

审慎推荐-A (维持)

金新农 002548.SZ

目标估值: 10.30-12.36 元

当前股价: 8.88 元

2019年12月23日

基础数据

上证综指	3005
总股本(万股)	43281
已上市流通股(万股)	39799
总市值(亿元)	38
流通市值(亿元)	35
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	-11.5
资产负债率	52.2%
主要股东	广州湾区金农投资合
主要股东持股比例	21.72%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

雷轶

075583218146

leiyi@cmschina.com.cn

S1090519020003

研究助理

陈晗

chenhan2@cmschina.com.cn

推行合伙人跟投项目, 放大员工积极性

当前北方整体防疫压力加大, 而即将要到来的春节更是南方企业需要重点防控的时点, 全国的能繁母猪存栏仍然面临一定的不确定性。在这样的大背景下, 公司推动合伙人跟投项目, 放大员工积极性, 有望帮助公司抓住本轮史诗级猪周期。

**事件:** 近日公司发布《关于对深圳证券交易所问询函回复的公告》, 公告对独董对《关于公司在江西南昌投资设立控股子公司的议案》投出反对票进行了解释。同时详细说明了公司推行的事业合伙人项目具体进展, 我们认为公司的事业合伙人项目出发点很好, 如果能够顺利推进, 将帮助公司抓住本轮史诗级猪周期。

大力推动合伙人跟投项目, 轻资产运行把握猪周期

公司推出事业合伙人跟投项目之后, 截止目前已经是在江西、安徽等地通过租赁方式轻资产运营方式设立了 6 个子公司, 其中 5 个是由公司控股子公司武汉天种畜牧有限责任公司(公司持股 99.97%) 与公司员工合作设立孙公司, 孙公司设立完成后, 公司将指派主要经营管理人员来具体负责新公司日常经营管理和决策, 合作员工积极参与新公司日常生产经营活动, 预计 6 家子公司未来能够实现 7.15 万头母猪存栏。我们认为公司通过合作跟投的方式, 充分放大员工积极性, 如果能够顺利推进, 将帮助公司抓住本轮史诗级猪周期。

近期北方疫情有所抬头, 春节后南方疫情仍要重点防控

近期随着非洲猪瘟的持续蔓延, 北方整体防疫压力加大, 在经历了三季度补栏又复发后, 黑龙江存栏又受冲击, 存栏能繁母猪拐头向下, 同时其他几个省份如辽宁和吉林等都在重蹈黑龙江的覆辙, 并且整个冬季是疫情考验最大的人口大流动, 对于所有企业都是一项考验, 尤其是南方地区, 更应该加强防控, 从这个角度来看, 全国的生猪&能繁存栏仍然面临一定的不确定性。

**盈利预测与估值:** 我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 2.06/4.63/5.46 亿, 对应 EPS 为 0.46/1.03/1.22, 给予 2020 年 10-12 倍 PE 得出目标价 10.3-12.36 元, 较现价具有 16%-39% 的上涨空间, 考虑到非洲猪瘟疫情带来的不确定性, 给予“审慎推荐-A”评级。

**风险提示:** 生猪价格波动, 突发大规模不可控疫病, 重大食品安全事件, 宏观经济系统性风险, 极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价, 上市公司感染非洲猪瘟, 出栏量不达预期, 国家调控猪价, 合伙人跟投项目推进不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3061	2801	2920	3605	4549
同比增长	11%	-9%	4%	23%	26%
营业利润(百万元)	133	(217)	197	423	497
同比增长	-30%	-264%	191%	115%	18%
净利润(百万元)	68	(287)	206	463	546
同比增长	-57%	-524%	172%	125%	18%
每股收益(元)	0.18	(0.75)	0.46	1.03	1.22
PE	49.9	-11.8	19.3	8.6	7.3
PB	2.1	2.6	1.9	1.6	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

## 盈利预测与估值

### 1、盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 2.06/4.63/5.46 亿，对应 EPS 为 0.46/1.03/1.22，给予 2020 年 10-12 倍 PE 得出目标价 10.3-12.36 元，较现价具有 16%-39% 的上涨空间，考虑到非洲猪瘟疫情带来的不确定性，给予“审慎推荐-A”评级。

