

## 战略聚焦“生猪养殖+食品终端” 打造中国龙头食材品牌

■“养殖基地+终端”双聚焦，战略转型食品供应商。公司提出三年计划，进军生猪养殖及转型终端食品供应商。基于从源头保证食品供应以及食品安全监管，公司从原来“公司+农户”的模式转向进行“养殖基地+终端”双聚焦，养殖基地端从源头紧抓种源、营养、养殖技术提升和动保防疫，增加养猪的专业能力的打造，对食品安全做体系化的设计和提升，保证肉制品品质、安全及有效供应。基地端，禽、猪养殖基地同步推进，重点开展养殖规模和养殖效率的打造；食品终端，打通产品渠道，获取品牌溢价，逐渐从食品提供商变成解决方案的提供商。

■新希望战略转型互联网模式，福达计划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。

■禽链景气全面回升，公司养殖及屠宰业务全面受益。国内祖代鸡引种受限，供给下滑。2015年全年引种规模在71万套，预计2016年在50万套左右。禽链产能持续大幅收缩具有高确定性，对应禽链产品价格将在2016-2017年上涨具有高确定性。另外，当前禽产品需求已见底，伴随着供给剧减，16年的禽链供求矛盾远比2011年紧张。鸡肉产品前期需求已到最底部，猪肉和鸡肉的比价会推动接下来鸡肉产品需求的回升。从价格上看，现在禽链的产品价格都还在历史低位，禽价还有较大的涨价空间。公司的盈利弹性主要来自于养殖及屠宰业务，将充分受益于禽产业链价格上涨。

### 投资建议：

传统农牧业务估值：2015-2017年是将畜禽行业加速反转大年，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

## 公司深度分析

证券研究报告

饲料

投资评级 **买入-A**

维持评级

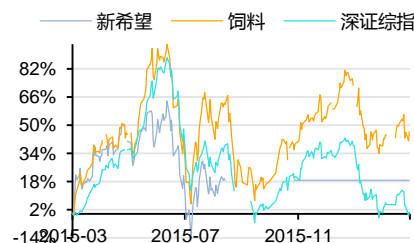
6个月目标价：**26.00元**

股价(2016-03-01) **18.99元**

### 交易数据

总市值(百万元)	39,577.39
流通市值(百万元)	32,820.57
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	13.77/26.18元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.47	23.69	11.06
绝对收益	0.0	0.0	21.54

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  
liuzm1@essence.com.cn  
010-83321078

李佳丰

报告联系人

lijf3@essence.com.cn  
021-68765372

### 相关报告

- 新希望：2015年迎养殖全面拐点，公司创新升级加速推进 2015-08-30
- 新希望：新希望：打造农业领域的“滴滴打车”+“大众点评网” 2015-05-14

年公司农牧业务净利润约为 7.57 亿、16.31 亿、19.01 亿元，同比增长 374.44%、115.48%、16.55%。给予农牧业务 2017 年 20 倍 PE，对应市值约 380 亿元。

综上，预计 15-17 年，公司实现净利润约为 27.19 亿、36.77 亿、40.49 亿元。EPS 分别为 1.30、1.76、1.94 元，给予 2017 年 13.5 倍市盈率，对应 6 个月目标价 26.11 元，加上公司所持有的其他银行股权价值，对应市值 550 亿，给予“买入-A”评级。

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	69,395.2	70,012.2	68,999.0	76,677.3	85,355.9
净利润	1,898.5	2,019.8	2,719.7	3,677.5	4,049.9
每股收益(元)	0.91	0.97	1.30	1.76	1.94
每股净资产(元)	6.25	8.44	9.55	10.91	12.41

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	20.8	19.6	14.6	10.8	9.8
市净率(倍)	3.0	2.2	2.0	1.7	1.5
净利润率	2.7%	2.9%	3.9%	4.8%	4.7%
净资产收益率	14.6%	11.5%	13.7%	16.2%	15.7%
股息收益率	1.1%	1.3%	1.4%	2.1%	2.4%
ROIC	1.7	1.4	1.6	2.1	2.3

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1.公司概况</b> .....	<b>5</b>
1.1.公司简介.....	5
1.2.“养殖基地+终端”双聚焦，战略转型食品供应商.....	6
1.4.经营概况.....	7
1.5.股权结构.....	9
<b>2.“饲料+养殖基地+食品终端”齐布局</b> .....	<b>9</b>
2.1.国家大力扶持生猪规模化养殖 标准化规模养殖将成主流.....	9
2.2.收购本香农业 70%股权 布局西北地区养殖业务.....	11
2.4.“渠道+品牌”双轮驱动 转型终端食品供应商.....	12
2.3.公司“生猪养殖+食品终端”的竞争优势.....	13
<b>3.福达计划：打造开放式养殖云服务平台</b> .....	<b>14</b>
3.1.福达计划概述.....	14
3.2.福达计划：养殖云服务平台.....	15
3.2.1.养殖云平台的核心理念在于开放.....	16
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.....	16
3.2.3.公司打造开放式养殖云服务平台的优势.....	16
3.3.平台变现模式：对接希望金融，实现平台变现.....	17
3.3.1.农村金融市场空间大，原有体制弊端多.....	17
3.3.2.希望金融：打造融资、理财、农资服务三大平台.....	18
<b>4.禽链景气度超预期公司业绩将受益</b> .....	<b>19</b>
4.1.养殖及屠宰业务是公司业绩波动的主要原因.....	19
4.2.春节后禽链价格上涨.....	20
<b>5.投资建议</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：公司主营业务构成.....	7
图 2：公司主营业务收入情况.....	7
图 3：公司饲料业务收入情况.....	8
图 4：公司屠宰及肉制品业务收入情况.....	8
图 5：公司主营业务收入构成情况.....	8
图 6：公司各业务毛利率情况（%）.....	8
图 7：公司归属母公司股东的净利润与同比增长情况.....	8
图 8：公司盈利能力情况.....	8
图 9：公司农牧业务净利润情况.....	9
图 10：公司股权结构.....	9
图 11：中国生猪出栏量.....	10
图 12：中国猪肉产量.....	10
图 13：我国生猪规模养殖比重.....	10
图 14：久久丫连锁门店.....	13
图 14：福达养殖成长计划.....	14
图 15：福达计划.....	15

