殖板块的投资是并购基金主要投资方向之一，首选种猪，该投资基金为公司项目资源的储备。今年 8 月该产业基金用 5,100 万元增资赣州东进，完成后持有赣州东进 20% 的股权并用 8700 万元收购福建一春 60% 的股权。

- 无抗猪肉：同时未来公司将依靠产业研究院不断加强公司在无抗猪肉的研发与生产，向终端进行扩张。

专注猪饲料-饲料销量再上新台阶

- 资本运作生猪战略客户，饲料销量快速扩张。资本运作的战略客户往往采用公司饲料，使公司与下游客户产生协同作用，带动公司饲料销量增加。通过参股等战略合作的客户饲料贡献达 30%-40%，目前公司仅这些资本运作的战略客户年出栏生猪 195.28 万头，按照出栏生猪头均饲料消耗量 300 千克计算，能够带动饲料销量 58.58 万吨，而这一饲料消耗量已经超过公司 2015 年全年饲料销量。未来公司有望继续通过资本运作拓展战略客户，饲料销量有望继续快速扩张。

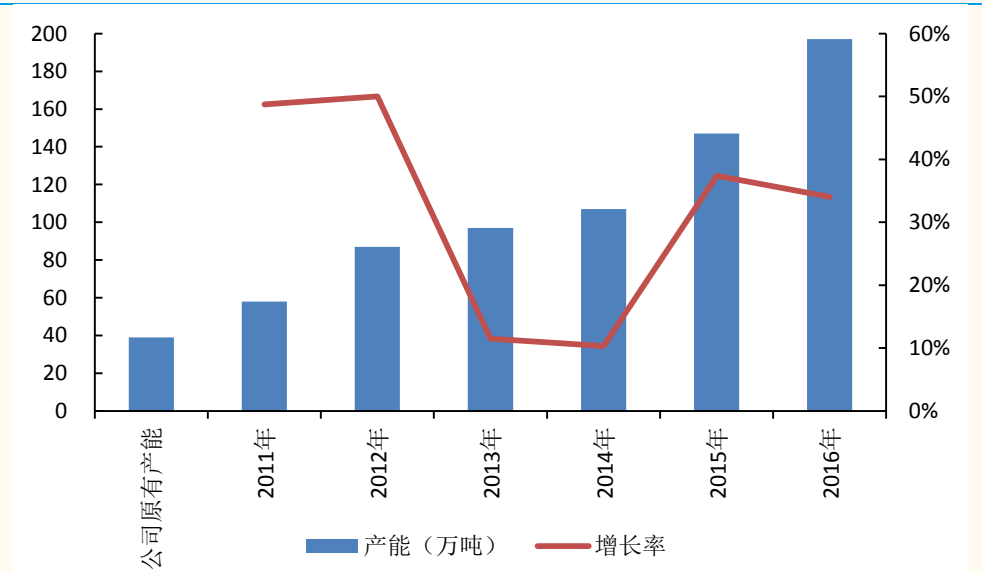
图表 13：公司饲料销量有望继续快速上升



来源：wind，国金证券研究所

- 产能方面，公司通过自建、收购产能，满足市场需求。目前产能基本可以满足需要，公司双班产能为 147 万吨，2016 年底安徽金新农投产可再增加 50 万吨产能至 197 万吨，目前单班产能利用率 80% 左右。收购产能方面，公司去年收购洛阳金新农 65% 的股权，洛阳金新农年销量 10 万吨左右，通过自建和收购产能公司满足了市场需求。