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	673	744	646	601	664	571
营业毛利	81	97	125	107	134	154
营业费用	34	31	34	22	23	21
管理费用	64	55	76	45	46	67
研发费用	0	14	14	11	12	11
财务费用	22	17	15	15	16	13
投资收益	-2	5	8	-14	-3	-1
营业利润	-46	-14	-178	-5	41	43
归母净利润	-55	-18	-232	-11	27	18
EPS (元)	-0.13	-0.04	-0.54	-0.03	0.06	0.04
<b>主要比率</b>	<b>18Q2</b>	<b>18Q3</b>	<b>18Q4</b>	<b>19Q1</b>	<b>19Q2</b>	<b>19Q3</b>
毛利率	12.0%	13.1%	19.4%	17.8%	20.2%	27.0%
营业费用率	5.1%	4.2%	5.3%	3.7%	3.4%	3.7%
管理费用率	9.5%	7.4%	11.8%	7.5%	6.9%	11.7%
营业利润率	-6.9%	-1.9%	-27.6%	-0.8%	6.2%	7.5%
有效税率	11.7%	14.1%	-6.2%	-615.3%	-0.2%	15.2%
净利率	-8.2%	-2.5%	-36.0%	-1.8%	4.1%	3.1%
<b>YoY</b>	<b>18Q2</b>	<b>18Q3</b>	<b>18Q4</b>	<b>19Q1</b>	<b>19Q2</b>	<b>19Q3</b>
收入增长率	4.9%	-19.9%	0.4%	-18.6%	-1.3%	-23.2%
净利润增长率	-303.2%	-165.5%	871.3%	-158.9%	-149.4%	-196.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3: 销售收入结构预测

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>收入合计</b>	<b>3055.5</b>	<b>3185.4</b>	<b>3932.5</b>	<b>4973.2</b>
猪用配合料	1749.5	1505.0	1655.5	1881.8
猪用浓缩料	322.1	289.9	318.9	350.8
猪用预混料	78.7	70.8	77.9	85.7
其他饲料	27.9	25.1	27.6	30.4
饲料原材料	347.7	382.5	382.5	382.5
动保产品	109.3	120.2	132.2	145.4
电信增值服务	72.6	79.9	87.9	96.6
养殖产品	347.7	712.0	1250.0	2000.0
<b>收入增长率</b>	<b>-13%</b>	<b>4%</b>	<b>23%</b>	<b>26%</b>
猪用配合料	-3%	-14%	10%	14%
猪用浓缩料	15%	-10%	10%	10%
猪用预混料	17%	-10%	10%	10%
其他饲料	-51%	-10%	10%	10%

饲料原材料	-37%	10%	0%	0%
动保产品	9%	10%	10%	10%
电信增值服务	-21%	10%	10%	10%
养殖产品	-37%	105%	76%	60%
<b>毛利率</b>	<b>15%</b>	<b>19%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>
猪用配合料	10%	12%	12%	15%
猪用浓缩料	17%	17%	17%	17%
猪用预混料	27%	33%	33%	33%
其他饲料	13%	13%	13%	13%
饲料原材料	8%	8%	8%	8%
动保产品	54%	54%	54%	54%
电信增值服务	100%	100%	100%	100%
养殖产品	8%	27%	46%	35%

资料来源：公司数据、招商证券

表 4：盈利预测简表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3061	2801	2920	3605	4558
营业成本	2496	2388	2353	2651	3395
营业税金及附加	9	9	9	11	14
营业费用	142	131	105	129	163
管理费用	254	233	269	332	419
研发费用	0	52	54	67	84
财务费用	56	72	43	7	1
资产减值损失	27	192	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	55	59	110	15	15
<b>营业利润</b>	<b>133</b>	<b>(217)</b>	<b>197</b>	<b>423</b>	<b>497</b>
营业外收入	9	6	13	13	13
营业外支出	16	43	24	24	24
<b>利润总额</b>	<b>126</b>	<b>(254)</b>	<b>186</b>	<b>413</b>	<b>486</b>
所得税	19	7	(2)	(9)	(11)
净利润	106	(262)	188	422	497
少数股东损益	38	26	(18)	(41)	(49)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>68</b>	<b>(287)</b>	<b>206</b>	<b>463</b>	<b>546</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.18</b>	<b>(0.75)</b>	<b>0.46</b>	<b>1.03</b>	<b>1.22</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 2、估值对比