图 16: 公司打造互联网平台核心竞争力 .....	17
图 17: 我国农村金融问题 .....	18
图 18: 公司做农村互联网金融核心优势 .....	18
图 19: 打造融资、理财、数据服务综合平台 .....	19
图 20: 祖代鸡引种规模持续下降 .....	21
图 21: 鸡苗价格加速上涨 .....	21
图 21: 在产父母代存栏是白羽肉鸡价格的先行指标 .....	22
表 1: 2011 年重大重组交易方案 .....	5
表 2: 我国生猪养殖相关政策 .....	11

## 1. 公司概况

### 1.1. 公司简介

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。

2015 年是公司为期三年“产品领先、服务驱动、全球经营”三大战略主轴新规划实施的第二年，公司制定以“强基固本，创新转型”为核心的经营策略，致力于打强分（子）公司、打强区域、打强产品、打强服务，推动商业模式创新、推动事业平台创新、推动分享机制创新。公司先后出资设立新希望慧农（天津）科技有限公司，面向农村互联网金融业务；北京新道路农业科技有限公司，定位专业化养猪托管；天津鼎橙智子投资有限公司，面向农牧食品产业链创业孵化；金橡树投资控股有限公司，面向食品服务与分销流通领域的。2015 年 7 月，公司与法国猪产业链一体化运营龙头科普利集团签署战略合作协议。

**表 1：2011 年重大重组交易方案**

	交易对象
<b>资产置换</b>	以持有的新希望乳业控股有限公司 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
	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。
<b>发行股份购买资产</b>	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）。
<b>资产出售</b>	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。

资料来源：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。

■种畜禽产业：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。



■**养殖产业**：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。2009 年公司设立普惠农牧投资担保有限公司为农民提供金融担保贷款服务。目前，公司在山东、河南、河北多地设立 100 多个办事处，为农民提供担保贷款累计 129 亿元，年扶持农户 1.8 万户。

■**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。

■**终端产业**：公司设立多种终端互动方式，包括冷鲜禽供应链、熟食品连锁店、快餐合作等。

饲料业务是公司的传统核心业务，2014 年公司制定“饲料生产体系发展战略计划”积极打造饲料品牌，旨在创建“中国饲料行业生产体系标杆”。在屠宰及肉制品业务上，公司采取“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”转型战略，加大食品深加工业务，并推行“新希望六和+”销售模式加强多种渠道加强和销售终端对接。

## 1.2. “养殖基地+终端”双聚焦，战略转型食品供应商

近年来，公司不断进行战略调整，致力于从原来的饲料提供商转型终端食品提供商，在此次战略转型中，基于从源头保证食品供应以及食品安全监管，公司从原来“公司+农户”的模式转向进行“养殖基地+终端”双聚焦，养殖基地端从源头紧抓种源、营养、养殖技术提升和动保防疫，增加养猪的专业能力的打造，对食品安全做体系化的设计和提升，保证肉制品品质、安全及有效供应。

■**养殖基地端**：禽、猪养殖基地同步推进，重点开展养殖规模和养殖效率的打造。在农牧产业链条中，养殖的核心是养殖基地，而食品的核心则取决于供应，所以在探讨食品终端的过程中要先做好养殖，因此养殖基地的概念变得非常重要。养殖基地建设公司将从 4 个重点要素着手，包括种源、营养、养殖技术、动保。公司在这四方面一直做很大的努力并取得成果，种猪、营养本身也是公司原有传统的优势。

■**食品终端**：打通产品渠道，获取品牌溢价，逐渐从食品提供商变成解决方案的提供商。首先，改变渠道，把原来批发市场为主的 B2B 模式向 B2C 上更多的延伸。第二，打造自有品牌，获得品牌溢价，继而为下游企业提供更多地解决方案。品牌与渠道的结合向终端解决方案提供商转变。

## 1.3. “福达计划”：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 1：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。

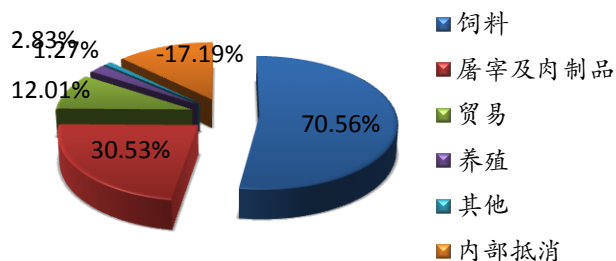
资料来源：公司公告 安信证券研究中心

### 1.4. 经营概况

2015 年，受国内宏观经济持续下行的压力，加之国内劳动力成本的提升、更为严格的环保政策的实施，我国饲料、畜产品和肉食加工产业进入产能调整、结构优化的阶段。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%。

