安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 05 月 14 日

新希望（000876.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

饲料

新希望：打造农业领域的“滴滴打车”+“大众点评网”

■新希望战略转型模式：打造开放式养殖云服务平台

养殖云服务平台是公司福达计划创新业务的载体及移动互联网流量入口。平台以开放为核心理念，引进互联网合作伙伴，并向产业链中的运营商开放。为产业链企业提供类淘宝的商机平台，通过“滴滴打车”的抢单模式来撮合交易，并追加了类似“大众点评网”的评价系统，打破信息不对称。

1）对养殖户而言，获得了相对最优的一揽子养殖综合解决方案，获得更好的服务体验以及养殖效率。

2）对产品服务提供商而言，则提供了与客户的直接对接渠道。其中的优秀企业，将通过互联网口碑效应获得加速壮大的机会。

3）对新希望公司本身而言，以撮合交易为切入点获取用户数据，为对接希望金融实现流量变现积累信用数据。同时还以平台规则制定者的身份打开养殖黑匣子，实现养殖全程的可监控和可追溯，为下游消费端的产品品牌形象的树立奠定了质量基础。

■新希望战略转型目标：打造中国食材第一品牌。

新希望转型的根本目的，是希望能够为公司的年产约 230 万吨终端肉制品树立中国食材第一品牌的形象，以此获取品牌溢价，提高单吨盈利能力。为此，公司从生产端和消费端两方面同时入手。生产端如前所述，搭建养殖服务云平台，监控养殖全程，实现可追溯。消费端通过滋生活、北京百镒通等以 O2O 模式打通产品渠道，在终端树立产品品牌形象。

■新希望开放式养殖平台变现方式：对接希望金融，实现流量变现

农村存在融资难、融资贵的问题。通过搭建养殖云服务平台，公司将从中积累养殖户的海量交易数据。以此为基础，公司可以建立对养殖户的信用风险评估体系，填补银行系统在农村金融领域

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	69,395.2	70,012.2	75,833.4	83,310.5	89,777.4
净利润	1,898.5	2,019.8	2,838.3	3,809.4	3,467.8
每股收益(元)	0.91	0.97	1.36	1.83	1.66
每股净资产(元)	6.25	8.44	9.71	11.33	12.87

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	24.6	23.1	16.4	12.2	13.5
市净率(倍)	3.6	2.7	2.3	2.0	1.7
净利润率	2.7%	2.9%	3.7%	4.6%	3.9%
净资产收益率	14.6%	11.5%	14.0%	16.1%	12.9%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.7%	0.9%	0.6%
ROIC	17.3%	14.5%	16.4%	21.7%	19.8%

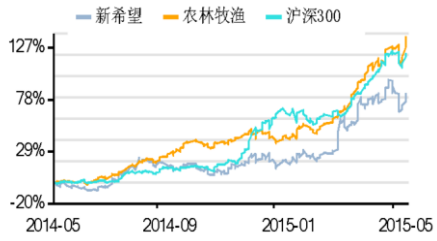
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	32 元
股价（2015-05-13）	22.65 元

交易数据

总市值（百万元）	47,205.26
流通市值（百万元）	39,146.17
总股本（百万股）	2,084.12
流通股本（百万股）	1,728.31
12 个月价格区间	11.26/24.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.61	11.58	-32.65
绝对收益	1.12	47.56	84.30

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515030003
wuli1@essence.com.cn
010-66581599

刘哲铭 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515030002
liuzm1essence.com.cn
010-66581666

报告联系人
李佳丰 021-68765372
lijf3@essence.com.cn

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

的空白，解决农村融资难、融资利率高等问题。最终打造成融资、理财、数据运营服务三大平台。

■新希望 VS. 大北农:农业领域的“苹果生态圈”VS“安卓生态系统”

1、共同点：两者都是以养殖为切入口，搭建农业互联网生态系统，获取线上养殖户流量。以海量交易数据为基础，通过公司传统产品销售及互联网金融实现价值变现。

2、不同点：

1）新希望：**打造“农业领域的开放式安卓系统”。**公司定位于**平台技术标准提供商**，为产业链运营商提供一个商机发现平台，通过交易撮合，获取用户数据，对接希望金融，实现平台变现。根本目标还是以平台品牌推动公司终端肉制品的升级。

2）大北农：**打造“农业领域的苹果生态系圈”**。通过猪管网、农信商城（猪交所）、农富宝、农富贷等一系列产品应用构成一个闭环生态系统。

■ 2015 年：公司迎来“行业景气+公司转型”双拐点

公司是全国最大的饲料企业，饲料业务历年来保持平稳增长的态势，贡献净利润 8-10 亿元，是公司的现金牛业务。公司的盈利波动主要是养殖及屠宰业务的带来的。这两块业务属于强周期业务，主要受行业景气周期影响。我们认为，经过三年的产能去化，养殖产业链将在 2015 年 7 月份迎来加速反转。由此给公司业绩带来巨大弹性。

■投资建议

预计 2015-2017 年，公司实现净利润约为 28.38 亿、38.08 亿、34.67 亿元。给予 2015 年 23 倍 PE，6 个月目标价 32 元，对应市值 650 亿。其中农牧业务估值 400 亿，民生银行投资 170 亿，养殖云服务平台估值 80 亿。给予“买入-A”评级。

■风险提示：产品价格不达预期；疫病风险；养殖云平台业务进展不达预期；

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 新希望六和：农牧全产业链龙头 4
1.1. 新希望六和主营业务情况 4
1.2. 新希望互联网战略转型——打造开放式养殖云服务平台 5
1.3. 经营业绩情况 6
2. 管理效率提升：深化组织变革 提升盈利能力 7
2.1. 引进职业经理人，组织变革 7
2.2. 2013 年：组织重构，确定改革方向，奠定改革基础 8
2.3. 2014 年：落实改革战略，推动互联网转型 8
3. 互联网转型模式：打造开放式养殖云服务平台 10
3.1. 福达计划概述 10
3.2. 养殖云服务平台：滴滴打车+大众点评 11
3.2.1. 养殖云平台的核心理念在于开放 11
3.2.2. 养殖云服务平台是采用类“滴滴打车”派单模式的电商平台 11
3.2.3. 养殖云服务平台具备互联网的高速增长可能性 12
3.2.4. 公司打造开放式养殖云服务平台的优势 12
3.3. 战略转型目标：打造中国食材第一品牌，成为肉食品牌商 13
3.4. 平台变现模式：对接希望金融，实现平台变现 13
3.4.1. 农村金融市场空间大，原有体制弊端多 13
3.4.2. 依托开放式平台，解决农业产业链融资问题 14
3.4.3. 希望金融：打造融资、理财、农资服务三大平台 14
3.5. 养殖云服务平台估值： 16
4. 2015 年：公司迎来“行业景气+公司转型”双拐点 17
4.1. 养殖及屠宰业务是公司业绩波动的主要原因 17
4.2. 畜禽加速反转趋势已经明确 18
4.2.1. 4 月份生猪出栏拐点已启动猪价上涨进程 19
4.2.2. 后备母猪补栏及能繁母猪淘汰变化均指向 2015 年下半年猪肉价格加速反转 20
5. 投资建议 22

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 新希望六和：农牧全产业链龙头

1.1. 新希望六和主营业务情况

新希望六和股份有限公司（原名四川新希望股份有限公司）于 1998 年由原绵阳希望饲料有限公司变更成立，并于 1998 年在深圳证券交易所上市，是我国中西部最大的饲料生产商之一。公司传统业务立足于农牧产业，主要业务包括饲料、养殖、屠宰、肉制品和金融投资等。2011 年，为实现公司农产业一体化经营和解决同业竞争，公司与山东六和集团等资产重组上市，饲料板块的生产规模大幅度提高。

表 1：2011 年重大资产重组交易方案

	交易对象
资产置换	以持有的新希望乳液控股有限公司 100%股权与四川希望实业有限公司持有的四川新希望农牧有限公司 92.75%股权进行资产置换
发行股份购买资产	向南方希望、青岛善诚投资咨询有限公司、青岛思壮投资咨询有限公司、青岛和之望实业有限公司、潍坊众慧投资管理有限公司发行股份购买该等公司合计持有的山东六和集团有限公司 100%股权。 向成都新望投资有限公司发行股份购买其持有的新希望农牧 7.25%股权，通过资产置换及发行股份购买资产，公司持有新希望农牧 100%股权。 向自然人李巍、刘畅发行股份购买其合计持有的成都枫澜科技有限公司 75%股权。 向青岛高智实业投资有限公司、山东惠德农牧科技有限公司发行股份购买其合计持有的六和饲料股份有限公司 24%股份（剩余股份有六和集团持有）。
资产出售	将公司持有的成都新希望实业投资有限公司 51%股权、四川新希望实业有限公司 51%股权出售给四川新希望房地产开发有限公司。

数据来源:公司公告　安信证券研究中心

完成重组以前，公司（新希望股份）、新希望农牧和六和集团为新希望集团下属农牧业务主体公司，三家公司在农业产业链中和不同的区域市场中有各自优势。2011 年重大资产重组完成后,公司持有六和集团 100%股权和新希望农牧 100%股权，成功构建“饲料加工—养殖—屠宰—肉制品加工”完整产业链，在产业链模式下，公司把原料供应商、良种培育、畜禽养殖、食品生产加工和终端销售组织起来，向国内最大、产业链最完整、产品覆盖面最广的农牧类上市公司发展。

目前，公司已成功构建肉鸡、肉鸭、生猪三条产业链，在山东、河南、东北多地已建设种禽基地。

- **饲料产业：**公司核心业务。目前已在国内外建设了 200 多家现代化饲料加工厂，品种包括肉鸡、肉鸭、生猪、蛋鸡、水产等种类的上百个品种，年饲料生产能力超过 2000 万吨。2014 年饲料产量 1570 万吨。预计其中禽料 1000 万吨，猪料 400 万吨，水产料 100 万吨，其余为特种料。

