

强烈推荐-A (维持)

新希望 000876.SZ

目标估值: 10.1-12.0 元

当前股价: 8.15 元

2017 年 04 月 13 日

中国的泰森, 世界的新希望

基础数据

上证综指	3276
总股本(万股)	421602
已上市流通股(万股)	345671
总市值(亿元)	344
流通市值(亿元)	282
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	12.6
资产负债率	31.5%
主要股东	南方希望实业有限公
主要股东持股比例	29.08%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-0	3
相对表现	-1	-7	-7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《新希望(000876)——改革孕育希望, 食品王国伊始》2016-11-12
- 2、《新希望(000876)——饲料销量喜迎拐点, 基地+终端收获丰收》2016-09-03
- 3、《新希望(000876)——千万头出栏计划快速推进》2016-08-24

周莎

0755-82960734  
zhousha@cmschina.com.cn  
S1090516020002

研究助理

雷轶  
075583218146  
leiyi@cmschina.com.cn

本文从行业发展大背景的角度来看新希望的转型, 经过三十多年的发展, 我国饲料工业正处于一个长周期的大拐点, 新希望转型的成功与否, 不仅关乎企业自身的命运, 更将成为中国饲料行业兴衰的风向标。

饲料: 行业结构改善明显, 龙头更能把握波动

本轮饲料行业的驱动因子在于国家对养殖业产业结构的大力调控, 规模化程度快速提高, 养殖投入品(饲料、动物疫苗)结构改善明显, 上市公司作为龙头, 市占率正不断提高。新希望作为饲料绝对龙头, 行情差时投资抓项目, 行情好时获取价值, 所以公司的 ROE 水平相比竞争对手很有竞争力。

产业链: 从饲料中心到养殖中心的转变

伴随着消费者诉求从“有肉吃”到吃上“放心肉”, 公司在 4 年前以破釜沉舟的勇气开启“基地+终端”转型之路。曾经的饲料大王转而开始养猪和卖肉, 沉心布局全产业链; 成绩斐然的新好模式、一体化的禽旺单元, 战略转型初显成效, 且两种模式的主体已经探索完毕, 将在全国复制放量增长。

食品: 最后一公里, 不破楼兰终不还

围绕“千喜鹤”做强生猪屠宰和生鲜猪肉品牌, 围绕“美好”做大做强猪肉深加工品牌, 围绕“六和美食”做强禽肉屠宰和深加工品牌。通过深耕渠道, 狠抓质量管控, 充分发挥全产业链的成本和食品安全优势, 假以时日, 我们一定能看到本土食品巨头的崛起。

中国的泰森, 世界的新希望

泰森食品作为动物蛋白提供商的国际巨头, 其完善的两条全产业链模式将是新希望的模板。随着新希望深加工产品占比逐步上升, 产品附加值将会增加, 向泰森靠拢。而且, 中国的人口是美国的数倍, 市场空间巨大。公司深耕国内的同时, 战略布局海外市场, 争取在海外再造一个新希望。

**盈利预测与估值:** 预计 16-18 年公司归母净利 27.26/31.37/37.55 亿, 给予农牧业务 20-25 倍、投资收益 7 倍 PE, 得出一年期目标价 10.1-12.0 元, 较现价具有 24%-47%的空间, 维持“强烈推荐-A”评级。

**风险提示:** 进口猪肉大幅上升、高致病性不可控疫病、环保政策不达预期。

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	61046	69352	77571
同比增长	1%	-12%	-1%	14%	12%
营业利润(百万元)	2891	3142	4007	4601	5417
同比增长	3%	9%	28%	15%	18%
净利润(百万元)	2020	2211	2711	3138	3757
同比增长	6%	9%	23%	16%	20%
每股收益(元)	0.97	1.06	0.65	0.75	0.90
PE	8.4	7.7	12.5	10.8	9.0
PB	1.0	0.9	1.6	1.5	1.3

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2014-2016 的股本分别为 20.84、20.84、41.68 亿股

## 正文目录

一、饲料：行业结构改善明显，龙头更能把握波动.....	7
1、饲料行业处于结构优化的时期.....	7
(1) 工业饲料的天花板受益于规模化进程而提高.....	7
(2) 行业横向整合空间大.....	8
(3) 饲料行业三大基本特征.....	9
2、龙头新希望结构改善看得见.....	9
(1) 龙头地位稳固.....	9
(2) 饲料的龙头也是农业的龙头.....	10
(3) 结构改善卓有成效.....	11
3、从经营层面来看龙头在实业中如何做波段？.....	12
(1) 行情差时投资抓项目，行情好时获取价值.....	12
(2) 波段效果显著.....	12
(3) 杜邦分析：ROE 比同行更具优势.....	14
二、产业链：从饲料生产商到消费服务商的转变.....	16
1、基地+终端，围绕一块肉转型消费服务商.....	16
2、从农田到餐桌控制食品安全.....	19
(1) 中产阶级崛起.....	19
(2) 食品安全“重灾区”：肉食品的一体化和品牌建设.....	19
3、新好模式与禽旺单元探索完毕，欲放量增长.....	21
三、食品：最后一公里，不破楼兰终不还.....	24
1、猪屠宰：产能充足，服务养殖.....	25
2、禽屠宰：优化渠道，巩固优势.....	25
3、熟食：深耕渠道，打造美食.....	26
(1) 打造美食品牌.....	27
(2) 深耕区域市场，区域包围全国.....	27
(3) 并购合作跨越短板.....	28
四、中国的泰森，世界的新希望.....	29
1、泰森的全产业链值得借鉴.....	29
2、全球布局，海外再造一个新希望.....	31

(1) 产品的国际化.....	31
(2) 采购的国际化.....	31
(3) 并购的国际化.....	32
五、盈利预测与估值.....	34
1、盈利预测.....	34
2、估值对比.....	36
3、PE-PB Band.....	37
风险提示.....	37

### 图表目录

图 1: 2000-2015 年中国饲料产量.....	7
图 2: 2012 年以后配合饲料总量增幅放缓, 浓缩料不断下降, 预混料稳定增长.....	8
图 3: 中美生猪出栏规模化对比.....	8
图 4: 美国能繁母猪与生猪产量需要长时间才走向分离.....	8
图 5: 我国饲料企业数量大幅下降.....	9
图 6: 2009-2015 年中国 CR10 饲企产量及市场份额.....	10
图 7: 2015 年中国饲料产量前十企业市场份额.....	10
图 8: 我国饲料产能利用率较低.....	10
图 9: 2016 前三季度行业内公司财务数据对比.....	11
图 10: 2016 前三季度行业内公司财务数据对比.....	11
图 11: 年产过千万吨的 8 个省份产量占全国的 59%.....	12
图 12: 公司近年来的投资项目.....	12
图 13: 公司近年来的投资项目总额.....	12
图 14: 2006-2016 年新希望营业收入.....	13
图 15: 2006-2016 年新希望净利润.....	13
图 16: 2013-2014 年正逢行业低谷期.....	13
图 17: 公司禽类销量及同比变化.....	14
图 18: 种鸡、种鸭只产健雏明显上升.....	14
图 19: 行业调整时新希望六和的 ROE 具有竞争力.....	14
图 20: 新希望的销售净利率处于行业上游.....	14
图 21: 新希望的净利润/利润总额比值较高.....	15

图 22: 新希望利润总额/息税前利润稍高于其竞争对手.....	15
图 23: 新希望的 EBIT/营业总收入较高.....	15
图 24: 新希望的资产周转率转型有所下降.....	15
图 25: 销售净利率、EBIT/营业收入改善.....	15
图 26: 净利润/利润总额、利润总额/EBIT 改善.....	15
图 27: 新希望产业链布局.....	16
图 28: 新希望的“基地+终端”.....	17
图 29: 转型前新希望的产业链.....	17
图 30: 转型后新希望的产业链.....	17
图 31: 新希望在改革中裁掉了近 2 万员工.....	18
图 32: 改革后的新希望净利润逐年上升.....	18
图 33: 转型后新希望的毛利、净利率逐年上升.....	18
图 34: 新希望农牧业务的净利润有所改善.....	18
图 35: 2011 年新希望的饲料毛利占比率高.....	18
图 36: 2016 年屠宰和养殖毛利占比相较原来大幅增加.....	18
图 37: 新希望的屠宰和养殖占比逐渐提高.....	19
图 38: 美国的鸡全产业链.....	20
图 39: 中国家庭财富快速增长.....	20
图 40: 品牌/非品牌休闲卤制品市场容量及预测.....	20
图 41: 新希望不断加强在食品安全领域的布局.....	20
图 42: 产业链布局中, 生猪养殖是短板.....	21
图 43: 农牧食品产业链分析及新希望发展方向.....	21
图 44: 新好模式.....	22
图 45: 禽旺单元.....	22
图 46: 夏津猪场与新希望 PSY 傲视群雄.....	22
图 47: 国内外平均 PSY 对比.....	22
图 48: 夏津猪场 16 年祖代保育育肥成活率.....	23
图 49: 新希望定期报告中披露的分项收入变化.....	24
图 50: 2016H1 公司营业收入构成.....	24
图 51: 2016H1 公司毛利构成.....	24
图 52: 2019 年公司目标营业收入构成.....	25

图 53: 2019 年公司目标毛利构成.....	25
图 54: 屠宰冷鲜肉品牌: 千喜鹤.....	25
图 55: 千喜鹤团餐展示.....	25
图 56: 白羽鸡屠宰量行业第三.....	26
图 57: 肉鸭屠宰量行业第一.....	26
图 58: 2013 年公司禽肉销售渠道占比.....	26
图 59: 2015 年公司禽肉销售渠道占比.....	26
图 60: 品牌/非品牌休闲卤制品市场容量及预测.....	27
图 61: 各类休闲卤制品市场容量及预测.....	27
图 62: 美好肉制品展示 A.....	28
图 63: 美好肉制品展示 B.....	28
图 64: 泰森的发展历程及产业链的拓展路径.....	29
图 65: 泰森食品产品结构差异较大.....	30
图 66: 新希望的产品结构主要以饲料为主.....	30
图 67: 泰森食品 2013 年产品销售渠道.....	30
图 68: 2016 年泰森各类肉制品的占比.....	30
图 69: 新希望 2015 年主营业务的占比.....	30
图 70: 新希望在海外的布局.....	32
图 71: 转型后新希望国外收入占比上升.....	33
图 72: 国外毛利率一直高于国内, 具有优势.....	33
图 73: 饲料销量及其同比 (含预测).....	34
图 74: 新希望历史 PE Band.....	37
图 75: 新希望历史 PB Band.....	37
表 1: 美国饲料发展经历的三个阶段.....	8
表 2: 商品代鸡、鸭苗成本下降情况及预计.....	13
表 3: 夏津猪场 16 年关键生产指标.....	23
表 4: 新希望的海外战略.....	31
表 5: 各季度业绩回顾.....	35
表 6: 销售收入结构预测.....	35
表 7: 盈利预测简表.....	36

---

表 8：估值对比表.....	36
附：财务预测表 .....	38

## 一、饲料：行业结构改善明显，龙头更能把握波动

### 1、饲料行业处于结构优化的时期

#### (1) 工业饲料的天花板受益于规模化进程而提高

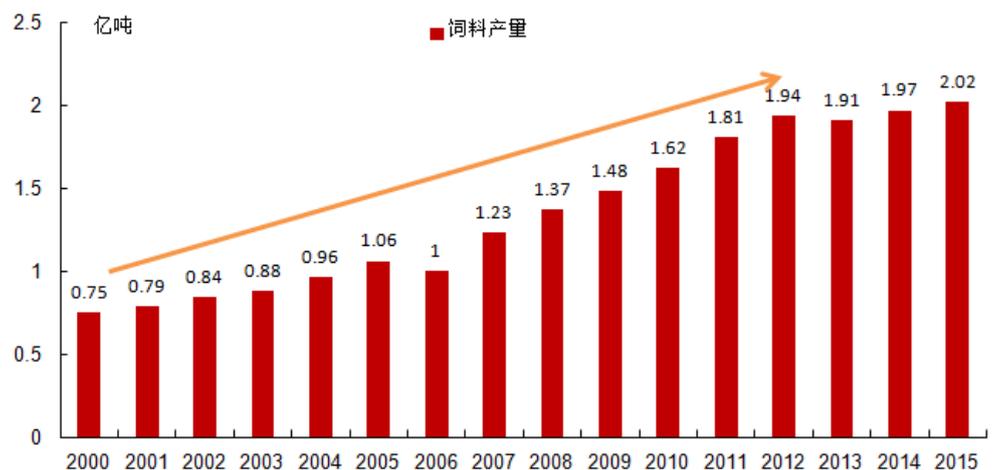
我国饲料总需求量约 4 到 5 亿吨，2015 年我国工业化饲料产量仅 2 亿吨，绝大部分还仍是农户自配料，工业化饲料替代自配料的巨大空间。

**上一轮行业驱动因子：**2005 年年底华北地区白羽鸡疫情和 2006 年全国范围内生猪蓝耳病疫情，促进了白羽鸡和生猪规模化养殖集中度快速提升，以及全价配合料的需求快速增长。

**本轮行业驱动因子：**由于国家环保的大力调控产业结构，我们估计 2016 年生猪养殖规模化程度提高了 7%，而 1% 的规模化程度将带动 0.7% 左右的配合料增长。同时超长猪周期带来了养殖盈利维持高景气并维持了前所未有的超长周期，使得养殖投入品（饲料、动物疫苗）的结构改善明显。我们认为自 2015 年以来的饲料行业景气是由于结构改善，而非生猪存栏总量的上升。并且，我们判断：**5 年内，生猪供应的反转仍需要能繁母猪的数量反弹支撑，以美国经验来看，需要长达 10 年才能显现出生猪产量与能繁母猪存栏的走向分离，而短期联动关系仍然明显。**规模化速度如此之快，种猪必然供不应求，仔猪和种猪价格飙升，进一步提高了散户的成本，加速了其退出，正反馈效果显著！

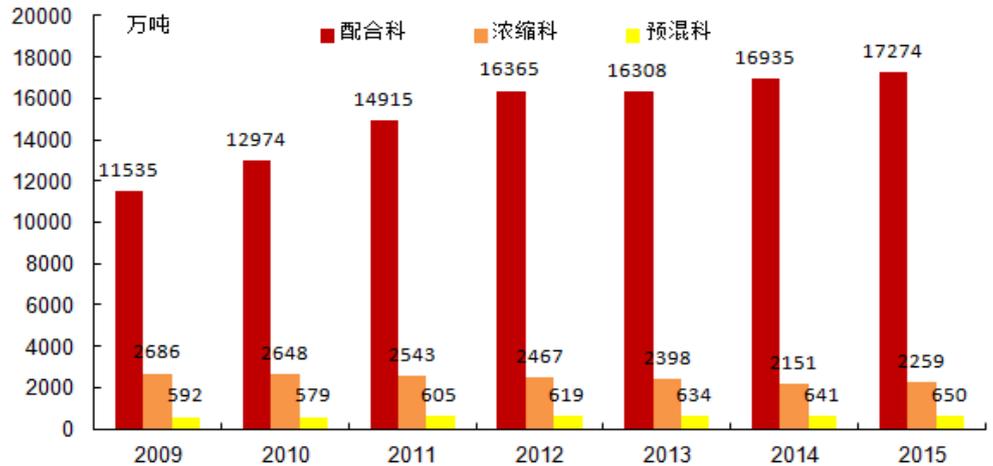
未来，养殖领域先进产能不断替代落后产能，高端饲料的需求会进一步增长，行业结构改善的逻辑将会持续进行。待生猪存栏随能繁母猪数量反转时，饲料行业将迎来量利齐升的景气周期。