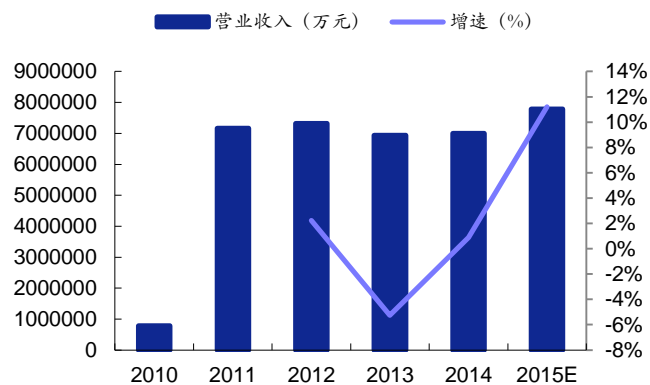
2014 年，公司实现主营业务收入 700.12 亿元，同比增长 0.89%；归属于母公司所有者净利润 20.19 亿元，同比增长 6.39%。2015 年，公司在营业业务饲料业务上继续推进产品瘦身、优化产品结构、关闭部分低效率工厂、加强研发与优化配方等，提高饲料工厂竞争力和盈利能力；并形成以一定半径区域内公司自营的饲料厂、屠宰厂与养殖规模户或养殖合作社结合，打造一体化聚落的新模式。

**图 1：公司主营业务构成**



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

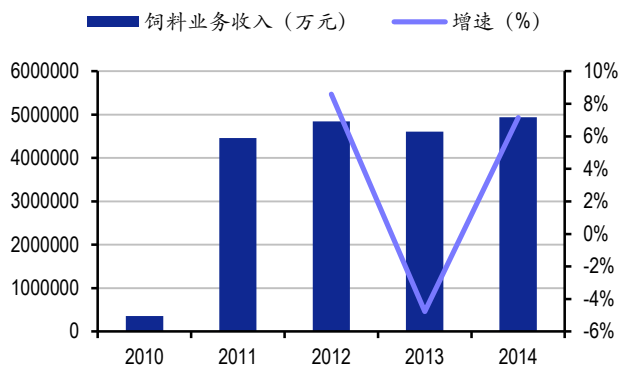
**图 2：公司主营业务收入情况**



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

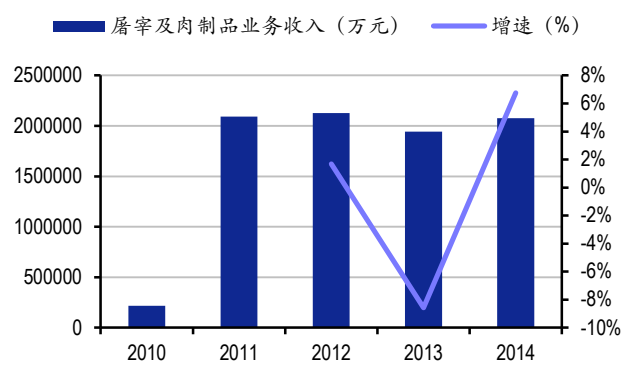
多年来，公司业绩平稳。2015年上半年共销售各类饲料产品665.34万吨，同比下降5.5%；2014年共销售饲料产品1570.33万吨，同比增长2.202%，实现业务收入493.98亿元，同比增长7.15%。屠宰及肉制品业务收入213.73亿元，同比增长6.55%，近几年以来首次扭转业务收入下滑。

图3：公司饲料业务收入情况



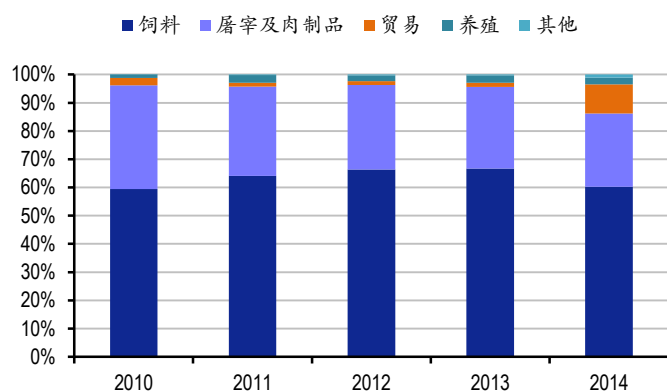
资料来源：公司公告 安信证券研究中心

图4：公司屠宰及肉制品业务收入情况



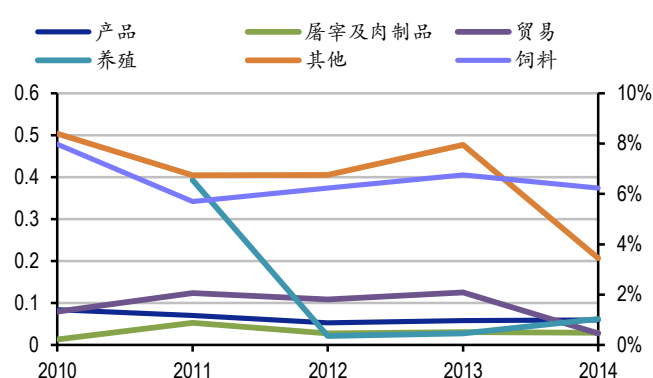
资料来源：公司公告 安信证券研究中心

图5：公司主营业务收入构成情况



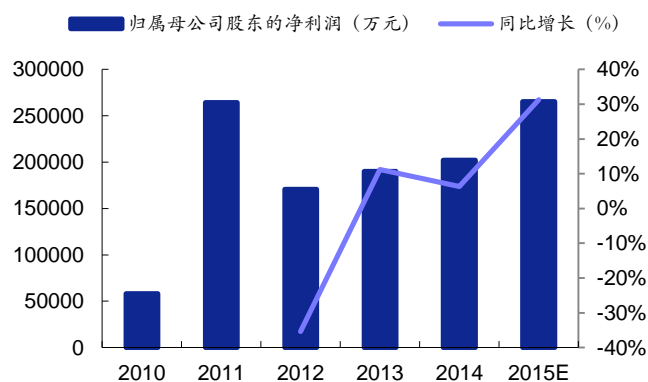
资料来源：公司公告 安信证券研究中心

图6：公司各业务毛利率情况 (%)