- **养殖产业：**公司以建立包括种鸡、种鸭、种猪的祖代、父母代养殖场并与国外多家企业合作推广优良种禽品种的繁育。同时，公司大力发展现代化养殖模式，配置自动化料线、水线、风机、湿帘、暖风炉等设备。公司目前现有种禽养殖产能 3.5 亿只，

生猪 200 万头。预计 2014 年出栏鸭苗 1.8 亿羽，鸡苗 1.3 亿羽，生猪 58 万头。

- **食品加工产业：**公司构建了禽肉、猪肉两大板块，发展了冷冻、冰鲜、熟食等 200 多个肉食品种，并打造了可追溯食品安全体系，产品覆盖上海、北京、武汉、广州、南京等十几个重点市场，六和熟食更出口至日本。公司现有家禽屠宰产能 8 亿羽，生猪屠宰 850 万头。2014 年公司肉制品及屠宰加工 219.78 万吨，预计屠宰毛鸡 2.4 亿羽，毛鸭 4.6 亿羽，生猪 200 万头。

- **终端产业：**公司设立多种终端互动方式，包括冷先秦供应链、熟食品连锁店、快餐合作等。

1.2. 新希望互联网战略转型——打造开放式养殖云服务平台

2015 年 4 月 22-23 日，公司在中国猪业“山河”论坛暨第二届山东猪业发展大会上正式发布互联网转型战略，依托福达计划（农场成长计划 Farm Development Plan）建立“希望金融——云养殖——云学堂——云服务——云动保——云平台”一体化互联网运营平台，构建“福达在线”、“福达在线学院”、“福达云养殖”等信息系统。

但是，六大创新业务缺乏线上流量入口，为了推动转型战略的落地，公司在发展战略进一步梳理之后，明确了打造养殖云服务平台的目标。**该平台为产品、服务提供商提供类似于淘宝网的商机平台，通过“滴滴打车”的抢单模式来撮合交易。其商业模式本质及目标是以高频信息和服务，引导百万养殖户流量，以农业“滴滴打车”新增 600 亿流水，以“移动互联+金融”变现平台化销售收入。同时，在解决养殖户获取养殖金融、技术、产品服务痛点的同时，通过平台的监控与追溯实现对生产端的标准化，以此树立平台产品的品牌形象，打造出“中国好食材”，帮助公司终端肉产品实现品牌溢价。**

表 2：福达计划项目

	主要内容
云金融	定向服务于三农的互联网金融平台，利用信息技术创新手段开展农村互联网金融业务，解决农村地区农业从业者融资难等问题。
云养殖	由公司首席科学家、国内最早运用农场数据管理的闫之春博士带队，在云技术平台上开发的一套规模猪场数据管理系统。该系统从 2015 年 2 月已正式推广，两个月以来已上线猪场有几十家。
云教育	利用 O2O 双重培训体系，创建猪场现场生产培训的养猪大学和福达云学堂。旨在为农牧企业规模化和标准化培训养殖人才和标准化产业工人，改变养殖产业技术力量缺乏的现状。
云服务	云服务系统—福达在线，采用漏斗式营销管理模块，提升业务人员、技术人员和养殖户的信息沟通，及时传达客户对公司产品和服务的需求、意见和建议等。
云动保	动保实验室云系统，公司设立 2 个中心实验室和多个卫星实验室，通过中心实验室和卫星实验室灵动，构建动保技术“云系统”，提升技术体系的动保服务能力，能够实施疫病远程咨询、远程诊断、疫情预警和动态追踪等。
云平台	以北京新道路农业科技有限公司为载体，在全球范围内聚合养猪行业优秀人才、技术、产品、资金等资源，打造养猪运营升级平台。主要服务模式包括经营服务、生产服务、技术服务、融资服务、咨询与培训等，通过上下游产业资源的链接和优化组合，搭建“投资基金+种猪+养殖场+营养饲料+兽药疫苗+肉食加工”的产业运营合作平台。

数据来源：公司公告　安信证券研究中心

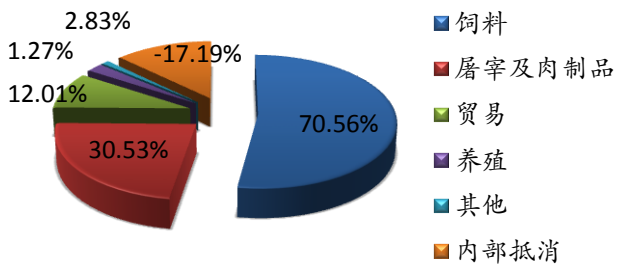
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.3. 经营业绩情况

2014 年，受欧美经济持续低迷与我们经济增速放缓影响，国内畜禽市场受进口肉类的持续冲击，我国饲料、畜产品和肉食加工产业受到严峻挑战。自公司建立全产业链以来，公司业务覆盖饲料、屠宰及肉食品加工、养殖和贸易几大板块。其中，饲料业务占公司主营业务收入 70%以上，屠宰及肉制品加工业务占总业务收入 30.53%，养殖业务和贸易业务各占 1.27%和 12.01%。

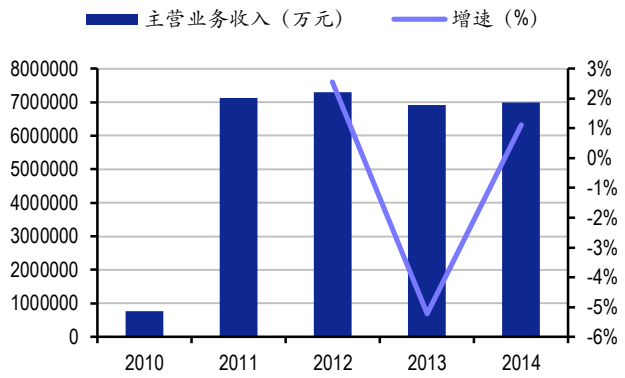
2014 年，公司实现主营业务收入 700.12 亿元，同比增长 0.89%；归属于母公司所有者净利润 20.19 亿元，同比增长 6.39%。2014 年，公司专注打造饲料品牌抵御饲料行业增速放缓的冲击，推进产品瘦身计划、优化产品结构、关闭部分效率低下工厂等措施优化饲料产能布局，提高饲料工厂竞争力和盈利能力。

图 1：公司主营业务构成



数据来源：公司公告　安信证券研究中心

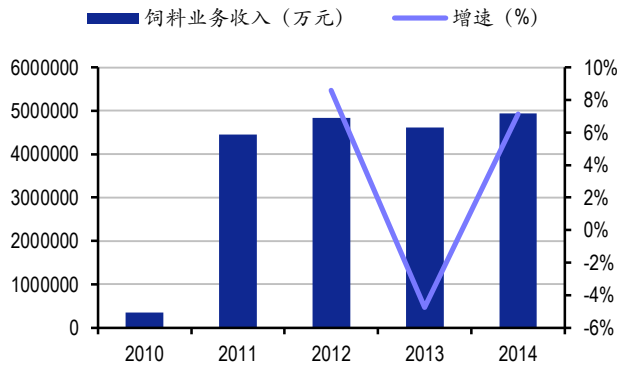
图 2：公司主营业务收入情况



数据来源：公司公告　安信证券研究中心

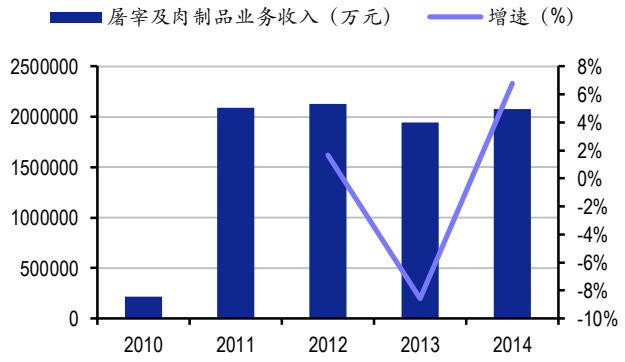
多年来，公司业绩平稳。14 年共销售饲料产品 1570.33 万吨，同比增长 2.202%，实现业务收入 493.98 亿元，同比增长 7.15%。屠宰及肉制品业务收入 213.73 亿元，同比增长 6.55%，近几年以来首次扭转业务收入下滑。

图 3：公司饲料业务收入情况



数据来源：公司公告　安信证券研究中心

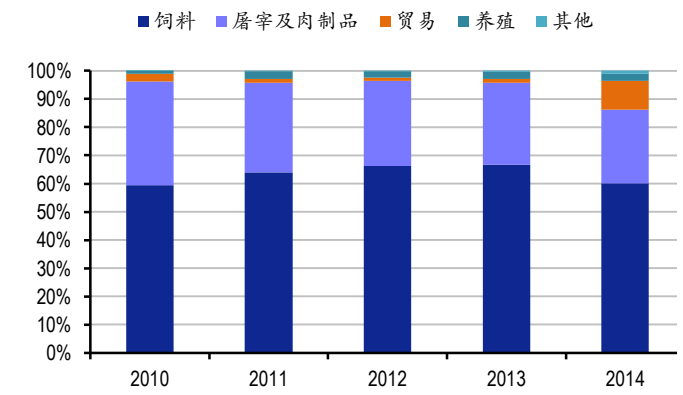
图 4：公司屠宰及肉制品业务收入情况



数据来源：公司公告　安信证券研究中心

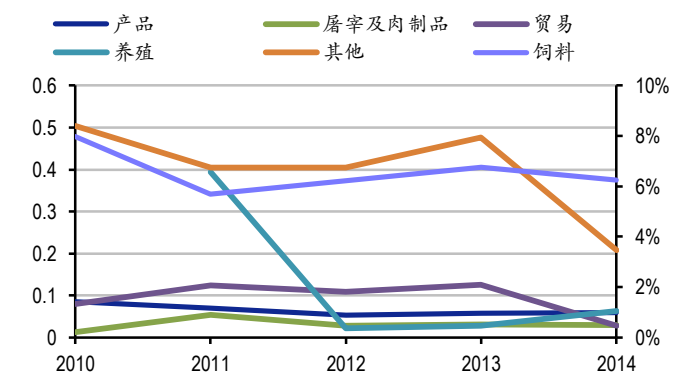
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 5：公司主营业务收入构成情况