图 1：2000-2015 年中国饲料产量



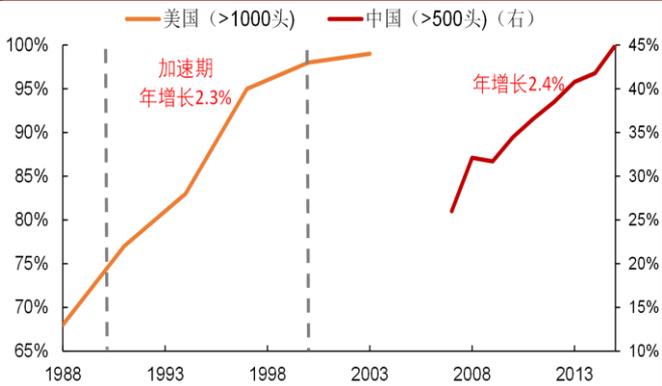
资料来源：农业部、招商证券

图 2：2012 年以后配合饲料总量增幅放缓，浓缩料不断下降，预混料稳定增长



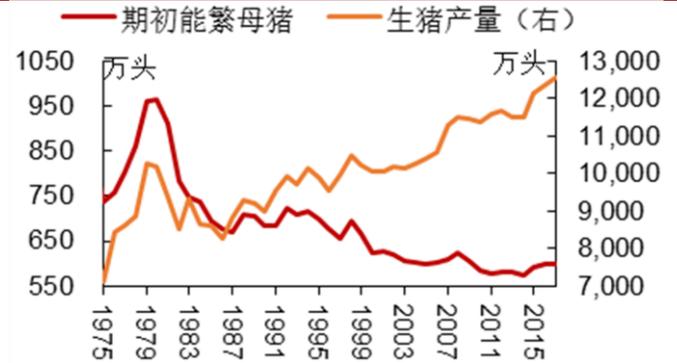
资料来源：公开资料、招商证券

图 3：中美生猪出栏规模化对比



资料来源：USDA、中国畜牧业协会、招商证券

图 4：美国能繁母猪与生猪产量需要长时间才走向分离



资料来源：Wind、招商证券

## (2) 行业横向整合空间大

以美国为例，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。

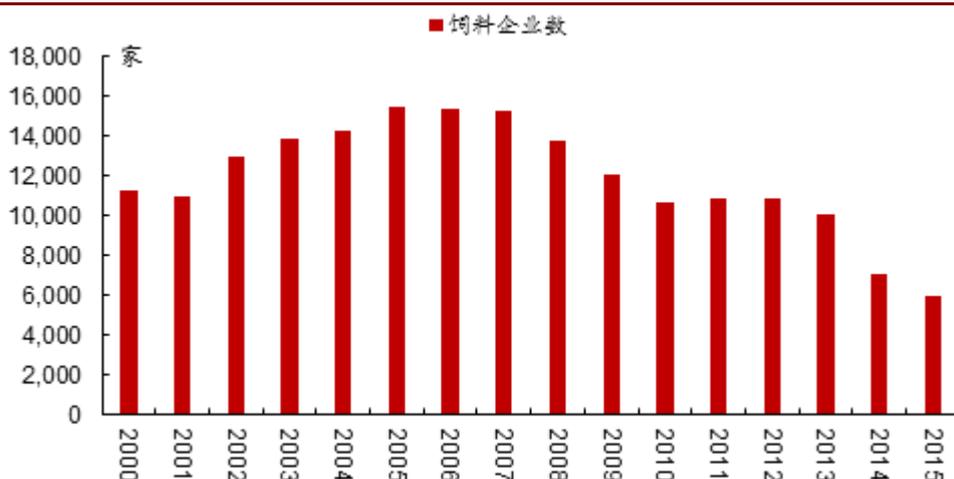
表 1：美国饲料发展经历的三个阶段

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的。

图 5：我国饲料企业数量大幅下降



资料来源：公司资料、招商证券

农业部公布《饲料生产企业许可条件》与《混合型饲料添加剂生产企业许可条件》，均 2012 年 12 月 1 日起施行。

《饲料生产企业许可条件》要求，复合预混合饲料和微量元素预混合饲料生产企业的设计生产能力不小于 2.5 吨/小时，混合机容积不小于 0.5 立方米；专业加工幼畜禽饲料、种畜禽饲料、水产育苗料、特种饲料、宠物饲料的企业设计生产能力不小于 2.5 吨/小时。

《混合型饲料添加剂生产企业许可条件》要求，混合型饲料添加剂生产企业的设计生产能力不小于 1 吨/小时，混合机容积不小于 0.25 立方米。

准入条件趋严提高了饲料及饲料添加剂行业的门槛，有助于促进企业整合、鼓励企业兼并重组，为饲料龙头企业拓展发展空间。

### (3) 饲料行业三大基本特征

**i. 饲料行业的核心竞争力：**饲料行业的核心竞争力体现在配方与采购紧密结合并灵活调整的能力，即在保证营养均衡的前提下通过配方调整做到成本最优。

**ii. 商业模式：“成本领先 + 高周转率 + 服务式营销”。**高周转率体现的是运营能力、服务式营销体现的是综合服务能力，指向的同样是企业规模和管理。

**iii. 盈利特征：“低利润率 + 高 ROE + 现金和利润相对稳定”。**行业现金流非常大，非常适合作为一个转型基点，规模化加速下，养殖企业纷纷自己生产饲料，使得饲料行业不得不转型全产业链，可谓被动等死不如主动找死，少数技术领先的企业将获得巨大的成功。

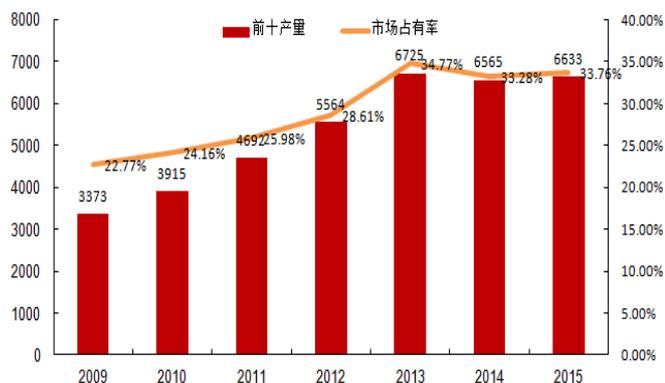
## 2、龙头新希望结构改善看得见

### (1) 龙头地位稳固

**饲料产量：**从 2009 以来公司的饲料产量已位居全球前三位（仅次于正大和嘉吉），长期稳居国内第一位；在 2013 年销售饲料 1,539 万吨，2014 年销售饲料 1,571 万吨，2015 年销售饲料 1,449 万吨。

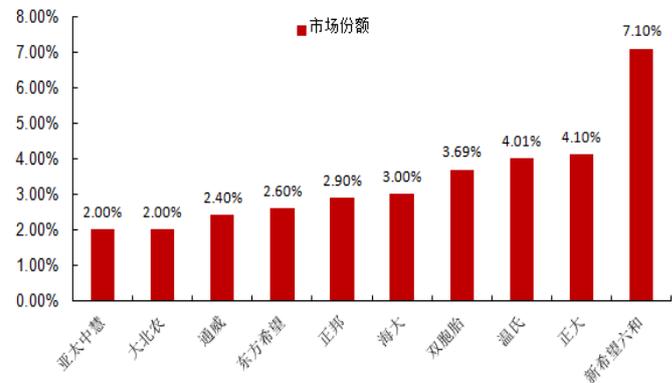
市占率：2015 年，公司饲料在全国市场的占有率为 7%，其中在山东为 25%，川渝地区 7%，河南 5%。

图 6：2009-2015 年中国 CR10 饲企产量及市场份额



资料来源：公开资料、招商证券

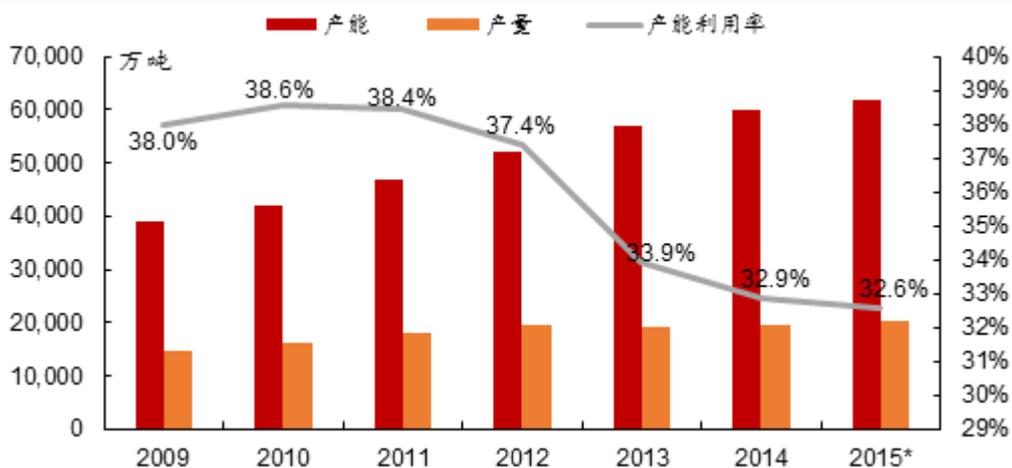
图 7：2015 年中国饲料产量前十企业市场份额



资料来源：公开资料、招商证券

产能利用率领先：经过近年来的旧厂关停改造工作，新希望六和的饲料产能利用率大幅提升至 49.8%，高于全国平均水平 32.6%。

图 8：我国饲料产能利用率较低

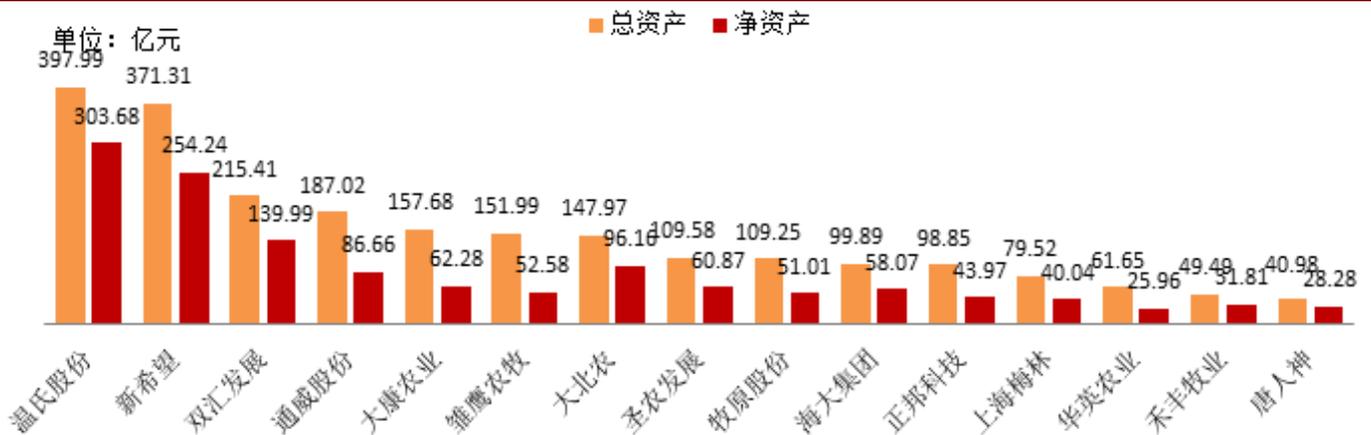


资料来源：公司资料、招商证券

## (2) 饲料的龙头也是农业的龙头

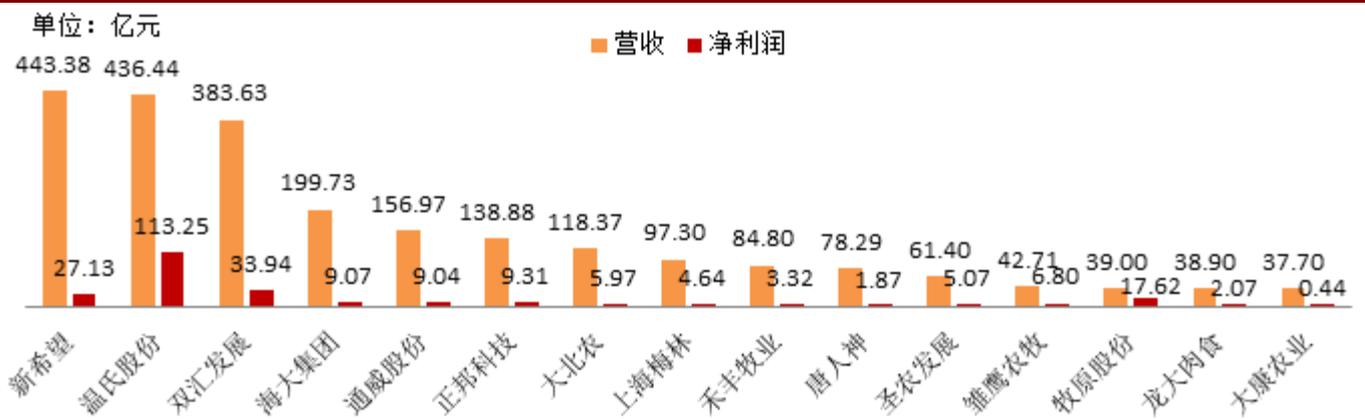
我们按照总资产、净资产、营业收入和净利润等指标筛选出行业内规模排名前五位的公司，发现饲料企业在前十五名中占据了七席，接近半壁江山，由此可见饲料行业在整个农牧行业中具有规模领先优势。

图 9：2016 前三季度行业内公司财务数据对比



资料来源：公开资料、招商证券

图 10：2016 前三季度行业内公司财务数据对比



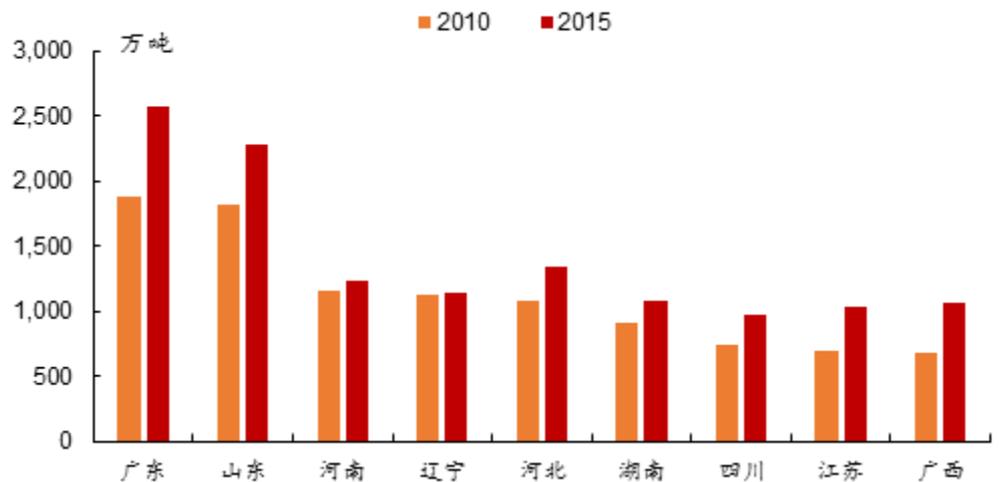
资料来源：公开资料、招商证券

### (3) 结构改善卓有成效

**产品结构优化空间：**2016 年，公司的禽料销量同比增长 7%，猪料销量同比增长达 5%，其中母教乳猪料销量同比增长 30%，反刍料销量同比增长 12%，因受南方水灾影响，其水产料销量同比下降为 8%。

**区域结构优化空间：**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。2013 年饲料产量排名前十的省份，其产量超过 60%。赢得前十位区域市场，就等于赢得全国市场。而公司尚未完全覆盖全国优势市场，将成为增长的潜力之一。

