

半年报点评：饲料销量增长稳健，全年高盈利可期

■事件：8月29日公司发布了半年度报告：报告期内，公司实现营业收入297.88亿元，同比增长7.20%；实现归属于上市公司股东的净利润达11.31亿元，同比下降20.94%。基本每股收益为0.27元，较上年同期减20.59%。

■我们的分析与判断：

1、饲料销量增长稳健，全年高盈利可期

报告期内，公司共销售各类饲料产品742.78万吨，同比增加60.59万吨，增幅为8.88%（其中猪料同比增长19%，禽料同比增长7%）；实现营业收入209.01亿元，同比增幅为14.68%；实现毛利润12.48亿元，同比增幅为9.05%。17年禽产业遭遇H7N9流感冲击，农户养殖积极性不高，禽料销售面临压力。猪料销量在下游养殖基地的带动下，公司猪料销量占饲料总销量比从去年全年的25%上升到当前的27%。根据我们草根调研，规模化养殖户自2016年下半年以来补栏速度逐渐加大，规模猪场能繁母猪存栏环比加速提升，叠加PSY提高及出栏均重提高（根据我们草根调研，17年H1生猪出栏均重同比增重约4公斤），猪饲料行业向上周期开启。本轮周期规模化猪场补栏力度加大，规模化养殖户对产品、服务要求更高，有利饲料龙头企业抢占市场份额。下游养殖集中度提升推动饲料集中度提升，龙头销量增速高于行业，公司猪料销量有望迎来新一轮高增长。

2、养猪业务快速发展，养禽转型稳定经营

公司畜禽养殖板块快速发展：在畜养殖业务上，公司共销售种猪、仔猪、肥猪111.39万头，同比增加61.03万头，增幅121.20%；实现营业收入16.22亿元，同比增长109.13%；实现毛利4.14亿元，同比增长24.39%。在禽养殖业务上，公司共销售鸡苗、鸭苗30,625万只，同比增幅31.26%；销售商品鸡2,769万只，同比增幅149.29%；销售委托代养商品鸡鸭5,967万只，实现营业收入20.82亿元，同比增幅121.05%；实现毛利润-6,941.90万元，同比下降131.92%，毛利同比下降的主要原因是种禽、商品、鸡价格的大幅下降。

3、继续坚定推动食品业务的结构优化，保持稳健投资节奏

报告期内，公司养殖与食品业务合计实现营业收入142.11亿元，占公司汇总营业收入比重达到37.44%，同比提升了2.41%。公司继续坚定在产品结构上推进“生转熟”和“冻转鲜”。今年上半年，在肉食产品中（包括生鲜禽肉、生鲜猪肉、以及深加工制品）高毛利的深加工制品销量同比增长17.7%，而在生肉产品中高毛利的鲜品销量同比增长18.0%，深加工制品在肉食总量中的占比及鲜品在生肉总量中的占

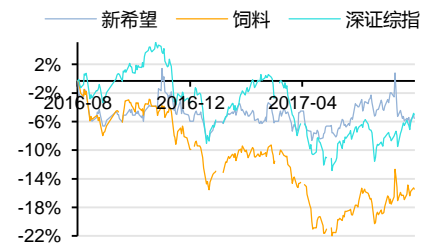
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**9元**
股价（2017-08-29）**7.60元**

交易数据

总市值(百万元)	32,041.71
流通市值(百万元)	26,271.01
总股本(百万股)	4,216.02
流通股本(百万股)	3,456.71
12个月价格区间	7.52/8.68元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.17	-5.55	1.32
绝对收益	-1.77	1.19	-3.37

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

相关报告

新希望：新希望16年半年

报点评：养殖高景气 业绩 2016-08-31

大幅增长！/吴立

比, 相比去年全年都进一步提高。报告期内, 在生肉屠宰业务上, 公司销售禽肉、猪肉等各类生肉产品 111.47 万吨, 同比增加 10.86 万吨, 增幅为 10.80%; 在深加工肉制品业务上, 公司共销售各类肉制品 7.57 万吨, 同比增加 1.14 万吨, 增幅为 17.73%; 实现毛利润 4.80 亿元, 同比下降 18.35%。