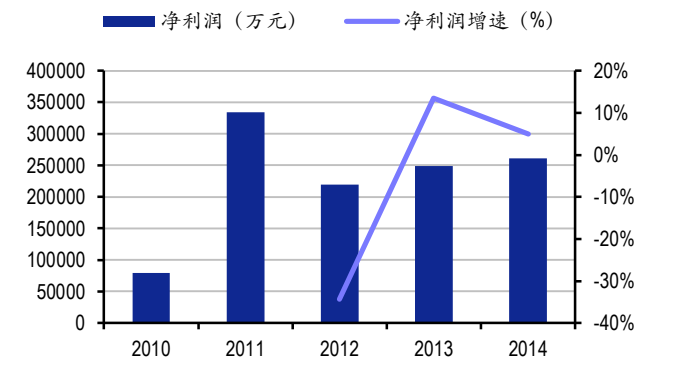
数据来源：公司公告　安信证券研究中心

图 6：公司各业务毛利率情况（%）



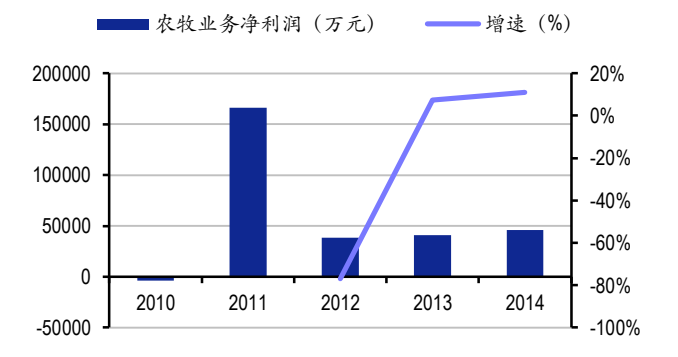
数据来源：公司公告　安信证券研究中心

图 7：公司净利润增长情况



数据来源：公司公告　安信证券研究中心

图 8：公司销售净利率情况



数据来源：安信证券研究中心

2. 管理效率提升：深化组织变革 提升盈利能力

2.1. 引进职业经理人，组织变革

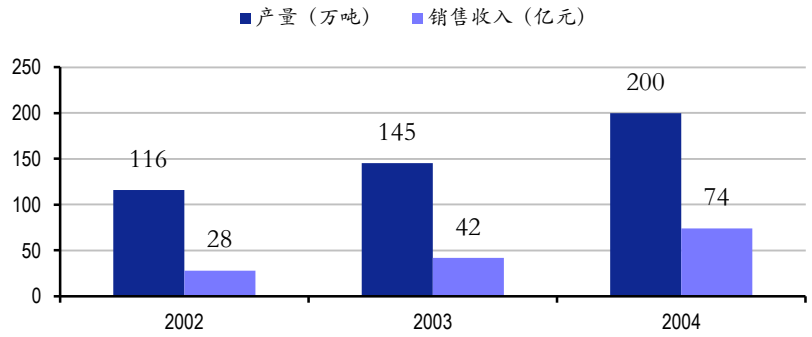
公司的内部变革起始于 2013 年 7 月份。2013 年 5 月 22 日，大股东刘永好宣布辞去新希望六和集团董事长职位，由刘畅接任董事长，同时聘请陈春花任新希望六和集团的联席董事长。

陈春花老师是国内著名的名企业文化与战略专家，历任华南理工大学工商管理学院副院长、经济与贸易学院执行院长、教授、博士生导师，南京大学博士后。现任闽江学院新华都商学院副院长及创业 MBA 项目主任，同时担任南京大学外聘教授、厦门大学客座教授、北京大学客座研究员、新加坡国立大学现代企业管理课程客座教授、澳洲国立大学国际管理硕士课程客座教授。

在 1999 年，陈老师即担任六和集团顾问，并于 2003 年担任六和集团总裁。在两年任职期间，面对 SARS 等不利环境，六和集团 2003 年销售额 42 亿元，销量 145 万吨；2004 年销售额 74 亿元，销量超过 200 万吨。而之前 2002 年，六和集团销售额为 28 亿元，饲料销量 116 万吨。2005 年新希望入主六和集团以后，陈老师重新返回高效任教。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 9：陈春花老师任职期间六和集团业绩斐然



数据来源：WIND，安信证券研究中心

此次重返新希望六和，是在新希望六和重组合并、畜牧行业持续低迷、公司农牧业务出现巨额亏损的背景下走马上任。甫一上任，就别公司及市场寄予厚望。陈春花老师 6 月 3 日到任后，7 月 12 日即推出方案，开始对新希望六和集团的调整改革。改革希望实现的目标有两点，一是贴近消费者，将产品进一步往消费终端下沉，获取品牌溢价；二是控制养殖规模，平滑养殖周期带来的业绩波动。

2.2. 2013 年：组织重构，确定改革方向，奠定改革基础

2013 年，公司确定了战略定位。即从以产品为中心向以客户为中心转型从而实现可持续的增长，使公司最终成为饲料产业的领导者，成为食品产业的领先者，成为养殖领域产业链的组织者。

在此思想指导下，管理层全面推进组织变革，确立了经营变革方向，即：实行产销分离，无限贴近养殖户与消费者两端；坚持有效经营，淘汰落后产能，进行产品瘦身；聚焦优势区域、优势产品，打造最具竞争力的养殖聚落。公司确立了“强夯实、愿协作、共创新、齐激活”的经营管理主题，即：在养殖端控制成本，实现安全可追溯；在消费端体现产品溢价能力；重构产业链，释放产业规模所创造的价值，提升食品端盈利能力，提升畜、禽肉食冰鲜品比例，做大终端平台。
具体措施上，公司通过拆分中心设立片区的形式，共形成 23 个片区、6 个事业部和 1 个海外中心，将原有的四层管理架构，转变为更加扁平的三层架构，提升了管理与运营的效率。

与组织重构相对应的，公司也对考核机制进行调整。考核单元细化下沉，以特区及分公司两层经营单元为考核主体，权责相匹配。

2.3. 2014 年：落实改革战略，推动互联网转型

2014 年上半年发布的为期三年的新中期战略规划，进一步明确了“产品领先、服务驱动、全球经营”的三大战略主轴。为实现公司经营目标，公司启动了组织变革、养殖基地一体化管理、推进“福达计划”、食品结构与渠道转型、海外发展、提升研发与生产水平、信息化建设、组织激励等多项重点工作。

（1）在组织变革方面，公司通过划小考核单元、设立省级新区，以更有竞争力的激励政

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

策与更大的经营自主权，激活了基层经营单元，增强了基层经营单元的盈利水平。公司通过职能部门专业化发展增强总部专业能力的输出，新设立的饲料管理部在调整落后产能、促进专业工厂布局，市场技术部在推动福达计划等方面都取得了突出成绩。

（2）在养殖基地一体化管理方面，公司在合作养殖与自营养殖两方面不断进行模式创新。公司在阜新公司试行一体化经营改革，使连续多年亏损的公司在2014年大幅减亏。在2014年下半年，公司开始把一体化模式在山东市场进行更大范围的推广。同时，公司通过优化产能、提升效率，使自营养殖板块的整体盈利水平也取得明显提升。

（3）在推进“福达计划”方面，截至 2014 年底，公司的福达计划市场技术体系已基本成型，千人技术团队建设已经完成了 70%，服务范围覆盖了近 30000 户农户，在全国范围建立起 20 多个云动保分支实验室。通过帮助农户实现安全、高效的养殖，为消费端可靠食品的供应打下重要基础。

（4）在食品结构与渠道转型方面，公司深入推进“新希望六和+”模式，在 2014 年先后与京东、本来生活等电商平台，永辉超市等连锁商超，海底捞等餐饮企业建立战略合作关系，同时继续加大“美好一味”“海拔 3000”“滋生活”等公司自营连锁零售店的建设。公司 2014 年的深加工与熟食业务取得了比传统屠宰业务更大的增长，改善了整个食品业务板块的盈利水平，也使得食品品牌影响力得到提升。

（5）在海外发展方面，公司继续通过饲料业务进入更多新区域市场，同时在孟加拉、印尼等深耕多年的成熟市场，引入种禽养殖项目，在海外市场延伸产业链。为推动海外产业建设与项目并购，公司还在新加坡成功实施了 1 亿美元的银团融资。

（6）在提升研发与生产水平方面，公司一方面致力于饲料产品的结构优化与效率提升，在保持禽料业务固有优势的同时，加大其他种类饲料的比例，加大高附加值饲料的比例，同时通过“核心工厂+卫星工厂”试点，以及专业厂与专业线的新建与改建来提升生产水平，促进了饲料业务利润水平的提升。另一方面，公司利用在食品渠道建立的新合作机会，与合作伙伴共同推动新产品研发，也促进了公司深加工与熟食业务的高速增长。

