

强烈推荐-A

新希望 000876.SZ

目标估值：11.7-13.5 元

当前股价：8.45 元

2016 年 07 月 05 日

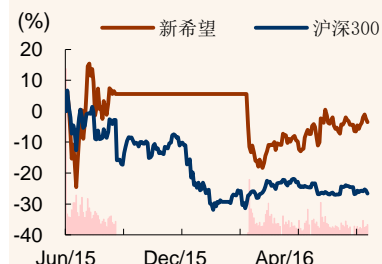
农牧食品巨头，坚定转型之路

基础数据

上证综指	2989
总股本(万股)	416823
已上市流通股(万股)	345662
总市值(亿元)	352
流通市值(亿元)	292
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	11.8
资产负债率	31.1%
主要股东	南方希望实业有限公司
主要股东持股比例	29.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-9	-19
相对表现	-2	11	17



资料来源：贝格数据、招商证券

新希望是国内饲料龙头企业，向“基地+终端”转型，农牧食品巨头初见雏形。

□ 世界级农牧企业·美好公司转型之路

海外的转型：以兼并收购、品牌合作等方式，重点发展印尼、越南、印度、埃及、俄罗斯、巴西等市场；**终端的转型：**加大终端销售比例，通过并购、“新希望六和+”、美食发现中心等方式对渠道和产品进行升级；**基地端的转型：**以数据、金融、技术服务作为转型方向。**养猪方面：**逆势培养养猪能力，度过了养猪探索期；**养禽方面：**狠抓效率，成本下降显著；**饲料方面：**从饲料中心型向养殖中心型转变。

□ 行业变革——应对养殖和消费端变化

产能过剩：近年来，饲料行业产能利用率普遍较低；我国饲料企业数量虽大幅下降，但总体仍处于过剩局面；**养殖快速规模化，倒逼饲料转型：**养殖端结构和效率变化，对饲料企业提出新的挑战，控制适度规模、强调规模户占有的思路逐步占据主流；**消费端需求变化：**中产阶级不断崛起，肉类成为食品安全重灾区，顾客对安全肉的需求越来越强烈，对企业战略调整提出新要求；**区域市场做深做透更加重要：**2013 年，国内饲料产量排名前十的省份，其产量超过全国的 60%，所以赢得前十位区域市场，就等于赢得全国市场。

□ 盈利预测与估值

我们预计 2016/17/18 年新希望的饲料销量分别为 1600/1670/1760 万吨，生猪出栏量 300/400/500 万头，禽苗 5.5/6/6.6 亿羽，屠宰 220/270/350 万吨，归母公司净利润分别为 33.5/44.3/49.7 亿元，其中农牧产业部分贡献 EPS 为 0.36/0.62/0.75 元，投资收益部分贡献 EPS 为 0.44/0.44/0.44 元，我们给予农牧部分 20-30 倍、投资收益部分 6 倍 PE，得出半年内目标价为 11.70-13.51 元，较现价具有 38%-60% 的上涨空间，并给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：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。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	70012	61520	82758	92440	103922
同比增长	1%	-12%	35%	12%	12%
营业利润(百万元)	2891	3142	5287	7342	8356
同比增长	3%	9%	68%	39%	14%
净利润(百万元)	2020	2211	3345	4431	4965
同比增长	6%	9%	51%	32%	12%
每股收益(元)	0.48	0.53	0.80	1.06	1.19
PE	17.4	15.9	10.5	7.9	7.1
PB	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

周莎

0755-82960734

zhousha@cmschina.com.cn

S1090516020002

正文目录

世界级农牧企业·美好公司转型之路	4
1、海外的转型	4
2、终端的转型	4
(1) 成效显著	4
(2) 并购	5
(3) “新希望六和+”模式	5
(4) 美食发现中心	6
(5) 渠道升级	6
(6) 产品升级	6
3、基地端的转型	6
(1) 数据服务	6
(2) 金融服务	7
(3) 技术服务	7
(4) 养猪：公司逆势培养养猪能力，度过养猪探索期	8
(5) 养禽：狠抓效率，成本下降	9
(6) 饲料：向养殖中心型转变	10
4、启动转型与变革	10
(1) 搭建创新组织平台	10
(2) 六大措施路径	11
(3) 战略主轴	11
(4) 发展战略	11
(5) 公司定位	12
5、转型：基于对未来趋势的判断	12
行业变革——应对养殖和消费端变化	13
1、应对产能过剩	13
2、养殖端快速变化，倒逼饲料转型	14
(1) 规模化水平快速提升	14
(2) 把握适度规模，强调规模户占有	14
(3) 环保制约及水资源的稀缺	14
(4) 优秀人才和技术工人能力的稀缺	15
3、消费端需求变化，提出更高要求	15
(1) 中产阶级崛起	15
(2) 肉食品行业：食品安全“重灾区”	15

4、区域市场做深做透更加重要.....	15
盈利预测与估值	17
1、盈利预测.....	17
2、估值对比.....	18

图表目录

图 1：2013 年公司禽肉销售渠道占比.....	5
图 2：2015 年公司禽肉销售渠道占比.....	5
图 3：“新希望六和+”模式.....	5
图 4：完善云动保体系	6
图 5：“八位一体”担保养殖模式仍在进一步加强	7
图 6：新好模式	8
图 7：六大措施路径.....	11
图 8：战略主轴	11
图 9：发展战略	12
图 10：转型是对未来趋势的判断	12
图 11：我国饲料企业数量大幅下降	13
图 12：我国饲料产能利用率较低.....	14
图 13：中国新增劳动人口快速下降	15
图 14：中国制造业工作快速上涨.....	15
图 15：年产过千万吨的 8 个省份产量占全国的 59%	16
表 1：世界级农牧企业·美好公司诠释	4
表 2：海外战略	4
表 3：福达计划	7
表 4：新好模式主要特点.....	8
表 5：新六模式主要特点.....	9
表 6：新道路模式主要特点	9
表 7：商品代鸡、鸭苗成本下降情况	9
表 8：国内主要饲料生产企业销量情况（万吨）	10
表 9：美国饲料发展经历的三个阶段	13
表 10：各季度业绩回顾	17
表 11：销售收入结构预测.....	17
表 12：盈利预测简表	18
附：财务预测表	19