图表 14：公司产能快速上升

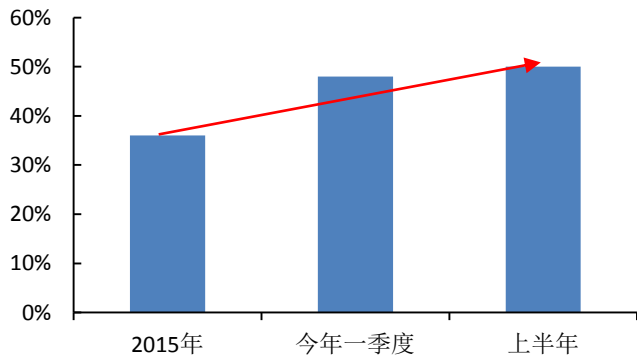


来源：公司公告，国金证券研究所

- **饲料营销方面，公司精准客户定位，巧用二八法则。**公司坚持规模化猪场销售方式，客户定位为规模在 500 头以上的基础母猪猪场，公司 60% 以上饲料销量贡献来自这些客户。公司通过战略合作等方式不断为猪场提供优质服务，加强与猪场的联系。以猪场母猪存量为标准，公司客户主要分为三类：规模在 3000 头以上的基础母猪猪场为金象客户，由战略客户部负责；500—3000 头的为金牛客户，主要由直供部负责；100-500 头的为金猪客户，以网络经销为主。目前公司 30% 的是金牛、金象客户对销量贡献率超过 70%。公司以服务规模化养殖场起家，未来公司将坚持规模化方向，为成长型的专业化、集团化的养猪企业提供综合的解决方案，同时公司加强与战略客户的合作，建立产业联盟，整合资源，提高产业链条效益。目前公司在规模化猪场方面有较好的品牌效应。这种市场定位的价值已经得到体现，效率高于行业水平。
- **饲料定价方面，3000 头母猪以上的金象级大客户大多采用成本加成订单式生产模式运作，不同于一般的商品饲料定价模式。**订单式生产模式毛利率稍低一些，但毛利率波动小，中间环节少、成本控制好、销售费用少、人均效率高，全程化使用公司饲料，规模化大、饲料销量贡献明显。
- **产品结构不断优化，饲料毛利上升。**在生猪养殖维持高盈利状态下，养殖户为提高乳猪存活率和保证生猪未来增重，行业前端料尤其是教槽料渗透率快速上升；同时生猪高价下，行业补栏量增长，带动饲料销量上升；而规模化养殖不断提升的情况下，教槽料销量增速会高于普通配合料销量增速。受益行业渗透率提升，以及行业生猪补栏量增加，公司教槽料¹、乳猪料、种猪料为主的高毛利前端料产品有较强的竞争力，因此一季度猪饲料总量增长 25%，其中教槽料增长 22%，增长幅度较高，乳猪料增长 61%，种猪料增长 90%，且呈上升趋势，公司饲料产品毛利率也随之提升。预计 2020 年国内教槽料市场规模有望达到 90 万吨，假设公司市场占有率维持 20%，公司教槽料营业收入有望达到 10.08 亿元，复合增长率超过 20%。

¹教槽料是早期断奶仔猪料、代乳料和人工乳，一般在仔猪 5-7 日龄到断奶后 7-14 天食用，在性质上属于配合料的一种。20 世纪 80 年代，国外开始兴起使用教槽料，90 年代教槽料普及，乳猪断奶期从 30 多天下降到 21 天，被誉为养猪业的革命。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。教槽料也称早期断奶仔猪料、代乳料、人工乳，一般是在仔猪 5-7 日龄到断奶后 7-14 天食用的一种全价配合饲料，提供优质教槽料可以有效地提升仔猪断奶体重，降低死淘率，也可以提高母猪繁殖效率，基础母猪由原来的一年 2 产提高到 2.6 产。如果以仔猪（23 日龄断奶）出生后 7 天饲喂教槽料至 30 天来计算，每头仔猪大概采食教槽料 3kg 左右。如果以仔猪出生后 7 天饲喂教槽料至 37 天来计算，每头仔猪大概采食教槽料 6kg 左右。

图表 15: 公司前端料占比快速提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 2020 年公司教槽料市场空间测算

生猪出栏量 (亿头)	7.5
头均食用量 (千克)	3
教槽料渗透率 (%)	40%
公司市场占有率 (%)	20%
公司教槽料销量 (万吨)	18
教槽料营业收入 (亿元)	10.08