图 11：年产过千万吨的 8 个省份产量占全国的 59%



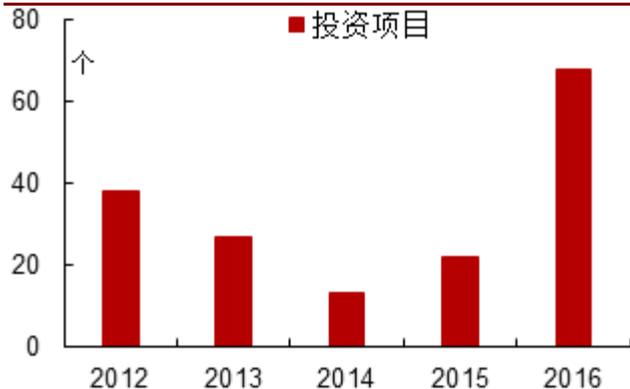
资料来源：公司资料、招商证券

### 3、从经营层面来看龙头在实业中如何做波段？

#### (1) 行情差时投资抓项目，行情好时获取价值

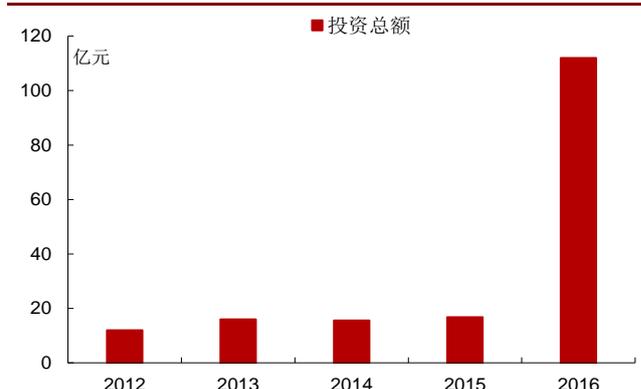
公司董事会 2012 年审议的投资项目总数达 38 个，投资总额超 12 亿元；2013 年审议的投资项目 27 个，投资总额近 16 亿元；2014 年审议的投资项目 13 个，投资总额超 16 亿元；2015 年已审议的投资项目达 22 个，投资总额近 17 亿元；2016 年已审议的投资项目已达 68 个，投资总额达到了 112 亿元。

图 12：公司近年来的投资项目



资料来源：公司公告、招商证券

图 13：公司近年来的投资项目总额



资料来源：公司公告、招商证券

#### (2) 波段效果显著

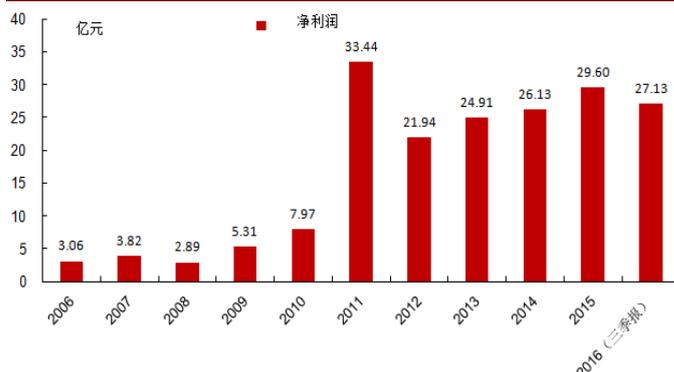
在 06 年和 09 年行业下滑以及业绩下滑后，在 07 年 08 年和 10 年、11 年的业绩大幅增长。在 12 年和 13 年的下滑后，14-15 年业绩也明显上涨。

图 14: 2006-2016 年新希望营业收入



资料来源: wind、招商证券

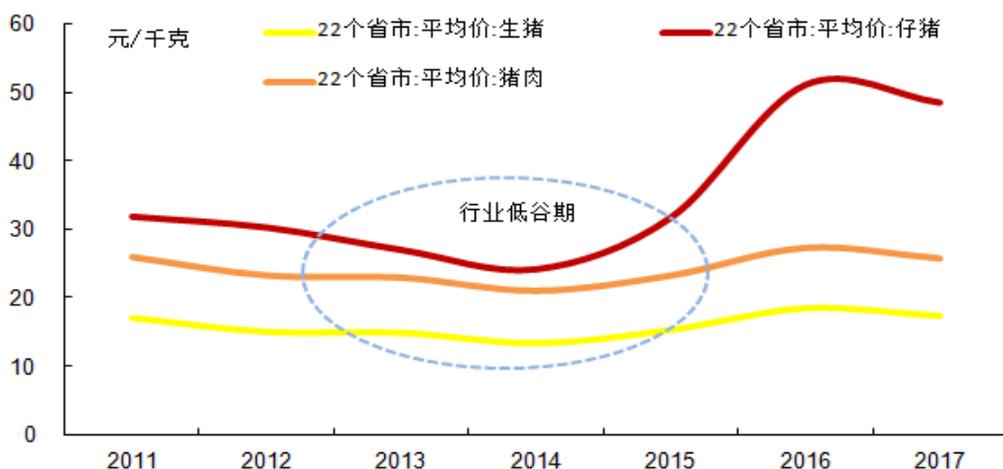
图 15: 2006-2016 年新希望净利润



资料来源: wind、招商证券

2013-2014 年的行业下滑原因: 1) 2011 年生猪和毛鸡价格暴涨导致行业疯狂补栏; 2) 2012 年末到 2014 年行业接连遭受“速生鸡”、“禽流感”等负面事件冲击导致鸡肉消费大幅下滑; 3) 生猪价格长时间持续下滑, 创了十多年的新低, 对禽肉价格形成拖累。

图 16: 2013-2014 年正逢行业低谷期



资料来源: wind、招商证券

2015 年第二季度开始, 猪产业开始反转; 2016 年, 禽产业链开始反转, 猪产业继续维持高景气度, 且公司的各项指标开始出现改善。

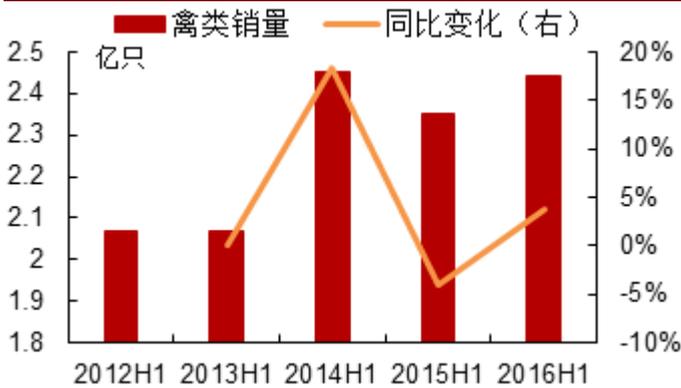
公司在行业下滑的时候抓效率, 抓技术升级, 力争在同行业中做到效率最优, 行业反弹的时候博取更高收益。例如 2015 年, 同行家禽企业普遍亏损, 但公司家禽业务却实现扭亏为盈。在 2016 年, 全年实现种鸡只产健雏 112 只, 同比提高了 12%; 种鸭只产健雏 222 只, 同比提高了 7.2%, 居国内领先水平的优质技术指标。

表 2: 商品代鸡、鸭苗成本下降情况及预计

元/只	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
鸡苗	2.78	2.5	2.39	2.29	2.20	2.15
下降		-0.28	-0.11	-0.10	-0.09	-0.05
鸭苗	2.65	2.78	2.53	2.24	2.10	2.05
下降		0.13	-0.25	-0.29	-0.14	-0.05

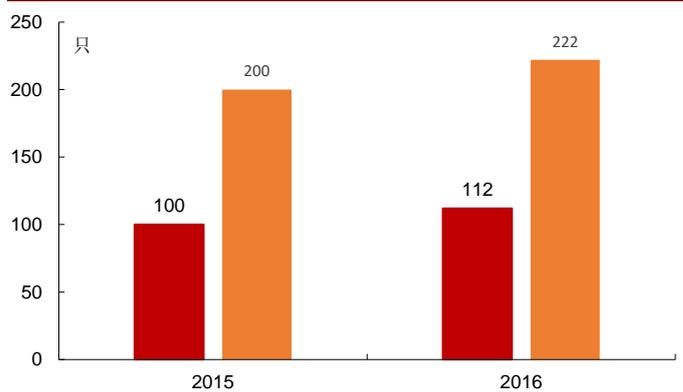
资料来源: 公司资料、招商证券

图 17: 公司禽类销量及同比变化



资料来源: 公司中报、招商证券

图 18: 种鸡、种鸭只产健雏明显上升



资料来源: 公司中报、招商证券

### (3) 杜邦分析: ROE 比同行更具优势

基于饲料行业“成本领先 + 高周转率 + 服务式营销”的商业模式和“低利润率 + 高 ROE + 现金和利润相对稳定”的盈利特征, 我们对公司进行杜邦分析, 有以下结论:

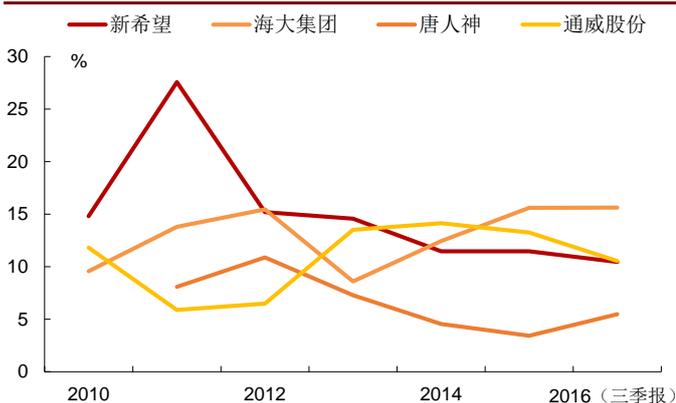
一是在行业不好时, 公司的 ROE 水平相比其竞争对手是有很强竞争力的。

二是新希望的销售净利率处于行业的上游, 显著高于其竞争对手。

三是从净利润/利润总额、利润总额/息税前利润、息税前利润/营业总收入等指标来看, 新希望都表现不俗。

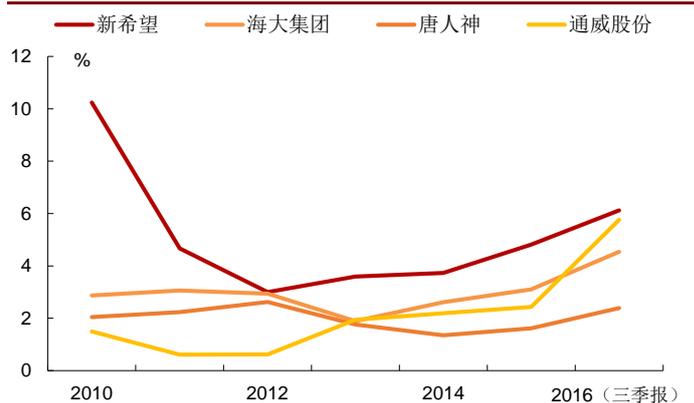
但转型后, 新希望的资产周转率呈现下降的趋势, 表明了公司的总资产周转速度还有待提高。另一方面, 从纵向比较来看, 新希望的各项指标正逐年改善。