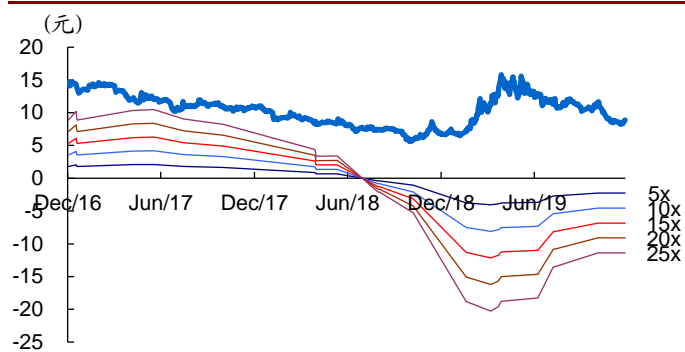
表 5：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		17	18	19E	17	18	19E	17	18	19E			
金新农	8.88	0.18	-0.75	0.46	-57%	-524%	172%	50	12	19	2.68	-11.50%	38
温氏股份	34.31	1.29	0.75	2.40	-43%	-39%	222%	27	46	14	5.31	19.21%	1,823
正邦科技	15.90	0.23	0.08	0.88	-46%	-65%	1015%	69	199	18	4.89	2.76%	389
牧原股份	83.14	2.12	0.17	2.27	2%	-78%	845%	39	489	37	9.47	8.39%	1,797
天邦股份	12.69	0.34	-0.49	0.67	-30%	-322%	237%	37	26	19	5.58	-28.45%	147
平均					-35%	-206%	498%	44	154	21	5.59	-1.92%	

资料来源：公司数据、招商证券 \*注：益生股份、民和股份、仙坛股份 EPS 预测为 wind 一致预测

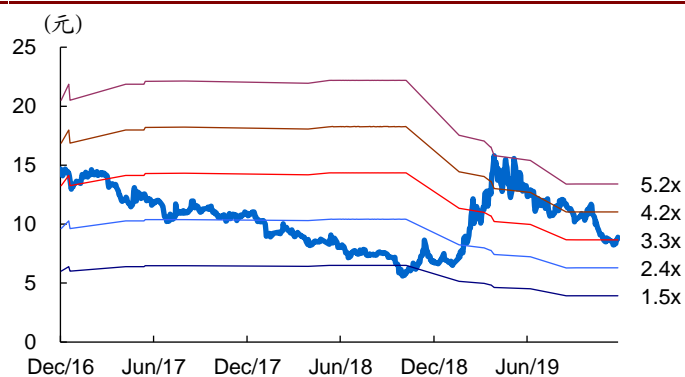
### 3、PE-PB Band

图 1: 金新农历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 金新农历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

## 风险提示

**生猪价格波动，突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险，极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价，上市公司感染非洲猪瘟，出栏量不达预期，国家调控猪价**

**生猪价格波动：**2006 年以来生猪养殖行业经历了两次完整的猪周期，其最低点皆跌破企业成本线。目前行业正处于第三个猪周期右侧，若生猪价格长期跌破企业成本线，将会对企业现金流和正常运营造成巨大影响，严重可导致企业破产。

**突发大规模不可控疫病：**生物疫病防疫永远是养殖企业工作的重点，一旦企业遭遇大规模不可控疾病，将会使企业生物性资产蒙受巨大损失，对企业可持续经营造成巨大影响，严重可导致企业破产。

**重大食品安全事件：**和生物疫病一样，食品安全是企业质量把控的重中之重，一旦出现食品安全事件，特别是经过媒体曝光放大，将会对企业信誉严重影响，动摇企业生存基石。严重者如三鹿集团，不仅企业负责人遭刑事拘留，企业资产更是被兼并收购。

**宏观经济系统性风险：**宏观经济系统性风险将会在供需两端对企业造成影响，特别是需求端的萎靡将直接导致企业倒闭潮。

**极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价：**生猪养殖成本中，饲料占比 70%，玉米、豆粕、小麦等是饲料的主要构成，若极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价将大大增加企业养殖成本，如果这种成本不能顺畅传导至下游，将导致企业业绩下滑，甚至危及企业日常经营。

**上市公司感染非洲猪瘟：**因为非洲猪瘟无疫苗防疫，致死率为 100%，因此若上市公司感染非洲猪瘟将导致公司大量生猪被扑杀，且需消毒 6 周，空栏 6 个月，饲养 2 个月的哨兵动物，接近有 23 个月的时间无生猪出栏，对公司的利润有一定影响。