（7）在信息化建设方面，公司首先在养殖板块结合“福达计划”的推进，构建了“福达在线”“福达在线学院”“福达云养殖”等信息系统，有力推动了公司饲料销售、技术服务的信息化发展。此外，公司还投资建设了集中采购信息平台，极大了提高了集中采购的业务效率。在食品板块，公司于 2014 年 10 月在山东市场建成了国内第一个肉鸭产品溯源体系，目前该系统已经在公司下属 30 多家食品厂投入使用，进一步增强了公司在食品安全领域的领先地位。

（8）在组织激励方面，公司一方面结合划小考核单元、设立省级新区的结构调整，面向省级新区提供了更具有竞争力的激励政策；另一方面也在 2014 年底面向部分二级业务单元试行长期激励计划。通过上述多方面的重点工作，公司基本实现了上一年度经营计划中制定的业绩目标与行动目标，同时也有力地推动了公司新中期战略规划的落地。

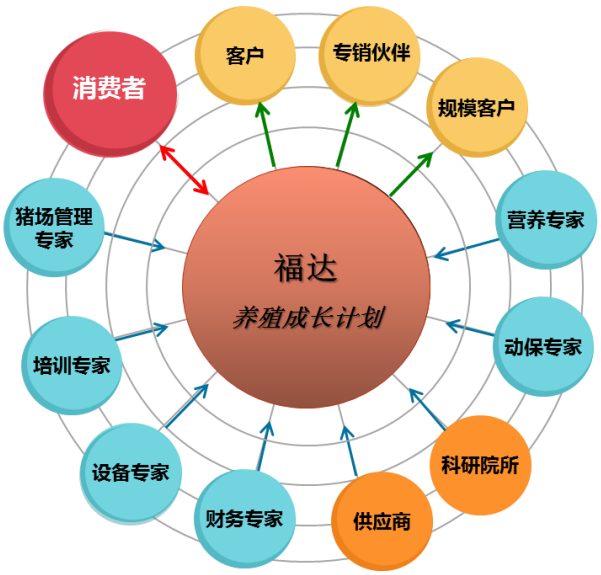
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3. 互联网转型模式：打造开放式养殖云服务平台

3.1. 福达计划概述

公司从 2013 年开始推进福达计划，以服务养殖户为核心，覆盖了业务人员工作管理、养殖户信息、猪场管理、财务分析、养殖培训等几乎所有养殖相关环节。福达计划旨在整合资源，打造云服务平台，帮助养殖户提高养殖效率，实现公司自有养殖场效益行业最佳、饲料客户养殖水平区域最高、食品安全可溯、吸引容纳优秀技术人才四大目标。

图 10：福达养殖成长计划



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

为此，公司在福达计划下目前已规划进行六大创新项目，分别为云金融（希望金融）、云养殖、云教育（云学堂、养猪大学）、云服务（福达在线）、云动保、云平台，分别着眼于金融、生产管理体系、养殖人才培养、养殖技术支持、养殖疫苗指导、养殖全面服务的角度，致力于帮助养殖户提高养殖效率。

图 11：福达计划

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

六大战略虽然囊括了养殖全过程以及养殖户的全部痛点，但是其本质上还是依托于公司的线下业务，还缺少最重要的线上载体及流量入口。因此，在对公司互联网战略思路的

进一步梳理之后，公司推出了打造开放式的云养殖服务平台规划，这也是推动六大创新业务落地的必然选择。

3.2. 养殖云服务平台：滴滴打车+大众点评

3.2.1. 养殖云平台的核心理念在于开放

1）公司以开放心态与其他投资者合作，以互联网思维搭建平台

公司的互联网转型不是自己闭门造车，而将与和创科技、复星资本、小米投资等企业进行深度合作。和创科技是国内著名的营销策划企业，致力于利用移动终端解决企业销售管理问题，已经先后获得雷军、申银万国风险投资、复星集团等五轮资本投资。新希望通过引进互联网行业专家，为平台的构建、运营、推广注入互联网思维，保证公司战略的落地与最终的成功。

2）公司的平台是向所有产业链运营商开放

云养殖平台上的产品、服务提供商不只是新希望一家，而是同时向其他产业链运营商开放，共同为养殖户提供产品和服务。成为产业链运营商面对养殖户，寻找商机的又一重要交易渠道。在这个过程中，新希望作为平台商，提供的交易撮合的机会，

3.2.2. 养殖云服务平台是采用类“滴滴打车”派单模式的电商平台

当前市场上主流的 O2O 平台，不外乎两种模式，一是由商家发布服务信息，消费者网上选择商家并下单，平台根据客户选择向商家派单。如上门类 O2O 华佗来了、饿了么、河狸家等。另一种则是由消费者发布需求信息，平台将该信息发送给商家，商家根据自己条件抢单实现交易。典型如滴滴打车。不论何种模式，均加载点评系统，对商家的历史服务信息进行记录与公示，为消费者下次消费或者其他消费者消费提供信息参考。

而新希望的云养殖平台采取的正是后者抢单式运营模式。最终采用这种模式，我们猜测，一是出于降低养殖户操作门槛的考虑；二是由于开放式大平台下，派单模式无法保证接单商家能够提供合乎标准的服务，客户体验难以保证。

简单而言，养殖云服务平台就是通过“滴滴打车”式抢单来撮合交易，再通过“大众点评”式评价体系来保证产品、服务提供商的服务质量。通过打破信息不对称和缩短交易流程来提高生产效率。

具体运作流程上，公司先整合行业资源到平台上，做为产品和服务的提供商。然后公司通过地推团队，将养殖户拉上平台，获取初步用户。用户上线后，由用户来发起需求，如饲料、兽药、资金等需求。平台根据用户需求的时间、区域等条件匹配性，将需求信息推送给相应服务商。接着由收到信息的服务商抢单响应，在约定时间及地点内提供服务，实现交易。交易完成后，再由用户对服务商的服务做出评价并公示。

在交易过程中，新希望作为平台商，**制定统一的交易规则和技术服务标准，保证养殖户的消费体验。同时，通过对养殖户交易行为的记录，监控养殖户的养殖过程。**

在这套平台体系下：

1）对养殖户而言，获得了相对最优的一揽子养殖综合解决方案，获得更好的服务体验以及养殖效率。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2）对产品服务提供商而言，则提供了与客户的直接对接渠道。其中的优秀企业，将通过互联网口碑效应获得加速壮大的机会。

3）对新希望公司本身而言，则以撮合交易为切入点获取用户了数据，为对接希望金融实现流量变现积累了大数据基础。同时还以平台规则制定者的身份打开养殖黑匣子，实现养殖全程的可监控和可追溯，为下游消费端的产品品牌形象树立奠定质量基础。

3.2.3. 养殖云服务平台具备互联网的高速增长可能性

截止至 4 月底，公司养殖平台上已经积累了 9 万名养殖户，267 万母猪存栏，1900 万头肥猪存栏。随着公司转型战略的进一步清晰化，公司的工作重点和目标也异常明确。

2015 年公司的重点在于地推。计划利用原有的销售团队，搭建约 3000 人的地推团队，目标在 6 个月获取 1500 万猪动态指标，20 万养殖户的流量，1 年内实现 100 万注册用户，10 万周活跃用户，20 万月活跃用户，5 万人次/月服务量，实现市值 600-1000 亿元。

中长期规划上，计划 2 年内实现云养殖平台的稳健运营，交易成为农业移动互联网领域的“滴滴打车”；以数据为积累，把新希望的农村互联网金融做大做强。争取两年内达到年 600 亿交易额，50 亿/月资金沉淀，600 万笔交易撮合、1000 万注册用户，100 万周活跃用户，200 月活跃用户，50 万人次/月服务。

3.2.4. 公司打造开放式养殖云服务平台的优势

1）公司在产业内处于领导地位，线下资源丰富

新希望是国内农牧企业龙头，2013 年公司饲料销量约 1500 万吨，排名行业第一。公司线下营销员工、技术员工超过 1 万人，覆盖全国各个地区养殖户，巨大的线下资源是公司在转型中的核心竞争力之一。

2）公司提供养殖综合服务 ，帮助养殖户提高效率，粘性强

公司转型的目标是通过构建养殖平台，提供一揽子养殖综合解决方案，包括融资、信息化、教育培训、防疫等，帮助养殖户提高效率。公司打造的互联网服务平台将整合各方资源，包括产业资源提供商、技术服务人员、生产单元等，公司的平台将成为各方资源的集聚地，通过平台帮助养殖户提高效率，所有养殖活动参与者都能从中获益，且较难复制，对各方均有足够粘性。

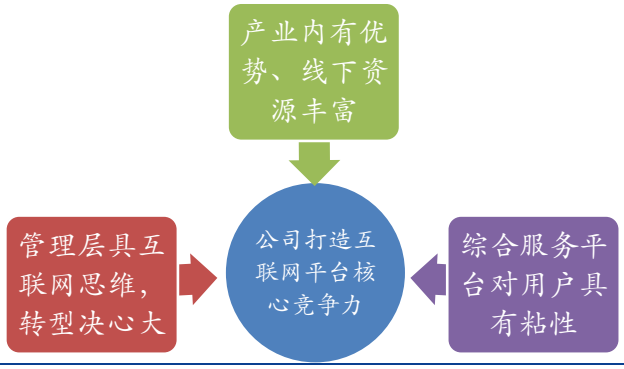
3）管理层具备互联网思维，行业内率先谋求转型

公司对行业认识深刻，行业内率先谋求转型。从 2013 年开始推进的福达计划，并相继成立惠农科技推进云金融、云养殖推进养殖信息化、养猪大学等项目。

组织方面，过去两年年新希望的改革是拆组织，将组织从以职能和绩效导向的结构向以客户为导向的结构，以适应公司转型方向。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 12：公司打造互联网平台核心竞争力