来源: wind, 国金证券研究所

“互联网+农业”布局, 整合养殖链

- **公司加快信息化系统建设, 推动公司“互联网+农业”。**2015 年末公司收购盈华讯方 80% 股权, 交易对方承诺 2015-2017 年实现扣除非经常性损益后净利润不低于 4100 万元、5000 万元和 6000 万元。15 年盈华讯方扣非净利润 3483 万元, 低于 4100 万元承诺利润, 公司进行了股票回购。盈华讯方是一家主要经营计算机软硬件、通讯产品、网络产品的技术开发、销售, 以及第二类增值电信业务中的信息服务业务的高新技术企业, 主营业务为基于电信运营商渠道为数字文化娱乐型网站提供小额充值服务。通过本次并购, 公司可以利用盈华讯方的人才团队、技术储备以及互联网充值系统运营经验以及电信运营商的渠道优势进一步提升公司饲料主业竞争力: **1、**通过开发服务网站、手机应用等方式建立生猪养殖服务平台, 利用互联网技术汇聚生猪养殖户, 提升公司对于终端规模化猪场客户的服务能力; **2、**通过建立以养殖业为主要服务对象的互联网金融运营平台, 为生猪养殖场、饲料经销商等公司目标客户提供资金支持服务; **3、**通过搭建互联网销售平台, 为公司未来饲料产品的网上销售与展示、重点区域的品牌猪肉业务开展奠定基础; **4、**通过建立公司产品可追溯性系统, 实现从供应商到制程、发货、客户、终端的全过程可追溯性管理系统, 并完善公司办公自动化及信息化水平建设。
- **布局动保板块:**2015 年以自有资金收购武汉华扬动物药业 51% 的股权, 华扬主营兽药、水产药物的生产与销售, 水产药是其核心产品, 市场占有率较高, 品牌影响力大。华扬药业承诺若 15、16 年每年净利润均低于 1200 万元或两年累计低于 2400 万元, 则转让方应无条件购回本公司所持有的华扬药业 51% 的股权, 并加付 10% 利息。华扬药业自 2015 年 10 月纳入公司合并报表, 对报告期公司净利润的贡献额为 358.87 万元。华扬药业进入公司后, 公司养殖服务链体系进一步完善, 增强公司在养殖链上的竞争优势, 公司未来将更多地注重动物疫苗方向, 有好的兽药等动保标的不排除继续并购。
- **成立融资租赁公司。**公司未来战略布局全产业链, 需要协调解决资金融进投出机制, 需要完善各方利益协调机制, 不断提升在产业链上的组织协调能力和资金运用能力, 提高客户的粘性, 扩大规模, 做强核心业务。公司成立融资租赁公司主要系为客户提供融资租赁及相关的增值服务, 提高对客户的综合支持和服务能力。随着公司业务的发展, 种猪企业的收购等, 公司通过融资租赁进一步为客户提供生物性资产租赁等服务。
- **设立产业研究院, 布局终端消费。**金新农产业研究院以无抗优质猪肉及无抗技术体系集成与创新、医用动物、安全健康食品、医学用途食品、健康相关产品为主要研究方向, 未来五年将专注于无抗品牌猪肉技术集成与科技示范工程、活性饲料与系统微生物工程、医用动物产业化工程、育种工程、孵化器产业园工程、规模化猪场规划建设技术服务体系工程等 6 项重点科技工程规划。未来公司将依托饲料产业, 通过适时并购特色养猪企业,

践行绿色、环保、健康、无抗的养猪理念，建立可追溯性系统，打造高端品牌肉销售平台，通过互联网技术，建立线上线下（O2O）营销模式。

盈利预测和投资建议

预计 16-18 净利润 1.76 亿、2.5 亿和 2.59 亿

- 饲料板块受益于公司资本运作的客户放量，叠加生猪存栏上升，公司饲料销量有望继续放量。饲料销售结构进一步优化，教槽料等毛利率较高的产品占比迅速提升，公司饲料板块毛利率进一步改善，预计饲料板块 2016-2018 为公司提供 24.09 亿、29.33 亿和 32.01 亿营业收入，并为公司贡献 5385 万、7628 万和 8190 万净利润。

图表 17: 饲料板块盈利预测 (1)