**出栏量不达预期：**受非瘟疫情、母猪数量和猪舍建设进度等因素的影响，上市公司出栏量有不达预期的风险。

**国家调控猪价：**猪价上涨到一定高度后，国家出台的干预政策可能会影响上市公司利润。

**合伙人跟投项目推进不达预期：**受制于非洲猪瘟的防控难度过大等因素影响，合伙人跟投项目推进可能不达预期。

## 参考报告:

- 1、《农林牧渔行业 2020 年度投资策略报告-待认知差修复, 有望再度演绎 2017》2019-11-04, 目前的行业趋势不过是长期趋势的再度集中演绎, 行业落后产能占比大(80%以上), 落后产能正不断被先进产能替代, 而先进产能需要大约十年时间以及上万亿资金来完成行业的转型升级。伴随着这一过程的是, 先进产能享有成本优势、环保优势、防疫优势、资金优势等红利, 我们尤其看好的是牧原股份、温氏股份。<https://dwz.cn/CfsQOIAH>
- 2、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之二十-长短扬镳, 买在分歧》2019-10-10, 本文针对近段时间以来板块出现的分歧, 以及疫苗、政府政策等相关事件进行分析。目前市场对于猪价大幅上涨后的各公司股价还没有给予足够的溢价, 我们认为十月份是一个非常重要的窗口期。上市公司陆续会披露九月出栏数据、业绩公告、季报的生产性生物资产等等, 这些都会有比较正向的预期, 从而带动股价上涨。无论短期还是长期, 优势企业都会有比较好的利润释放和成长性, 继续强烈推荐。<http://suo.im/5kHT8Y>
- 3、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之十九-板块处于腰位, 金猪贯穿全年》2019-03-23, 本报告从国家、企业、投资三个角度来分析本轮猪周期的发展态势, 详细阐述了产能去化程度、猪价上行空间、对 CPI 的拉动、企业盈利能力和股价空间测算等。长期来看, 龙头企业必然快速成为我国生猪供给的主要支柱, 规模化、封闭式、一体化养殖是必然的产业趋势, 行业龙头将迎来“金猪十年”。<http://suo.im/5pTIHc>
- 4、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之十八-金猪十年》2019-01-24, 本文在《猪! 猪! 猪! 生猪养殖业图谱》的基础上, 结合近半年的调研、思考成果, 分三个专题来探讨行业发展规律。同期, 我们也举办了数场金猪十年产业论坛, 报告的主要观点受到产业界多家龙头公司的认可, 并就主要观点进行了深入交流, 借此机会, 我们也在不断地完善行业研究框架。我们独家提出的“金猪十年”并不是对过去的十年进行总结, 而是对未来的十年进行展望, 2019 年是金猪十年的元年, 值得重点关注。<https://dwz.cn/IW3aneUt>
- 5、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之十六-非洲猪瘟全面复盘与推演: 2019 年猪价上涨或成定局》2018-09-28, 本文全面复盘非洲猪瘟在我国和全球的基本特征、传播特点、应对措施、深远影响, 也对我国生猪流通格局、产销区价格分化、未来政策走向进行了深入探讨。疫病风险是养猪经营者面临的首要风险, 在行业正激烈洗牌的当下, 我们提出“2019 年猪价上涨或成定局。”的核心判断, 也针对未来我国如何控制非洲猪瘟和流通领域如何改革等痛点提出了一些政策建议。长期来看, 规范化将快速成为养猪业的主旋律, 规模化是解决问题的根本办法, 龙头企业定会迎来一轮新的发展契机, 金猪十年, 不容错过。<http://suo.im/5gFusx>