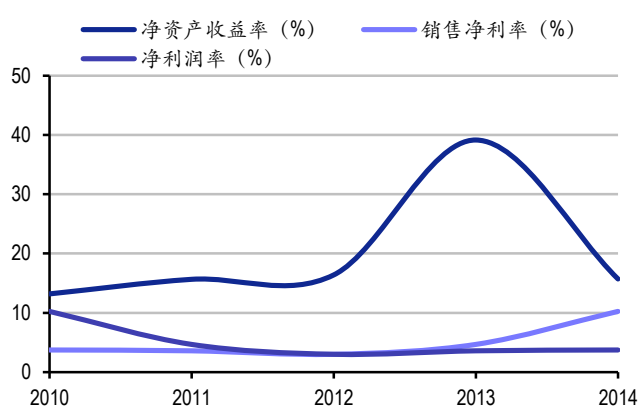
资料来源：公司公告 安信证券研究中心

图7：公司归属母公司股东的净利润与同比增长情况



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

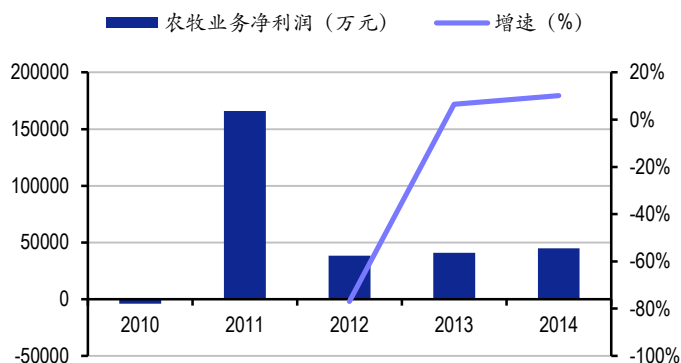
图8：公司盈利能力情况



资料来源：公司公告 安信证券研究中心



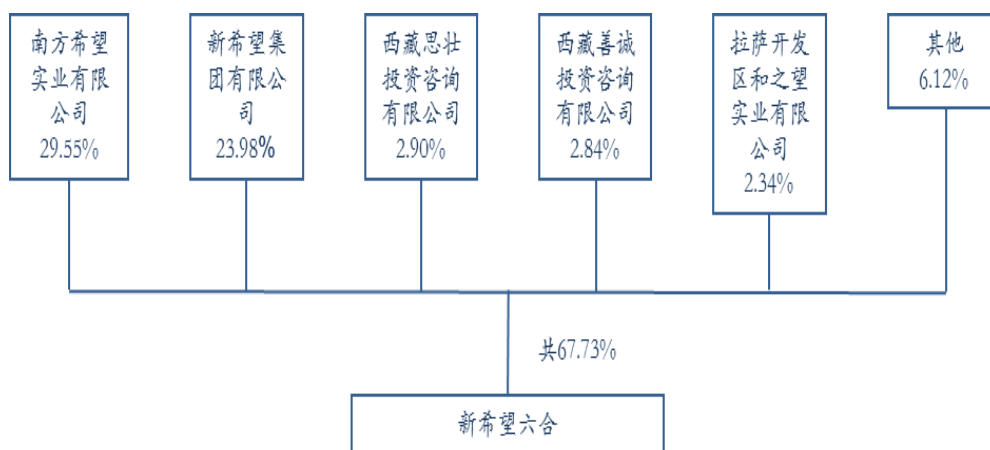
图 9：公司农牧业务净利润情况



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

## 1.5. 股权结构

图 10：公司股权结构



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

## 2. “饲料+养殖基地+食品终端” 齐布局

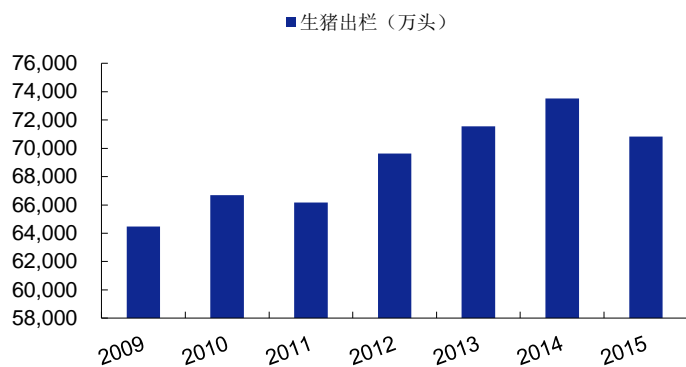
### 2.1. 国家大力扶持生猪规模化养殖 标准化规模养殖将成主流

我国是世界上最大的生猪养殖大国，从 2012 年起，生猪养殖产业已成为我国畜牧业的支柱产业，据统计局数据，2013 年生猪年出栏量突破 7 亿头，占世界总生猪出栏量 50%，2015 年生猪出栏量 7.08 亿头。2015 年，全球猪肉产量 1.14 亿吨，同年我国猪肉产量 5637 万吨，占全球猪肉产量超过 49%。占我国肉类总产量的 65%。我国也是猪肉消费大国，猪肉产品是我国陈向居民肉类消费的主要来源，2015 年我国国内猪肉消费量达到 5720 万吨，占全球猪肉总消费量 50.8%，稳居世界第一。