世界级农牧企业·美好公司转型之路

新希望六和致力于从饲料主导的农牧企业，转型成为以“基地+终端”为基本模式的国际化农牧企业。聚焦养殖端和消费端：做好饲料、食品等核心产品；做好基地、终端区域经营，提升一体化、人均效率 and 专业化效率；做强技术、金融服务、数据服务等；通过机制创新、战略牵引、财务管控、组织与文化驱动、实现变革。

表 1：世界级农牧企业·美好公司诠释

世界级	世界级技术	世界级饲料技术、肉食品加工技术。
	世界级服务	世界级养殖综合服务能力、世界级肉食消费方案提供者
	世界范围竞合	在国内外市场与国际领先企业展开竞争与合作、全球整合资源，以全球应对全球。
农牧	高效率、高价值的一体化链条	饲料成业的领导者、养殖产业的组织者、食品产业的领先者。
	泛农牧平台型企业	通过综合服务，成为农牧技术服务商、农业金融领军者、农牧数据大平台。
美好		员工、客户、合作伙伴的成长共同体，奋斗者收入翻倍。 美好农牧环境的建设者

资料来源：公司资料、招商证券

1、海外的转型

表 2：海外战略

区域	主要策略	重点发展市场
东南亚、西亚、非洲区	<ul style="list-style-type: none"> 保障经营，产业链配套 落实新建，兼并收购，规模优势 充分利用新加坡平台打造品牌、整合原料共享资源 	印尼、越南、印度、埃及
澳洲、欧洲、北美区	<ul style="list-style-type: none"> 兼并收购，合资经营，融入当地市场 在条件适宜国家兴建新厂 跨区域整合，打造拥有技术、品质、品牌的企业 	俄罗斯
南美区	<ul style="list-style-type: none"> 兼并收购、品牌合作，挖掘资源，寻找合作伙伴 	巴西

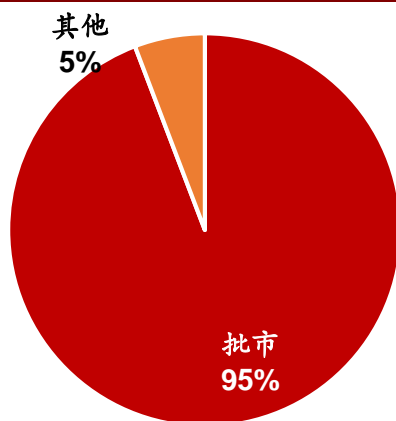
资料来源：公司资料、招商证券

2、终端的转型

(1) 成效显著

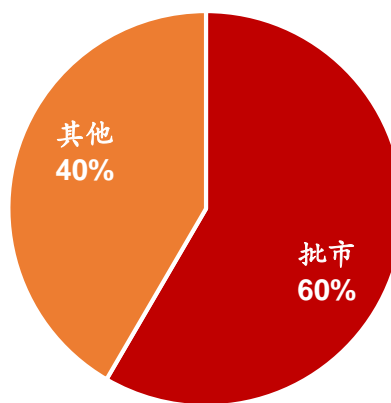
2015 年，同行加工企业普遍亏损，但公司禽肉业务却实现扭亏为盈。2016 年一季度禽肉业务盈利依然同比大增。

图 1：2013 年公司禽肉销售渠道占比



资料来源：公司资料、招商证券

图 2：2015 年公司禽肉销售渠道占比



资料来源：公司资料、招商证券

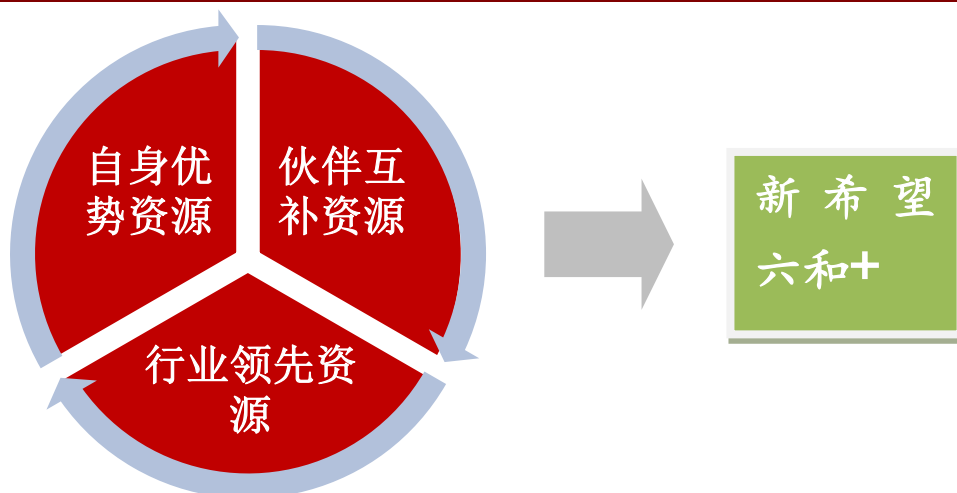
（2）并购

参股“久久丫”：投资 17250 万元，占股 20%，成为其单一第一大股东。久久丫集团成立于 2002 年，是国内最早以连锁形势销售酱卤鸭制品的集团公司，拥有门店近 1000 家，在部分核心市场的市占率居同行之首。双方将在原料端、产品端、消费大数据等方面展开合作。

中央厨房业务：收购 2008 年北京奥运餐饮品牌嘉和一品中央厨房业务，将新希望六和在食品加工方面的积累进行输出，可以更好地发挥中央厨房对中餐集约化研发以及生产的优势。

（3）“新希望六和+”模式

图 3：“新希望六和+”模式



资料来源：公司资料、招商证券

跨界合作：与酒类连锁、家电厂商合作

- 与 1919 合作销售
- 与美的微波电器联合开拓医院、学校市场

- 与京东、海尔共同打造“食品追溯-在线订购-智能烹饪”一体化平台

终端转型：与现代商超、餐饮客户、电商平台的合作

- 2014 年，先后与本来生活、京东等电商平台以及一茶一坐、鹿港小镇等餐饮企业展开合作，带动公司产品走向终端消费者。

（4）美食发现中心

2015 年 8 月，新希望六和美食发现中心成立，旨在以“发现美食，创造美食”为核心价值，最前沿地接触市场和终端消费者，通过为用户提供全方位的解决方案，实现用户利益最大化，迎合企业打造可循环的食品生态链。