■ **投资建议:** 预计 17-19 年公司净利润 24.97 亿、27.10 亿、30.02 亿元, 同比增长 1.1%、8.5%、10.8%, 对应 EPS 0.59、0.64、0.71 元, 6 个月目标价 9 元, 维持“买入-A”评级。

■ **风险提示:** 禽流感疾病风险; 饲料销量不达预期风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	61,519.6	60,879.5	66,023.8	70,269.2	75,490.2
净利润	2,211.0	2,469.1	2,496.9	2,709.5	3,001.8
每股收益(元)	0.52	0.59	0.59	0.64	0.71
每股净资产(元)	4.57	4.87	5.18	5.41	5.64

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	14.5	13.0	12.8	11.8	10.7
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
净利润率	3.6%	4.1%	3.8%	3.9%	4.0%
净资产收益率	11.5%	12.0%	11.4%	11.9%	12.6%
股息收益率	3.6%	6.6%	4.2%	5.4%	6.4%
ROIC	13.5%	13.4%	12.7%	12.7%	15.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	61,519.6	60,879.5	66,023.8	70,269.2	75,490.2	成长性					
减:营业成本	57,242.5	56,027.5	61,434.5	65,048.2	69,641.0	营业收入增长率	-12.1%	-1.0%	8.5%	6.4%	7.4%
营业税费	24.4	89.6	47.8	60.7	77.0	营业利润增长率	8.7%	2.8%	4.0%	9.4%	12.3%
销售费用	1,414.0	1,447.2	1,476.7	1,619.1	1,740.8	净利润增长率	9.5%	11.7%	1.1%	8.5%	10.8%
管理费用	1,654.1	1,710.0	1,702.5	1,891.7	2,033.1	EBITDA 增长率	4.3%	0.9%	-0.8%	5.3%	6.3%
财务费用	311.8	221.6	141.7	59.4	-101.3	EBIT 增长率	4.6%	0.3%	0.4%	6.7%	7.8%
资产减值损失	140.5	215.6	151.5	169.2	178.7	NOPLAT 增长率	8.1%	2.9%	1.3%	5.9%	5.5%
加:公允价值变动收益	-1.7	6.6	21.9	-8.9	-1.3	投资资本增长率	4.0%	6.4%	6.6%	-12.4%	5.8%
投资和汇兑收益	2,432.7	2,090.8	2,268.3	2,263.9	2,207.7	净资产增长率	10.3%	5.9%	7.9%	6.5%	6.2%
营业利润	3,142.3	3,231.0	3,359.3	3,675.9	4,127.2	利润率					
加:营业外净收支	38.1	40.0	31.8	36.7	36.2	毛利率	7.0%	8.0%	7.0%	7.4%	7.7%
利润总额	3,180.4	3,271.0	3,391.1	3,712.6	4,163.4	营业利润率	5.1%	5.3%	5.1%	5.2%	5.5%
减:所得税	220.7	138.6	145.8	185.6	291.4	净利润率	3.6%	4.1%	3.8%	3.9%	4.0%
净利润	2,211.0	2,469.1	2,496.9	2,709.5	3,001.8	EBITDA/营业收入	7.1%	7.3%	6.7%	6.6%	6.5%
						EBIT/营业收入	5.6%	5.7%	5.3%	5.3%	5.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	40	44	41	34	28
货币资金	3,727.0	3,134.1	5,281.9	5,621.5	6,039.2	流动营业资本周转天数	11	3	7	7	6
交易性金融资产	26.8	10.8	31.9	23.2	22.0	流动资产周转天数	61	56	58	64	63
应收账款	905.3	964.3	983.1	1,136.2	1,137.8	应收帐款周转天数	5	6	5	5	5
应收票据	16.0	51.0	38.7	48.6	44.6	存货周转天数	23	22	23	23	23
预付帐款	265.9	326.6	667.6	248.0	699.9	总资产周转天数	201	215	209	201	186
存货	3,320.3	4,281.7	4,179.8	4,753.9	4,781.3	投资资本周转天数	142	151	148	135	121
其他流动资产	1,641.7	408.4	1,084.2	1,044.8	845.8	投资回报率					
可供出售金融资产	332.5	338.5	339.7	336.9	338.4	ROE	11.5%	12.0%	11.4%	11.9%	12.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	8.4%	8.3%	9.0%	10.0%
长期股权投资	14,388.6	15,831.0	15,831.0	15,831.0	15,831.0	ROIC	13.5%	13.4%	12.7%	12.7%	15.2%
投资性房地产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	费用率					