我国猪肉消费空间依然广阔。根据美国农业部数据统计，我国居民每年人均消费猪肉 41.8 公斤，排名世界第一；美国每年人均消费猪肉量 26.5 公斤，排名世界第二。虽然近年来猪肉在居民肉类消费结构中的比重有所下降，牛羊肉及禽肉累消费比重在增多，但猪肉作为我

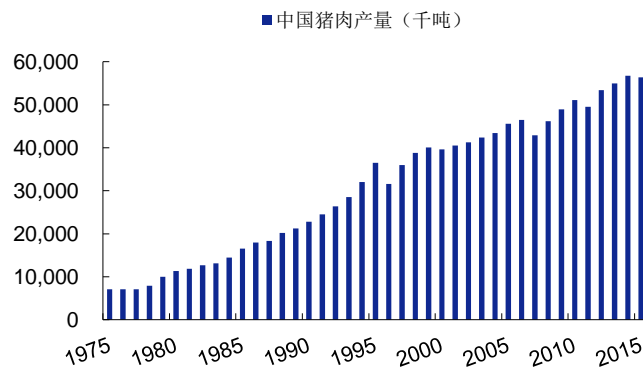
国居民主要肉类消费的地位难以撼动，并且在长期也将处于主导地位。

图 11: 中国生猪出栏量



资料来源: Wind 安信证券研究中心

图 12: 中国猪肉产量

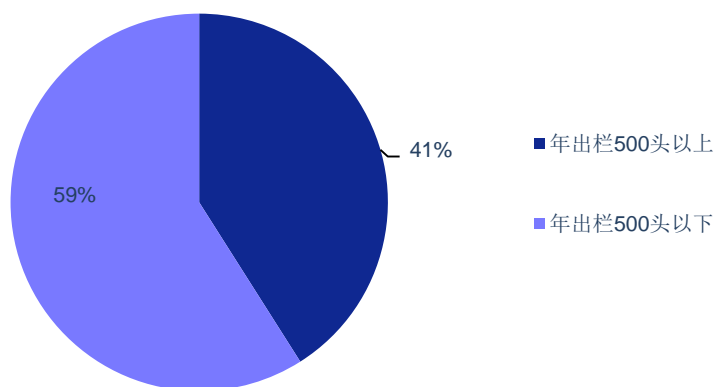


资料来源: Wind 安信证券研究中心

我国目前生猪养殖行业市场集中度依然偏低，养殖户以家庭散养方式为主，产业基础薄弱，养殖技术落后，年出栏 500 头以下的养殖规模占比约 59%，年出栏 500 头以上的养殖规模占 41%。个体散养的模式导致养殖户养殖技术难以提高，养殖水平落后，中小养殖场的饲养管理水平落后，从而养殖成本不断攀升，养殖效益低下。生猪产业的良种化水平、单产水平等生产性能均落后于发达国家水平。养殖户对市场供需、价格信息把握滞后，养殖户无法及时把握市场行情，从众养殖导致生猪价格波动较大，对养殖户盈利水平也影响较大。另外，近年来国家对养殖场的环保标准不断提高，《畜禽规模养殖污染防治条例》对生猪养殖场的污染防治提高更高的环保要求，“禁养区”、“水十条”等法案出台，大量养殖规模与资源承载能力不匹配的养殖场被关闭，多个地区生猪养殖行业进行拆迁和退养，养猪门槛越来越高。

近年来，国家出台各项政策扶持生猪养殖模式从家庭散养模式向规模化标准模式升级。根据 2010 年，农业部颁布《农业部关于加快推进畜禽标准化规模养殖的意见》指出畜禽标准化规模养殖是现代化畜牧业发展的必经之路。2009-2010 年国家共提供 30 亿元支持生猪标准化规模养殖小区的建设。2011 年，农业部颁布《全国畜牧业发展第十二个五年规划（2011-2015）》，提出在全国畜禽规模养殖比重提高 10-15 个百分点的目标。中国畜牧协会数据显示，1996 年我国生猪养殖规模化水平仅为 13.6%，2002 年为 27.2%，2010 年达到 65%。生猪规模化养殖水平明显提高，提高速度加快。2015 年，我国全国约有 500 万养猪户退出，主要为中小规模养殖散户。

图 13: 我国生猪规模养殖比重



资料来源: 中国畜牧业信息网 安信证券研究中心

根据《国务院关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》，国家对生猪养殖生产提出扶持保障体系，第一，畜禽标准化养殖扶持项目对年出栏生猪 5000 头以上的标准规模养殖场给以以奖代补的形式进行扶持，支持养殖场的圈舍改造和标准化生产。第二，生猪良种补贴方面，为了提高生猪良种使用水平，推广人工授精技术，在全国 28 个项目省向眉头能繁母猪每年使用 4 份优质种猪精液，每份补贴 10 元，2014 年项目补贴资金共 6.6 亿元，覆盖能繁母猪 1652 万头。国家重视生猪遗传改良和良种培育，鼓励推进国家生猪核心育种场的建立和推进种猪联合育种。第三，2014 年国家大县奖励资金 35 亿元，调动地方政府鼓励生猪生产积极性，专项用于扶持规模养猪场猪舍改造，良种引进，粪污处理，生产资料和种猪引进的贷款贴息，能繁母猪、育肥猪保险保费补贴和生猪防疫等。