图 19: 行业调整时新希望六和的 ROE 具有竞争力



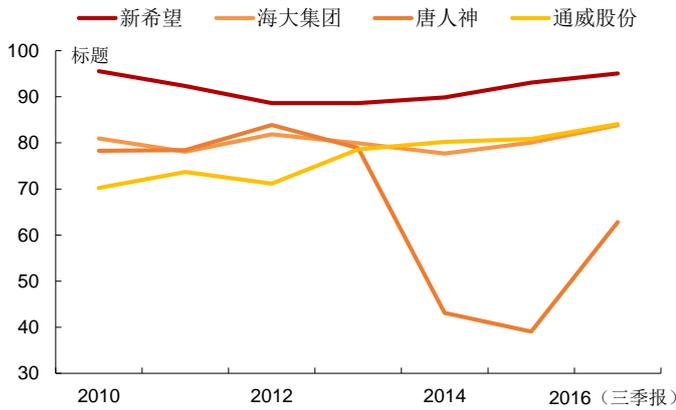
资料来源: wind、招商证券

图 20: 新希望的销售净利率处于行业上游



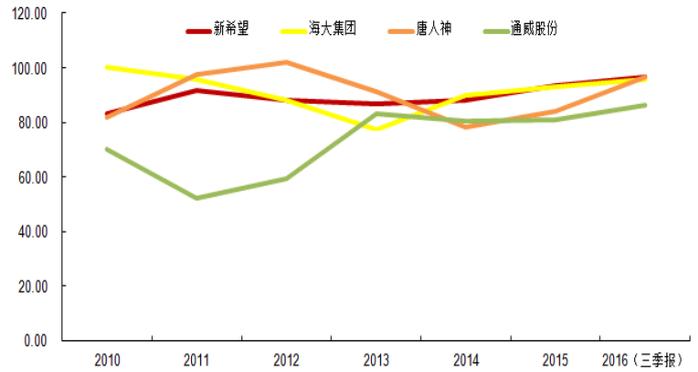
资料来源: wind、招商证券

图 21: 新希望的净利润/利润总额比值较高



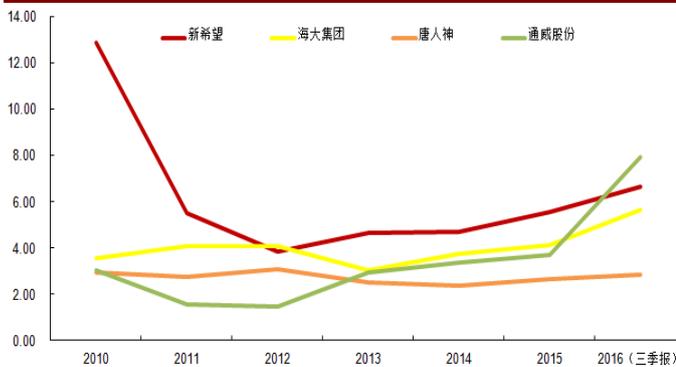
资料来源: wind、招商证券

图 22: 新希望利润总额/息税前利润稍高于其竞争对手



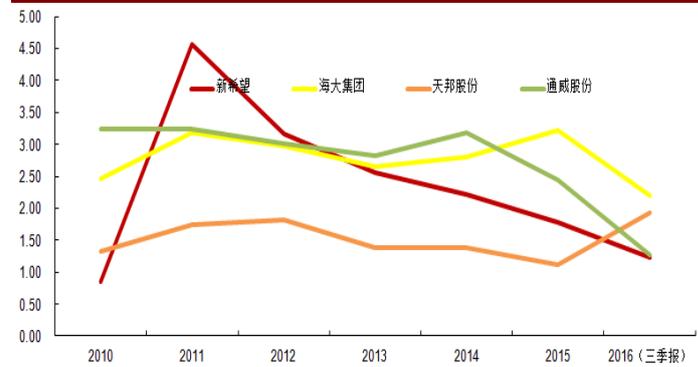
资料来源: wind、招商证券

图 23: 新希望的 EBIT/营业总收入较高



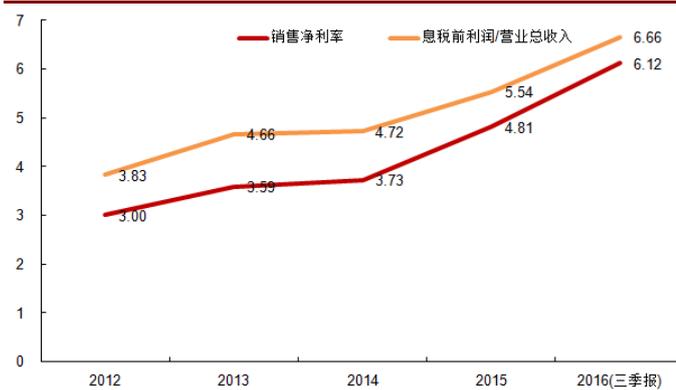
资料来源: wind、招商证券

图 24: 新希望的资产周转率转型有所下降



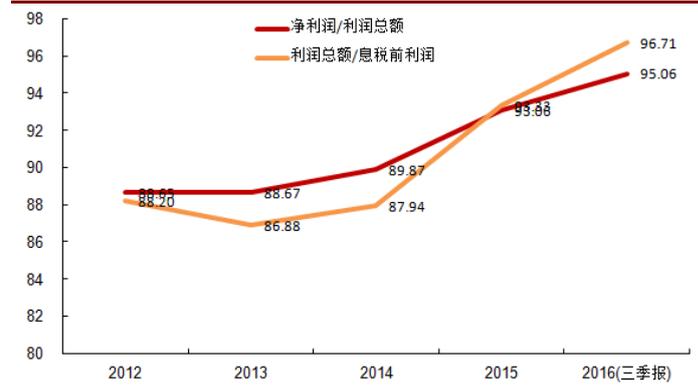
资料来源: wind、招商证券

图 25: 销售净利率、EBIT/营业收入改善



资料来源: wind、招商证券

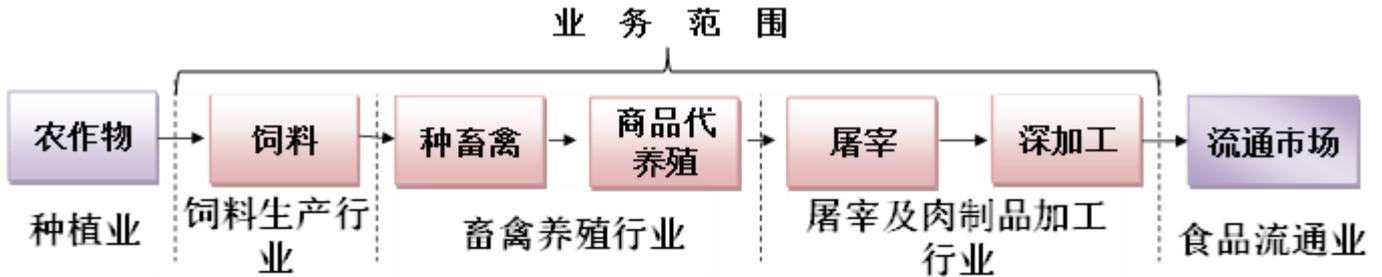
图 26: 净利润/利润总额、利润总额/EBIT 改善



资料来源: wind、招商证券

## 二、产业链：从饲料生产商到消费服务商的转变

图 27：新希望产业链布局



- 一、公司着力打造了从原料贸易、饲料生产到食品加工、深加工及相关产业于一体的产业协同一体化，并通过大力扶持农民发展现代化、标准化养殖基地，构建了安全、健康、可追溯的现代化农牧产业链，为消费者提供安全放心的食品。
- 二、公司构建的产业一体化经营模式是从源头来解决控制食品安全的问题，从种畜禽繁育、饲料生产、养殖管理、畜禽肉加工等环节入手，建立起整个产业链的食品安全保障体系。
- 三、通过产业一体化经营，能够实现资源配置流程化，供求关系稳定化，养殖户、企业合理分担养殖风险和市场风险，从而保证稳定发展；通过产业链各环节的标准化、规模化、科学化经营，促成上下游互相监督，互相带动，能够实现畜牧业的良性循环和持续成长。

**通过产业一体化经营模式，公司现已形成了包含肉鸡、肉鸭产品的禽产业链，其生猪产业链现也开始成型。**

资料来源：公开资料、招商证券

### 1、基地+终端，围绕一块肉转型消费服务商

刘永好卸任新希望六和的董事长后，新希望就在刘畅和陈春花带领下，开始了大刀阔斧的改革，新希望进入 3.0 时代，从组织变革开始，到“公司+农户”向“基地+终端”的模式转变，再到产销分离、海外布局、福达计划和互联网金融，新希望的转型力度与强度之大，实为罕见。同时，公司原有的四层管理架构，转变为更加扁平的三层架构，2012-2016 年裁掉了近 2 万员工，极大的提升了管理与运营的效率。

基地端即为养殖，养殖是整个产业链中风险最大、难度最高的环节，而公司的第一要务是要提升养猪的专业能力，提高养殖效率；第二是保证食品安全，也就是食品可追溯和质量管控体系的建立。而终端即为消费，新希望此前所卖的肉大部分依靠批发渠道，但消费者对批发市场产品的辨识度不高，产品鱼龙混杂。现在的新希望就是要打造自己的品牌，关注消费者需求，通过自己的品牌和渠道来为食品安全背书，同时公司从中享受品牌的溢价。

顾客是企业存在的唯一理由，从“有肉吃”转变为吃一块“放心肉”，新希望企业战略的调整直击消费痛点。从基地端到消费端的核心是一块肉，也就是说，从前新希望是围绕“一袋饲料”来做事，靠卖饲料赚钱，现在则是围绕“一块肉”来做产业链、通过卖好肉赚钱。

图 28: 新希望的“基地+终端”



资料来源: 招商证券

图 29: 转型前新希望的产业链



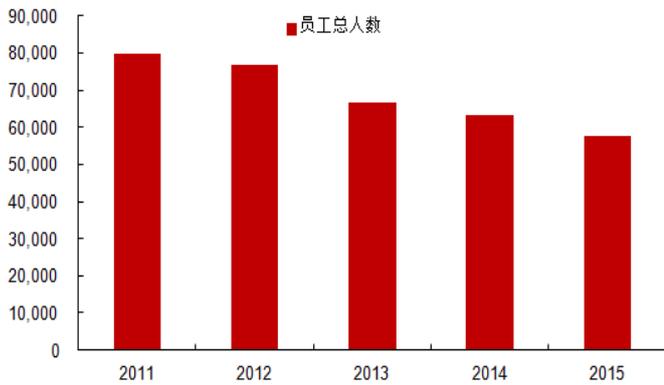
资料来源: 公司网站、公司公告、招商证券

图 30: 转型后新希望的产业链



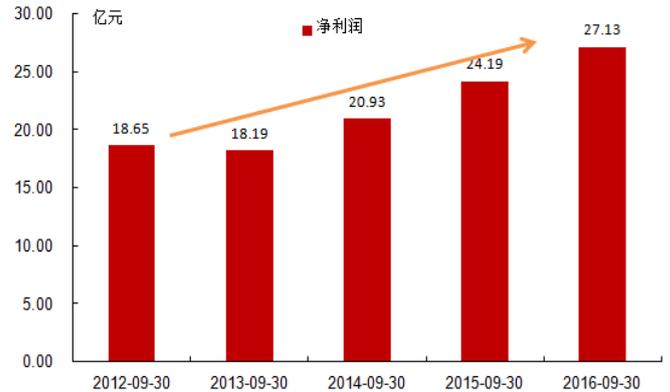
资料来源: 公司网站、公司公告、招商证券

图 31: 新希望在改革中裁掉了近 2 万员工



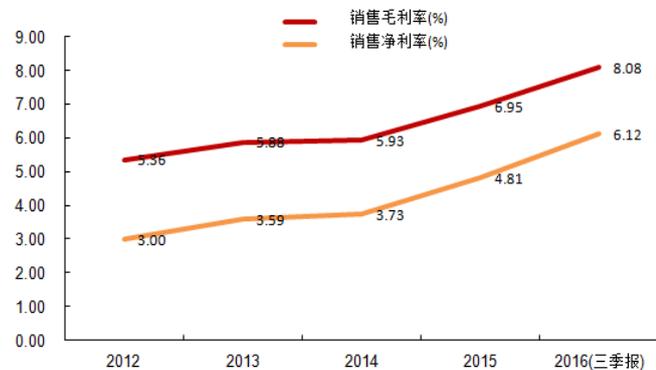
资料来源: wind、招商证券

图 32: 改革后的新希望净利润逐年上升



资料来源: wind、招商证券

图 33: 转型后新希望的毛利、净利率逐年上升



资料来源: wind、招商证券

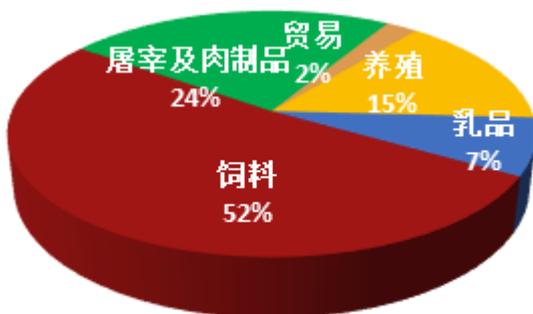
图 34: 新希望农牧业务的净利润有所改善



资料来源: wind、招商证券

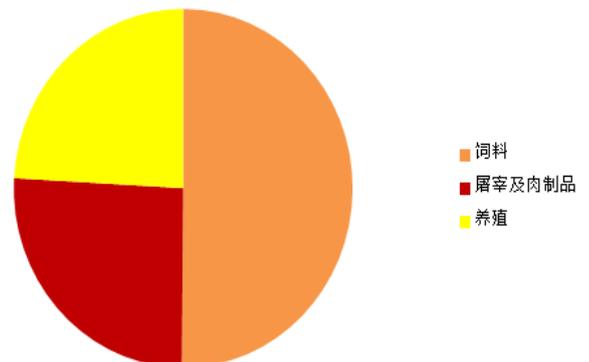
转型后的新希望, 饲料将仅作为内部生产资料使用。受益于转型后养殖的大范围布局, 新希望六和的饲料和屠宰也出现了结构改善、产能利用率提升的特点。

图 35: 2011 年新希望的饲料毛利占比率高



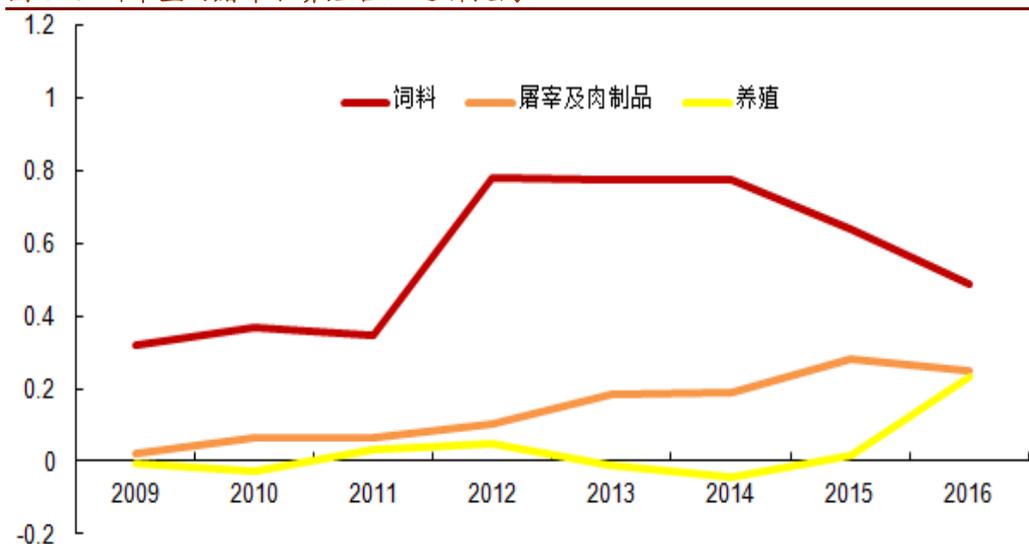
资料来源: wind、招商证券

图 36: 2016 年屠宰和养殖毛利占比相较原来大幅增加



资料来源: wind、招商证券

图 37：新希望的屠宰和养殖占比逐渐提高



资料来源：wind、招商证券

## 2、从农田到餐桌控制食品安全

### (1) 中产阶级崛起

中产阶级人群的肉类消费需求更加多元化，更细分和互联网化，视野更开放，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甚至饮食结构，对畜产品的质量提出更高的要求。

### (2) 食品安全“重灾区”：肉食品的一体化和品牌建设

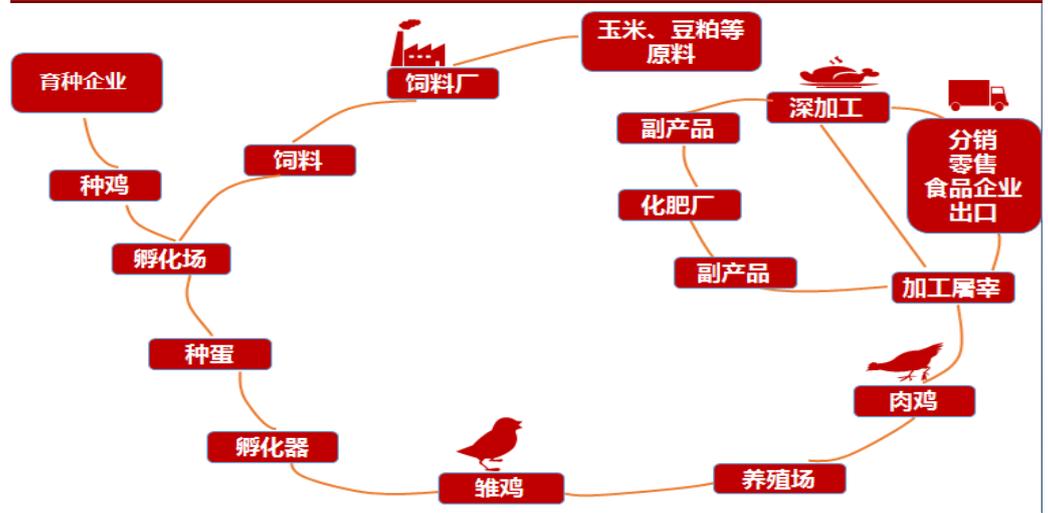
近年，年度十大食品安全事件中，肉食品的曝光度越来越高且愈发严重，我国的肉食品行业已经告别单纯追求数量增长，全面进入比拼产品质量的时代。相较于以往的追求多，现在的消费者更加追求好，行业的未来在于肉类质量的提升。

产业链一体化是保证食品安全的核心，在我国以往的居民饮食消费结构中，渠道占据着产业链中最丰厚的盈利，截取了绝大部分的超额收益，实际上是抢占了上游原料和下游消费者的利益。畸形的利润分配体系之根源，在于物质匮乏时代，产品和渠道的稀缺。而由于过去消费者的关注点在于量而非质，导致了食品安全体系和品牌意识的缺失，这是产业链的整体沦丧，绝非某一个环节的重塑可以改变。在这样的大背景下，渠道并不能确保消费者的食品安全和健康，无法满足消费升级的需求。

美国的农业产销早已打通了“从田间到餐桌”的传导路径，解决了产业链协同和最后一公里的问题。如食品的产销系统，就包括农业产前投入、产中种植、农产品的产后收购和加工、批发、零售，并直达机关单位食堂等，形成了一个完整的闭环，这也是美国农业能够占据全球的半壁江山而长盛不衰的原因。产业链一体化后，利润会在各环节之间重新分配。由品牌和食品安全所带来的溢价一部分会留在上游农业，另一部分会让利给下游客户，而产业链的重构和由此而多出来的这部分盈利正是农牧企业转型的机会和希望之所在。随着国内消费者饮食健康和食品安全意识的增强，好的农产品和食品的溢价