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1190	1368	1084	1279	1603
现金	399	548	283	339	407
交易性投资	3	0	0	0	0
应收票据	0	4	5	6	7
应收款项	267	317	311	383	484
其它应收款	92	50	52	64	81
存货	360	389	373	419	537
其他	69	61	60	68	87
<b>非流动资产</b>	2324	2687	2674	2664	2655
长期股权投资	197	242	242	242	242
固定资产	831	850	869	886	900
无形资产	220	234	211	190	171
其他	1076	1360	1353	1347	1343
<b>资产总计</b>	<b>3514</b>	<b>4054</b>	<b>3758</b>	<b>3943</b>	<b>4258</b>
<b>流动负债</b>	1398	1972	1372	1198	1154
短期借款	897	1221	645	418	238
应付账款	245	378	371	416	533
预收账款	25	24	24	27	34
其他	230	349	333	337	349
<b>长期负债</b>	249	582	86	86	86
长期借款	16	0	0	0	0
其他	233	582	86	86	86
<b>负债合计</b>	<b>1646</b>	<b>2554</b>	<b>1459</b>	<b>1284</b>	<b>1240</b>
股本	381	381	448	448	448
资本公积金	874	856	1438	1438	1438
留存收益	381	56	224	625	1032
少数股东权益	231	208	189	148	100
归属于母公司所有者权益	1636	1292	2110	2511	2918
<b>负债及权益合计</b>	<b>3514</b>	<b>4054</b>	<b>3758</b>	<b>3943</b>	<b>4258</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	208	35	267	469	499
净利润	68	(287)	206	463	546
折旧摊销	94	115	122	120	119
财务费用	58	75	56	29	17
投资收益	(37)	(46)	(110)	(15)	(15)
营运资金变动	(4)	157	12	(92)	(128)
其它	30	20	(19)	(35)	(40)
<b>投资活动现金流</b>	(207)	(347)	(0)	(95)	(95)
资本支出	(240)	(476)	(110)	(110)	(110)
其他投资	33	129	110	15	15
<b>筹资活动现金流</b>	(11)	347	(531)	(319)	(336)
借款变动	65	147	(592)	(228)	(180)
普通股增加	(0)	0	68	0	0
资本公积增加	(25)	(19)	582	0	0
股利分配	(57)	(57)	(38)	(62)	(139)
其他	7	276	(551)	(29)	(17)
<b>现金净增加额</b>	<b>(9)</b>	<b>35</b>	<b>(264)</b>	<b>56</b>	<b>68</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3061	2801	2920	3605	4549
营业成本	2496	2388	2341	2628	3370
营业税金及附加	9	9	9	11	14
营业费用	142	131	105	129	163
管理费用	254	233	269	332	419
研发费用	0	52	54	67	84
财务费用	56	72	56	29	17
资产减值损失	27	192	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	55	59	110	15	15
<b>营业利润</b>	133	(217)	197	423	497
营业外收入	9	6	13	13	13
营业外支出	16	43	24	24	24
<b>利润总额</b>	126	(254)	186	412	487
所得税	19	7	(2)	(9)	(11)
<b>净利润</b>	106	(262)	188	421	498
少数股东损益	38	26	(18)	(41)	(49)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>68</b>	<b>(287)</b>	<b>206</b>	<b>463</b>	<b>546</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	11%	-9%	4%	23%	26%
营业利润	-30%	-264%	191%	115%	18%
净利润	-57%	-524%	172%	125%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.5%	14.7%	19.8%	27.1%	25.9%
净利率	2.2%	-10.3%	7.1%	12.8%	12.0%
ROE	4.1%	-22.2%	9.8%	18.4%	18.7%
ROIC	4.8%	-5.4%	8.8%	15.0%	16.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.9%	63.0%	38.8%	32.6%	29.1%
净负债比率	27.8%	30.5%	17.2%	10.6%	5.6%
流动比率	0.9	0.7	0.8	1.1	1.4
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.7	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.9	1.1
存货周转率	6.4	6.4	6.1	6.6	7.0
应收帐款周转率	12.6	9.5	9.2	10.2	10.3
应付帐款周转率	9.3	7.7	6.3	6.7	7.1
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.18	-0.75	0.46	1.03	1.22
每股经营现金	0.55	0.09	0.60	1.05	1.11
每股净资产	4.30	3.40	4.71	5.60	6.51
每股股利	0.15	0.10	0.14	0.31	0.37
<b>估值比率</b>					
PE	49.9	-11.8	19.3	8.6	7.3
PB	2.1	2.6	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	19.9	-94.1	13.8	9.0	8.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**雷轶：**中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。以产业分析见长，全方位深度剖析生猪养殖业，独家提出“工业化养猪黄金十年”，并从中挖掘出工厂化养殖典型代表公司的投资性机会。

**陈晗：**四川大学公司金融硕士，四川大学应用化学学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

**团队荣誉：**2018 年 wind 平台农林牧渔行业影响力排行第二名；2018 年 wind 平台农林牧渔行业研报排行第二名；包揽 wind 农林牧渔行业最热报告排行 1-5 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。