数据来源：公开信息、安信证券研究中心

3.3. 战略转型目标：打造中国食材第一品牌，成为肉食品牌商

近几年来，国内规模化养殖虽然发展迅速，但是和庞大的市场总量相比，仍然极为分散。以生猪养殖为例，国内最大的养殖企业温氏集团，2014 年出栏生猪数量 1200 万头。而同期全国生猪年出栏量 7.3 亿头，占比仅 1.6%。市场的高度分散化，摊低了生产过程中的违规成本，导致肉制品质量安全无法得到保证。而随着人均收入的提高，中产阶级逐渐崛起，对安全、健康食品的需求却越来越旺盛。

新希望转型的根本目的，就是希望能够为公司的年 230 万吨终端肉制品树立中国食材第一品牌的形象，以此获取品牌溢价，提高单吨盈利能力。因此，公司是从生产端和消费端两方面共同入手，提供一种矛盾解决方案。

在养殖端，搭建养殖服务云平台，监控养殖全程，实现可追溯。当养殖户形成在平台上获取饲料、兽药、动保、技术服务的使用习惯之后，养殖全过程其实已经随着交易行为的产生被平台所记录。而这些产业链上的运营商这也是公司进行养殖数据积累的最重要意义。以这些数据为基础，公司可以勾勒出养殖户的生产情况，建立了对产品质量的追溯路径。通过这种监控，获取消费者对平台产品质量的信任，为最终食材品牌的形象的建立奠定了基础。

在消费端，以 O2O 模式打通产品渠道，获取品牌溢价。有了质量有保证的产品，接下来就是如何卖出产品的质量溢价。在渠道搭建上，公司北京百镒通、上海时和、爱宅良配”等互联网公司工具，用 O2O 模式拓宽自己的销售渠道。北京百镒通是主要定位于为中央厨房提供食材，上海时和则定位于高端肉店，“爱宅良配”定位在家庭场景。

3.4. 平台变现模式：对接希望金融，实现平台变现

3.4.1. 农村金融市场空间大，原有体制弊端多

农村市场金融需求旺盛，资金匮乏，农村存在融资难、融资贵的问题。原有体制有以下问题：

1）**农村资金流入城市。**农民理财意识薄弱，原有体制下，农民大多将手头不多的流动资金存入农行、邮储行等，而银行再将资金集中放贷给城市需要资金的需求方，农村资金

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

流入城市。

2）**农户财务不透明，融资效率低。**银行贷款需要有风险审核等流程，一般时间较长，而农户因财务不透明，贷款流程更为漫长，在急需资金的情况下，银行贷款往往不能满足农户资金需求。

3）**农户经济单元小，融资成本高。**对于银行，农户经济单元太小，单笔贷款综合成本高，另一方面，农户抵押物少，风险也较大。因此，农户大多通过亲戚朋友或高利贷等贷款，利率普遍较高，20%以上利率较为常见。

4）**融资难。**因农户大多无抵押物，银行覆盖农户面较小。而其它融资渠道较为匮乏，多数农户融资需得不到满足。

图 13：农村金融问题

数据来源：公开信息、安信证券研究中心

3.4.2. 依托开放式平台，解决农业产业链融资问题

1）**线上融资，城市反哺农村。**利用互联网的优势，可以灵活组织贷款规模，将城市资金导入农村，降低贷款成本和融资利率。

2）**依靠高频交易建立征信系统，解决风险控制问题。**公司可以利用产业渠道资源优势，通过过往长期的高频交易记录，结合互联网建立起融资人的征信系统，控制贷款风险。

3.4.3. 希望金融：打造融资、理财、农资服务三大平台

公司是业内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 100 亿元贷款，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。

公司开展农村互联网金融的优势：

1）**线下资源丰富：公司**通过担保模式已经建立起了成熟的银行合作网络；背靠集团资源，**线下人员丰富**；海外融资平台已经搭建完毕，能融入更低成本的海外资金。

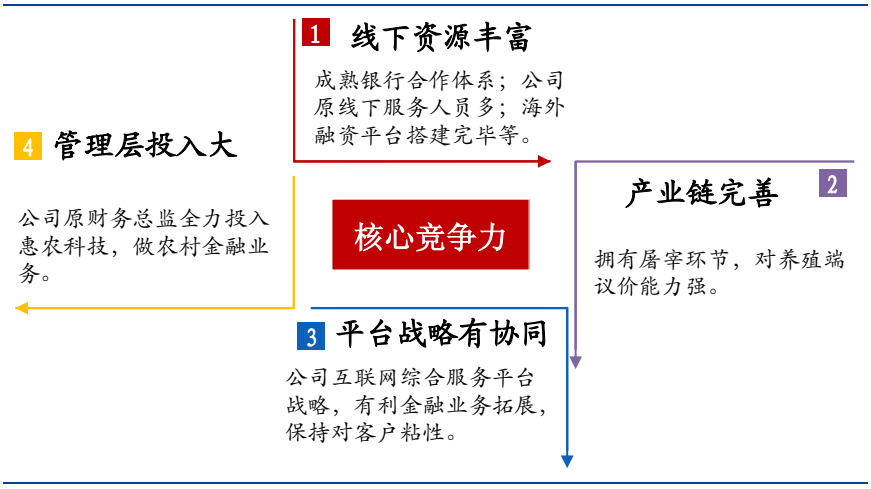
2）**产业链完备，掌控力大：**公司拥有屠宰环节，对养殖终端的话语权大。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3）平台战略有利公司快速推广业务：公司互联网综合服务平台战略，特别是公司生猪养殖类托管模式有助于在生猪养殖业快速覆盖和推进，有利于公司金融业务的拓展。

4）公司管理层全力投入。成立惠农科技，原公司财务总监任惠农科技董事长，全力投入做农村互联网金融。

图 14：公司做农村互联网金融核心优势

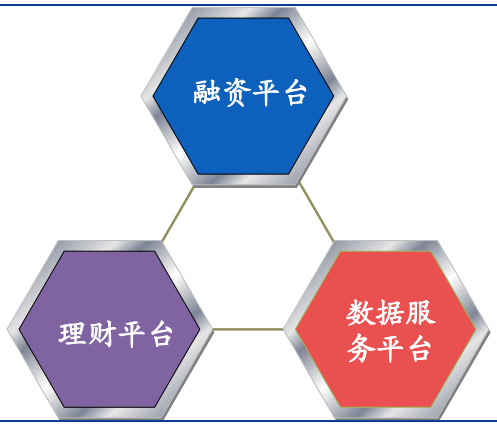


数据来源：公开信息、安信证券研究中心

公司目标：打造融资、理财、数据综合服务三大平台

目前，“希望金融”以提供农村产业金融为主，为养殖户融资。未来，公司将围绕客户、规模、数据、提供平台化服务，打造成三大平台：

图 15：打造融资、理财、数据服务综合平台



数据来源：公开信息、安信证券研究中心

1）**融资事业平台：**包括农村产业金融、农村供应链金融、农村消费金融；公司“希望金融”P2P 平台已上线，以互联网的平台引入城市投资人的低成本资金对接农村的各种金融资金需求，提高农村的融资放款效率，以金融为切入口实现城市反哺农村。希望金融”上线 1 个月的交易额就已达 1,732 万元。目前交易金额已超 2000 万，日均交易额在 200 万左右。我们预计，随着公司后续产品线的进一步丰富，全年交易额至少在 5 亿以上。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 16：希望金融 P2P 平台

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

2）**理财平台：**提供货币类理财、债务类理财、保险等产品；根据农村借贷市场高利率的特点，有针对性开发满足农村理财需求的理财产品，帮助农户实现资金保值、增值。

3）**数据综合服务平台**，包括农资产品服务、农资过程服务、数据及增值服务。公司将建立以农村用户基础上的农村和农业数据中心，完善农村市场信息不对称和数据缺失的问题，基于该数据中心去开发和延伸公司新的农村互联网金融产品和服务，带来更大价值。

估值方法：我们首先计算公司为养殖户饲料做融资每年每吨的盈利空间，其次预测公司能够覆盖饲料数量，乘积即为互联网金融业务总的盈利空间，给予合理 PE 倍数，得出合理估值。

3.5. 养殖云服务平台估值：

根据我们计算结果，通过平台对接，公司在为养殖户每吨饲料融资至少可以盈利约 70 元/年。2014 年公司共销售饲料 1710 万吨，市场潜在利润空间约为 10.5 亿！

假设平台稳态运营后，估值给予 30 倍 PE，则互联网金融业务估值约 300 亿。

我们预计 2015-2017 年公司预计分别优选客户对应饲料吨数 300 万、600 万、900 万；对应利润空间 2 亿、4 亿、6 亿；给予 40 倍 PE，对应市值空间为 80 亿、160 亿、240 亿。

详细测算如下：

1、为养殖户贷款市场规模测算：

假设：

1） 养殖户每年购买饲料所需资金均来自贷款等方式。

2） 公司饲料销售量为 1500 万吨，每吨约 3500 元。

3） 金融服务费 2%。

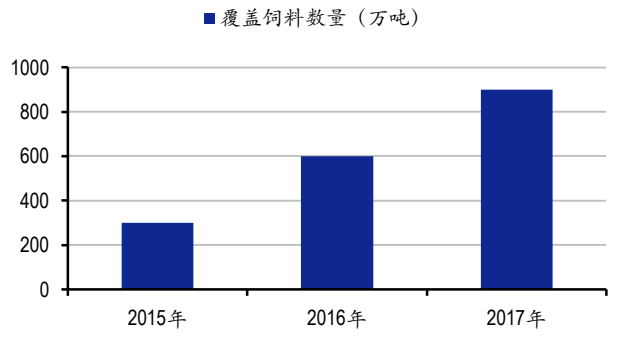
则公司目前所覆盖养殖户对应的购买饲料资金需求为 1500 万*3500 元=525 亿。