项 目	2016E	2017E	2018E
猪用配合料			
平均售价 (元/吨)	3,180.00	3,208.00	3,210.00
增长率 (YOY)	-5.20%	0.88%	0.06%
销售数量 (万吨)	62.40	79.00	87.00
增长率 (YOY)	39.97%	26.60%	10.13%
销售收入 (百万元)	1,984.32	2,534.32	2,792.70
增长率 (YOY)	32.70%	27.72%	10.20%
毛利率	13.76%	14.90%	12.99%
平均成本 (元/吨)	2,742.32	2,730.07	2,793.00
销售成本 (百万元)	1,711.21	2,156.76	2,429.91
增长率 (YOY)	31.08%	26.04%	12.66%
毛利 (百万元)	273.11	377.56	362.79
增长率 (YOY)	43.80%	38.24%	-3.91%

来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 饲料板块盈利预测 (2)

项 目	2016E	2017E	2018E
猪用浓缩料			
平均售价 (元/吨)	5,210.00	5,180.00	5,220.00
增长率 (YOY)	-0.91%	-0.58%	0.77%
销售数量 (万吨)	5.10	4.90	4.80
增长率 (YOY)	-1.92%	-3.92%	-2.04%
销售收入 (百万元)	265.71	253.82	250.56
增长率 (YOY)	-2.82%	-4.47%	-1.28%
毛利率	20.92%	18.92%	18.77%
平均成本 (元/吨)	4,120.00	4,200.00	4,240.40
销售成本 (百万元)	210.12	205.80	203.54
增长率 (YOY)	1.60%	-2.06%	-1.10%
毛利 (百万元)	55.59	48.02	47.02
增长率 (YOY)	-16.53%	-13.62%	-2.08%

来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 饲料板块盈利预测 (3)

项 目	2016E	2017E	2018E
猪用预混料			
平均售价 (元/吨)	4,480.00	4,400.00	4,430.00
增长率 (YOY)	-0.47%	-1.79%	0.68%
销售数量 (万吨)	1.88	1.80	1.85
增长率 (YOY)	1.85%	-4.26%	2.78%
销售收入 (百万元)	84.22	79.20	81.96
增长率 (YOY)	-1.52%	-5.97%	3.48%
毛利率	39.73%	37.38%	36.82%
平均成本 (元/吨)	2,700.00	2,755.50	2,799.00
销售成本 (百万元)	50.76	49.60	51.78
增长率 (YOY)	-0.82%	-2.29%	4.40%
毛利 (百万元)	33.46	29.60	30.17
增长率 (YOY)	-2.55%	-11.54%	1.93%

来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 饲料板块盈利预测 (4)

项 目	2016E	2017E	2018E
其他饲料			
平均售价 (元/件)	2,780.00	2,750.00	2,800.00
增长率 (YOY)	-2.03%	-1.08%	1.82%
销售数量 (千件)	2.70	2.40	2.70
增长率 (YOY)	-6.90%	-11.11%	12.50%
销售收入 (百万元)	75.06	66.00	75.60
增长率 (YOY)	-8.79%	-12.07%	14.55%
毛利率	19.78%	17.45%	17.86%
平均成本 (元/吨)	2,230.00	2,270.00	2,300.00
销售成本 (百万元)	60.21	54.48	62.10
增长率 (YOY)	-10.53%	-9.52%	13.99%
毛利 (百万元)	14.85	11.52	13.50
增长率 (YOY)	-0.93%	-22.42%	17.19%

来源: wind, 国金证券研究所

- 生猪养殖板块: 受益猪价维持高位, 预计 2016-2018 公司参股的生猪养殖公司为公司提供 1 亿、1.2 亿和 1.1 亿投资收益; 同时, 随着今年 8 月优百特 4800 头母猪投入生产, 明年生猪出栏, 预计 2017-2018 年为公司提供 1900 万和 2000 万净利润。

图表 21: 生猪养殖板块盈利预测 (未含投资收益)