（5）渠道升级

优化肉食销售渠道，在传统渠道逐步提升议价，增大高端渠道销售占比，例如商超、餐饮和电商渠道。

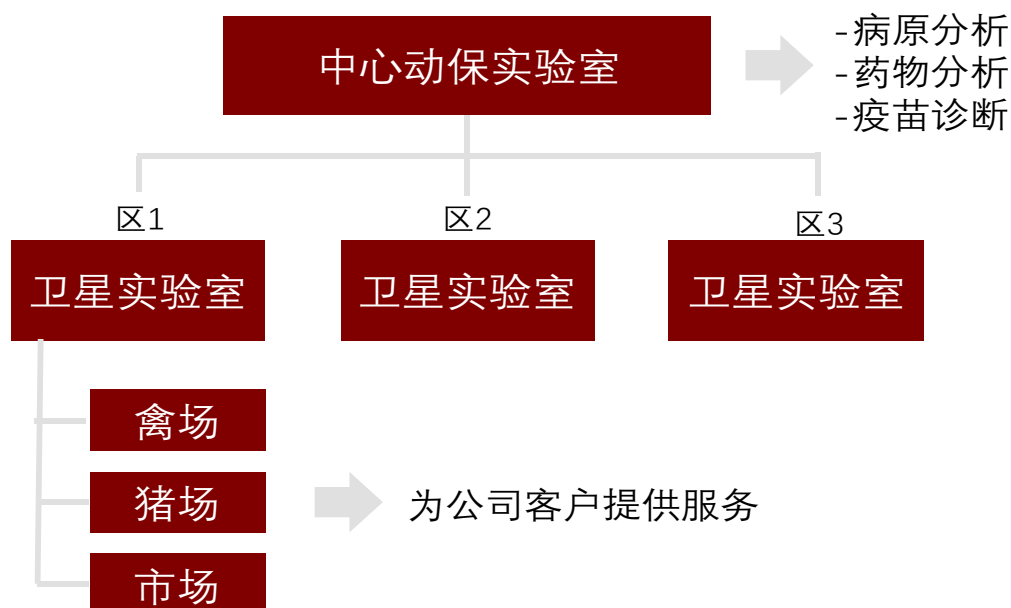
（6）产品升级

在终端转型上，开展了“生转熟、冻转鲜、贸易转终端”的经营策略，加大食品深加工业务的比重，推动产品升级。提升畜禽原料肉的转化比例，提升主产品及精细包装产品的鲜销比例，要更贴近消费者，简化厨房程序，更快入口，更便于享用。

3、基地端的转型

（1）数据服务

图 4：完善云动保体系

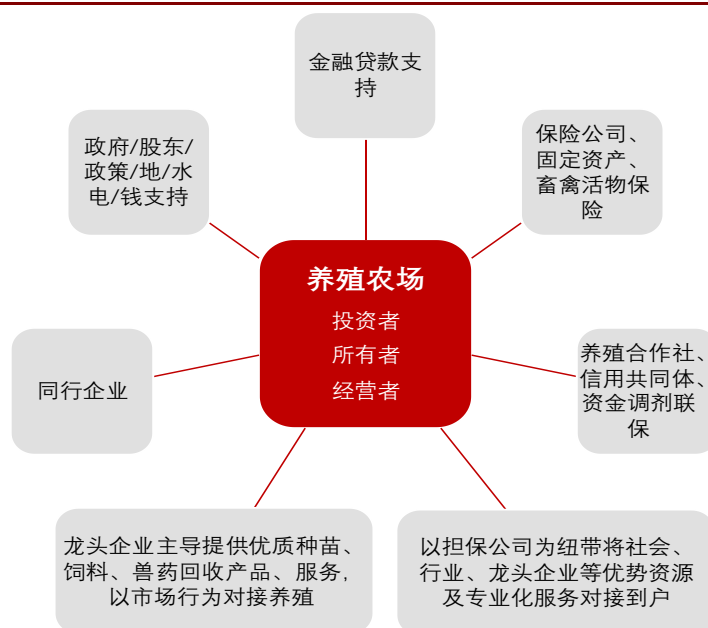


资料来源：公司资料、招商证券

（2）金融服务

公司是业内首家推进养殖金融服务的农牧企业。从 2007 年开始，通过“担保养殖”模式累计为养殖户提供了超过 200 亿元贷款，截止至 2015 年底，公司担保额累计超过 200 亿元，共计担保鸡、鸭、猪超过 15 亿只/头，累计担保户数超过 10 万户。2015 年担保金额超过 50 亿元。过去公司担保业务主要是线下运作，公司承担征信服务平台角色。随着互联网的普及，福达计划的推进，公司农村互联网金融业务开始提速，挖掘公司采集、累积的大量养殖产业数据、养殖户资源的价值。

图 5：“八位一体”担保养殖模式仍在进一步加强



资料来源：公司资料、招商证券

（3）技术服务

截止 2016 年 5 月底，福达在线母猪存栏静态数据约为 1225.4 万头，育肥猪静态数据为 1.06 亿头，覆盖了约 38.9 万户养殖户；九方农场管理猪场 764 个，管理母猪动态数据 22.1 万余头。公司与和创共同投资的新云和创科技有限公司旗下“猪福达”安装户数 3.3 万户，管理母猪动态数据 40.5 万头，育肥猪动态数据 318 万余头。

表 3：福达计划

主要目标	打造新希望六和农牧食品技术能力体系,构建前任饲料市场技术团队
	重视“场长级”人才的招聘与培养
构建三大体系	饲料市场技术服务体系
	农场养殖标准化流程及技术支持体系
	构建体系内外猪场实操人才培养体系
解决规模猪场开发问题	使规模猪场成为公司主要的用户群体
	配合金融担保、参股入股,使公司有能力与大型猪场成为战略合作伙伴