**表 2：我国生猪养殖相关政策**

政策	内容
<b>扶持家庭农场发展政策</b>	家庭农场作为新兴农业经营主体，以农民家庭成员为主要劳动力，以农业经营收入为主要收入来源，利用家庭承包土地或流转土地，从事规模化、集约化、商品化农业生产，是适度规模经营、发展现代农业的新力量。2014 年 2 月，农业部下发《关于促进家庭农场发展的指导意见》促进家庭农场发展。主要措施包括：建立家庭农场档案、开展示范家庭农场创建活动；引导和鼓励家庭农场通过多种方式稳定土地流转关系；推动落实涉农建设项目、财政补贴、税收优惠、信贷支持、抵押担保、农业保险、设施用地等相关政策。
<b>生猪大县奖励政策</b>	2013 年中央财政安排奖励资金 35 亿元，专项用于发展生猪生产，具体包括规模化生猪养殖户（场）圈舍改造、良种引进、粪污处理支出，保险保费补助、贷款贴息、防疫服务费用支出等。依据生猪调出量、出栏量和存栏量权重分别为 50%、25%、25% 进行测算。
<b>畜牧良种补贴政策</b>	国家畜牧良种补贴政策开始于 2005 年。2013 年国家投入畜牧良种补贴资金 12 亿元，主要用于对项目省养殖场够没优质种猪（牛）精液或者种公羊、牦牛种公牛给予价格补贴。生猪良种补贴标准为每头能繁母猪 40 元。
<b>动物防疫补贴政策</b>	我国动物防疫补助政策包括：一、重大动物疫病强制免疫补助政策，国家对高致病性禽流感、口蹄疫、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、小反刍兽疫（限西藏、新疆和新疆生产建设兵团）等重大动物疫病实行强制免疫政策，强制免疫疫苗由省级政府组织招采；二、畜禽疫病扑杀补助政策，国家对高致病性禽流感、口蹄疫、高致病性猪蓝耳病、小反刍兽疫发病动物及筒裙动物和布病、结核病阳性奶牛实施强制扑杀；对因重大动物疫病扑杀畜禽给养殖户造成的损失予以补助；三、基层动物防疫工作补助政策；四、养殖环节病死猪无害化处理补助政策，国家对年出栏生猪 50 头以上，对养殖环节病死猪进行无害化处理的生猪规模化养殖场给予每头 80 元无害化处理费用补助。
<b>畜牧标准化规模养殖扶持政策</b>	自 2007 年起，中央财政每年安排 25 亿元在全国范围内支持生猪标准化规模养殖场建设；2008 年中央财政安排 2 亿元资金支持奶牛标准化规模养殖小区（场）建设；2012 年中央财政支持新增资金支持内蒙古、四川、西藏、甘肃、青海、宁夏、新疆以及新疆生产建设兵团肉牛羊标准化规模养殖场开展标准化改扩建。支持资金主要用于养殖场水电路改造、粪污处理、防疫、挤奶、质量检测等配到设施建设。
<b>土壤有机质提升补贴政策</b>	2014 年中央财政安排专项资金 8 亿元，通过物化和资金补助等方式调动种植大户、家庭农场、农民合作社等新兴经营主体和农民积极性，鼓励和支持应用土壤改良、地力培肥技术，促进秸秆等有机肥资源转化利用，提升更低质量。

资料来源：《2014 年中国养猪业发展年度报告》 安信证券研究中心

2008 年以来，我国许多养殖行业上下游的大型企业纷纷进入到生猪养殖行业中，积极布局生猪养殖。进入生猪养殖的上游的饲料生产企业包括中粮集团、正虹科技、天邦、正邦、正大、百世腾等；进入生猪养殖的下游屠宰和食品生产企业包括双汇发展、雨润食品、高金食品等。

## 2.2. 收购本香农业 70% 股权 布局西北地区养殖业务

为完整产业链中公司一直缺失的原料这一块，2015 年 11 月，公司公告以现金方式收购美国蓝星贸易集团有限公司股权。蓝星公司成立于 1922 年，是北美地区一家处于领导地位的大宗粮食贸易商，年交易量超过 2400 万吨粮食和饲料原料及 1900 万桶能源产品。蓝星公司

业务包括粮食（玉米、大豆、小麦）贸易，饲料原料贸易（DDGS、棉籽、菜籽、豆粕等）以及能源产品贸易，分别占利润总额的 45%、32%、23%。

实际上，公司传统饲料业务是农牧养殖产业链源头的补充，原料成本占饲料成本 90%，而饲料成本又占养殖成本的 60%。因此，通过与蓝星合作，公司可以把控原料贸易的风险，降低汇率等因素对公司原料成本的波动，未来公司饲料业务会越来越稳健。

2016 年 2 月 17 日，公司公告拟采用发行股份和支付现金的方式购买本香农业 70% 股权，并宣布拟投资 88 亿元在 3-5 年内，以“公司+家庭农场”等方式从饲料生产企业转型生猪养殖，发展至 1000 万头生猪，通过“技术托管和技术服务”覆盖 2000 万头生猪，并向国内肉制品提供商转型。

本香农业成立于 2001 年，注册资本 50 万元，是我国国家级农业产业化重点龙头企业，生猪养殖业务主要集中在陕西省，目前公司以猪肉食品为核心，已形成了“饲料生产—种猪繁育—商品猪养殖—猪肉深加工”的全产业链一体化经营模式，已具备商品猪 30 万头产能，种猪产能 1.75 万头，2015 年本香农业商品猪出栏量超过 21 万头。公司共有 6 个育肥猪场、5 个种猪场和 1 个屠宰车间，其中一个种猪场与全球先进种猪企业 PIC 合资，产能 4500 头（PIC 在中国仅有 3 个种猪场，其中 2 个是自有的，第三个与本香合作），4500 万头的种猪能够满足公司 1000 万头的出栏量所需种猪量，本香公司在两年前已开始布局猪肉终端的布局，屠宰车间具备 30 万头的屠宰能力，猪肉品牌已在陕西地区家喻户晓。