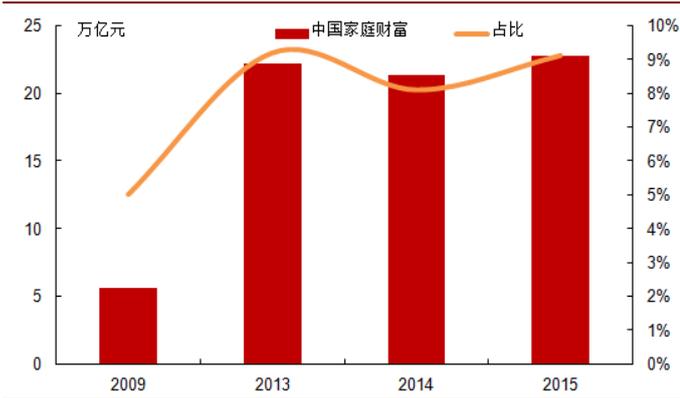
空间会越来越大，整个产业链的利润空间扩大，农牧行业未来 5-10 年的发展空间巨大。

图 38：美国的鸡全产业链



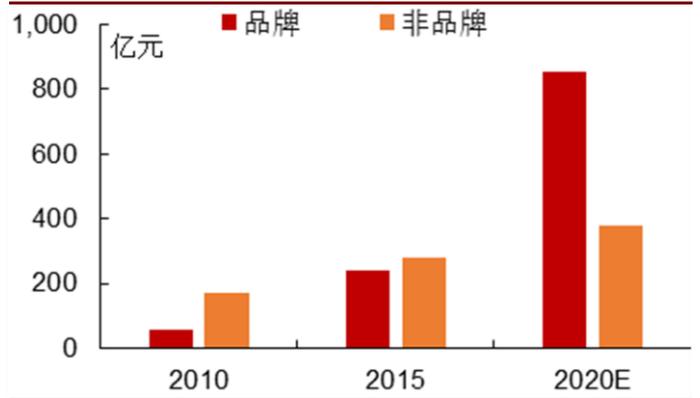
资料来源：公开资料、招商证券

图 39：中国家庭财富快速增长



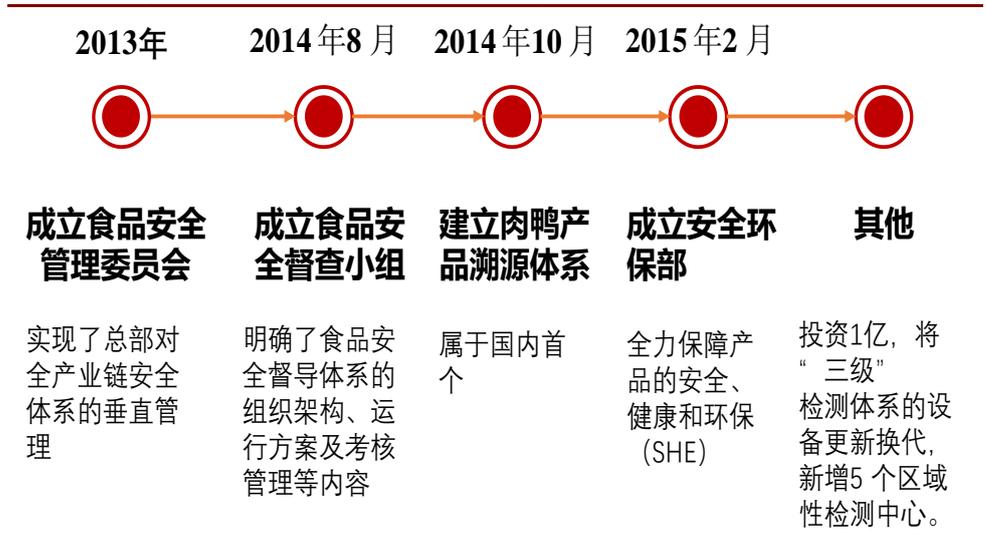
资料来源：瑞信研究院、招商证券

图 40：品牌/非品牌休闲卤制品市场容量及预测



资料来源：Frost&Sullivan、招商证券

图 41：新希望不断加强在食品安全领域的布局



资料来源：公司网站、公司公告、招商证券

新希望一路走来，在向其它行业突围并取得一定的成绩之后，依然选择返璞归真，实属

不易。未来的新希望旨在农牧行业深耕，专注把生猪养殖和食品版图做大做强，打通全产业链，完成自己的蜕变。

### 3、新好模式与禽旺单元探索完毕，欲放量增长

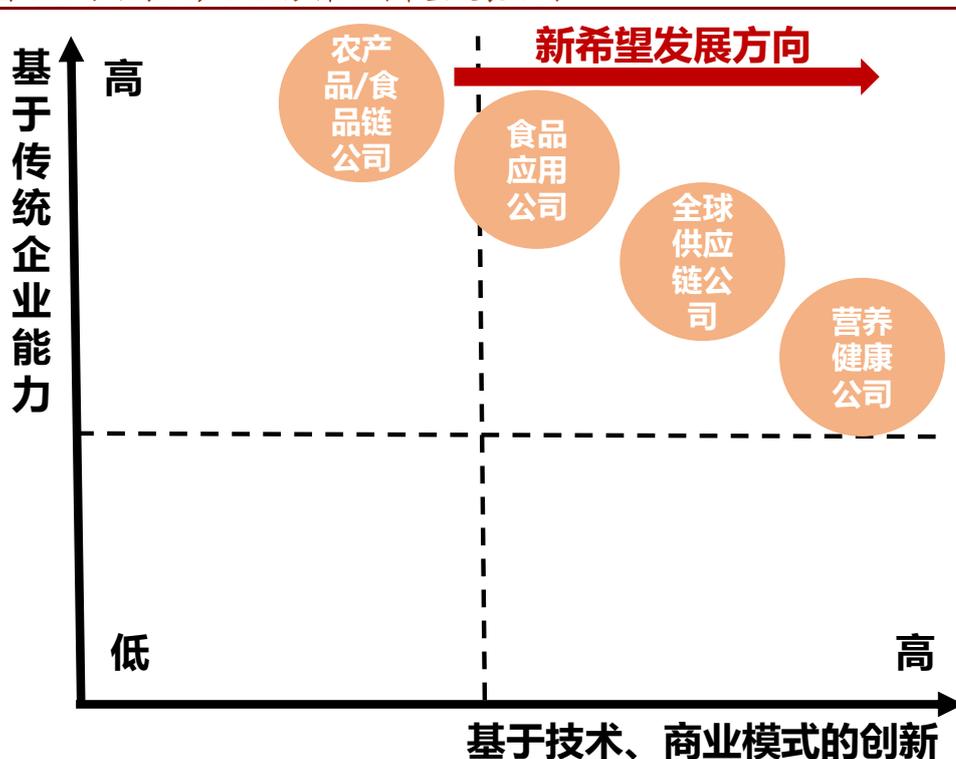
近年来由于缺乏养殖基地，影响了公司饲料业务中高毛利的猪料产品的增长；大力加强养殖端布局成为打通上下游、增加协同效应的关键。遍布全国的饲料产能、本香与 PIC 的合资原种猪资源、现代化的新好模式为大力扩张生猪养殖产能创造得天独厚的有利条件。养殖规模的扩大，将大大提升猪料销量的占比，提升饲料业务的盈利能力。领先的技术、雄厚的资本和完整产业链将助力新希望穿越周期，收获成长。

图 42：产业链布局中，生猪养殖是短板



资料来源：招商证券

图 43：农牧食品产业链分析及新希望发展方向



资料来源：招商证券

然而我们认为，中国的食品安全问题不是光靠品牌就可以解决的，更重要的是整个体系的重构，通过渠道的扁平化、产地直达终端，由以前的产业链上下游割裂变为产业链一体化和融合，才能最大限度保证食品安全。这就是中国和美国的差异，也决定了中国的企业成长路径和美国有着本质的不同，我们需要的是一个体系，厚积薄发、无迹可寻。能把握住这次机会的企业，它的成就会超过美国乃至世界巨头，因为中国的市场足够大。

**从新希望来看，学习泰森布局了猪、鸡两条全产业链。**

一条是肉猪全产业链，新希望旨在以国内生猪养殖最高水平的山东夏津猪场聚落养殖模式为样板，规划在全国复制建设 20~30 家现代化猪场，平均规模为 50~100 万头/家。新希望夏津猪场的 PSY 指标高达 30.7 头，为国内最优水平之一，超过欧洲平均水平。新希望所有生产母猪群平均 PSY 也达到 26.3 头，傲视群雄。从夏津猪场的成本来看，其育肥全成本为 11.4 元/公斤，另外一个复制夏津猪场而来的胶东猪场育肥出栏 2 万头生猪，全成本还不到 11 元/公斤，这足以看出新希望夏津猪场的成本绝对领先优势。

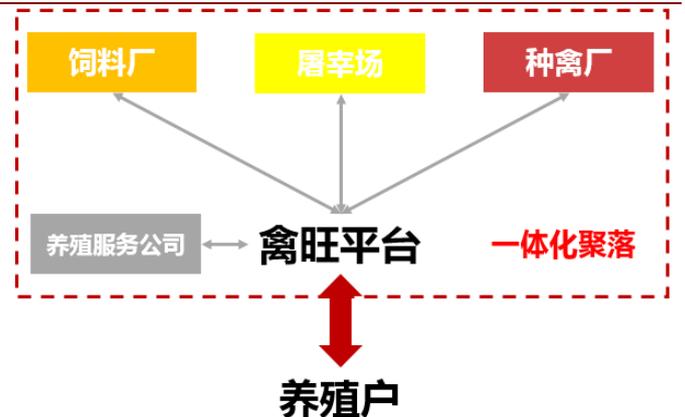
另外一条产业链就是禽全产业链，公司 2016 年上半年向温氏学习，全面推进了“禽旺”养殖服务项目。类似温氏的二级半公司，放养部、饲料厂、收禽公司均有统一的出口，将养殖场、饲料厂集中在一个一体化单元中，并配以养殖服务公司，14 个一体化单元加上屠宰厂构成一个完整的禽旺单元。另外，“禽旺养鸡”模式可以更好地解决食品安全问题，生产过程更加规范化，并能实现可溯源。

图 44：新好模式



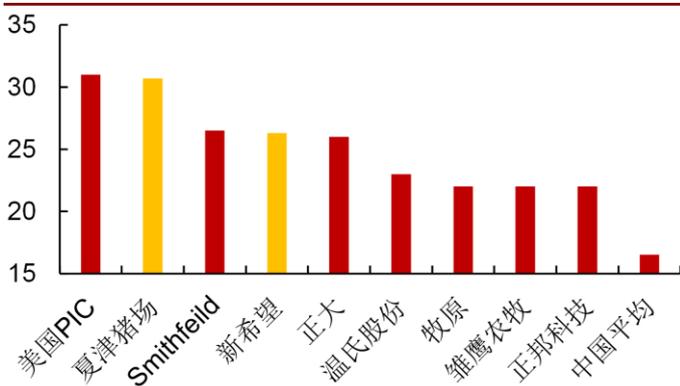
资料来源：公开信息、招商证券

图 45：禽旺单元



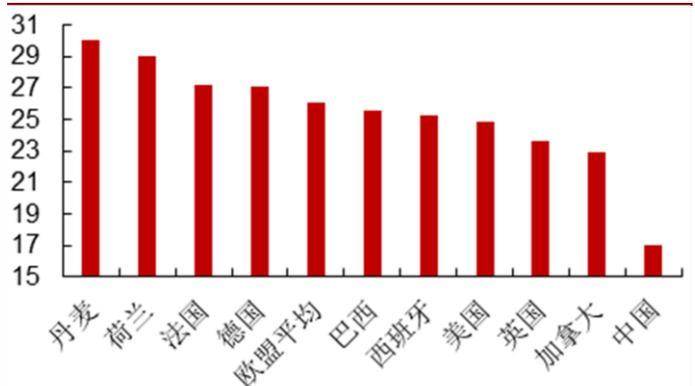
资料来源：公开信息、招商证券

图 46：夏津猪场与新希望 PSY 傲视群雄



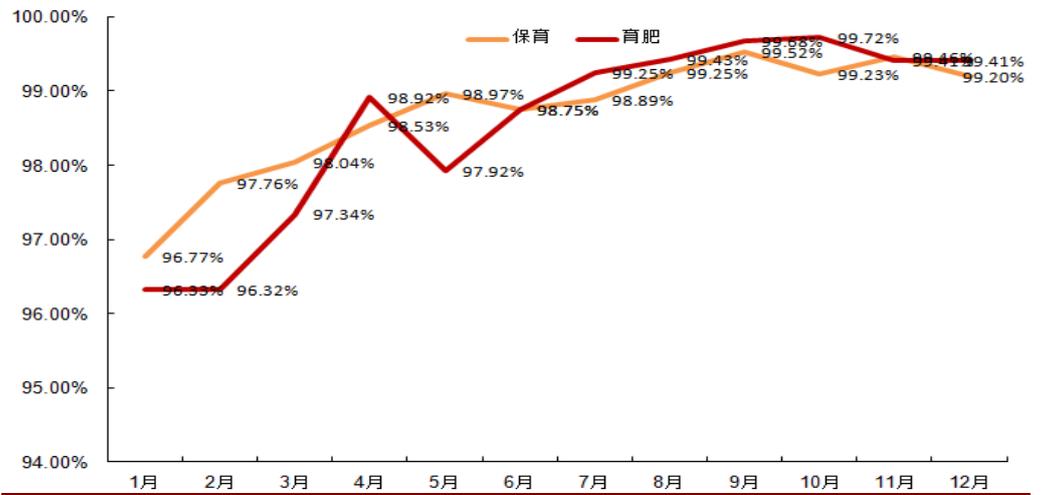
资料来源：公开资料、招商证券

图 47：国内外平均 PSY 对比



资料来源：公开资料、招商证券

图 48: 夏津猪场 16 年祖代保育育肥成活率



资料来源: 公司资料招商证券

表 3: 夏津猪场 16 年关键生产指标

指标	数据
分娩率	超过 94.5%
窝均活仔	超 12.7 头
PSY	超 30 头
非生产天数	低于 25 天
断奶成本	达到 230
育肥成本	5.7 元/斤
全成本	11.4 元/公斤

资料来源: 公司资料、招商证券

### 三、食品：最后一公里，不破楼兰终不还

民以食为天，食以安为先。基地+终端的模式，让肉制品的采购来源于自身，从源头打造食品安全能力。新希望建立了食品安全的三级检测体系，成立了食品安全督查小组，升级了 SHE 体系，全力打造出让消费者信赖的食品，食品安全的可追溯体系则让产品置于消费者的监督之下。公司旗下的成都希望食品还被国际食品安全协会授予“食品安全典范企业”，是 2014 年度唯一获此殊荣的中国肉食品企业；2015 年，公司旗下的成都希望食品成为第二批“食品冷链物流追溯管理要求”国标试点企业。

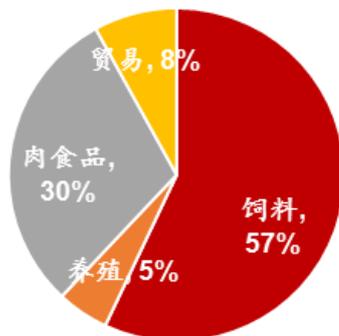
新希望未来的战略中，将逐步加大养殖、肉食品的收入及毛利占比，饲料将仅作为内部生产资料使用。目前公司饲料收入占比高达 57%，是战略转型的主要阵地，公司计划在 2019 年实现饲料、养殖、肉食品的收入比例调整至 50%、20%、30%，毛利比例调整至 40%、35%、25%。