资料来源：公司资料、招商证券

（4）养猪：公司逆势培养养猪能力，度过养猪探索期

2015 年，新希望六和养猪业务实现量利双增，种猪、仔猪和育肥猪销量 87 万头，接近第二梯队。更重要的是，公司各种养猪模式已经成功探索完毕，已经具有快速复制、扩张的能力。

新希望养猪的三种模式：新好模式、新六模式、新道路模式

i. 新好模式

“新好”为新希望六和的养猪平台公司，将管理新希望六和下属所有的养猪资产。新好模式即复制国内生猪养殖目前最高水平的山东夏津养殖聚落模式。规划在全国复制建设 20~30 家，规模为 50~100 万头/家。

图 6：新好模式



资料来源：公司资料、招商证券

表 4：新好模式主要特点

资产/服务明细	资产所属权	备注
种猪场固定资产及种猪	新好公司	高标准新式母猪场，高投入
家庭农场固定资产	新好公司 30%	严格按照公司的猪场建设模式来建造，公司通过租赁方式取得
育肥猪	新好公司	
饲料和技术服务	新好公司	
养殖户收益	固定代养费	生猪价格风险收益由公司承担

资料来源：公司资料、招商证券

ii. 新六模式

2016 年 2 月 27 日，公司养猪战略规划中将投资 10 亿元在山东片联、程度片联、华北片联和中原特区分别成立养猪产业公司，从事生猪放养业务。该模式为“新六模式”。该模式由新希望六和下属各地饲料企业与家庭农场牵动合同进行合同代养。养殖过程中的食品安全风险，主要靠服务实现，公司的技术人员几乎每天都上门对养户进行养殖辅

导，公司负责育肥猪的收购和销售。由于公司下属几百家饲料企业分布在全国各地，且福达计划实施两年来，已经上线育肥猪超过 1 亿头，上线养殖户超过 36 万户，因此公司对未来潜在合作家庭农场已非常了解，一旦铺开放养，养殖量会快速提升。

表 5：新六模式主要特点

资产/服务明细	资产所属权	备注
种猪场固定资产及种猪	公司各地饲料企业或合作猪场	父母代猪场自建或与当地种猪场合作
家庭农场固定资产	家庭农场	
育肥猪	公司各地饲料企业	若种猪场为合作企业，即育肥猪为公司购买后放养，所属权为公司
饲料和技术服务	公司各地饲料企业	
养殖户收益	固定代养费	生猪价格风险收益由新希望六和各地饲料企业承担

资料来源：公司资料、招商证券

iii. 新道路模式

即猪场托管模式，猪场和生猪都不归公司所有，由公司的技术团队驻场进行服务，根据托管后生产效率改善的幅度收取服务费。目前新道路托管猪场的生猪养殖规模已经达到 80 万头/年，而新道路成立才一年时间，后期托管规模会快速扩大。

表 6：新道路模式主要特点

资产/服务明细	资产所属权	备注
猪场固定资产及所有生物资产	被托管方	
饲料等投入品	新道路指定	
技术服务	新道路指定	
养殖场收益	被托管方	生猪价格风险收益由被托管方承担
服务费	新道路	新道路根据被托管猪场生产效率改善的幅度收取服务费

资料来源：公司资料、招商证券

(5) 养禽：狠抓效率，成本下降

2014 年，公司销售各类鸭苗、鸡苗、商品鸡供给 51012 万只，2015 年为 49731 万只。鸡苗完全成本 2015 年比 2012 年下降 0.49 元/只，鸭苗完全成本 2015 年比 2012 年下降 0.41 元/只。

表 7：商品代鸡、鸭苗成本下降情况

元/只	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
鸡苗	2.78	2.5	2.39	2.29
下降		-0.28	-0.11	-0.1
鸭苗	2.65	2.78	2.53	2.24
下降		0.13	-0.25	-0.29

资料来源：公司资料、招商证券

因地制宜组织可用资源，以多种形式实现内外部一体化，紧抓养殖基地保证肉产品安全可控。

（6）饲料：向养殖中心型转变

2015 年 12 月 9 日，新希望六和正式成为美国蓝星集团股东，新希望六和在全球原料采购上的优势更加凸显，除了采购战略价值之外，美国蓝星财务表现稳健，也将为新希望带来财务价值。饲料的核心竞争力在于两个方面，一是采购，另一个是资金成本。新希望六和每年 400 亿的采购量，使公司在供应链金融和融资成本方面具备很大的想象空间。

整个饲料行业是急剧过剩的，特别是养殖分布区的快速变化和调整，饲料和屠宰产能过剩和调整的速度回更快，所以谁瘦身最快，将来机会就是谁的。2015 年公司饲料销量下降约 120 万吨，公司正在用先进的产能替代落后的，将瘦身的代价当期分掉，2016 年转型还在继续，但公司的饲料业务已经触底反弹，1-5 月饲料销售同比增长明显，结构也继续优化，其中教保料销量同比增长超过 40%，水产、蛋禽饲料增速也明显好于行业。

表 8：国内主要饲料生产企业销量情况（万吨）

公司名称	2015	2014	2013
通威股份	380	399	395
海大集团	630	554	479
大北农	382	430	387
双胞胎	700	780	860
新希望六和	1449	1571	1539

资料来源：公司资料、招商证券

- i. 重点区域深耕细作，要根据地，不要游击区。
- ii. 逐步淘汰落后产能，生产向高效率工厂集中。
- iii. 短半径全面服务，帮助规模化养殖户提升养殖效率。
- iv. 推动经销商转型，打造价值共同体。

4、启动转型与变革

公司的变革与转型是在新希望六和重组合并上市、畜牧业持续低迷、公司业务出现亏损的背景下启动的。2013 年 5 月，刘畅接任刘永好出任董事长，同时聘请陈春花老师任联席董事长。

（1）搭建创新组织平台

公司自启动变革以后，连续推进了三大创新平台，即食品投资并购平台、农村互联网金融平台、养猪专业服务平台。公司把原来的总裁和两个副总裁放在这三个平台上，促使他们把原有的经验和能力更快地释放出来。