对应的金融服务费潜在利润空间为 525*2%=10.5 亿。

2、平台业务估值

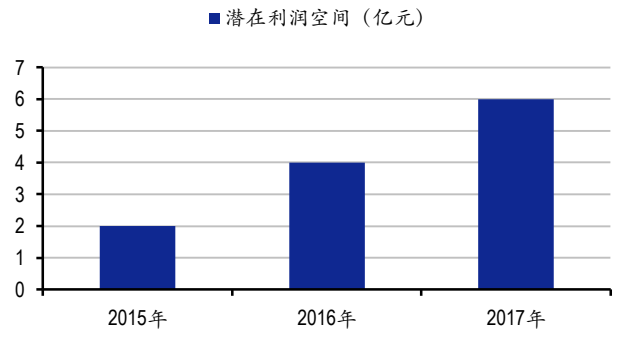
假设平台稳态运营后，估值给予 30 倍 PE，则养殖业务平台估值约 300 亿。
我们预计 2015-2017 年公司预计分别优选客户对应饲料吨数 300 万、600 万、900 万；对应利润空间 2 亿、4 亿、6 亿；给予 40 倍 PE，对应市值空间为 80 亿、160 亿、240 亿。

图 17：预计公司覆盖养殖户对应吨数



数据来源：公开信息、安信证券研究中心

图 18：预计公司金融业务潜在利润空间



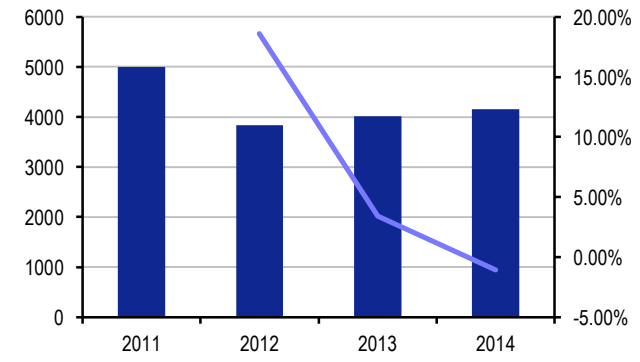
数据来源：公开信息、安信证券研究中心

4. 2015 年：公司迎来“行业景气+公司转型”双拐点

4.1. 养殖及屠宰业务是公司业绩波动的主要原因

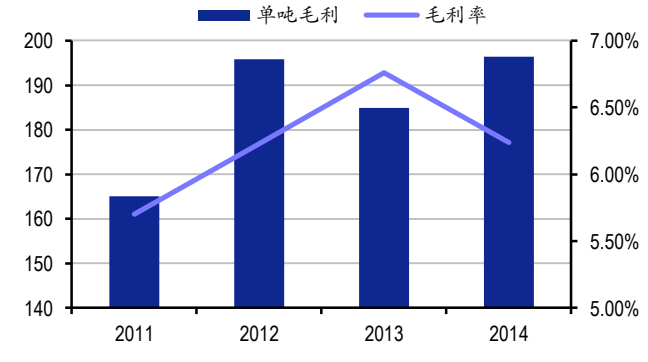
从毛利结构来看，农牧业务板块中，饲料业务是公司的盈利主力。过去三年饲料业务增长平稳，毛利 40 亿上下，单吨盈利 190 元左右，毛利率约 6.5%。公司饲料业务 2000 万吨产能，接近 1600 万吨产量的体量下，预计未来公司饲料业务基本保持稳定，是公司的现金牛业务。扣除各项费用，饲料业务每年提供净利润约为 8-10 亿元。

图 19：饲料毛利规模稳步增长



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 20：饲料业务盈利能力基本稳定

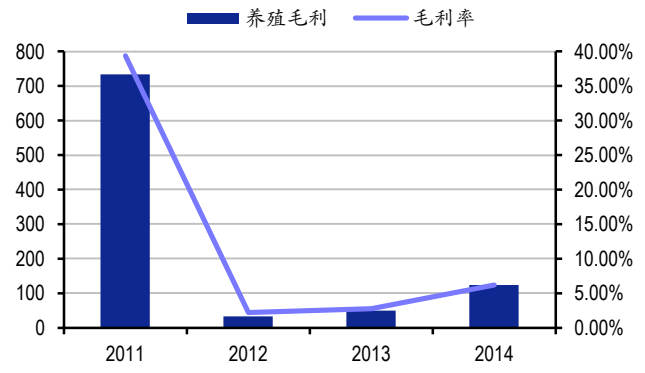


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

公司的盈利的波动主要来自于养殖及屠宰业务。公司现有 3-3.5 亿羽禽苗、60 万头生猪出栏。养殖业务收入占比虽然不到 5%，但是其对公司净利润的影响却较大。2011 年景气高峰时曾占到公司盈利的约 30%。在 2013 年行业低谷时，则亏损了约 2 亿元。与养殖行情紧密相关的屠宰业务，受此影响，业绩波动也较大，2013 年亏损了约 1 亿元。

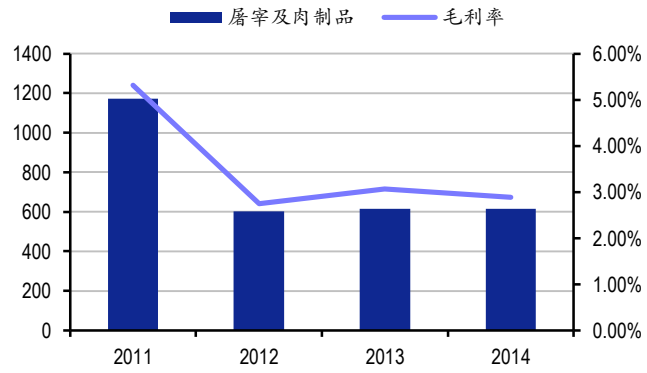
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 21：养殖业务毛利情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 22：屠宰及肉制品毛利情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

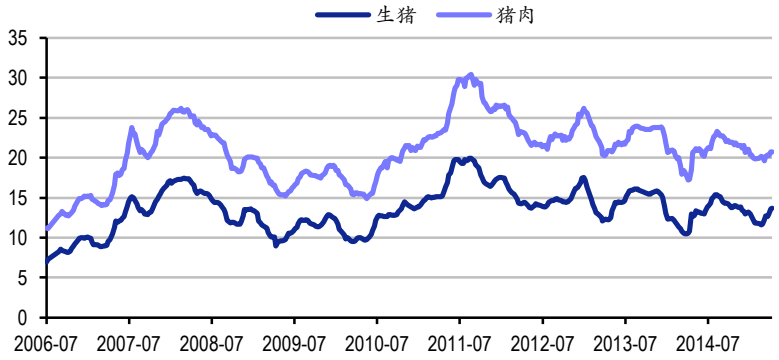
因此，公司的盈利弹性主要来自于养殖及屠宰业务。这两块业务均属强周期业务，主要受养殖周期的影响。如果进入向上周期，公司盈利能力将得到显著提高。

4.2. 畜禽加速反转趋势已经明确

我们在此前的养殖行业跟踪报告《反转篇之养殖业春天即将开始!》中，曾经做出判断：在需求弱平衡下，猪价取决于供给即生猪出栏量的环比波动。2015 年 3 月份开始，生猪出栏环比下降，猪价将重拾涨势。考虑到 3 月份春节后的需求疲软期，保守估计，4 月初猪肉价格见底，重新开始上涨。

而实际上，猪价在 3 月出栏量下降时即开始开始上涨，一直延续到现在。这一方面佐证了我们此前关于猪价的分析框架。

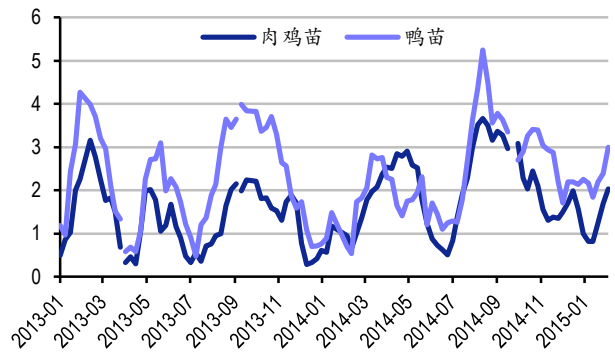
图 23：22 省市平均生猪、猪肉价格走势



数据来源：wind、安信证券研究中心

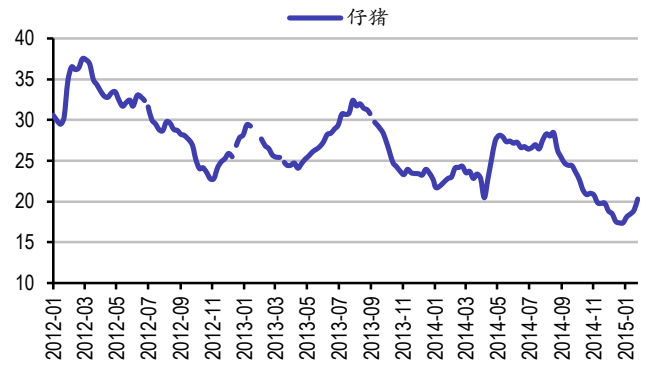
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 24：禽苗价格开始反弹