项 目	2016E	2017E	2018E
养殖产品			
平均售价 (元/头)		1,680.00	1,550.00
增长率 (YOY)		N/A	-7.74%
销售数量 (头)		62,400.00	81,600.00
增长率 (YOY)		N/A	30.77%
销售收入 (百万元)		104.83	126.48
增长率 (YOY)		N/A	20.65%
毛利率		21.43%	14.19%
平均成本 (元/头)		1,320.00	1,330.00
销售成本 (百万元)		82.37	108.53
增长率 (YOY)		N/A	31.76%
毛利 (百万元)		22.46	17.95
增长率 (YOY)		N/A	-20.09%

来源: wind, 国金证券研究所

- 动保板块: 公司控股子公司华扬药业去年 10 月开始并表, 2015 年合并收入为 1536.46 万元, 合并利润 358.87 万元, 今年华扬药业全部纳入合并报表, 2016-2018 年有望为公司贡献收入 8040 万、8883 万和 9415 万元, 贡献净利润 2382 万、2612 万和 2745 万, 归母净利润分别为 1215 万、1332 万和 1399 万。

图表 22: 动保板块盈利预测

项 目	2016E	2017E	2018E
动保产品			
平均售价 (千元/吨)	26.80	27.00	26.90
增长率 (YOY)	20.35%	0.75%	-0.37%
销售数量 (吨)	3,000.00	3,290.00	3,500.00
增长率 (YOY)	334.78%	9.67%	6.38%
销售收入 (百万元)	80.40	88.83	94.15
增长率 (YOY)	423.28%	10.49%	5.99%
毛利率	53.36%	53.67%	53.20%
平均成本 (元/吨)	12,500.00	12,510.00	12,590.00
销售成本 (百万元)	37.50	41.16	44.07
增长率 (YOY)	335.60%	9.75%	7.06%
毛利 (百万元)	42.90	47.67	50.09
增长率 (YOY)	535.01%	11.12%	5.06%

来源: wind, 国金证券研究所

- 其他板块: 其他板块主要是处于亏损状态并不断收缩的饲料原料贸易业务和盈华讯方, 预计其他业务板块 2016-2018 每年提供营业收入超过 1 亿, 随着饲料原料贸易退出, 公司其他业务板块将由盈华讯方主导, 未来毛利和净利有望大幅改善, 预计 2016-2018 为公司提供归母净利润 2000 万、3000 万、4500 万的归母净利润。

图表 23: 其他板块盈利预测

项 目	2016E	2017E	2018E
其他			
销售收入 (百万元)	110.00	100.00	110.00
增长率 (YOY)	-79.19%	-9.09%	10.00%
毛利率	47.00%	60.00%	90.00%
销售成本 (百万元)	58.30	40.00	11.00
增长率 (YOY)	-88.02%	-31.39%	-72.50%
毛利 (百万元)	51.70	60.00	99.00
增长率 (YOY)	22.67%	16.05%	65.00%