（2）六大措施路径

图 7：六大措施路径

聚焦两端	做好产品	做优服务	打强区域	聚焦成长	提高效率
-养殖端 -消费端 -产销分离	-做好饲料 -做好食品	-技术服务 -金融服务 -数据服务	-养殖基地 -销售终端 -全球拓展	-外部资源 -全球金融	-一体化 -专业化 -人均效率

资料来源：公司资料、招商证券

（3）战略主轴

图 8：战略主轴

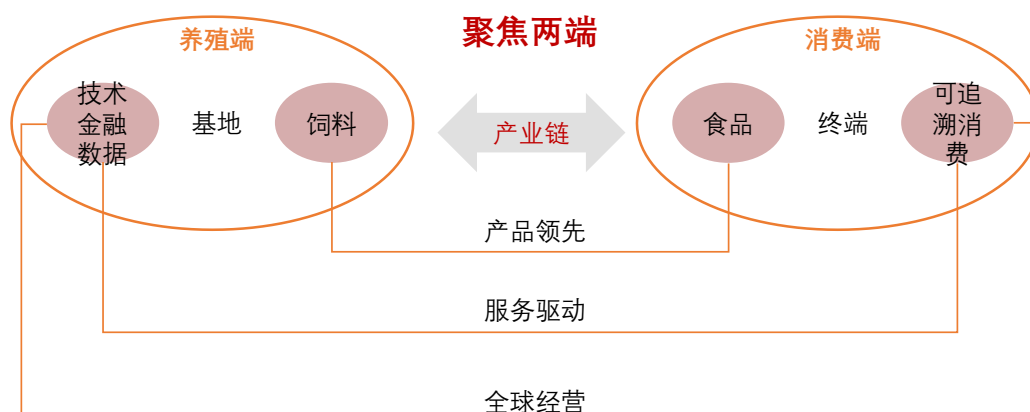
产品领先	服务驱动	全球经营
好饲料，好食品	技术、金融、数据服务	全球化布局，国际化队伍
<input type="checkbox"/> 聚焦禽产业+竹产业，打造全国领先的饲料制造能力 <input type="checkbox"/> 依托最完整的产业链，提供全程安全可控、健康营养的食品	<input type="checkbox"/> 产业链技术服务体系+综合型服务人才，整合优势养殖资源，助其提升养殖效率 <input type="checkbox"/> 农村金融担保+全球金融资源 <input type="checkbox"/> 可追溯体系+数据中+移动终端，依托消费者数据推动驱动营销转型	<input type="checkbox"/> 饲料产品先导、种苗业务跟进，开展国际化 <input type="checkbox"/> 在匹配市场推进本土化经营及资源整合 <input type="checkbox"/> 在成熟市场开展创新的产业发展模式

资料来源：公司资料、招商证券

（4）发展战略

公司在 2014 年上半年发布了为期三年的中期战略规划，进一步明确了“产品领先、服务驱动、全球经营”三大战略主轴，即“聚焦两端”，推进公司从“公司+农户”模式转型升级至“基地+终端”模式，一方面提升养殖效率和可控性，加强养殖户的黏性；另一方面通过更加贴近消费终端，将养殖端价值表达延伸至消费端。

图 9：发展战略



资料来源：公司资料、招商证券

（5）公司定位

养殖端：

- 饲料：优化整合过剩产能
- 养殖：依托全面服务占领规模户、帮助提升养殖效率
- 区域：加强重点区域市场地位，加大海外扩张步伐

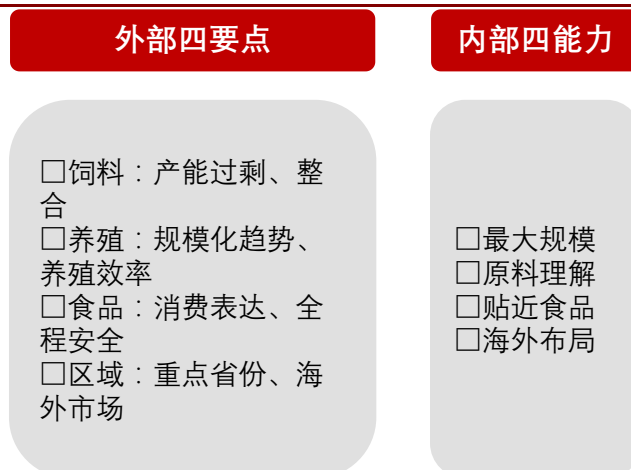
消费端：

- 亟待提升的未来盈利增长点
- 食品：优化产品结构，通过品牌、渠道建设加强终端表达，突出全程安全优势

5、转型：基于对未来趋势的判断

公司启动转型是对未来环境的判断，必须得知道顾客下一个价值需求是什么，因此做了相应的转型。

图 10：转型是对未来趋势的判断



资料来源：公司资料、招商证券

行业变革——应对养殖和消费端变化

1、应对产能过剩

美国饲料行业二次成长阶段下“横向整合”与“纵向一体化”并驾齐驱，前十大饲料企业有 6 家进行过横向并购和重组，截止至 2012 年，70% 以上的饲料企业都是一体化生产模式，体现了高集中度、规模效应显著的特点。