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 25：仔猪价格开始反弹

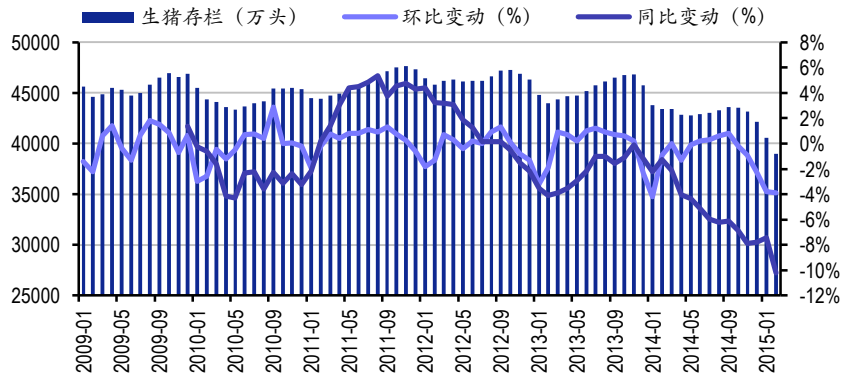


数据来源：wind、安信证券研究中心

4.2.1. 4 月份生猪出栏拐点已启动猪价上涨进程

猪价对应的是出栏量。**在需求弱平衡的前提下，生猪出栏量的环比变动是猪价波动的主要变量。**虽然行情多年低迷，但实际上，生猪出栏量是从 2013 年 11 月份才开始下降，整个 14 年前三季度基本平稳，直到 14 年 11 月份才开始明显加速。

图 26：生猪出栏量加速下降



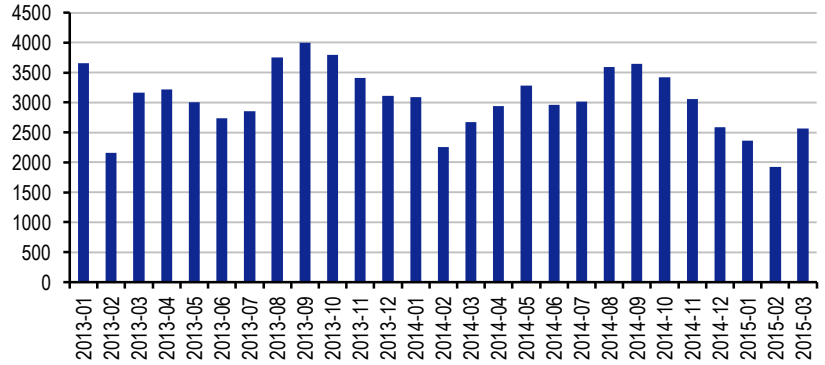
数据来源：生猪预警网、安信证券研究中心

1）4 月份生猪价格已启动上涨动力。仔猪出栏量是 5 个月后生猪出栏量的先行指标。我们以仔猪料的销售量来替代仔猪存栏量。2014 年，仔猪存栏的低点在 2 月份，3-9 月，仔猪存栏持续增加。9 月达到为顶点后 10 月份开始下滑。

3 月份开始增加的仔猪存栏，是 8 月份开始的猪肉价格下跌的主要推动力。而且，出乎市场此前预料的是，虽然生猪存栏量持续下降，但是 14 年 5-7 月的仔猪存栏同比及环比均是上涨的，也就是说 14 年 10 月-12 月，生猪出栏量同比、环比均是增长的。这也就造成了 14 年 4 季度生猪价格旺季不旺，超预期下跌。同理，9 月份开始的仔猪存栏下降，也就意味着**此次出栏的高峰在 2015 年 2 月。其后，出栏生猪将逐步减少，市场供给压力减小。实际走势上，猪价也正是在 3 月份见底，重新开始上涨。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 27：仔猪料销量（吨）

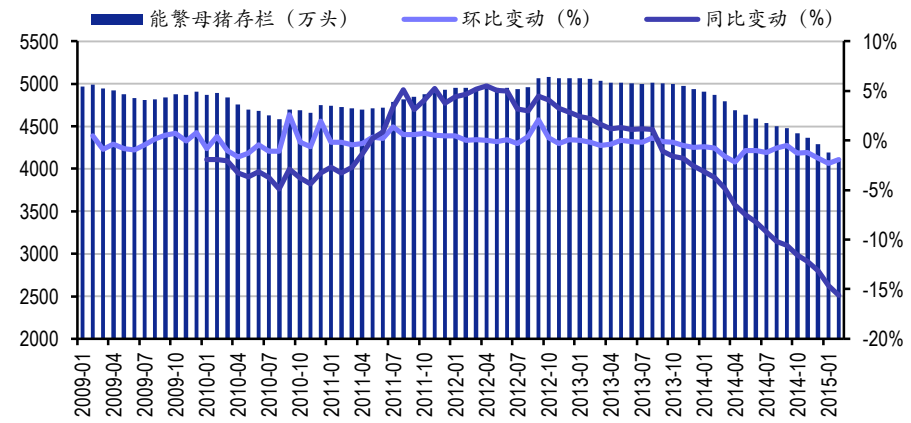


数据来源：生猪预警网、安信证券研究中心

4.2.2. 后备母猪补栏及能繁母猪淘汰变化均指向 2015 年下半年猪肉价格加速反转

从存栏数据来看，能繁母猪存栏量从 2014 年开始加速下滑，月淘汰率在 1%-2%。2015 年 1 月份已经减少到 4190 万头，相比前期高点 5068 万头，下降了 17.32%，比上轮周期低谷 4580 万头还少近 400 万头。

图 28：能繁母猪存栏量已低于上轮周期低点



数据来源：生猪预警网、安信证券研究中心

能繁母猪存栏持续下降，濒临失衡。2014 年暖冬气候条件好，对能繁母猪的淘汰带来胎龄结构的优化（先淘汰高胎龄，再根据生产性能淘汰低胎龄），以及较少的疫病，三方面因素使得 PSY 提高了近 1-2 头。这也意味着能繁母猪需求量下降近 10%。这从另一个方面解释了为什么当前能繁母猪存栏比上轮周期还低了 10%的原因。

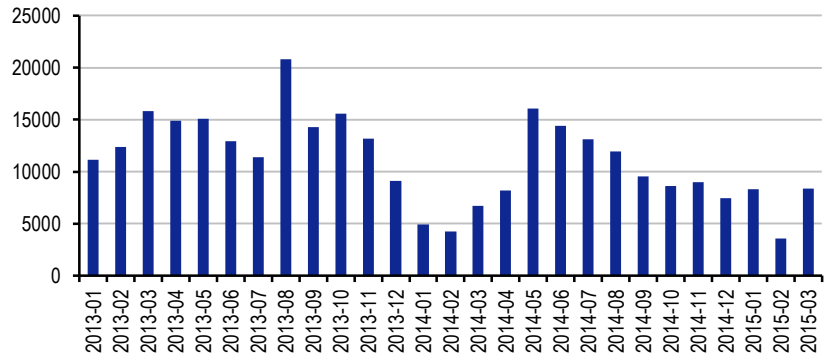
但是，站在当前的时点上看，PSY 想在 14 年的基础上再进一步提高已经很难了。而根据后备母猪存栏量及能繁母猪淘汰量的数据来看，**我们预计，能繁母猪存栏量的下降还将持续至少 3-4 个月。这将导致未来生猪供应量的严重失衡。**

规模养殖场后备母猪补栏意愿极弱。表现在：1）后备母猪存栏比例严重偏低。按照能繁母猪 3 年淘汰来算，正常的后备母猪补栏量应该占能繁母猪存栏的 30%左右。但是，调研中的 5 家养殖场，只有一家存栏能繁母猪 50 头的小养殖户备有 5 头后备母猪，其他养殖场均无后备母猪。**2）种猪场二元母猪严重滞销。**2014 年，种猪场从过去的盈利转为亏损。市场行情的长期低迷，导致能繁母猪严重滞销。调研中发现出现二元母猪销售重量

从正常的80-120斤变成了200斤的情况,并普遍存在种猪场将二元母猪当做育肥猪销售,**预计比例在30%-40%左右。**

后备母猪补栏关系到8个月后的仔猪猪供应情况。2014年后备母猪补栏量是在2月份达到最低点，然后逐渐增加，在2014年5月见顶后开始下滑。参照这个趋势，14年5月份补栏高峰意味着15年1月份仔猪的密集出栏，**预计到2015年2、3月以后，由后备母猪提供的仔猪供应量将开始下降**（这走势也与市场上仔猪价格在1月底开始回升相对应），**同时也对应8、9月份生猪出栏量也将下降。**

图29：后备母猪补栏量（头）

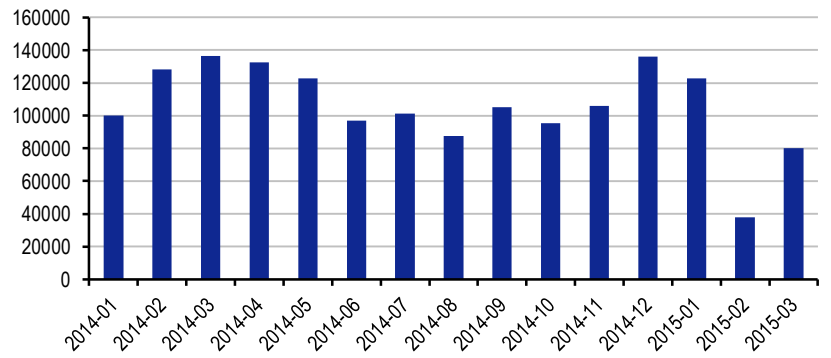


数据来源：生猪预警中心、安信证券研究中心

能繁母猪淘汰速度加快，提前淘汰现象普遍。调研中发现，存栏母猪的胎龄普遍在3-5胎龄。而正常淘汰胎龄在8-9胎龄。能繁母猪提前淘汰现象极为普遍。而且，淘汰母猪的收购价格仅为3.1-3.3元/斤，远低于去年同期的4.2元/斤。

2014年能繁母猪淘汰有两个高峰期，分别在2-4月和12月，低谷在8月份。能繁母猪的淘汰量关系到5个月后的仔猪供应，照此推算，2015年1月份之后，淘汰母猪带来的仔猪供应减少的情况将越来越明显，即，**仔猪出栏量将在2月份开始下降。**