收购本香农业是公司生猪养殖布局迈出实质性的一步，首先，本香农业区位优势明显。本香是以生猪养殖业务为主的企业，在西北地区占据很大的市场份额，而公司的生猪养殖业务主要分布在河北省、四川省、山东省。收购本香农业后，公司可享受西北地区明显的土地资源优势、生物安全优势和大宗原料资源优势，并且公司可借此在缩短前期投入便可打开西北市场；第二，由于西北地区生猪养殖密度角度，进入门槛较低，政府支持力度大，公司此次率先布局西北地区生猪养殖，抢占市场资源，若以后能承接东部地区养殖业转移将明显受益；第三，本香农业已发展成产业链一体化经营，形成了从养殖端到终端，从源头到肉制品的猪肉产业链，与公司“基地+终端”的发展战略相一致。本香农业拥有庞大的肉食终端店，并在西北地区已有成熟的渠道以及家喻户晓的肉食品牌。

公司公告提出三年发展规划，预计利用 3-5 年时间实现 1000 万头生猪出栏量，包括自有种猪储备已经外延式的发展，覆盖环渤海区域及长三角区域，前期第一个规划目标为 300 万头生猪出栏量。公司提出成为全国第二规模的生猪养殖企业的目标。

## 2.4. “渠道+品牌”双轮驱动 转型终端食品供应商

饲料行业产能严重过剩，大批饲料厂开工率不足 5%，严峻的市场形势倒逼大批大型饲料生产加工企业从原来的单一产业结构向上游饲料兽药生产、中游养殖、下游屠宰、终端食品加工扩展，打通产业链上下游，形成“饲料生产—种猪繁育—商品猪养殖—猪肉深加工”的一体化产业链发展模式，分散经营风险，实现产业整合。

而在整个农牧产业链中，食品安全问题成为国家和消费者越来越关心的话题，食品安全问题越来越重要也成为农牧企业不断向下游终端食品环节扩展的重要因素。首先，养殖与食品终端是分不开的，养殖的核心在于养殖基地，而食品终端的核心取决于肉猪的供应，这也是双汇发展与金锣近年来进入生猪养殖环节的原因。抓住养殖端能够从源头保证肉猪的供应，也能够保证肉制品的安全性和质量。而相反，打通食品终端渠道和建立食品品牌，不仅能够分散农牧企业的经营风险，提高上游产品的销售率，还能够提高产品的附加值，获得品牌溢价。

在公司“基地+终端”战略发展中，食品终端将在第二阶段中凸显。公司原来是全国最大的禽肉产品供应商，以“新希望六和+”的模式，拓展餐饮、商超、电商多种销售渠道。为了



做好食品终端，公司在 2013 年调整禽产业链，完成了产销分离，农牧产业链一体化，食品产业链一体化，让肉具有附加值，完成从终端回到终端的闭环。第二，为了发展终端食品，公司致力于发展控制有效的渠道，包括批发、商超、餐饮和 2C 终端。过去批发占公司禽类肉制品的 95%，2015 年批发部分已降至 60% 以下，未来公司将会继续开发和中控餐饮、团购两个渠道。第三，因为只有具有食品研发能力，才能有机会提高产品的附加值，因此公司设立了美食发现中心，专门进行食品研发。第四，能否拥有自己的终端决定了食品终端能够延伸多远，决定了渗透率的高低。对于终端建设公司两步同时进行，第一是激活原有的 4000 家门店，第二是高端店建和近距离店的建设，目前公司也与苏宁易购、永辉超市等有合作。第五，打造食品品牌，公司原有“美好”、“千喜鹤”、“六和”等品牌，未来将会继续收购食品品牌和自主制造品牌，包括细分的直接被消费者认知的品牌如久久丫、本香等，第二层是制造新希望六和自主出品的品牌，这也是公司一直要做好“养殖基地”的目的。

2016 年 1 月，公司公告与久久丫集团签署战略性投资协议，久久丫是一家以连锁门店方式销售酱卤制品为主的专业食品加工销售公司。久久丫在上海、北京、成都、广州完成了全国的布局，目前门店超过 800 家，主要业务模式是把以鸭脖子为主（80% 来自于鸭副产品）的休闲类食品推向全国，从销售规模来看，目前久久丫在同行业中排名第四，仅次于周黑鸭、绝味和煌上煌。久久丫目前正在进行转型，一是做全品类，实现鸭脖子品类的多样化，二是做全渠道，除了现有的门店销售外推广至超市等。公司通过与久久丫合作，能够实现与消费端直接对接。

图 14：久久丫连锁门店



资料来源：公司官网 安信证券研究中心

### 2.3.公司“生猪养殖+食品终端”的竞争优势

养殖产业是公司的传统业务，也是公司最重要的业务之一，而中国作为最大的畜牧养殖大国，发展生猪养殖在公司养殖业务发展路径中势在必行，多年养殖业务技术培养、经验积累和储备以及近几年公司转型过程中资源调整，公司已具备大力发展生猪养殖业务的基础以及竞争优势：

#### （一）生猪养殖专业人才储备和系统的管理模式

2012 年，公司聘请闫之春博士任新希望六和首席科学家，负责公司生猪养殖板块，对生猪养殖业务人员及管理人员进行新式养猪理念和养殖技术培训。闫之春博士曾任美国谷物协会北京办事处技术主任，负责现代养猪企业的生产效率和健康管理，现代饲料生产的加工过程