图 49：新希望定期报告中披露的分项收入变化



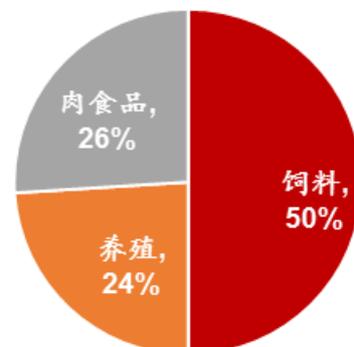
资料来源：公司公告、招商证券

图 50：2016H1 公司营业收入构成



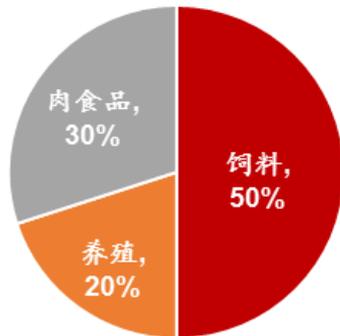
资料来源：公司中报、招商证券

图 51：2016H1 公司毛利构成



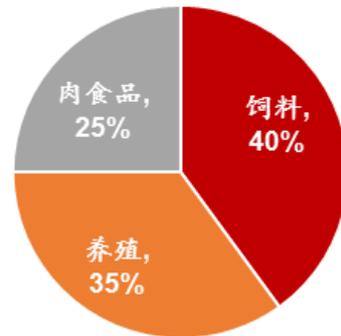
资料来源：公司中报、招商证券

图 52：2019 年公司目标营业收入构成



资料来源：招商证券

图 53：2019 年公司目标毛利构成



资料来源：招商证券

## 1、猪屠宰：产能充足，服务养殖

目前公司拥有生猪屠宰产能 750 万头，主要集中于北京、沈阳、河北南宫三家公司，尚未能与养猪业务布局形成匹配。2015 年公司的生猪屠宰量为 160-180 万头，产能利用率较低，主要因为在猪价上涨时收猪压力较大。公司短期内不打算继续新建屠宰产能，但会考虑围绕养殖项目进行配套收购。另一方面，养殖对土地和环境的要求很高，但是饲料和屠宰要求相对较低；待养殖规模稳定之后，自建饲料和屠宰场或许具有更高的经济价值。

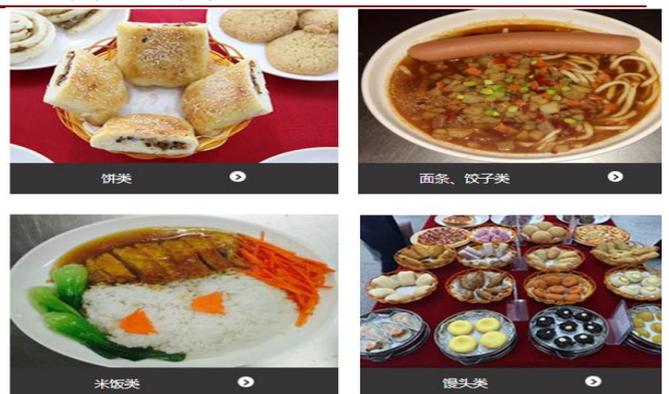
“北京千喜鹤”是新希望六和食品控股旗下生猪屠宰冷鲜肉品牌，志在“构建绿色肉品产业链，成就高端市场领跑者”。千喜鹤主要布局京冀辽三省，以新希望六和北方绿色生猪产业链为依托，为消费者提供新鲜、安全、营养、健康、绿色及可追溯的猪肉食品。与千喜鹤集团的合作将加快新希望养殖产能的消化，并以此为基础强化在深加工环节的布局。

图 54：屠宰冷鲜肉品牌：千喜鹤



资料来源：公司官网、招商证券

图 55：千喜鹤团餐展示



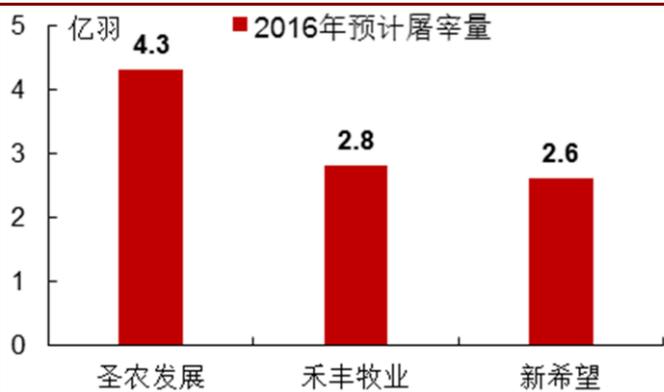
资料来源：公司官网、招商证券

## 2、禽屠宰：优化渠道，巩固优势

因活禽交易越来越少，大部分禽养殖龙头企业均以屠宰分割后的禽肉及其制品为主要的销售方式。且禽链的一体化程度高，只要产业链景气度上升，一定会在下游屠宰中有所体现。历年来公司的禽肉屠宰量较为稳定，保持在 180 多万吨左右；其中，白羽鸡屠宰

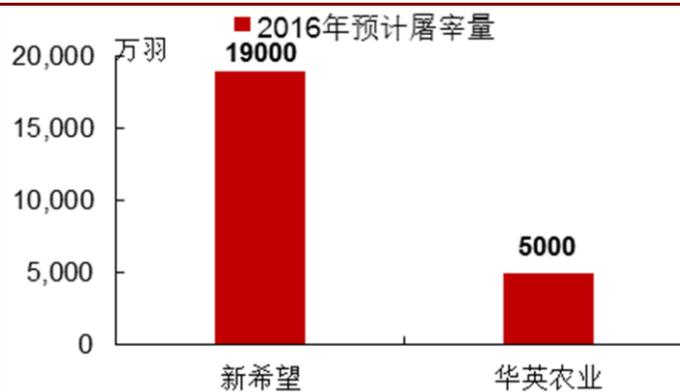
量排在国内第三（仅次于圣农发展、禾丰牧业），肉鸭屠宰量排在国内第一，占比约为20-25%，行业格局较为稳定。近年来，公司加大了批发市场以外的其他销售渠道开拓力度，批发渠道占比由2013年的95%降低至2015年的60%，我们预计今年这一比例将进一步降低。通过多方位狠抓食品安全建设、多渠道消化屠宰体量，有助于进一步提升品牌溢价能力。

图 56：白羽鸡屠宰量行业第三



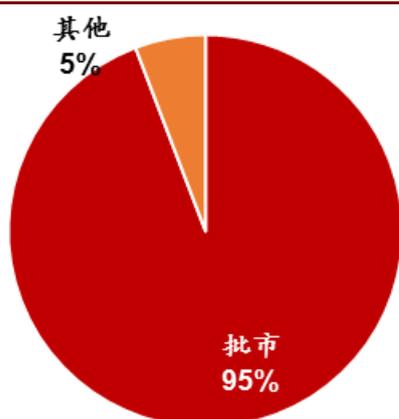
资料来源：公司公告、招商证券

图 57：肉鸭屠宰量行业第一



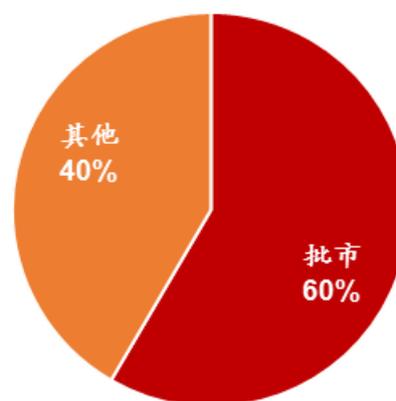
资料来源：公司公告、招商证券

图 58：2013 年公司禽肉销售渠道占比



资料来源：草根调研、招商证券

图 59：2015 年公司禽肉销售渠道占比



资料来源：草根调研、招商证券

### 3、熟食：深耕渠道，打造美食

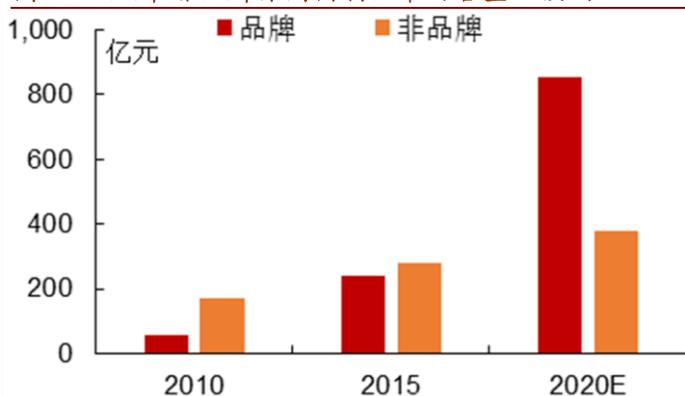
公司积极提升产品附加值，力求提高深加工肉制品的业务占比，2016 年上半年，深加工肉制品销量共计 6.4 万吨，同比增长 18%。在渠道结构调整上，继续加大批市之外的新型渠道的开拓，在**餐饮渠道**上新开发了百胜、达美乐、棒约翰、永和大王、全聚德、海底捞等客户；在**商超渠道**上新开发了家乐福、大润发、银座、7-11 等客户；在**电商渠道**上新开发了饿了么、美团外卖、百度外卖、海尔、苏宁云商等客户；在**深加工渠道**上新开发了煌上煌、好婆婆、廖记等客户。同时，公司还在 2016 年上半年参股了久久丫，收购了嘉和一品中央厨房的相关资产，并在去年成立的美食发现中心基础上，增设了多个分中心，助力开拓新渠道，满足愈发多元化的市场需求。

### (1) 打造美食品牌

品牌知名度已成为影响消费者决策的重要因素，相比于非品牌产品，品牌休闲卤制品更易受认可，其在 2010-2015 年间的复合增长率高达 32.6%，预计 2015-2020 年的复合增长率为 28.9%，潜在市场空间将达到 855 亿元。其中禽肉食品的增速较快，有望保持 21.6% 的复合增长率。

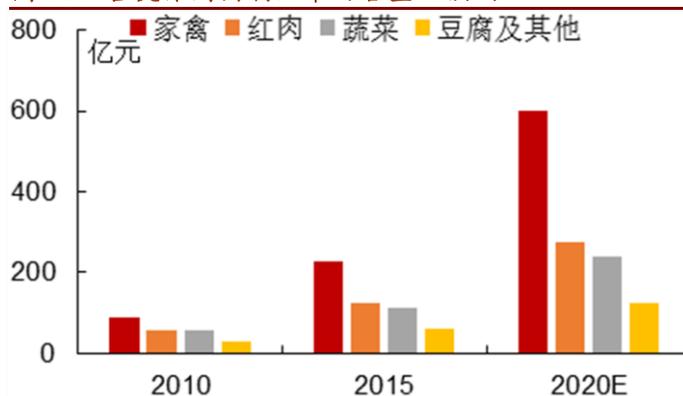
2015 年 8 月，新希望六和在上海成立美食发现中心，旨在以“发现美食，创造美食”为核心价值，接触市场和终端消费最前沿，为用户提供全方位解决方案，实现用户利益最大化，打造可循环的食品生态链。在终端转型上，开展“生转熟、冻转鲜、贸易转终端”的经营策略，加大食品深加工业务的比重，推动产品升级。提升畜禽原料肉的转化比例，提升主产品及精细包装产品的鲜销比例，更贴近消费者，简化厨房程序，更快入口，更便于享用。

图 60：品牌/非品牌休闲卤制品市场容量及预测



资料来源：Frost&Sullivan、招商证券

图 61：各类休闲卤制品市场容量及预测



资料来源：Frost&Sullivan、招商证券

### (2) 深耕区域市场，区域包围全国

美好是新希望六和食品控股旗下深加工肉制品品牌，主要布局西南地区。经过 20 多年的区域深耕，美好延伸出上百个品种，远销全国二十多个省区直辖市和香港、澳门等地。如今，“美好”食品在西南地区以超过 50% 的市场综合占有率，成为当之无愧的西南肉制品第一品牌，中国肉制品领先品牌之一。新希望欲打造 10 个肉品基地，以点带面、区域包围全国的方式扩大肉品的销售范围及市场。

无独有偶，本香作为西北区域的生猪产业链绝对龙头，恰好能弥补新希望在西北区域的业务空缺；同时，其涵盖育种、养殖、屠宰、销售的一体化全产业链与新希望的战略定位惊人的吻合。天价收购的背后，彰显出新希望独到的战略眼光和势在必得的决心。

目前中国猪肉加工企业大概演化成三大阵营，其中双汇、雨润、金锣为一线品牌，占据肉制品市场 80% 左右的份额。美好、唐人神、得利斯均为二线品牌，快速由区域市场向全国渗透。一些地方性弱势品牌，在县域市场有一定知名度，但无法对第一、二阵营形成威胁，属于第一阵营主要的兼并收购对象。目前，三家龙头企业在主要养猪大省均设立了屠宰加工基地，但在产能布局上还是有分化。从三家龙头企业过去三年的产品销售单价和费用率趋势来看，行业竞争并不激烈，龙头企业具有较强的溢价能力。

图 62: 美好肉制品展示 A



资料来源: 公司资料、招商证券

图 63: 美好肉制品展示 B



资料来源: 公司资料、招商证券

### (3) 并购合作跨越短板

新希望食品的每一次布局, 不论线上线下, 均有较好的合作伙伴, 利于弥补短板。公司提倡的“新希望六和+”模式可有效整合行业优质资源, 推动双方互利发展。并购方面, 新希望六和近年来动作频频, 2016 年 1 月、3 月, 分别以 1.73 亿、3 亿元投资久久丫与嘉和一品中央厨房, 2016 年 12 月更是将本香农业 70% 股权过户至上市公司名下, 本香农业成为上市公司控股子公司。

**收购本香农业, 加强种猪优势和西北区域布局:** 本香农业作为西北区域的生猪产业链一体化龙头, 在饲料研发、种猪繁育和商品猪养殖等方面形成了具有核心竞争力的技术储备。本香农业和 PIC 深度合作, 合资建成了繁育等级最高、单体场规模最大的曾祖代母猪繁育场, 年可精选祖代母猪 2.6 万头, 可保障出栏 500 万头商品猪的种猪供应。同时本香同美国第二大养猪公司 Pipestone 签订了养殖技术服务合作协议, Pipestone 公司为本香农业种猪繁育养殖提供全程技术服务。

**终端转型: 与现代商超、餐饮客户、电商平台的合作。** 例如 2014 年, 先后与本来生活、京东等垂直和平台类电商以及一茶一坐、鹿港小镇等连锁餐饮企业展开合作, 带动公司产品走向终端消费者。

**参股“久久丫”:** 2016 年 1 月 8 日, 新希望六和宣布以 1.73 亿元投资久久丫, 占股 20%, 成为其单一第一大股东; 双方将在原料端、产品端、消费大数据等方面展开合作。久久丫集团成立于 2002 年, 是国内最早以连锁形式销售酱卤鸭制品的集团公司, 拥有终端门店近 1000 家, 在部分核心市场的占有率居同行之首。

**中央厨房业务:** 收购 2008 年北京奥运餐饮品牌嘉和一品的中央厨房业务, 将新希望六和在食品加工方面的能力放大, 更好地发挥中央厨房在中餐集约化研发和生产方面的优势。此外, 由于嘉和一品自己的渠道不足以覆盖它中央厨房的产能, 与新希望合作后可以共享渠道和产能, 产生业务协同。

此前新希望更多以饲料和禽肉供应商的身份出现, 但实际上已经参与到包括海底捞、吉野家、7-11 等在内的连锁餐饮品牌的供应体系之中, 具备了将中餐和西餐标准化、再工业化的能力。而下一步, 公司打算将这部分能力变成一种服务, 为下游的社会化餐饮和消费群体提供整体解决方案, 反过来拉动上游养殖规模的可持续发展。

## 四、中国的泰森，世界的新希望

### 1、泰森的全产业链值得借鉴

作为新希望对标的国际肉食品巨头，泰森食品主要有以下四个特点：

一是定位于综合性肉制品供应商，成立之初仅从事活鸡的贸易业务，之后在禽产业链逐渐完成垂直整合的同时又先后进入牛肉、猪肉、水产（随后出售）和预制食品领域，现已成为全球最大的综合肉制品供应商。