固定资产	7,082.7	7,963.6	7,132.6	6,301.6	5,470.6	销售费用率	2.3%	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%
在建工程	859.2	846.0	846.0	846.0	846.0	管理费用率	2.7%	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%
无形资产	1,049.2	1,232.3	1,173.7	1,115.1	1,056.4	财务费用率	0.5%	0.4%	0.2%	0.1%	-0.1%
其他非流动资产	1,601.4	1,996.3	1,706.5	1,718.6	1,702.2	三费/营业收入	5.5%	5.5%	5.0%	5.1%	4.9%
资产总额	35,217.1	37,385.0	39,297.1	39,025.6	38,815.3	偿债能力					
短期债务	4,953.2	2,081.1	5,266.4	1,070.9	679.3	资产负债率	31.5%	31.7%	29.9%	24.8%	19.7%
应付帐款	2,974.2	4,467.7	2,817.7	5,113.4	3,553.2	负债权益比	45.9%	46.3%	42.6%	33.0%	24.6%
应付票据	59.0	114.7	54.5	106.2	87.0	流动比率	0.98	1.05	1.24	1.50	2.17
其他流动负债	2,096.8	2,092.6	1,752.5	2,281.5	1,928.1	速动比率	0.65	0.56	0.82	0.95	1.41
长期借款	779.2	846.4	966.1	-	-	利息保障倍数	11.14	15.73	24.71	62.86	-39.76
其他非流动负债	218.6	2,233.4	876.0	1,109.3	1,406.3	分红指标					
负债总额	11,081.0	11,836.0	11,733.2	9,681.3	7,653.8	DPS(元)	0.27	0.50	0.32	0.41	0.48
少数股东权益	4,869.4	5,033.6	5,744.7	6,548.5	7,399.3	分红比率	51.8%	85.4%	54.3%	63.9%	67.9%
股本	2,084.1	4,168.2	4,216.0	4,216.0	4,216.0	股息收益率	3.6%	6.6%	4.2%	5.4%	6.4%
留存收益	17,244.4	16,461.9	17,603.2	18,579.8	19,546.2						
股东权益	24,136.0	25,549.1	27,563.9	29,344.3	31,161.5						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,959.7	3,132.4	2,496.9	2,709.5	3,001.8	EPS(元)	0.52	0.59	0.59	0.64	0.71
加:折旧和摊销	952.5	983.6	889.7	889.7	889.7	BVPS(元)	4.57	4.87	5.18	5.41	5.64
资产减值准备	140.5	215.6	-	-	-	PE(X)	14.5	13.0	12.8	11.8	10.7
公允价值变动损失	1.7	-6.6	21.9	-8.9	-1.3	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
财务费用	351.2	271.8	141.7	59.4	-101.3	P/FCF	60.6	41.6	13.6	25.2	20.2
投资损失	-2,432.7	-2,090.8	-2,268.3	-2,263.9	-2,207.7	P/S	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
少数股东损益	748.6	663.4	748.4	817.5	870.1	EV/EBITDA	10.3	8.9	8.7	7.3	7.0
营运资金的变动	1,457.0	821.7	-2,346.6	2,580.6	-2,302.2	CAGR(%)	6.0%	7.3%	7.5%	6.0%	7.3%
经营活动产生现金流量	3,187.8	3,111.5	-316.3	4,783.8	149.2	PEG	2.4	1.8	1.7	2.0	1.5
投资活动产生现金流量	-1,561.2	-539.1	2,224.8	2,284.2	2,208.6	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.3	1.3	1.6
融资活动产生现金流量	-1,174.9	-3,177.0	239.4	-6,728.4	-1,940.1	REP	1.3	1.1	1.0	1.0	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

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

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

■ 免责声明

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

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

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

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034