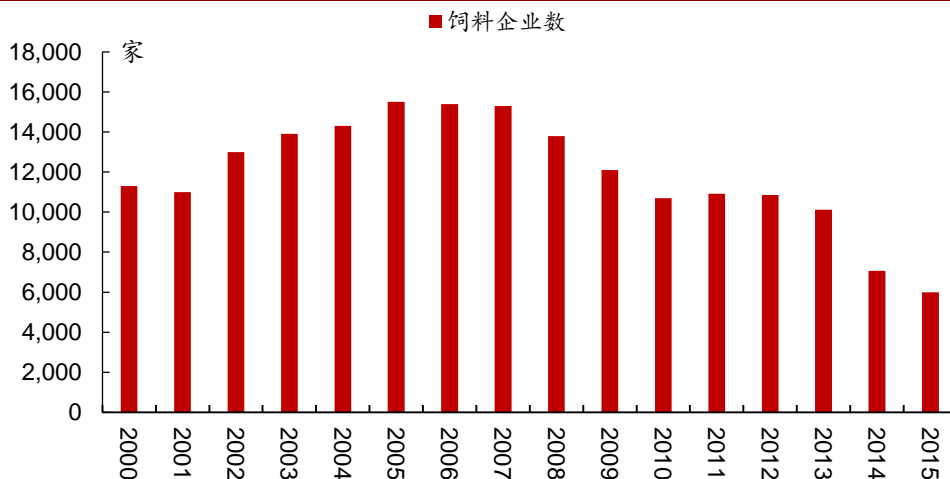
表 9：美国饲料发展经历的三个阶段

1870~1930	初始成长阶段	产品单一、规模小，企业数量繁多。
1930~1970	产能高速增长、企业进入增多、产品标准化。	企业数量 7900 家。
1970 至今	二次成长阶段	行业由注重量变向注重质变转变，企业加速整合。厂商数量锐减，又 8000 家到 2012 年只剩 5200 家。企业在技术研发、管理、营销服务等方面都得到明显改善，更加注重产业链一体化或专业化，优质企业脱颖而出。

资料来源：公司资料、招商证券

截止 2015 年 12 月，全国获得饲料生产许可的企业数量不到 7000 家，最近两年退出市场的中小企业开始增多，30% 的下降幅度前所未有。

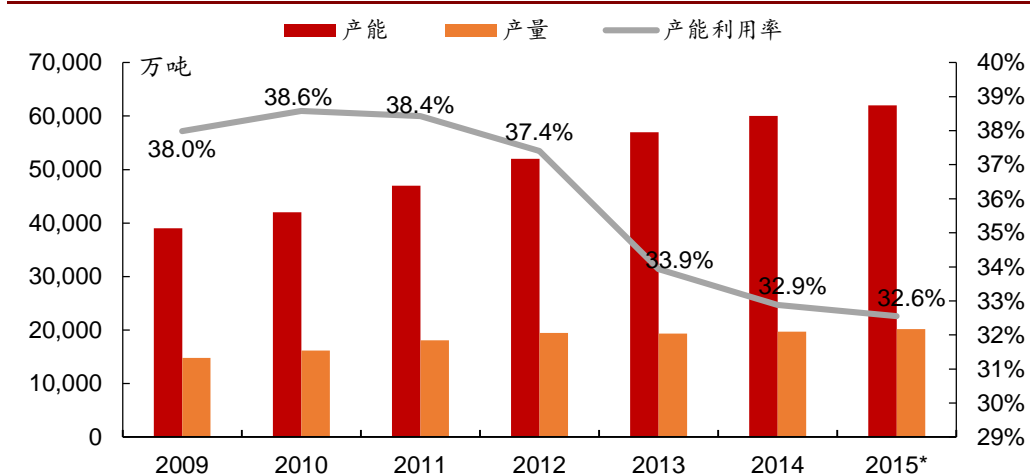
图 11：我国饲料企业数量大幅下降



资料来源：公司资料、招商证券

全国饲料的平均产能利用率不到 35%，行业整体效率偏低。

图 12：我国饲料产能利用率较低



资料来源：公司资料、招商证券

2、养殖端快速变化，倒逼饲料转型

总的来说，养殖端变化涉及环保、资源稀缺、技术工人能力、优秀的人才、养殖效率提升、资金、中小规模的淘汰、疫病防治等。

（1）规模化水平快速提升

- 养猪：10 年来，500 头以上户增幅都在 3 倍以上。
- 养鸡：10 年来，50000 只以上户增幅都在 3 倍以上，10000 只以下户还有所下降。
- 规模化使得养殖环节议价能力提升，同时也意味着掌控养殖环节越发重要。

（2）把握适度规模，强调规模户占有

国家政策要求：

- 2 月 24 日农业部发布《关于促进家庭农场发展的指导意见》。
- 3 月 5 日政府工作报告：减持家庭经营基础性地位，培育专业大户、家庭农场、农民合作社、农业企业等新型农业经营主体，发展多种形式适度规模经营。

养殖经济规律：

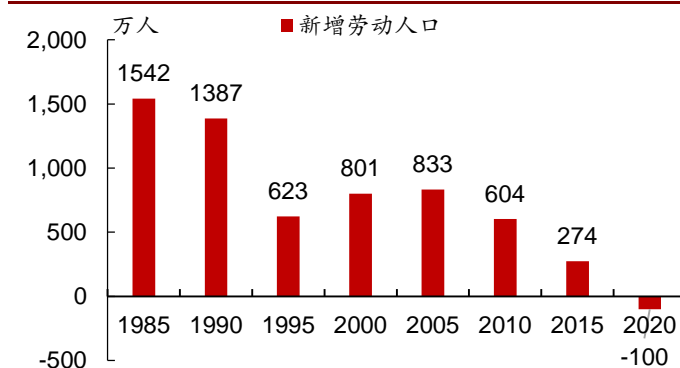
- 过大的规模、完全企业化的运作，在现阶段并不具有最优的经济性。

（3）环保制约及水资源的稀缺

最严格环保制度将在未来三年实行，将形成政府、企业、公众共治的环境治理体系。最严格的水资源管理制度也将实行，以水定养，到 2020 年南方水网地区的生猪粪便综合利用率要达到 75% 以上。

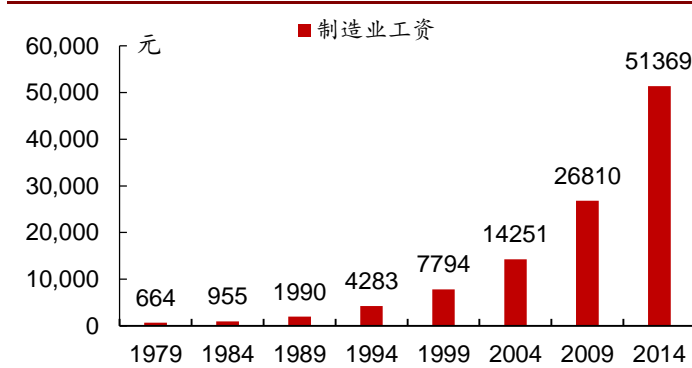
（4）优秀人才和技术工人能力的稀缺

图 13：中国新增劳动人口快速下降



资料来源：公司资料、招商证券

图 14：中国制造业工资快速上涨



资料来源：公司资料、招商证券

3、消费端需求变化，提出更高要求

顾客是企业存在的唯一理由，从有肉吃转变为吃一块安全的肉，对企业战略调整提出了新的要求。

（1）中产阶级崛起

中产阶级人气的肉类消费需求更加多元化，更细分、互联网化，事业更开放，且不满足于本土市场。2015年10月13日，瑞士信贷银行发布《2015全球财富报告》，称中国的中产阶级人数达到1.09亿人，超过美国的9200万人，不断扩大的中产阶级正在改变中国的社会结构，甚至饮食结构，对畜产品的质量会有更高的要求。

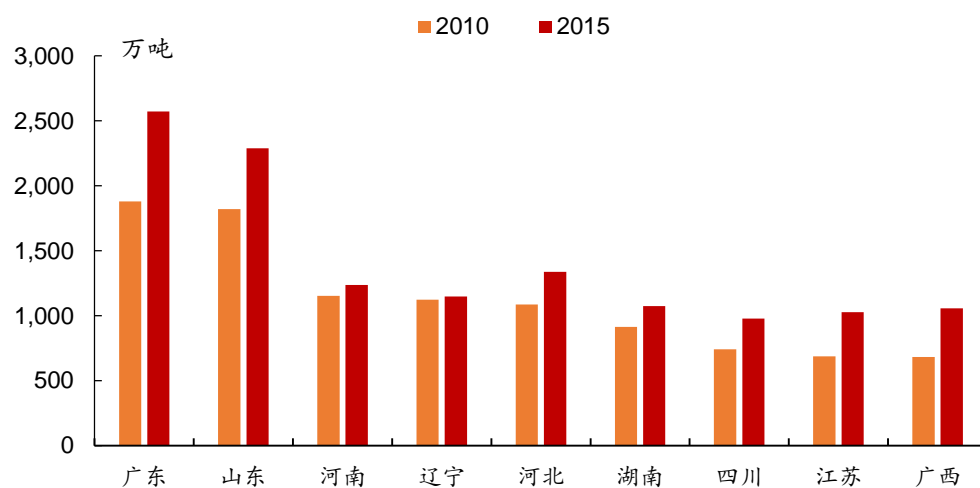
（2）肉食品行业：食品安全“重灾区”

近年，年度十大食品安全事件中，肉食品的食品安全事件越来越多且重大，反映了背后中国肉食品行业数量时代已经过去，质量时代到来，消费者追求的是好，不再是多，行业的未来在于肉类质量的提升。

4、区域市场做深做透更加重要

- 赢得前十位区域市场，就等于赢得全国市场。2013年饲料产量排名前十的省份，其产量超过60%。
- 饲料、食品自身属性要求短半径经营，充分获取区域内范围经济性。区域性原料的集中采购、区域性畜禽的屠宰直供、区域性食品的生鲜配送。
- 公司尚未完全覆盖全国优势市场。

图 15：年产过千万吨的 8 个省份产量占全国的 59%



资料来源：公司资料、招商证券

盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计 2016/17/18 年新希望的饲料销量分别为 1600/1670/1760 万吨，生猪出栏量 300/400/500 万头，禽苗 5.5/6/6.6 亿羽，屠宰 220/270/350 万吨，归母公司净利润分别为 33.5/44.3/49.7 亿元，其中农牧产业部分贡献 EPS 为 0.36/0.62/0.75 元，投资收益部分贡献 EPS 为 0.44/0.44/0.44 元，我们给予农牧部分 20-30 倍、投资收益部分 6 倍 PE，得出半年内目标价为 11.70-13.51 元，较现价具有 38%-60% 的上涨空间，并给予“强烈推荐-A”评级。

表 10：各季度业绩回顾

(百万元)	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1
营业收入	19066	13180	16318	17084	14938	12239
营业毛利	138	129	280	232	91	299
营业费用	362	331	339	396	349	335
管理费用	414	390	390	420	454	393
财务费用	83	83	78	131	21	68
投资收益	438	645	634	765	388	606
营业利润	576	778	917	977	492	909
归属母公司净利润	454	519	649	620	444	663
EPS (元)	0.22	0.25	0.31	0.30	0.21	0.32
主要比率	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1
毛利率	5.3%	7.2%	7.0%	7.2%	6.5%	9.2%
营业费用率	1.9%	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%	2.7%
管理费用率	2.2%	3.0%	2.4%	2.5%	3.0%	3.2%
营业利润率	3.0%	5.9%	5.6%	5.7%	3.3%	7.4%
有效税率	13.4%	7.1%	6.4%	15.0%	-8.3%	4.7%
净利率	2.4%	3.9%	4.0%	3.6%	3.0%	5.4%
YoY	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1
收入	2.7%	-10.6%	-5.9%	-9.5%	-21.7%	-7.1%
归属母公司净利润	-10.6%	81.8%	-3.3%	-0.8%	-2.1%	27.8%

资料来源：公司数据、招商证券

表 11：销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
收入合计	61520	82758	92440	103922
饲料	41685	45759	48046	50449
屠宰及肉制品	19336	21699	25502	32804
贸易	7305	7986	9184	10103
养殖	2342	7315	9708	10567
其他	721	680	650	620
收入增长率	-12.13%	34.52%	11.70%	12.42%
饲料	-15.62%	9.77%	5.00%	5.00%
屠宰及肉制品	-9.53%	12.22%	17.53%	28.63%
贸易	-72.15%	241.01%	15.00%	10.00%
养殖	18.28%	562.67%	32.72%	8.85%
其他	-18.65%	-5.71%	-4.41%	-4.62%
毛利率	6.95%	8.81%	10.44%	10.65%

饲料	6.97%	7.32%	7.32%	7.32%
屠宰及肉制品	5.89%	4.64%	7.37%	10.11%
贸易	-0.93%	4.00%	6.00%	5.00%
养殖	7.15%	35.83%	38.16%	33.68%