来源: wind, 国金证券研究所

投资建议-给予“增持”评级

- 去年公司进行非公开发行, 向特定对象和员工持股计划进行增发, 增发价 9.47 元/股, 为公司股价提供了一定的安全边际。而今年 8 月 24 日公司公告大股东在 2016 年 12 月 31 日前不再减持为公司股价提供了支撑。
- 公司总市值 58.15 亿, 流通市值仅 47.24 亿, 而公司成长性相对较高, 给予一定的估值溢价, 预计 2016-2018 净利润分别为 1.76 亿、2.5 亿和 2.59 亿, 给予公司 $37.66 \times 16PE$ 、 $26.52 \times 17PE$, 目标价 17.4 元。公司市值小, 成长性高, 给予“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,990	1,988	2,505	2,600	3,227	3,531	货币资金	325	159	774	431	482	495
增长率		-0.1%	26.0%	3.8%	24.1%	9.4%	应收账款	79	151	198	214	210	238
主营业务成本	-1,755	-1,706	-2,153	-2,128	-2,630	-2,911	存货	173	148	151	189	175	201
%销售收入	88.2%	85.8%	86.0%	81.9%	81.5%	82.4%	其他流动资产	65	84	91	116	87	69
毛利	235	282	351	472	597	621	流动资产	642	542	1,214	951	954	1,003
%销售收入	11.8%	14.2%	14.0%	18.1%	18.5%	17.6%	%总资产	63.6%	54.3%	49.7%	37.5%	34.5%	34.6%
营业税金及附加	0	0	-1	-2	-2	-2	长期投资	0	57	175	446	585	635
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	251	283	395	482	563	591
营业费用	-100	-92	-96	-133	-158	-148	%总资产	24.8%	28.4%	16.1%	19.0%	20.3%	20.4%
%销售收入	5.0%	4.6%	3.8%	5.1%	4.9%	4.2%	无形资产	98	96	638	653	665	670
管理费用	-100	-107	-126	-182	-218	-226	非流动资产	368	455	1,229	1,584	1,814	1,898
%销售收入	5.0%	5.4%	5.0%	7.0%	6.8%	6.4%	%总资产	36.4%	45.7%	50.3%	62.5%	65.5%	65.4%
息税前利润 (EBIT)	35	82	128	155	219	244	资产总计	1,010	998	2,443	2,534	2,768	2,901
%销售收入	1.7%	4.1%	5.1%	6.0%	6.8%	6.9%	短期借款	5	0	280	324	371	283
财务费用	9	2	-12	-13	-16	-15	应付款项	163	138	401	281	256	279
%销售收入	-0.5%	-0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	其他流动负债	18	28	47	107	128	124
资产减值损失	-4	-5	-5	-10	0	-1	流动负债	186	165	727	712	755	686
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	长期贷款	0	0	30	30	30	30
投资收益	2	1	20	100	120	110	其他长期负债	3	3	30	0	0	0
%税前利润	4.7%	1.1%	15.2%	42.8%	37.1%	32.5%	负债	189	169	787	742	785	716
营业利润	43	80	132	232	322	338	普通股股东权益	805	810	1,549	1,665	1,838	2,022
营业利润率	2.2%	4.0%	5.3%	8.9%	10.0%	9.6%	少数股东权益	16	19	108	128	146	164
营业外收支	7	1	1	1	1	1	负债股东权益合计	1,010	998	2,443	2,534	2,768	2,901
税前利润	50	81	133	234	324	339		7.3200					
利润率	2.5%	4.1%	5.3%	9.0%	10.0%	9.6%	比率分析						
所得税	-7	-19	-25	-38	-56	-62		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	14.7%	23.0%	19.1%	16.1%	17.3%	18.2%	每股指标						
净利润	43	63	108	196	268	277	每股收益	0.299	0.197	0.270	0.462	0.655	0.681
少数股东损益	1	2	4	20	18	18	每股净资产	5.712	2.611	4.041	4.372	4.827	5.308
归属于母公司的净利润	42	61	104	176	250	259	每股经营现金净流	-0.122	-0.031	0.745	-0.137	0.615	0.583
净利率	2.1%	3.1%	4.1%	6.8%	7.7%	7.3%	每股股利	0.000	0.300	0.300	0.150	0.200	0.200
							回报率						
							净资产收益率	5.23%	7.53%	6.69%	10.57%	13.57%	12.83%
							总资产收益率	4.17%	6.12%	4.24%	6.94%	9.01%	8.94%
							投入资本收益率	3.59%	7.65%	5.25%	6.08%	7.59%	7.99%
							增长率						
							主营业务收入增长率	12.50%	-0.11%	26.01%	3.79%	24.13%	9.43%
							EBIT增长率	-34.04%	136.89%	55.44%	21.46%	40.82%	11.47%
							净利润增长率	-21.85%	44.85%	69.70%	69.93%	41.83%	3.89%
							总资产增长率	5.30%	-1.24%	144.90%	3.72%	9.24%	4.78%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	6.7	17.3	22.5	27.0	21.6	23.0
							存货周转天数	30.7	34.3	25.3	33.5	25.2	26.1
							应付账款周转天数	21.6	22.5	25.4	37.0	25.0	25.3
							固定资产周转天数	31.2	43.2	43.5	52.3	52.3	51.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-38.96%	-19.23%	-28.40%	-4.49%	-4.26%	-8.47%
							EBIT利息保障倍数	-3.8	-39.5	10.8	11.7	13.5	16.2
							资产负债率	18.68%	16.91%	32.22%	29.27%	28.34%	24.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD