

农林牧渔

2017年09月13日

大康农业 (002505)

——致力于打造全球现代农业食品的资源集成商和产业链增值服务商

报告原因：首次覆盖

中性 (首次评级)

市场数据：2017年09月12日

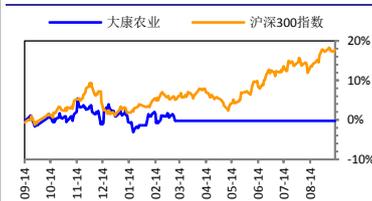
收盘价(元)	3.5
一年内最高/最低(元)	3.74/3.27
市净率	3.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	19197
上证指数/深证成指	3379.49/11043.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	1.02
资产负债率%	62.65
总股本/流通A股(百万)	5485/5485
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《大康农业(002505)新股询价报告》
2010/11/03

证券分析师

赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com
宫衍海 A0230513040003
gongyh@swsresearch.com

研究支持

龚毓幸 A0230516100001
gongyx@swsresearch.com

联系人

冯新月
(8621)23297818×7416
fengxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **引入战投，更换管理层，公司致力于成为全球现代农业食品的资源集成商和产业链增值服务商。**2014年鹏欣集团成为公司的实际控制人，鹏欣集团有着雄厚的资金实力，海外并购经验丰富。鹏欣集团以“产品多元化、产品差异化、布局全球化、资产证券化”为发展战略，产业布局涉及地产开发、环保科技、资源投资、金融投资和农业食品等领域，旗下上市公司主要有国中水务、鹏欣资源、大康农业等。公司现任董事长葛俊杰曾担任光明食品集团副总裁、上海市糖酒集团董事长，有着丰富的并购经验。从2010年开始带领光明集团运用资本开展整合业务，加快其海外业务扩张进程，曾多次操盘光明集团的海外并购案件，包括并购法国波尔多地区的葡萄酒经销商DIVA和澳大利亚食品分销企业玛纳森食品集团、西班牙米盖尔食品公司等。“鹏欣系”管理层的注入，将引领公司加快全球战略布局，加快海外资源并购，完善公司全球产业布局。
- **公司确立“农业+食品”两大核心主业，逐步搭建“粮食贸易、食品分销、乳制品、生猪和肉牛”五大业务板块平台。**(1)粮食贸易板块上，公司正在进行对Belagricola公司的股权收购，未来将进一步深入对全球农业资源的并购，增强公司在国际粮食市场的议价能力。(2)食品分销板块上，公司将寻发国际资源对接国内市场，不断向细分市场专业化深度服务发展，强化分销平台和品牌建设。(3)乳品业务板块上，公司目前在新西南直接拥有16个牧场，并托管鹏欣集团13个牧场，公司未来将基于天然牧场优势，加快产品研发，形成具有新西兰基因的纽仕兰品牌系列。(4)生猪业务板块上，公司将对这一传统业务板块进行优化和提升，响应规模化和集约化养殖的号召，寻找适养区，完成传统业务板块的转型。(5)肉牛板块上，公司通过与瑞丽市政府共同投资弄岛镇农畜产品加工区项目的预案，将建设50万头屠宰能力的规模屠宰厂和牛肉熟食加工厂，提高产业附加值，为公司寻找新的盈利增长点。
- **盈利预测与估值：**由于公司业务分支较多，且业务之间的差异较大，因此我们采用分部估值法对公司进行估值分析。由于2017-2019年主要由粮食贸易、乳制品和食品分销业务贡献利润，暂且不考虑肉牛和生猪业务。由于大宗粮食贸易和食品分销业务较为类似，我们将两部分合并估值；乳制品业务单列估值。预计2017-2019年公司实现营业收入151亿元/251亿元/446亿元，归属于母公司的净利润为7900万元/4.92亿元/7.45亿元，EPS分别为0.01元/0.09元/0.14元，当前股价对应的PE分别为350/39/25倍。首次覆盖，给予“中性”评级。
- **风险提示：**海外并购不达预期、食品安全风险等

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,223	8,088	15,100	25,100	44,600
同比增长率(%)	60.91	373.19	142.60	66.20	77.70
净利润(百万元)	76	12	79	492	745
同比增长率(%)	2440.67	21.10	3.20	525.40	51.40
每股收益(元/股)	0.01	0.00	0.01	0.09	0.14
毛利率(%)	7.9	3.1	7.7	8.9	8.8
ROE(%)	1.4	0.2	1.4	8.0	10.8
市盈率	252		350	39	25

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

由于公司业务分支较多，且业务之间的差异较大，因此我们采用分部估值法对公司进行估值分析。由于 2017-2019 年主要由粮食贸易、乳制品和食品分销业务贡献利润，暂且不考虑肉牛和生猪业务。由于大宗粮食贸易和食品分销业务较为类似，我们将两部分合并估值；乳制品业务单列估值。预计 2017-2019 年公司实现营业收入 151 亿元/251 亿元/446 亿元，归属于母公司的净利润为 7900 万元/4.92 亿元/7.45 亿元，EPS 分别为 0.01 元/0.09 元/0.14 元，当前股价对应的 PE 分别为 350/39/25 倍。首次覆盖，给予“中性”评级。

关键假设点

17-19 年主要由大宗粮食贸易、乳制品和食品分销板块贡献收入和利润。粮食贸易的模式不仅涉及后端采购与分销，也涉及前端农资集中采购等农业服务，对标 ABCD 粮商，给予 7%-8% 的毛利率；乳制品业务主要包括纽仕兰自有品牌和蒙牛的相关业务，依赖自有牧场的内生发展，预计未来三年增速分别为 35%、100% 和 50%；食品分销主要依赖外延扩张，17-19 收入分别为 5 亿元、40 亿元和 80 亿元。

有别于大众的认识

市场对公司的认识存在一定的滞后性，有些投资者的认识停留在鹏欣入主初期阶段，甚至有些投资者的认识还停留在公司是湖南生猪养殖企业阶段。我们认为公司现阶段战略清晰，定位“农业+食品”，发展大宗粮食贸易、乳制品、食品分销、肉牛和生猪五大业务。以董事长葛俊杰为代表的新任管理层将助力公司进入新的发展阶段。

对于粮食贸易业务，市场认为贸易毛利率较低、二级市场估值也不高。我们分析公司粮食贸易的业务模式，公司不仅做贸易的后端以赚取差价，类似 ABCD，公司涉足前端农资业务，毛利率较高。且农资采购具有规模效应，随着公司粮食贸易体量提高，盈利能力有望进一步提高。

对于乳制品业务，市场认为以往该业务亏损，简单的线性外推则对公司乳制品业务的盈利能力存在怀疑。我们认为公司的乳制品业务分为自有品牌纽仕兰（新西兰制造、中国品牌）和与蒙牛等企业合作两个方面：（1）纽仕兰方面，随着销售渠道拓展、品牌建立、成本控制的推进等，该项业务扭亏并贡献利润，并且纽仕兰品牌有望拓展新西兰市场；（2）合作方面，蒙牛进入有利于公司盘活现有乳制品相关资产，提高盈利能力。

股价表现的催化剂

外延并购、业绩超预期

核心假设风险

海外并购不达预期、食品安全风险等

目录

1. 海外并购蓝图初现，致力发展两大核心产业	5
1.1 主营业务多元化，完善海外战略布局	5
1.2 鹏欣集团入主，新任管理层海外并购经验丰富	7
1.3 两大核心产业确立，五大业务板块齐发力	8
2. 五大业务助力公司未来成长	9
2.1 并购巴西大豆企业，建立粮食销售渠道	9
2.2 建立进口食品销售渠道	11
2.3 立足新西兰优质牧场，提供高端乳制品	12
2.4 环保政策趋严，加强生猪养殖规模化	13
2.5 建立西南肉牛进口通道，保障牛肉食品安全	13
3. 盈利预测与估值	15
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 2010-2016 年公司主营业务收入.....	6
图 2: 2010-2016 年公司毛利.....	6
图 3: 2010-2016 年公司净利润.....	6
图 4: 2010-2016 年公司归母净利润.....	6
图 5: 2013 年生猪养殖及饲料业务占比超过 98%.....	6
图 6: 公司主营业务多元化.....	6
图 7: 公司股权结构.....	7
图 8: 公司布局五大业务板块.....	9
图 9: 巴西是大豆主产国和主要出口国.....	10
图 10: 2016 年中国大豆进口量再创历史新高.....	10
图 11: “种子+农药”的轻资产模式.....	11
图 12: 我国零售商品市场规模.....	11
图 13: 网络食品零售总额逐年增加.....	11
图 14: 我国液态奶进口量较大.....	12
图 15: 新西兰液态奶出口量较大.....	12
图 16: 我国猪肉年产量超过 5000 万吨.....	13
图 17: 猪肉价格指数.....	13
图 18: 中国牛肉消费量.....	14
图 19: ADM 历史 PE 水平.....	16
图 20: 邦吉历史 PE 水平.....	16
表 1: 公司发展经历三个阶段.....	5
表 2: 公司战略目标.....	7
表 3: 鹏欣入主后公司并购活动频繁.....	8
表 4: 国家出台相关政策支持云南跨境肉牛疫病区域化试点.....	14
表 5: 业务预测.....	15
表 6: 股乳制品行业估值表.....	16

1. 海外并购蓝图初现，致力发展两大核心产业

1.1 主营业务多元化，完善海外战略布局

公司成立于 1997 年，发展历程可分为 3 个阶段。**第一阶段（1997 年-2014 年）-- 生猪养殖为主：**成立之初公司主要从事生猪生产和猪肉产品销售，主营产品为种猪、仔猪、育肥猪以及饲料，主营业务模式单一。2013 年公司实现营业收入 9.96 亿，其中牲猪、羊销售收入达到 8.43 亿元，占比 84.63%；饲料业务收入 1.49 亿元，占比 14.9%。

第二阶段（2014-2017 年）--公司启动海外并购业务：2014 年公司通过非公开发行股票的方式引进战略投资者，实际控制人变更为鹏欣集团。依托鹏欣集团雄厚的资金实力，公司的主营业务由单一的生猪养殖转向多元化，生猪养殖在主营业务中占比逐渐下降。目前公司的主营业务原有业务的基础上，新增蛋白质食品贸易、乳制品、食品销售、牛奶销售等业务。公司 2017 年上半年实现营业收入 80.88 亿元，其中蛋白质食品贸易收入 76.98 亿，占比 95.1%；乳制品收入 3.01 亿元，占比 3.7%；牲猪、羊销售以及饲料收入 583.29 万元，在营业收入中占比仅为 0.07%。

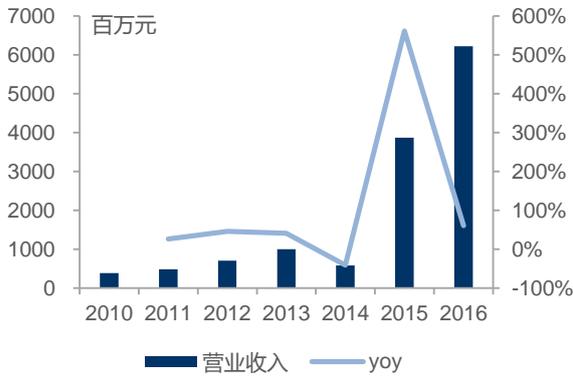
为突出公司的主营业务和未来发展方向，2016 年 4 月公司将全称由“湖南大康牧业有限公司”变更为“湖南大康国际农业食品有限公司”，经营范围新增国内外农产品贸易、投资及农产品服务贸易咨询、实业投资、股权投资、投资管理和资产管理等。公司积极拓展海外业务，完善海外战略布局。公司提出“全球资源、中国市场”的发展战略，以构建“乳类、肉类、粮油”加“金融、贸易”三纵两横业务体系为目标，将公司打造成国际化的农牧业全产业链和高端动物蛋白生产、供应实体。

表 1：公司发展经历三个阶段

	时间	公司主营业务
第一阶段	1997 年-2014 年	主要从事生猪生产和猪肉产品销售，主营产品为种猪、仔猪、育肥猪以及饲料，主营业务模式单一。
第二阶段	2014 年-2017 年	通过非公开发行股票的方式引进战略投资者，实际控制人变更为鹏欣集团。新增蛋白质食品贸易、乳制品、食品销售、牛奶销售等业务
		依托鹏欣集团雄厚的资金实力和丰富的海外并购经历，公司通过全球范围内的兼并收购快速吸收绿色农业食品资源。
		2016 年 4 月公司将全称由“湖南大康牧业有限公司”变更为“湖南大康国际农业食品有限公司”。
		2016 年提出“全球资源、中国市场”的发展战略，以构建“乳类、肉类、粮油”加“金融、贸易”三纵两横业务体系为目标，将公司打造成国际化的农牧业全产业链和高端动物蛋白生产、供应实体。
第三阶段	2017 年至今	完成管理层换届，提出新的两个阶段性的战略目标，寻找国内外优质标的，打造打造高效的粮食贸易运营平台和食品分销平台。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 1: 2010-2016 年公司主营业务收入



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 2010-2016 年公司毛利



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 2010-2016 年公司净利润



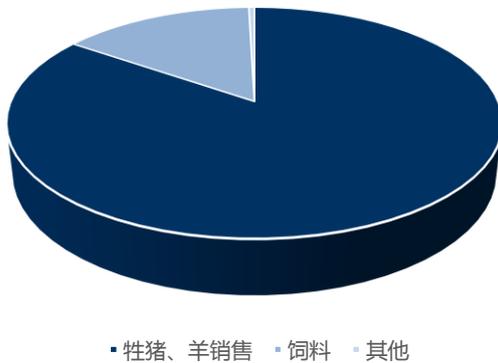
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 2010-2016 年公司归母净利润



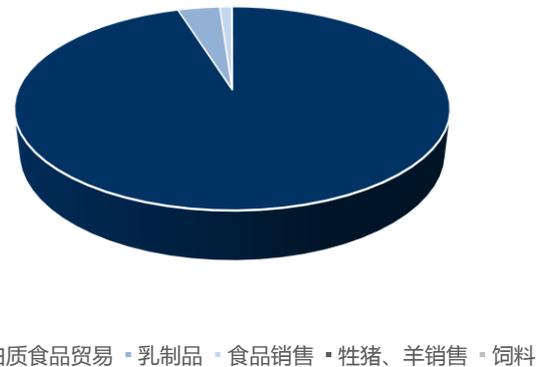
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 5: 2013 年生猪养殖及饲料业务占比超过 98%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 6: 公司主营业务多元化 (2017H1)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

第三阶段 (2017 年至今) -- 提出两个阶段性战略规划: 2017 年公司完成管理层换届, 提出两个阶段性的战略目标, 公司将统筹国内和国际两个市场, 到 2019 年实现将公司打造

成大型商业综合性农业和食品企业集团；到 2022 年实现核心主业行业前列地位。未来公司将夯实核心产业，提高核心产业的综合运营能力、产品研发能力和市场拓展能力，寻找国内外优质标的，打造打造高效的粮食贸易运营平台和食品分销平台。

表 2：公司战略目标

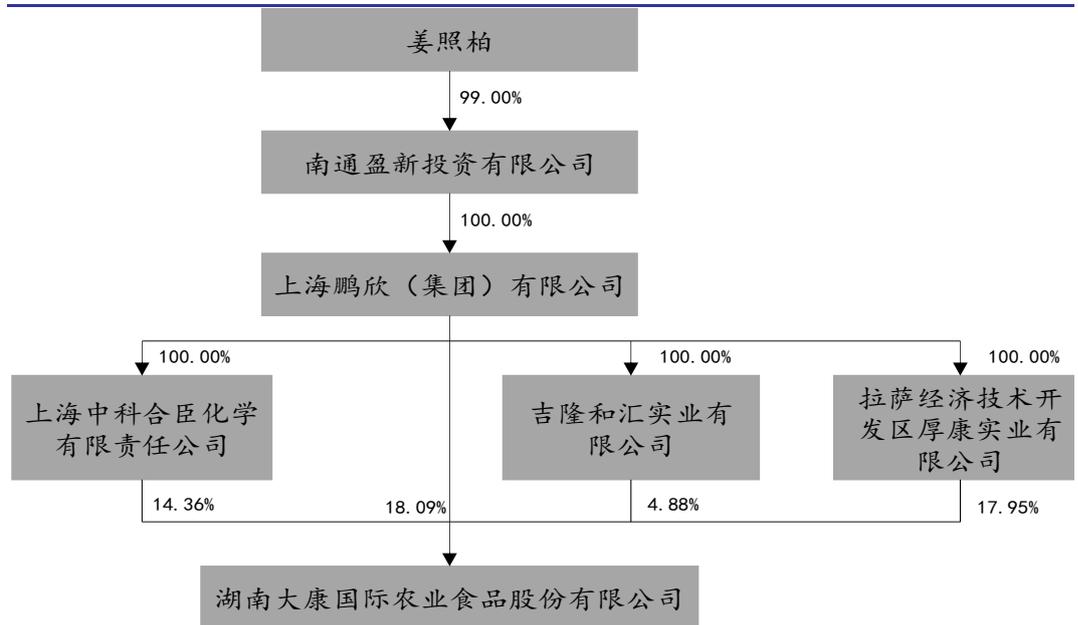
年份	具体战略目标
2019 年	将公司打造成“总部在上海、布局在海外、市场在全球”的大型综合性农业和食品企业集团，形成较为完善的商业模式。
2022 年	实现公司的核心业务在细分市场方面位居行业前列。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 鹏欣集团入主，新任管理层海外并购经验丰富

2014 年鹏欣集团成为公司的实际控制人，直接持有公司 18.09% 的股权，通过其全资子公司中科合臣、厚康实业、和汇实业间接持有公司 37.19% 的股权。实际控制人鹏欣集团有着雄厚的资金实力，海外并购经验丰富。鹏欣集团以“产品多元化、产品差异化、布局全球化、资产证券化”为发展战略，产业布局涉及地产开发、环保科技、资源投资、金融投资和农业食品等领域，旗下上市公司主要有国中水务、鹏欣资源、大康农业等。

图 7：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

鹏欣成为公司的实际控制人后，公司的并购活动频繁，国际化趋势显著。2014 年以来，公司共完成 9 项并购活动，收购纽仕兰和安源乳业，收购弗立明牧场和佩尼牧场。公司 8 月通过收购 Belagricola 和 LandCo 公司的董事会预案，交易完成后，公司将持有两家公司 53.99% 的股权。Belagricola 在巴西的农作物主产区拥有自己的粮仓，依托其农资销售业务与农户建立长期合作关系，农产品贸易业务在巴拉纳州市占率较高。收购完成后，公

司将对 Belagricola 和 Fiagril 进行采购和贸易资源的整合，形成规模效应，进一步提升公司在巴西农产品贸易市场的行业地位。

表 3：鹏欣入主后公司并购活动频繁

时间	并购活动	并购目的
2011 年 8 月	收购怀化新康牧业有限公司 100% 股权	横向整合
2011 年 8 月	收购澧县平安种猪场 100% 股权	横向整合
2011 年 8 月	收购石门县盛旺达种猪场 100% 股权	横向整合
2012 年 7 月	收购湖南富华生态农业发展有限公司 90% 股权	横向整合
2014 年 5 月	收购纽仕兰(上海)乳业有限公司 99.36% 的股权	多元化战略，完善公司产业布局
2014 年 5 月	收购鹏欣集团持有的安徽安欣(涡阳)牧业发展有限公司 100% 股权	多元化战略，完善公司产业布局
2014 年 8 月	收购纽仕兰(上海)乳业有限公司 0.64% 股权，实现 100% 控股	横向整合
2014 年 10 月	收购 MILK NEW ZEALAND DAIRY 有限公司 100% 股权	横向整合
2015 年 1 月	收购弗立明牧场	横向整合
2015 年 4 月	收购佩尼牧场	横向整合
2016 年 7 月	收购 Fiagril Ltda 57.57% 的股权	横向整合
2016 年 8 月	收购鹏欣集团持有的鹏欣巴西 100% 股权	-
2016 年 12 月	收购安源乳业 100% 股权	横向整合
2017 年 8 月	拟收购 Belagricola 和 LandCo 公司（通过董事会预案）	横向整合

资料来源：Wind，申万宏源研究

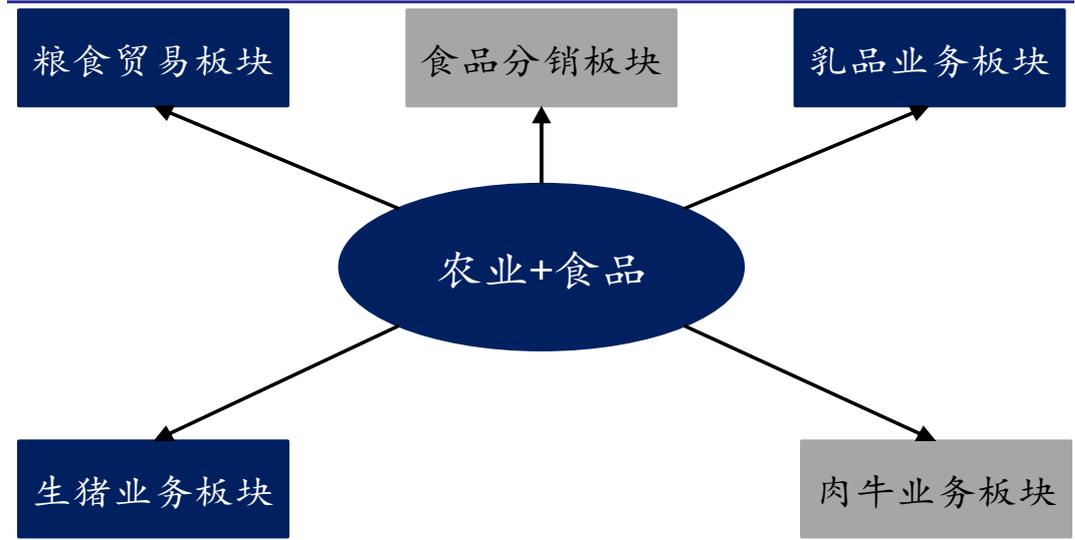
根据鹏欣在农业板块的发展规划，未来将基于大康农业的平台，在海外牧场和乳业成功投资发展的基础上，拓宽思路与渠道，建立海外畜牧业基地、优质乳品基地和海洋渔业基地，努力将鹏欣打造为集牛羊养殖、良种繁育、畜产品加工、生物技术开发及海产品加工等产业和乳制品进口销售为一体的超大型现代化农牧企业，成为上海、华东地区乃至全国安全、洁净的优质高蛋白食品供应者，为国民提升生活质量创造条件。

2017 年公司管理层换届，公司现任董事长葛俊杰曾担任光明食品集团副总裁、上海市糖酒集团董事长，现兼任鹏欣集团副董事长，有着丰富的并购经验。从 2010 年开始带领光明集团运用资本开展整合业务，加快其海外业务扩张进程，曾多次操盘光明集团的海外并购案件，包括并购法国波尔多地区的葡萄酒经销商 DIVA 和澳大利亚食品分销企业玛纳森食品集团、西班牙米盖尔食品公司等。“鹏欣系”管理层的注入，将引领公司加快全球战略布局，加快海外资源并购，完善公司全球产业布局。

1.3 两大核心产业确立，五大业务板块齐发力

公司已确立了“农业和食品”两大核心产业，定位“农业+食品”以大型综合性农业和食品企业集团为发展目标。公司目前正在逐步搭建完善五大业务板块平台，形成粮食贸易板块、食品分销板块、乳品业务板块、生猪业务板块和肉牛业务板块。

图 8：公司布局五大业务板块



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司未来将同时在五大板块发力，粮食贸易板块上，公司正在进行对 Belagricola 公司的股权收购，未来将进一步深入对全球农业资源的并购，增强公司在国际粮食市场的议价能力。食品分销板块上，公司将寻发国际资源对接国内市场，不断向细分市场专业化深度服务发展，强化分销平台和品牌建设。乳品业务板块上，公司目前在新西兰直接拥有 16 个牧场，并托管鹏欣集团 13 个牧场，公司未来将基于天然牧场优势，加快产品研发，形成具有新西兰基因的纽仕兰品牌系列。生猪业务板块上，公司将对这一传统业务板块进行优化和提升，响应规模化和集约化养殖的号召，寻找适养区，完成传统业务板块的转型。肉牛板块上，公司通过与瑞丽市政府共同投资弄岛镇农畜产品加工区项目的预案，将建设 50 万头屠宰能力的规模屠宰厂和牛肉熟食加工厂，提高产业附加值，为公司寻找新的盈利增长点。

2. 五大业务助力公司未来成长

2.1 并购巴西大豆企业，建立粮食销售渠道

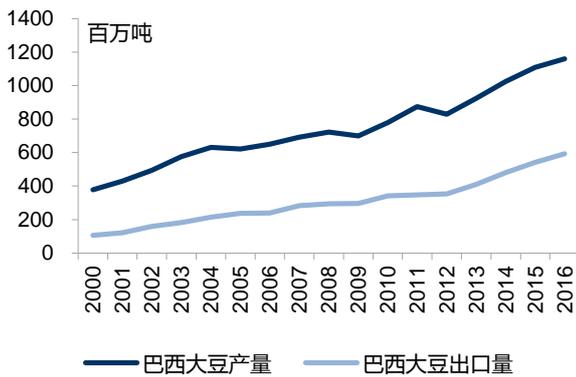
随着公司发展战略的逐步清晰，粮食贸易业务将成为公司重点发展的业务板块。为保障国家粮食安全，加大国际粮食资源的控制力度已成为重要的国家战略。中央人民政府 2008 年 11 月发布的《国家粮食安全中长期规划纲要（2008-2020 年）》中明确提出要“实施农业‘走出去’战略，鼓励国内企业‘走出去’，建立稳定可靠的进口粮源保障体系，提高保障国内粮食安全的能力”。公司将顺应国家政策，积极响应号召，在海外建立粮食生产销售企业，保障国家食品安全。

中国大豆主要依靠国外进口

近年来，我国粮食进口量增长较快，2016 年我国进口大豆 8391 万吨，再创历史新高，预计中国未来大豆进口规模将突破 1 亿吨。

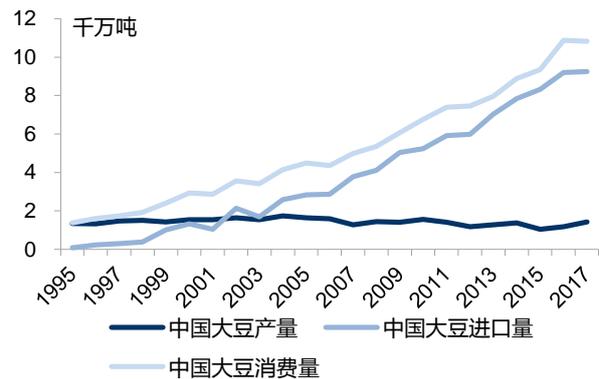
巴西是拉美最大的经济体，巴西的农业资源得天独厚，是全球农业大国。最近十余年来，巴西的粮食产量以平均每年 6% 的速率持续增长，2016 年度，巴西大豆、玉米产量合计约 2.04 亿吨，已经达到美国产量的近 2/3，并成为全球大豆和玉米的主要生产和出口国，大豆及玉米产量分别为全球第二和全球第三，其中大豆产量仅次于美国，玉米产量仅次于美国和中国。全球 40% 以上的大豆贸易来源于巴西。2015 年巴西大豆产量 9450 万吨，出口量 5410 万吨，其中 75% 出口至中国。巴西在世界粮食贸易中的地位越来越重要。

图 9：巴西是大豆主产国和主要出口国



资料来源：美国农业部，申万宏源研究

图 10：2016 年中国大豆进口量再创历史新高



资料来源：中国汇易，海关总署，申万宏源研究

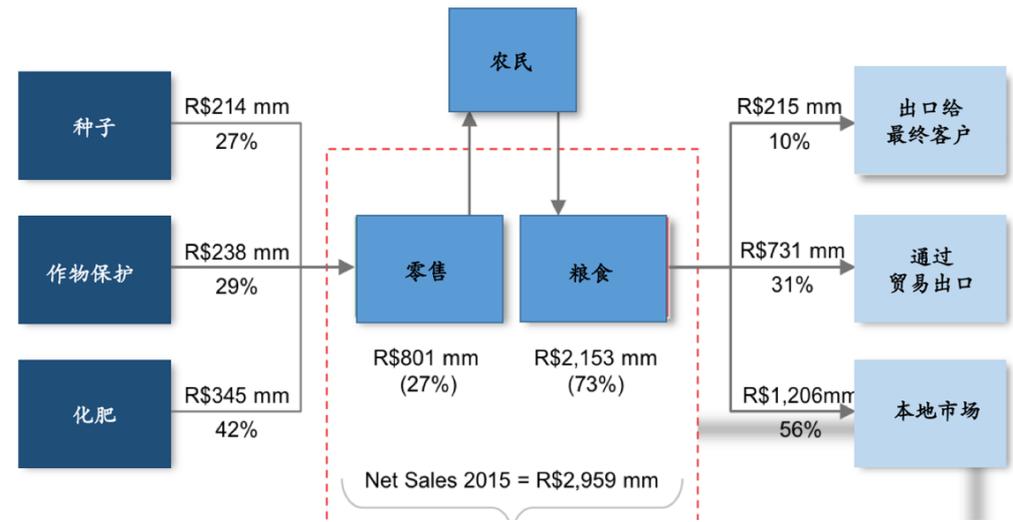
海外收购巴西大豆企业，助力公司未来利润增长

2016 年公司完成了对巴西粮食贸易商 Fiagril Ltda. 公司的收购工作，2017 年 3 月公司启动了重大资产重组，力争在 2017 年年内完成对巴西粮食贸易商 Belagricola 公司的收购工作，并使上述两家公司形成协同效应，加快对大宗基础农产品贸易网络和销售渠道的拓展，为农户提供更优惠的产品和优质服务；同时建立成本共享平台，有效进行成本控制。

Fiagril 加上 Belagricola 使得公司对粮源的控制能力到达 600 万吨到 800 万吨的规模。这将使公司在巴西市场的直接采购能力仅次于邦吉，位于第二位。届时，公司将可以和 ADM，中粮，丸红，Amaggi 等几家第二梯队的粮商谈判分享他们在基础设施方面的运输能力。公司通过供应“种子+农药”的轻资产模式，充当粮食生产的供应商和粮食贸易的收购商，提高贸易的获利能力，同时降低风险。

长期以来，作为国际粮食巨头的四大粮商(ADM、邦吉、嘉吉、路易达孚)通过控制全球粮食资源，取得了全球粮食定价话语权。今后随着公司发展战略的不断深化，公司将进一步参与全球农业资源的拓展和布局，增强在国际粮食市场的议价能力，为中国农业和粮食贸易企业挣得应有的地位，同时也进一步提升公司粮食贸易业务板块的盈利能力和水平。

图 11: “种子+农药”的轻资产模式



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

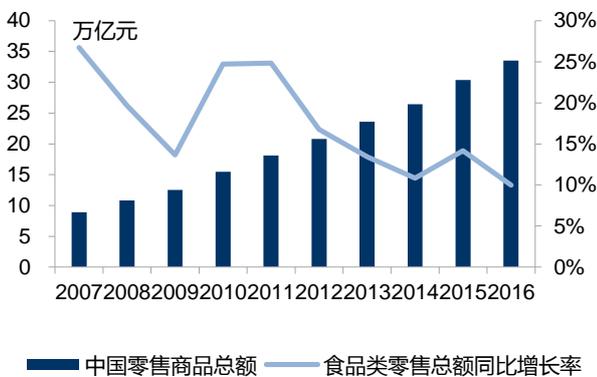
2.2 建立进口食品销售渠道

公司已确立了“农业和食品”两大核心产业，食品分销业务将作为公司另一项重点发展的业务板块而得到有效推进。进口食品在国内越来越受到广大市民的喜爱和推崇，这种发展趋势让从事进口食品行业的投资者看到了不容错失的商机。

消费品零售行业发展前景广阔

近年来，我国的持续发展推动消费升级，社会消费品零售额持续增长，2016 年国内社会消费品零售总额 33.23 万亿元，同比增长 10.4%。按消费类型统计，商品零售额 29.65 亿元，增长 10.4%;餐饮收入额 3.58 亿元，增长 10.8%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长 10.5%。2016 年网上商品零售额 4.19 万亿元，增长 25.6%，其中食品类商品增长 28.5%。

图 12: 我国零售商品市场规模



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

图 13: 网络食品零售总额逐年增加



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

组建销售渠道，打造现代化食品供应链

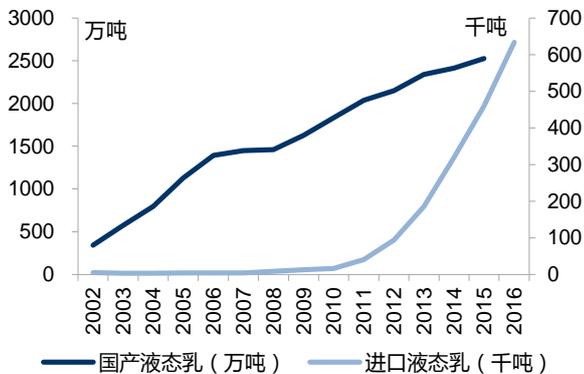
公司在食品分销渠道建设方面和物流供应保障方面都将有新的投入与发展，这些都将是有利于公司产品的快速推广，销售服务与品牌建设得到进一步加强。公司抓紧寻发目标公司，上半年完成了对东峰食品的收购工作，标志着在食品分销业务发展进程中迈出了坚实的一步，也为全球资源对接中国市场做好了充分准备。

实现全球农业、食品优质资源有效对接中国市场离不开强有力的渠道建设作为支撑，公司倾力打造集一线城市商超供应链，与一线城市餐饮供应商合力打造的移动互联网餐厅供应链以及 B2B 电商平台为一体的立体式销售渠道，并取得了有效进展。

2.3 立足新西兰优质牧场，提供高端乳制品

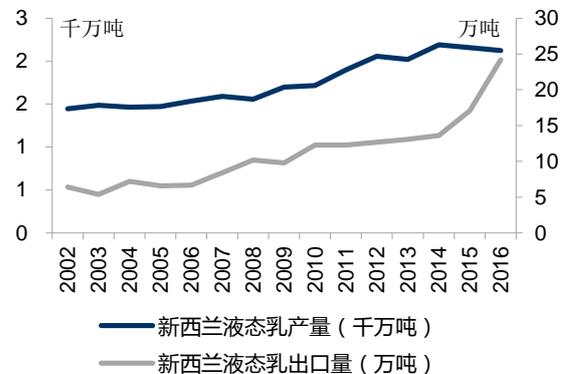
随着我国国民经济的不断发展，人民生活水平日益提高，家庭的膳食结构得到普遍改善，对乳制品的消费量呈明显上升趋势。我国农村居民的奶制品消费进一步增长，同时我国城镇居民的乳制品消费成为增长的主要动力，2014 年城镇居民乳制品的普及率已达 95% 以上。随着我国城镇化水平的进一步提高，对乳制品的需求将持续稳定增长。从乳制品的消费结构看，更加关心其营养成分及功能性、安全性，对品质的要求不断提高，同时更加注重产品“口感、口味”，具有优质、安全、风味、便捷等特点的产品成为消费热点。国外优质奶源产地国的进口牛奶，普遍受到消费者欢迎。

图 14：我国液态奶进口量较大



资料来源：国家统计局，美国农业部，申万宏源研究

图 15：新西兰液态奶出口量较大



资料来源：美国农业部，申万宏源研究

2017 年 2 月 14 日农业部报告显示，2016 年国内乳品进口量 195.56 万吨，同比增长 21.4%。其中，鲜奶、酸奶进口量涨幅明显，鲜奶进口 63.41 万吨，同比增长 38.0%，酸奶进口 2.10 万吨，同比增长 104.3%。另外，乳清粉、奶油、乳酪、奶粉进口均增长 10% 以上。新西兰奶粉最受中国青睐，2016 年中国从新西兰进口奶粉 50.36 万吨，占中国奶粉总进口量的 83.3%。

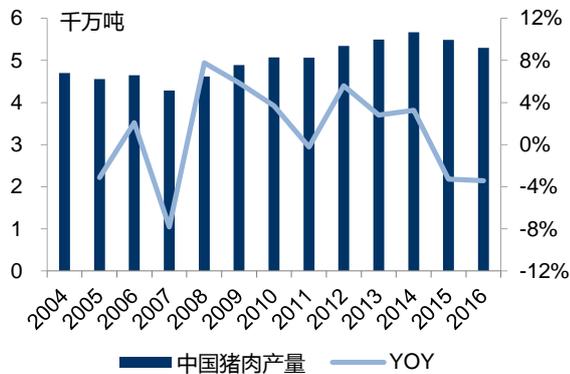
公司股东鹏欣集团在新西兰收购的 29 家牧场，目前有 16 家进入上市公司，公司积极加快新产品研发并不断投放市场，形成具有新西兰基因的纽仕兰品牌系列，利用新西兰原生态牧场，平均一头牛 6 亩地自然放牧，牧场直供新鲜到家。公司与蒙牛达成战略合作，

蒙牛公司的重要产品特仑苏原奶来自公司牧场，两家公司共同建立贸易平台，其中公司控股 60%，蒙牛控股 40%。公司同时参股新西兰乳制品销售公司，阿里集团进入作为第一大股东，公司第二，裕丰基金第三，预计 9 月份完成建设。届时公司将全面开放线上渠道，形成生产销售一体化生产链。

2.4 环保政策趋严，加强生猪养殖规模化

生猪养殖是公司的传统业务板块，出于经营策略原因将该业务委托他人生产，以图在新一轮的战略周期中实现对该业务板块的优化和提升。我国是全球最大的养猪大国和消费大国，年生猪出栏量超过 7 亿头，年产猪肉超过 5000 万吨，猪肉产量占我国肉类产量高达 62% 以上，“十二五”期间，生猪出栏量比“十一五”末增长 6.2%，猪肉产量增长 8.2%。发展生猪生产是保障我国人民食品消费安全的重要领域。

图 16：我国猪肉年产量超过 5000 万吨



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 17：猪肉价格指数



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

国家环保政策的进一步趋严，中小散户的逐步退出，都为大型企业生猪产业的规模化、集约化运营带来了新一轮的发展契机。公司对原有传统生猪业务进行优化和提升，引进战略合作者代为经营管理，加快寻找更具发展潜力或比较优势的适养区域，推动公司优质生猪养殖产业的形成。

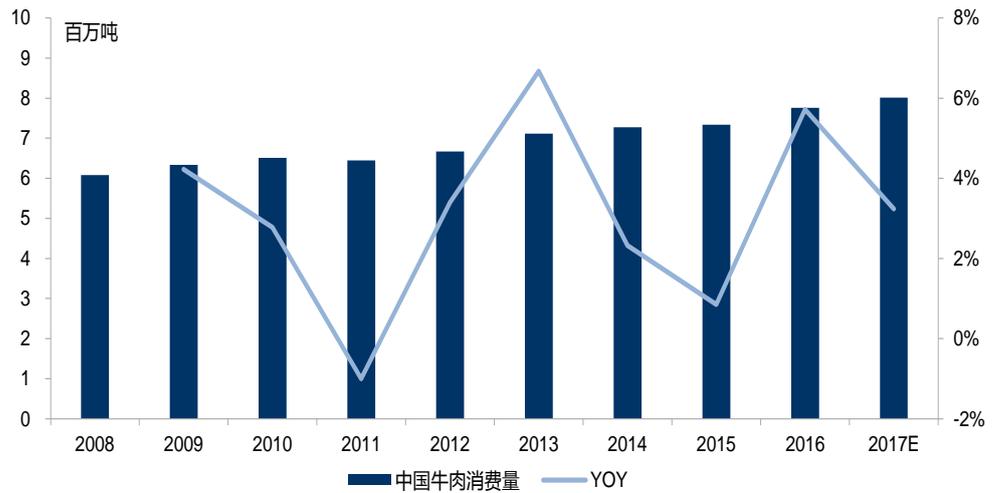
我国生猪养殖规模 5 万头以上的农户数从 2001 年的 16 家发展到 2014 年的 226 家，规模化生猪养殖将成为未来猪肉行业发展的主要方向，中小散户因为污染严重，成本高，防疫意识弱等因素将逐渐退出生猪养殖市场。

公司计划在贵州、陕西、安徽等地建立规模化生猪养殖基地，提高生猪养殖规模化，同时加强生物资产，饲料和环保措施的配套投入，实现公司生猪业务板块的新一轮发展。

2.5 建立西南肉牛进口通道，保障牛肉食品安全

肉牛业务将成为公司今后发展的新的利润增长点，公司开始加强对肉牛业务板块的培育和发展。牛肉营养价值丰富，相比猪肉而言，牛肉的蛋白质含量高，脂肪和胆固醇含量较低，组成更接近人体需要，容易消化吸收，能提高机体抗病能力。

图 18: 中国牛肉消费量



资料来源: 美国农业部, 申万宏源研究

受养殖成本的影响, 国内外牛肉价格存在着一定的价格差, 近年来非法入境的肉牛数量巨大, 其中通过缅甸、老挝等国家非法入境云南省的肉牛数量逐年上升, 成为干扰我国牛肉消费市场乃至畜牧产业的重要隐患。境外肉牛非法入境, 不仅使国内重大动物疫病防控形势严峻, 还给我国家畜牧业生产安全和公共卫生安全带来极大威胁, 严重影响边境经济发展和社会稳定。

表 4: 国家出台相关政策支持云南跨境肉牛疫病区域化试点

时间	文件名称	影响
2015年3月	《农业部、商务部、海关总署、质检总局关于原则同意云南省开展跨境动物疫病区域化管理试点工作的函》	国家农业部、海关总署、商务部和国家质检总局统一云南省提出的规范化运作跨境肉牛疫病区域化管理的试点申请
2017年5月	《国家农业部、海关总署、商务部和国家质检总局关于支持云南省在边境地区开展跨境动物疫病区域化管理试点工作的函》	四部委支持云南创新管理开展跨境动物疫病区域化管理工作

资料来源: 农业部, 申万宏源研究

公司将在瑞丽市政府发起和管理的弄岛镇农畜产品加工区投资。项目总投资不低于 18 亿元。总建设内容按投资和建设进度分为三期, 项目总建设内容为: (1) 进口隔离检疫场与总计 50 万头屠宰能力的规模屠宰厂; (2) 牛肉熟食加工厂; (3) 皮革、内脏处理等工程项目等相关经营配套设施。

公司将从缅甸等地进口肉牛, 形成进口、加工、运输一体化产业链。公司将在当地建立肉牛育肥基地, 对进口肉牛进行再次育肥工作。届时将成为公司重要的经济增长点, 同时有力杜绝了边境牛肉走私现象的发生, 保障牛肉质量和安全。

3. 盈利预测与估值

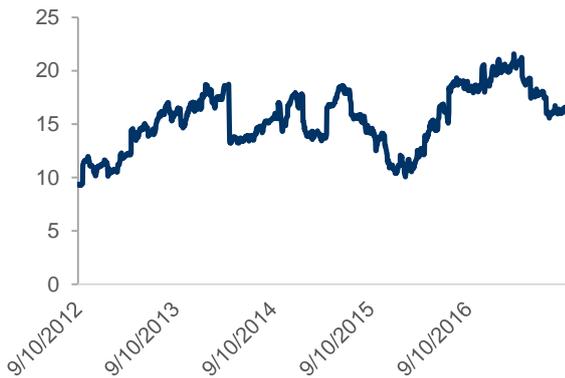
预计 2017-2019 年公司实现营业收入 151 亿元/251 亿元/446 亿元，其中大宗粮食贸易实现营业收入 140 亿元/200 亿元/350 亿元；食品分销业务实现营业收入 5 亿元/40 亿元/80 亿元；乳制品业务实现营业收入 5 亿元/10 亿元/15 亿元。2017-2019 年实现归属于母公司的净利润为 7900 万元/4.92 亿元/7.45 亿元，EPS 分别为 0.01 元/0.09 元/0.14 元，当前股价对应的 PE 分别为 350/39/25 倍。首次覆盖，给予“中性”评级。

表 5：业务预测

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
<u>大宗粮食贸易</u>	收入(百万元)	3458	5658	14000	20000	35000
	yoy		64%	147%	43%	75%
	成本(百万元)	3448	5302	13020	18400	32200
	毛利(百万元)	9	356	980	1600	2800
	毛利率	0.27%	6.30%	7.00%	8.00%	8.00%
<u>乳制品</u>	收入(百万元)	106	370	500	1000	1500
	yoy		250%	35%	100%	50%
	成本(百万元)	90	296	375	700	1050
	毛利(百万元)	16	74	125	300	450
	毛利率	15.16%	20.00%	25.00%	30.00%	30.00%
<u>食品分销</u>	收入(百万元)	0	0	500	4000	8000
	yoy				700%	100%
	成本(百万元)			465	3680	7360
	毛利(百万元)			35	320	640
	毛利率			7.0%	8.0%	8.0%
<u>肉牛</u>	收入(百万元)					
<u>生猪</u>	收入(百万元)	150	106			
<u>其他</u>	收入(百万元)	153	89	100	100	100
	yoy		-42%	13%	0%	0%
	成本(百万元)	156	35	80	80	80
	毛利(百万元)	-3	54	20	20	20
	毛利率	-1.8%	60.8%	20.0%	20.0%	20.0%
<u>合计</u>	收入(百万元)	3867	6223	15100	25100	44600
	yoy		61%	143%	66%	78%
	成本(百万元)	3902	5733	13940	22860	40690
	毛利(百万元)	-35	491	1160	2240	3910
	毛利率	-0.9%	7.9%	7.7%	8.9%	8.8%

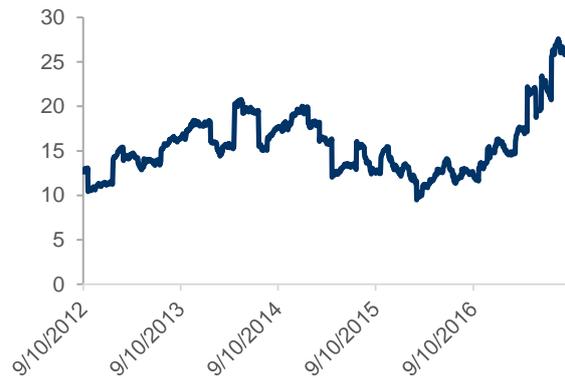
资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 19: ADM 历史 PE 水平



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 20: 邦吉历史 PE 水平



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

表 6: 股乳制品行业估值表

代码	名称	收盘价 (2017.9.12)	EPS		PE	
			2017E	2018E	2017E	2018E
600887.SH	伊利股份	23.5	1.02	1.17	23	20
002570.SZ	贝因美	9.95	0.15	0.31	68	32
002329.SZ	皇氏集团	9.26	0.50	0.69	18	13
002770.SZ	科迪乳业	5.67	0.13	0.18	44	31
002732.SZ	燕塘乳业	28.4	0.78	0.97	37	29
600882.SH	广泽股份	9.66	0.12	0.25	77	38
	均值	14.41	0.45	0.60	45	27

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4. 风险提示

海外并购风险。公司在参与国际农业并购过程中,可能面临的风险因素包括但不限于:一是政策风险,一旦未来国家对农业产业政策及对外投资政策等宏观政策发生变化,可能对公司未来参与国际农业并购造成障碍或影响;二是整合风险,在投后管理中,可能因文化差异、人才和客户流失及员工排斥等因素导致并购交易完成后无法实现预期收益。

食品安全风险。目前公司主营业务涉及乳制品的进口销售、畜牧养殖,上述业务可能存在着食品安全风险;同时畜牧养殖业受疫病影响,如果公司畜牧养殖业发生疫病,会对消费者造成心理恐慌,从而对公司产品销售造成影响。

经营管理风险。公司主营业务拓展后,增加了公司管理及运作的难度,对公司的经营管理层提出了更高的能力要求,特别是围绕新业务需要进一步加强对所需人才的培养和引进,在公司技术、市场、管理和营销等多方面需要不断提升能力并与新业务拓展相适应,若相关能力建设不能满足公司管理需求,将会带来经营上的风险。

盈利能力风险。新项目实际投产后的经济效益、市场接受程度、成本售价等与预期存在差距，则会导致公司的盈利能力下降，如果新项目的建设期和培育期较长，需要投入大量的资金和成本，对公司的盈利能力也会造成影响，因此公司需要进一步加强战略决策，重视投资决策的科学性和有效性，强化投后管理和实施跟投机制。随着公司境外业务的拓展，还要防范汇率波动带来的风险。

针对上述风险，公司将进一步加强能力建设，进一步提升公司核心竞争能力、持续盈利能力和高效组织能力；加大品牌建设力度，实施品牌战略工程，增强品牌知名度和美誉度；同时，积极拓展国际、国内市场，加强渠道建设，把国外农业和食品的优质资源有效对接国内市场，提升公司的盈利能力。同时，公司将不断加强和完善内部控制管理，提高公司经营管理水平和风险防范能力。同时充分发挥董事会各委员会作用，加强职能部门对市场经济形势的预测和判断，从公司内部着手，细化并购和投后管理、食品安全管理、经营风险管理等，化解各类风险对公司引发的不利影响，推动上市公司健康和可持续发展。

财务摘要

利润表	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	585	3,916	6,223	15,100	25,100	44,600
二、营业总成本	690	4,191	6,197	15,160	24,448	43,477
其中：营业成本	589	3,954	5,733	13,940	22,860	40,690
营业税金及附加	0	0	51	124	206	365
销售费用	18	36	123	303	409	833
管理费用	64	126	213	453	753	1,338
财务费用	15	53	70	291	194	191
资产减值损失	3	22	8	50	27	59
加：公允价值变动收益	0	-1	163	100	120	120
投资收益	107	154	40	50	50	50
三、营业利润	3	-121	229	90	822	1,293
加：营业外收入	28	128	6	54	62	41
减：营业外支出	8	24	14	15	18	16
四、利润总额	22	-17	220	128	866	1,318
减：所得税	4	10	65	16	163	254
五、净利润	19	-27	156	112	703	1,064
少数股东损益	3	2	79	34	211	319
归属于母公司所有者 的净利润	15	-29	76	79	492	745
六、基本每股收益	0.01	0	0.01	0.01	0.09	0.14
全面摊薄每股收益	0	-0.01	0.01	0.01	0.09	0.14

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。