资料来源：公司数据、招商证券

表 12：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	70012	61520	82758	92440	103922
营业成本	65860	57243	75464	82790	92851
营业税金及附加	21	24	33	37	41
营业费用	1424	1414	1902	2125	2389
管理费用	1567	1654	2225	2485	2794
财务费用	417	312	298	132	(39)
资产减值损失	114	162	0	0	0
公允价值变动收益	1	(2)	(2)	(2)	(2)
投资收益	2281	2433	2453	2473	2473
营业利润	2891	3142	5287	7342	8356
营业外收入	183	186	186	186	186
营业外支出	166	148	148	148	148
利润总额	2908	3180	5325	7380	8395
所得税	295	221	848	1449	1748
净利润	2613	2960	4477	5931	6646
少数股东损益	594	749	1132	1500	1681
归属于母公司净利润	2020	2211	3345	4431	4965
EPS (元)	0.48	0.53	0.80	1.06	1.19

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

表 13：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)
		14	15	16E	14	15	16E	14	15	16E			
新希望	8.45	0.48	0.53	0.80	6%	9%	51%	18	16	11	1.9	12%	352
牧原股份	52.50	0.16	1.15	3.9	-74%	643%	238%	328	46	13	7.0	16.9%	271
温氏股份	37.19	0.61	1.43	2.85	382%	131%	100%	61	26	13	6.8	27.9%	1618
雏鹰农牧	5.88	(0.20)	0.21	1.93	-351%	-216%	815%	-88	84	9.2	4.2	5%	184
平均					-9%	142%	293%	80	43	11	5.0	15.5%	

资料来源：公司数据、招商证券 *注：温氏股份 EPS 预测为 wind 一致预测

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	10808	9903	16047	16937	23288
现金	3296	3727	7992	8036	13299
交易性投资	58	27	27	27	27
应收票据	62	16	21	24	27
应收款项	434	387	414	462	520
其它应收款	523	518	697	779	876
存货	4614	3320	4336	4758	5336
其他	1822	1908	2559	2851	3205
非流动资产	22593	25314	24695	24157	23688
长期股权投资	12315	14389	14389	14389	14389
固定资产	6318	6738	6247	5822	5454
无形资产	938	1049	944	850	765
其他	3022	3139	3115	3096	3081
资产总计	33401	35217	40742	41094	46976
流动负债	10299	10083	11131	6555	7120
短期借款	5141	4953	4988	0	0
应付账款	2207	1666	2197	2410	2703
预收账款	460	572	754	827	927
其他	2492	2892	3192	3318	3490
长期负债	1213	998	998	998	998
长期借款	1037	779	779	779	779
其他	176	219	219	219	219
负债合计	11512	11081	12129	7553	8118
股本	2084	2084	4168	4168	4168
资本公积金	4348	4246	4246	4246	4246
留存收益	11166	12937	14198	17625	21261
少数股东权益	4291	4869	6002	7502	9183
归属于母公司所有者权益	17598	19267	22611	26039	29675
负债及权益合计	33401	35217	40742	41094	46976

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1344	3188	2498	4106	4491
净利润	2020	2211	3345	4431	4965
折旧摊销	907	952	1030	949	879
财务费用	458	351	298	132	(39)
投资收益	(2281)	(2433)	(2451)	(2471)	(2471)
营运资金变动	(323)	1447	(871)	(451)	(543)
其它	564	659	1147	1515	1700
投资活动现金流	(1024)	(1561)	(409)	(409)	(409)
资本支出	(2199)	(1767)	(409)	(409)	(409)
其他投资	1175	206	0	0	0
筹资活动现金流	(155)	(1175)	2176	(3653)	1180
借款变动	(4165)	(1151)	24	(4988)	0
普通股增加	346	0	2084	0	0
资本公积增加	2679	(102)	0	0	0
股利分配	(869)	(2084)	(2084)	(1003)	(1329)
其他	1854	2162	2153	2339	2510
现金净增加额	165	452	4265	44	5263

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	70012	61520	82758	92440	103922
营业成本	65860	57243	75464	82790	92851
营业税金及附加	21	24	33	37	41
营业费用	1424	1414	1902	2125	2389
管理费用	1567	1654	2225	2485	2794
财务费用	417	312	298	132	(39)
资产减值损失	114	162	0	0	0
公允价值变动收益	1	(2)	(2)	(2)	(2)
投资收益	2281	2433	2453	2473	2473
营业利润	2891	3142	5287	7342	8356
营业外收入	183	186	186	186	186
营业外支出	166	148	148	148	148
利润总额	2908	3180	5325	7380	8395
所得税	295	221	848	1449	1748
净利润	2613	2960	4477	5931	6646
少数股东损益	594	749	1132	1500	1681
归属于母公司净利润	2020	2211	3345	4431	4965
EPS (元)	0.48	0.53	0.80	1.06	1.19

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	1%	-12%	35%	12%	12%
营业利润	3%	9%	68%	39%	14%
净利润	6%	9%	51%	32%	12%
获利能力					
毛利率	5.9%	7.0%	8.8%	10.4%	10.7%
净利率	2.9%	3.6%	4.0%	4.8%	4.8%
ROE	11.5%	11.5%	14.8%	17.0%	16.7%
ROIC	6.2%	8.1%	11.5%	15.3%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	34.5%	31.5%	29.8%	18.4%	17.3%
净负债比率	19.4%	16.3%	14.2%	1.9%	1.7%
流动比率	1.0	1.0	1.4	2.6	3.3
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.9	2.5
营运能力					
资产周转率	2.1	1.7	2.0	2.2	2.2
存货周转率	14.4	14.4	19.7	18.2	18.4
应收帐款周转率	149.4	149.8	206.7	211.0	211.7
应付帐款周转率	28.9	29.6	39.1	35.9	36.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.48	0.53	0.80	1.06	1.19
每股经营现金	0.32	0.76	0.60	0.99	1.08
每股净资产	4.22	4.62	5.42	6.25	7.12
每股股利	0.50	0.50	0.24	0.32	0.36
估值比率					
PE	17.4	15.9	10.5	7.9	7.1
PB	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	14.9	14.3	9.4	7.4	6.7

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。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

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。