二是泰森食品的产品结构差异大，泰森食品的牛肉占比较高、其次是鸡肉和猪肉。

三是泰森食品的销售渠道贴近消费者，泰森食品2013年产品销售渠道中，消费品占43%，食品工业占34%，海外占17%，其他6%。

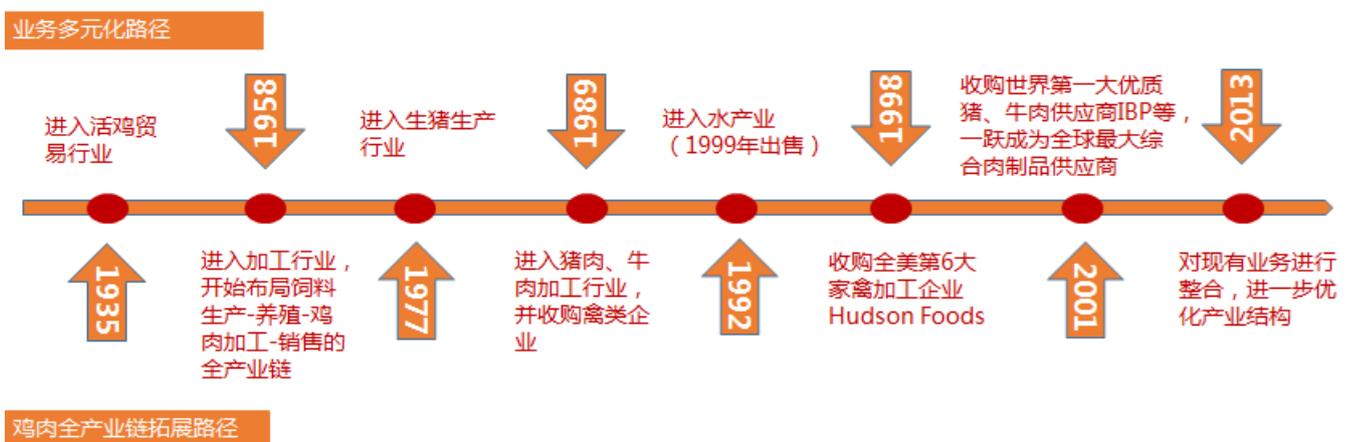
四是泰森食品善于利用收购兼并发展壮大，泰森食品的发展历程可谓是一部收购兼并的历史。泰森对产业链的整合也大多是通过兼并收购来进行，例如对禽全产业链的整合，泰森大致经历了三个时期：

(1) 1935-1958 年的垂直整合阶段：公司由单一的活鸡贸易向上下游进行延伸，逐渐过渡到“饲料生产-养殖-鸡肉加工-销售”的全产业链经营模式；

(2) 1963-1995 年外延扩张阶段：先后收购 19 家禽类企业，进一步完善了整个鸡肉生产的产业链；

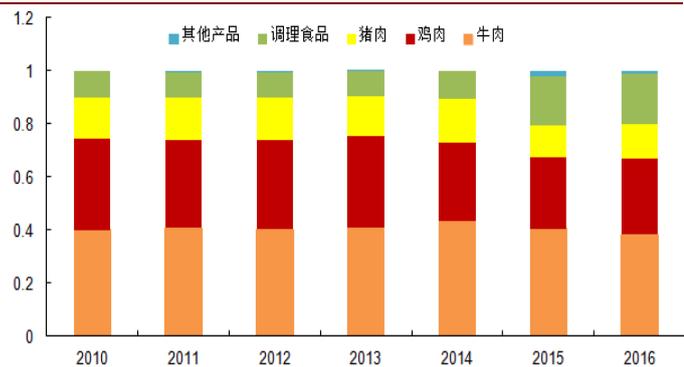
(3) 2001-2013 年整理阶段：公司先后出售或关闭多项业务，并对现有业务进行整合，进一步优化产业结构。而在牛、猪全产业链的布局上，泰森大多都是通过收购已有企业进入相关领域，基本没有自建生产设施，进入相关领域后也都是通过收购兼并的方式进行产能的扩张和产业链的延伸。

图 64：泰森的发展历程及产业链的拓展路径



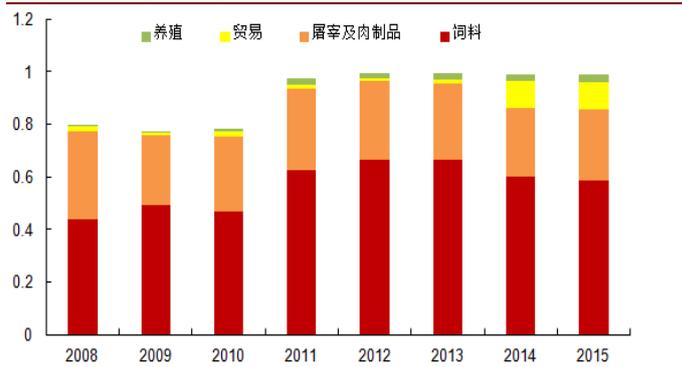
资料来源：公开资料、招商证券

图 65: 泰森食品产品结构差异较大



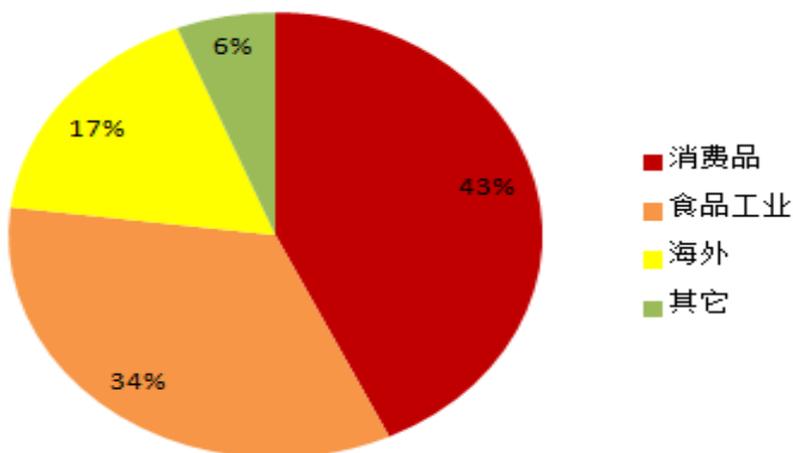
资料来源: wind、招商证券

图 66: 新希望的产品结构主要以饲料为主



资料来源: wind、招商证券

图 67: 泰森食品 2013 年产品销售渠道

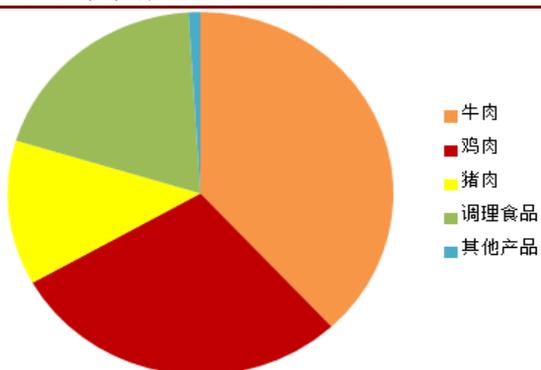


资料来源: wind、招商证券

目前, 泰森食品鸡肉生产拥有完整产业链, 和新希望类似, 但泰森食品肉类生产中高附加值的深加工产品占比较重, 而新希望的肉制品基本都仅进行初级加工, 并以原料肉的形式进行销售, 所以产品附加值低。但是随着新希望终端市场建设的完善, 新希望在肉制品上的深加工产品占比将上升, 产品附加值将会增加。

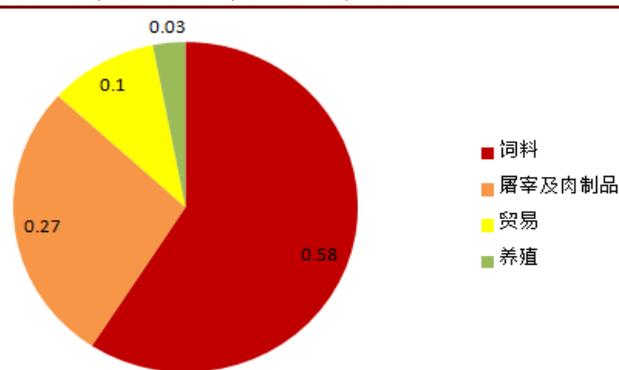
新希望现在处于国内饲料行业的龙头地位, 在饲料行业的优势不言而喻, 而新希望也正在通过兼并收购加速布局海外市场。可以预见, 新希望最有希望成为中国的泰森。而中国的人口是美国的数倍, 市场空间巨大, 所以新希望未来千亿市值可期。

图 68: 2016 年泰森各类肉制品的占比



资料来源: wind、招商证券

图 69: 新希望 2015 年主营业务的占比



资料来源: wind、招商证券

## 2、全球布局，海外再造一个新希望

新希望的海外事业起步较早，于 1996 年开始，目前已在全球大约 30 个国家通过自建、并购和合作等方式投资了 50 余家企业或工厂，并拟定了未来 3 至 5 年每年新增 10 家工厂的扩张计划。新希望对海外市场按区域划分，并采用不同的发展策略，以饲料产品为先导开展国际化布局，并在匹配市场推进本土化运营及资源整合，在成熟市场开创产业发展模式。

表 4：新希望的海外战略

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

资料来源：公司资料、招商证券

### (1) 产品的国际化

新希望的国际化战略直接表现为产品的国际化。**第一是饲料的国际化**，新希望 1999 年投资 3000 万元在越南新建了一座年产 20 万吨的饲料厂。随后的十几年新希望一直在东南亚投资建厂，在越南、菲律宾、孟加拉国、印度尼西亚等 11 个国家拥有在建或建成的饲料厂 26 家。**第二是乳业的国际化**，新希望近年来在乳业上的动作不断，除了在澳洲投资建设首个万头牧场，布局上游资源，完善其“上游--加工--终端产品”的全产业链布局外，还与新西兰皇家农科院达成战略联盟，由单纯的资源合作升级到乳品的全球化研发和生产。新希望从乳业出发，目标是实现在包括牛奶、牛羊肉、水产品在内的全球高端动物蛋白产业的布局，未来 3-5 年，新希望计划投资 170 亿用来打造全球高端动物蛋白体系的构建。

### (2) 采购的国际化

由于饲料成本绝大部分来自原料，原料采购对于饲料生产企业尤为关键。**新希望在海外大手笔布局的逻辑**，另一个重要的原因在于国外的原粮价格较低，国际化的布局可以节约成本。尽管新希望经过这么多年的发展已经拥有了一支实力强大的专业化采购团队，对大宗原料不仅具有集中采购的成本优势，而且具有比较完善的供应商评价机制，原料技术检测及开发团队更是处于国内领先水平。但由于此项业务多被国外企业和财团掌控，国内大宗原料采购一直处于比较被动的局面，而新希望收购蓝星贸易集团公司后有望打破这一局面。美国蓝星是美国独立的粮食及大宗商品贸易企业，在北美地区处于区域龙头地位。依托先进的物流和信息技术，美国蓝星集团专注于大宗商品的实物交易，业务主要聚焦在粮食贸易、饲料原料贸易、能源产品贸易三大板块，在北美、南美、英国、

中国等设有分支机构，年贸易超过 2400 万吨粮食、饲料原料，以及 1900 万桶能源产品。

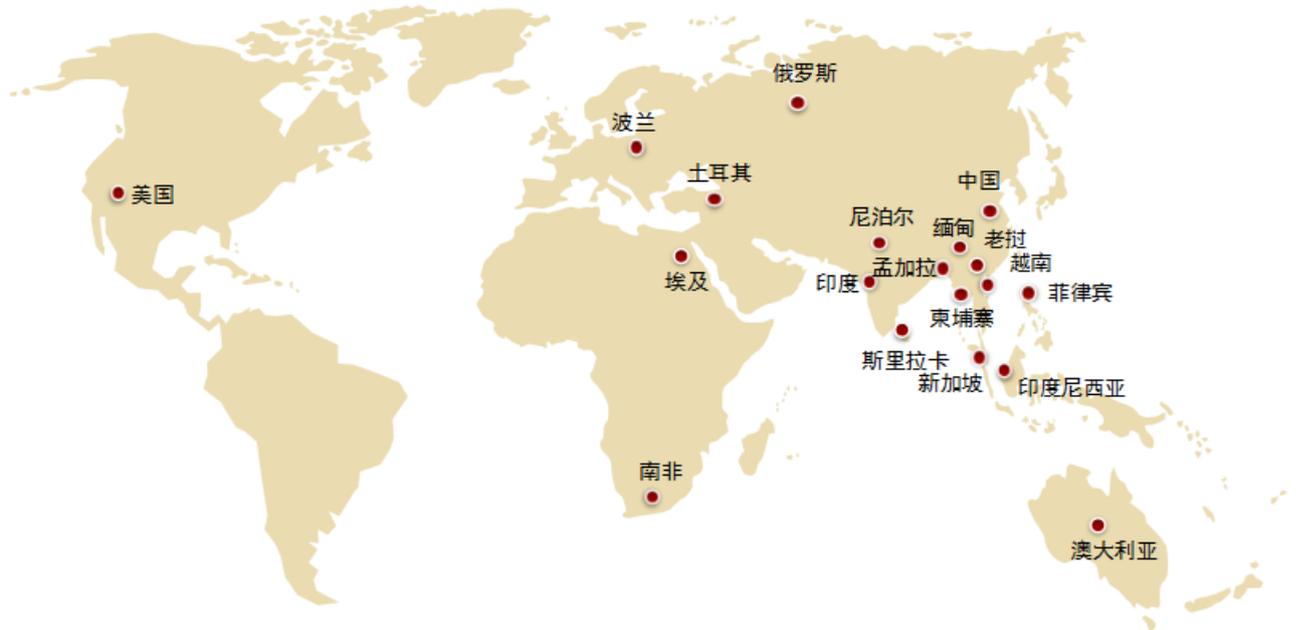
**收购蓝星的战略意义：**美国蓝星遍及北美、巴西、澳洲等地的业务为新希望的原料采购提供了更多的渠道支持，可以直接降低原料采购的成本。二来保证了企业的原料供应，实现了中国与国外市场的优势互补。三来美国蓝星财务稳健，可以为新希望带来财务投资收益。四来美国蓝星长期免费为新希望六和培养人才，为加快新希望六和的国际化布局提供了有力的支撑。

### （3）并购的国际化

2013 年新希望实行转型后，海外扩张的速度明显提高，在建厂之外，新希望开始瞄准发达国家的知名企业进行并购和投资，并将触角从东南亚延伸至欧洲。尤其“一带一路”提出后，公司加快了海外投资发展的步伐，其策略是在发达国家收购品牌和技术，在发展中国家建工厂。

2016 年，新希望海外生产的产品销售约占总销售额的 10%，未来通过国际化布局，海外销售额比例将提升至 40%。目前，新希望在海外的占有率和海外收入不高，要打造世界级农牧企业，海内外的贡献应平衡，新希望的目标是未来海外业务收入占比要超过 50%。海外国家之所以吸引各大型公司到当地投资建厂，其中很重要的原因就是净利率远高于国内工厂。