图30：能繁母猪淘汰量（头）



数据来源：生猪预警中心、安信证券研究中心

无论是后备母猪补栏量还是能繁母猪母猪淘汰量，这两者**均指向了2015年1、2月份开始的仔猪供应量的下降。由此将带来2015年7、8月份开始的生猪出栏的进一步减少。猪肉价格将再次获得重要支撑，坚定看好2015年下半年猪肉价格的反转加速。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5. 投资建议

根据公司业务性质的不同，我们予以分部估值。具体测算如下：

传统农牧业务估值：2015 年是畜禽行业大概率加速反转，在行业向上周期中，养殖及屠宰业务将具备较大业绩弹性。预计 2015-2017 年公司农牧业务净利润约为 11.52 亿、20 亿、15.7 亿元，同比增长 153.64%、73.65%、-21.59%。给予农牧业务 2015 年 35 倍 PE，对应市值约 400 亿元。

持有民生银行股份对应市值：根据市场一致预期，预计 2015-2017 年民生银行贡献投资收益 16.86 亿、18.08 亿、18.98 亿元，同比增长 7.7%、7.26%、5%。给予民生银行 10 倍 PE，对应市值约 170 亿元。

开放式养殖云平台估值：平台业务是公司战略转型的重要载体和线上流量入口，创新性的“滴滴打车”+“大众点评”模式，实现了平台参与方的共赢。随着项目的推进，预计 2015-2017 年，平台交易量将达到 50 亿、200 亿、500 亿，通过平台对接希望金融实现盈利。根据我们计算结果，通过平台对接，公司在为养殖户每吨饲料融资至少可以盈利约 70 元/年。2014 年公司共销售饲料 1500 万吨，市场潜在利润空间约为 10.5 亿！
假设平台稳态运营后，估值给予 30 倍 PE，则互联网金融业务估值约 300 亿。

我们预计 2015-2017 年公司预计分别优选客户对应饲料吨数 300 万、600 万、900 万；对应利润空间 2 亿、4 亿、6 亿；给予 40 倍 PE，对应市值空间为 80 亿、160 亿、240 亿。

综上，预计 2015-2017 年，公司实现净利润约为 28.38 亿、38.08 亿、34.67 亿元。EPS 分别为 1.36、1.83、1.67 元，给予 2015 年 23 倍市盈率，对应 6 个月目标价 32 元，650 亿市值，给予“买入-A”评级。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 05 月 14 日)

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**69,395.2**	**70,012.2**	**75,833.4**	**83,310.5**	**89,777.4**
减:营业成本	65,311.4	65,860.0	70,859.4	76,993.9	83,848.1
营业税费	23.5	21.4	23.9	26.6	28.1
销售费用	1,314.3	1,424.1	1,493.9	1,641.2	1,750.7
管理费用	1,511.4	1,567.2	1,516.7	1,707.9	1,840.4
财务费用	500.0	417.4	294.8	145.4	45.6
资产减值损失	40.6	98.3	98.3	79.1	91.9
加:公允价值变动收益	0.3	1.3	61.4	31.8	-41.7
投资和汇兑收益	2,135.2	2,281.2	2,440.9	2,611.8	2,742.4
营业利润	**2,820.3**	**2,890.8**	**4,048.8**	**5,360.0**	**4,873.3**
加:营业外净收支	-10.5	17.3	10.9	5.9	11.3
利润总额	**2,809.8**	**2,908.1**	**4,059.6**	**5,365.8**	**4,884.6**
减:所得税	318.3	294.7	411.4	543.8	495.0
净利润	**1,898.5**	**2,019.8**	**2,838.3**	**3,809.4**	**3,467.8**

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	3,130.6	3,295.7	6,066.7	10,861.8	15,625.2
交易性金融资产	277.8	58.1	120.5	152.1	110.2
应收帐款	968.7	957.0	1,111.0	1,172.8	1,286.8
应收票据	57.7	61.9	43.3	82.9	55.1
预付帐款	862.4	619.6	882.8	822.3	1,018.2
存货	4,535.2	4,613.6	4,714.0	5,611.9	5,698.1
其他流动资产	988.5	1,202.4	1,202.4	1,131.1	1,178.6
可供出售金融资产	29.3	348.3	348.3	348.3	348.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	10,539.0	12,314.9	12,314.9	12,314.9	12,314.9
投资性房地产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产	5,977.2	6,691.1	6,266.6	5,594.0	4,797.3
在建工程	696.2	874.2	437.1	218.5	109.3
无形资产	819.2	937.9	907.7	877.5	847.4
其他非流动资产	653.0	1,426.1	1,396.8	1,115.6	1,254.8
资产总额	**29,535.1**	**33,401.2**	**35,812.5**	**40,304.2**	**44,644.5**
短期债务	6,092.1	5,140.6	4,307.9	4,000.0	4,000.0
应付帐款	3,578.0	3,572.5	3,529.2	4,443.0	4,286.6
应付票据	207.4	30.1	455.9	20.6	444.9
其他流动负债	2,376.6	1,555.9	2,051.5	2,025.2	2,027.5
长期借款	325.2	1,037.2	-	-	-
其他非流动负债	190.0	176.0	160.5	175.5	170.7
负债总额	**12,769.3**	**11,512.2**	**10,505.0**	**10,664.3**	**10,929.6**
少数股东权益	**3,744.9**	**4,291.2**	**5,060.6**	**6,022.6**	**6,898.4**
股本	1,737.7	2,084.1	2,084.1	2,084.1	2,084.1
留存收益	11,388.1	15,656.5	18,162.8	21,533.2	24,732.5
股东权益	**16,765.8**	**21,889.0**	**25,307.6**	**29,639.9**	**33,715.0**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	-5.2%	0.9%	8.3%	9.9%	7.8%
营业利润增长率	15.2%	2.5%	40.1%	32.4%	-9.1%
净利润增长率	11.2%	6.4%	40.5%	34.2%	-9.0%
EBITDA 增长率	15.4%	2.1%	24.6%	22.8%	-8.9%
EBIT 增长率	17.7%	-0.2%	30.7%	26.7%	-10.7%
NOPLAT 增长率	18.0%	1.0%	31.3%	26.7%	-10.7%
投资资本增长率	20.6%	15.9%	-4.3%	-2.1%	-4.0%
净资产增长率	15.7%	30.6%	15.6%	17.1%	13.7%
利润率					
毛利率	5.9%	5.9%	6.6%	7.6%	6.6%
营业利润率	4.1%	4.1%	5.3%	6.4%	5.4%
净利润率	2.7%	2.9%	3.7%	4.6%	3.9%
EBITDA/营业收入	5.9%	6.0%	6.9%	7.7%	6.5%
EBIT/营业收入	4.8%	4.7%	5.7%	6.6%	5.5%
运营效率					
固定资产周转天数	29	33	31	26	21
流动营业资本周转天数	9	12	12	12	12
流动资产周转天数	51	56	59	73	90
应收帐款周转天数	5	5	5	5	5
存货周转天数	22	24	22	22	23
总资产周转天数	141	162	164	164	170
投资资本周转天数	97	114	110	97	88
投资回报率					
ROE	14.6%	11.5%	14.0%	16.1%	12.9%
ROA	8.4%	7.8%	10.2%	12.0%	9.8%
ROIC	17.3%	14.5%	16.4%	21.7%	19.8%
费用率					
销售费用率	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	2.2%	2.2%	2.0%	2.1%	2.1%
财务费用率	0.7%	0.6%	0.4%	0.2%	0.1%
三费/营业收入	4.8%	4.9%	4.4%	4.2%	4.1%
偿债能力					
资产负债率	43.2%	34.5%	29.3%	26.5%	24.5%
负债权益比	76.2%	52.6%	41.5%	36.0%	32.4%
流动比率	0.88	1.05	1.37	1.89	2.32
速动比率	0.51	0.60	0.91	1.36	1.79
利息保障倍数	6.66	7.96	14.73	37.86	107.95
分红指标					
DPS(元)	0.21	-	0.16	0.21	0.13
分红比率	22.9%	0.0%	11.7%	11.5%	7.7%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.7%	0.9%	0.6%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2,491.5	2,613.4	2,838.3	3,809.4	3,467.8
加:折旧和摊销	817.6	906.5	892.2	921.6	936.2
资产减值准备	40.6	98.3	-	-	-
公允价值变动损失	-0.3	-1.3	61.4	31.8	-41.7
财务费用	502.7	457.6	294.8	145.4	45.6
投资损失	-2,135.2	-2,281.2	-2,440.9	-2,611.8	-2,742.4
少数股东损益	592.9	593.6	809.9	1,012.6	921.8
营运资金的变动	-527.1	-1,722.7	192.2	-162.8	-194.0
经营活动产生现金流量	**1,583.6**	**1,344.0**	**2,647.9**	**3,146.3**	**2,393.3**
投资活动产生现金流量	**-2,750.3**	**-1,024.2**	**2,316.2**	**2,548.5**	**2,826.1**
融资活动产生现金流量	**1,320.8**	**-154.8**	**-2,193.1**	**-899.6**	**-456.2**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.91	0.97	1.36	1.83	1.66
BVPS(元)	6.25	8.44	9.71	11.33	12.87
PE(X)	24.6	23.1	16.4	12.2	13.5
PB(X)	3.6	2.7	2.3	2.0	1.7
P/FCF	1,831.9	-22.5	21.0	11.6	11.0
P/S	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.9	8.4	9.4	7.0	7.0
CAGR(%)	24.6%	18.9%	18.5%	24.6%	18.9%
PEG	1.0	1.2	0.9	0.5	0.7
ROIC/WACC	1.7	1.4	1.6	2.1	2.0
REP	0.9	1.0	1.3	0.9	1.0

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

吴立、刘哲铭分别声明，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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

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：　上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编：　200123

北京市

地　址：　北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编：　100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。