图 70：新希望在海外的布局



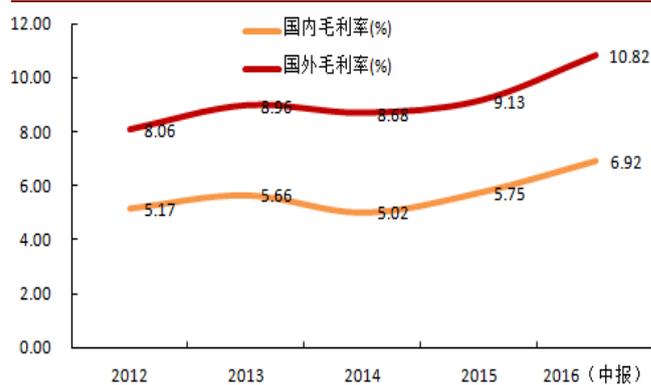
资料来源：公司网站、招商证券

图 71：转型后新希望国外收入占比上升



资料来源：公司年报、招商证券

图 72：国外毛利率一直高于国内，具有优势

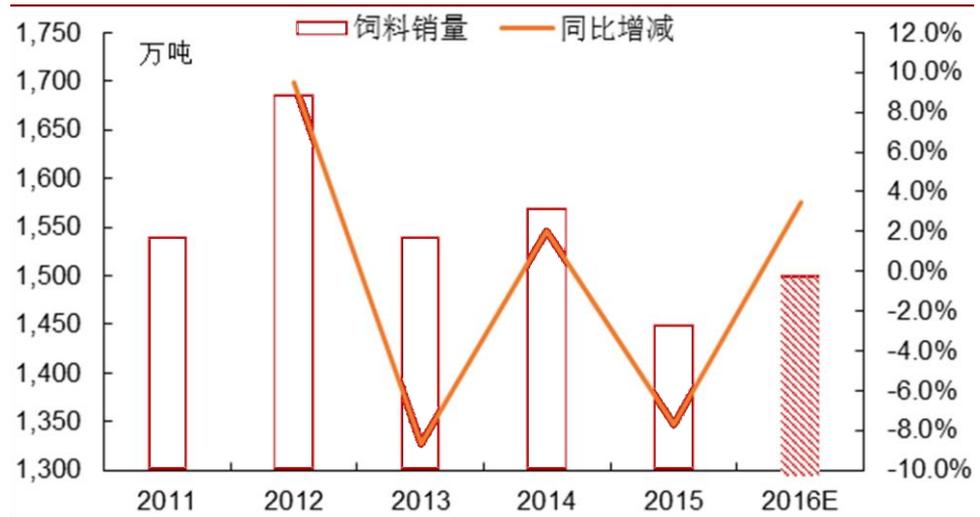


资料来源：wind、招商证券

## 五、盈利预测与估值

通过接近三年的努力，公司的农牧主业出现了积极的反转迹象，饲料销量触底回升，农牧业务净利润大幅增长，行业回暖叠加成本及费用管控，共促业绩反转。随着高成本饲料原料消化进入尾声，落后产能淘汰和先进产能替代稳步推进，产品结构不断优化，公司饲料销量有望受益于养殖后周期而维持温和增长，我们预计 2016 年饲料销量为 1500 万吨。

图 73：饲料销量及其同比（含预测）



资料来源：公司公告、招商证券

### 1、盈利预测

预计公司 2016/17/18 年饲料销量为 1500/1545/1592 万吨，生猪出栏 100/200/600 万头，禽苗养殖 4.5/4.7/5.0 亿羽，屠宰 245/270/296 万吨，农牧业务贡献 EPS 为 0.29/0.37/0.50 元，民生银行投资收益贡献 EPS 为 0.36/0.38/0.41 元。给予农牧业务 20-25 倍、投资收益 7 倍 PE，得出一年期目标价 10.1-12.0 元，较现价具有 24%-47% 的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

注：投资收益方面参考了招商证券金融组对民生银行的盈利预测。

表 5: 各季度业绩回顾

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	16318	17084	14938	12239	15550	16548
营业毛利	273	228	85	296	396	381
营业费用	339	396	349	335	354	370
管理费用	390	420	454	393	418	444
财务费用	78	131	21	68	8	22
投资收益	634	765	388	606	599	540
营业利润	910	973	486	906	991	920
归属母公司净利润	642	616	438	660	767	684
EPS (元)	0.31	0.30	0.21	0.32	0.37	0.33
主要比率	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2
毛利率	7.0%	7.2%	6.5%	9.2%	7.9%	7.4%
营业费用率	2.1%	2.3%	2.3%	2.7%	2.3%	2.2%
管理费用率	2.4%	2.5%	3.0%	3.2%	2.7%	2.7%
营业利润率	5.6%	5.7%	3.3%	7.4%	6.4%	5.6%
有效税率	6.5%	15.1%	-8.4%	4.8%	4.7%	5.4%
净利率	3.9%	3.6%	2.9%	5.4%	4.9%	4.1%
Yoyo	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2
收入	-5.9%	-9.5%	-21.7%	-7.1%	-4.7%	-3.1%
归属母公司净利润	-4.2%	-1.0%	-2.7%	27.8%	19.5%	11.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 6: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入合计</b>	<b>61520</b>	<b>61046</b>	<b>69352</b>	<b>77571</b>
饲料	41685	32253	35153	36287
屠宰及肉制品	19336	20336	24525	26681
贸易	7305	5082	4574	4117
养殖	2342	3375	5100	10487
其他	721	680	650	620
<b>收入增长率</b>	<b>-12.13%</b>	<b>-0.77%</b>	<b>13.61%</b>	<b>11.85%</b>
饲料	-15.62%	-22.63%	8.99%	3.23%
屠宰及肉制品	-9.53%	5.17%	20.60%	8.79%
贸易	-13.12%	-30.43%	-10.00%	-10.00%
养殖	18.28%	44.11%	51.11%	105.62%
其他	-18.65%	-5.71%	-4.41%	-4.62%
<b>毛利率</b>	<b>6.95%</b>	<b>8.16%</b>	<b>8.29%</b>	<b>8.68%</b>
饲料	6.97%	9.07%	8.57%	8.55%
屠宰及肉制品	5.89%	3.73%	4.40%	6.67%
贸易	-0.93%	5.00%	5.00%	5.00%
养殖	7.15%	30.89%	28.09%	15.70%
<b>投资收益</b>	<b>2433</b>	<b>2170</b>	<b>2302</b>	<b>2465</b>
长期股权投资收益 (民生银行)	2061	1998	2110	2253
减持民生银行股权获 得投资收益	237	0	0	0
其他	152	172	192	212

资料来源: 公司数据、招商证券

新希望通过持股 75%的新希望投资有限公司持有民生银行的股权, 投资收益按民生银

行的净利润乘以股权比例 4.18%计入利润表的投资收益，同时分出 25%计入少数股东损益，同时也增加了资产负债表的长期股权投资与少数股东权益项。而 2016 年公司投资收益相较于 2015 年减少了 2.6 亿元，原因有两点：①2015 年公司售出民生银行 7670 万股获得投资收益约 2.37 亿元。②2016 年因持股比例降低而减少了约 6300 万的投资收益。

表 7：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	70012	61520	61046	69352	77571
营业成本	65860	57243	55790	63218	70426
营业税金及附加	21	24	24	28	31
营业费用	1424	1414	1403	1594	1783
管理费用	1567	1654	1641	1865	2086
财务费用	417	312	349	347	292
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	2170	2302	2465
营业利润	2891	3142	4007	4601	5417
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	4045	4639	5456
所得税	295	221	656	795	957
净利润	2613	2960	3389	3844	4499
少数股东损益	594	749	678	706	742
归属于母公司净利润	2020	2211	2711	3138	3757
EPS (元)	0.97	1.06	0.65	0.75	0.90

资料来源：公司数据、招商证券

## 2、估值对比

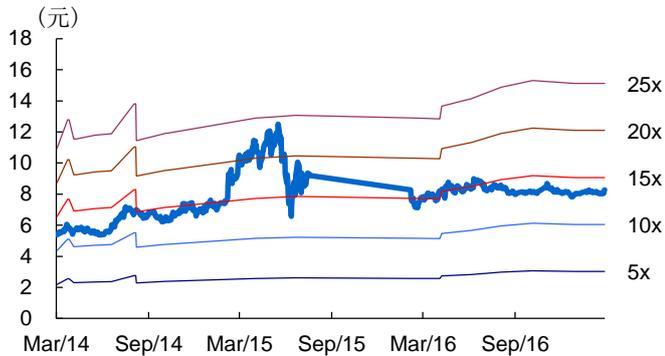
表 8：估值对比表

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	8.15	0.97	1.06	0.65	6%	9%	23%	8	8	13	1.66	12.61%	344
海大集团	16.50	0.51	0.62	0.81	44%	26%	31%	32	27	20	4.12	16.50%	261
正邦科技	6.16	0.52	0.52	0.51	265%	209%	11%	12	12	12	2.31	18.01%	141
牧原股份	26.79	1.23	2.12	2.54	643%	274%	21%	22	13	11	4.72	40.75%	277
平均					240%	130%	22%	19	15	14	3	21.97%	

资料来源：公司数据、招商证券

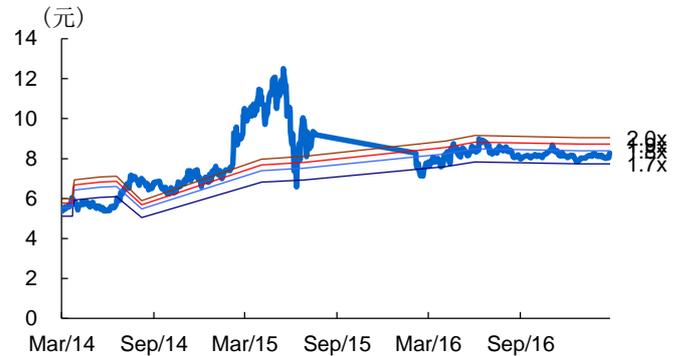
### 3、PE-PB Band

图 74：新希望历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 75：新希望历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

### 风险提示

进口猪肉大幅上升、高致病性不可控疫病、环保政策不达预期。

### 参考报告：

- 1、《新希望-改革孕育希望，食品王国伊始》2016-11-12，公司围绕“基地+终端”坚定转型，饲料销量触底回升，生猪养殖快速扩张，农牧业务景气反转，预计今年农牧板块贡献净利润 12.21 亿，同比大增 216%。<http://t.cn/Rfoywtf>
- 2、《新希望-千万头出栏计划快速推进》2016-08-24，8 月 19 日，公司发布董事会决议公告，拟投资 26.98 亿元新建聚落式猪场项目共 7 个，全部达产后将形成年出栏约 230 万头商品猪的产能。<http://t.cn/RtenkkD>
- 3、《新希望-农牧食品巨头，坚定转型之路》2016-07-06，基于对未来趋势的合理判断，公司启动了转型和变革，包含海外、终端、基地。行业必须应对产能过剩，养殖端的结构、效率变化、消费端需求对饲料企业提出新的挑战。半年内目标价 11.70-13.51 元，具有 38%-60%空间，给予“强烈推荐-A”评级。<http://t.cn/RtlOoyw>
- 4、《新希望-禽业龙头进军生猪，农牧食品巨头启航》2016-03-02，若自然灾害导致国内粮价飞涨，新希望将是最大的受益者。利用其全球化的原料布局，发挥规模优势，提升产业链定价权。预计 2015-17 年 EPS（摊薄后）为 1.02/1.21/1.57 元，给予 2017 年 18-22 倍 PE 得出一年内目标价为 28-35 元。<http://t.cn/Rtlrxx6>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	10808	9903	11944	12416	13835
现金	3296	3727	5921	5588	6218
交易性投资	58	27	27	27	27
应收票据	62	16	16	18	20
应收款项	434	387	372	422	472
其它应收款	523	518	514	584	654
存货	4614	3320	3206	3633	4047
其他	1822	1908	1888	2144	2397
<b>非流动资产</b>	22593	25314	26853	28606	30593
长期股权投资	12315	14389	16559	18860	21326
固定资产	6318	6738	6235	5800	5422
无形资产	938	1049	944	850	765
其他	3022	3139	3115	3096	3081
<b>资产总计</b>	<b>33401</b>	<b>35217</b>	<b>38796</b>	<b>41022</b>	<b>44429</b>
<b>流动负债</b>	10299	10083	11420	10614	10464
短期借款	5141	4953	6383	5159	4604
应付账款	2207	1666	1624	1840	2050
预收账款	460	572	557	631	703
其他	2492	2892	2856	2983	3106
<b>长期负债</b>	1213	998	998	998	998
长期借款	1037	779	779	779	779
其他	176	219	219	219	219
<b>负债合计</b>	<b>11512</b>	<b>11081</b>	<b>12418</b>	<b>11612</b>	<b>11462</b>
股本	2084	2084	4168	4168	4168
资本公积金	4348	4246	2162	2162	2162
留存收益	11166	12937	14501	16827	19642
少数股东权益	4291	4869	5547	6253	6995
归属于母公司所有者权益	17598	19267	20831	23156	25972
<b>负债及权益合计</b>	<b>33401</b>	<b>35217</b>	<b>38796</b>	<b>41022</b>	<b>44429</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	1344	3188	2668	2448	2818
净利润	2020	2211	2711	3138	3757
折旧摊销	907	952	1029	946	875
财务费用	458	351	349	347	292
投资收益	(2281)	(2433)	(2168)	(2300)	(2464)
营运资金变动	(398)	1481	73	(394)	(389)
其它	639	624	675	710	746
<b>投资活动现金流</b>	(1024)	(1561)	(2566)	(2698)	(2862)
资本支出	(2199)	(1767)	(396)	(396)	(396)
其他投资	1175	206	(2170)	(2302)	(2465)
<b>筹资活动现金流</b>	(155)	(1175)	2092	(83)	674
借款变动	(4599)	(2714)	1418	(1223)	(555)
普通股增加	346	0	2084	0	0
资本公积增加	2679	(102)	(2084)	0	0
股利分配	(434)	(521)	(1146)	(813)	(942)
其他	1854	2162	1820	1953	2171
<b>现金净增加额</b>	<b>165</b>	<b>452</b>	<b>2194</b>	<b>(333)</b>	<b>631</b>

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
<b>营业收入</b>	70012	61520	61046	69352	77571
营业成本	65860	57243	55790	63218	70426
营业税金及附加	21	24	24	28	31
营业费用	1424	1414	1403	1594	1783
管理费用	1567	1654	1641	1865	2086
财务费用	417	312	349	347	292
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	2170	2302	2465
<b>营业利润</b>	2891	3142	4007	4601	5417
营业外收入	183	186	186	186	186
营业外支出	166	148	148	148	148
<b>利润总额</b>	2908	3180	4045	4639	5456
所得税	295	221	656	795	957
<b>净利润</b>	2613	2960	3389	3844	4499
少数股东损益	594	749	678	706	742
<b>归属于母公司净利润</b>	2020	2211	2711	3138	3757
<b>EPS (元)</b>	<b>0.97</b>	<b>1.06</b>	<b>0.65</b>	<b>0.75</b>	<b>0.90</b>

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	1%	-12%	-1%	14%	12%
营业利润	3%	9%	28%	15%	18%
净利润	6%	9%	23%	16%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.9%	7.0%	8.6%	8.8%	9.2%
净利率	2.9%	3.6%	4.4%	4.5%	4.8%
ROE	11.5%	11.5%	13.0%	13.6%	14.5%
ROIC	6.2%	8.1%	8.4%	9.2%	10.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.5%	31.5%	32.0%	28.3%	25.8%
净负债比率	19.4%	16.3%	18.5%	14.5%	12.1%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	2.1	1.7	1.6	1.7	1.7
存货周转率	14.4	14.4	17.1	18.5	18.3
应收帐款周转率	149.4	149.8	160.9	174.7	173.4
应付帐款周转率	28.9	29.6	33.9	36.5	36.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.97	1.06	0.65	0.75	0.90
每股经营现金	0.64	1.53	0.64	0.59	0.68
每股净资产	8.44	9.24	5.00	5.56	6.23
每股股利	0.25	0.55	0.20	0.23	0.27
<b>估值比率</b>					
PE	8.4	7.7	12.5	10.8	9.0
PB	1.0	0.9	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.5	13.9	11.2	10.2	9.2

## 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，担任农林牧渔首席分析师。

**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。

## 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。