控制和质量管理。闫之春博士对于生猪养殖具备十几年的系统学习并提出实质性的生产过程解决方案，包括帮助猪场建立生产和疾病监测记录，进行猪场生产记录分析、生产条件下疾病鉴别诊断、实验室技术、场内选育、繁殖管理和精准营养等。目前，闫之春博士结合公司情况为公司提出 4 种生猪养殖模式：新好模式、新六模式、新道路托管模式以及福达模式，其中新六模式是公司主要针对饲料片区的创新模式，新道路托管模式中公司不投资固定资产，针对独立的小型母猪场，福达模式主要是针对一些中小型客户，通过精准营养类服务、数据服务把这些中小型客户联系起来。公司养猪模式看准高效化母猪场在未来的主导地位，以未来母猪场再也不是小规模零星发展的前瞻规划。

目前公司已组成 20 多个管理团队，为公司后续养猪模式发展“筛选优质公司”储备了人才，养猪事业部在财务、生产、兽医、营养、放养的 5 大路线已形成专业的系统管理团队，未来公司将在人才队伍的打造方面和“公司+农业”的“筛选公司”方面采取激励机制，推动股权改革，吸引更多养猪产业专业人才。

### **(二) 高效率、低成本、严疾控的生产管理能力**

通过调度母猪场、解决主要猪病问题、合理淘汰母猪、把控生产流程和提供人员培训，经过两年的调整当前公司已成为具备生产母猪群 PSY 达到全国最有水平之一的企业，并超过欧洲的平均水平。公司饲料业务经过三十多年发展，已具备了领先的饲料制造能力和饲料产品，饲料是行业内综合成本较低的，并且注重养殖过程中营养问题，料肉比在行业内具有比较优势，原料成为最低。

### **(三) 具有打通下游终端食品渠道及塑造品牌能力**

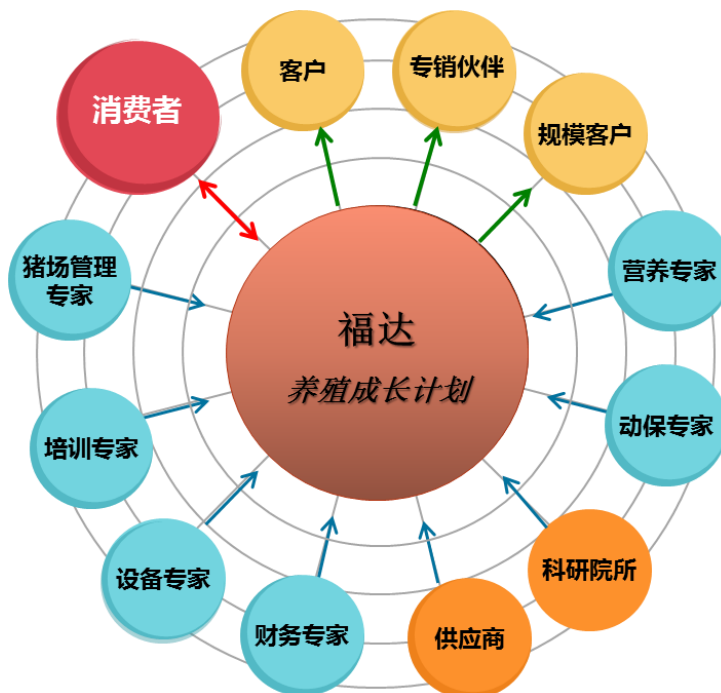
“基地+终端”是公司战略中不可分割的两端，在生猪屠宰和肉制品加工业务方面，公司“美好”和“千喜鹤”的品牌已成型多年，“千喜鹤”是北京奥运会的独家供应商，“美好”品牌经过多年发展以后成熟的渠道网络，拥有固定的消费群。公司还有 4000 多家原有原有门店，是未来猪肉食品渠道开发的资源，这些下游终端的能力为公司发展生猪养殖业务提供了保障。

## **3.福达计划：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 15：福达养殖成长计划**



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

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 16：福达计划



资料来源：公司公告 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.福达计划：养殖云服务平台

### 3.2.1. 养殖云平台核心理念在于开放

#### 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。
- 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. 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

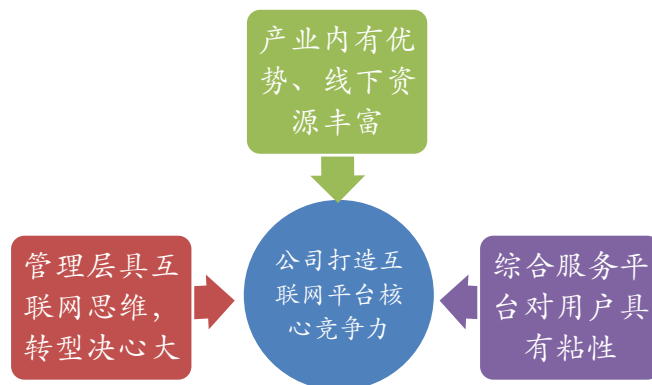
公司转型的目标是通过构建养殖平台，提供一揽子养殖综合解决方案，包括融资、信息化、教育培训、防疫等，帮助养殖户提高效率。公司打造的互联网服务平台将整合各方资源，包括产业资源提供商、技术服务人员、生产单元等，公司的平台将成为各方资源的集聚地，通过平台帮助养殖户提高效率，所有养殖活动参与者都能从中获益，且较难复制，对各方均有足够粘性。

### 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。

图 17：公司打造互联网平台核心竞争力



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

## 3.3.平台变现模式：对接希望金融，实现平台变现

### 3.3.1.农村金融市场空间大，原有体制弊端多

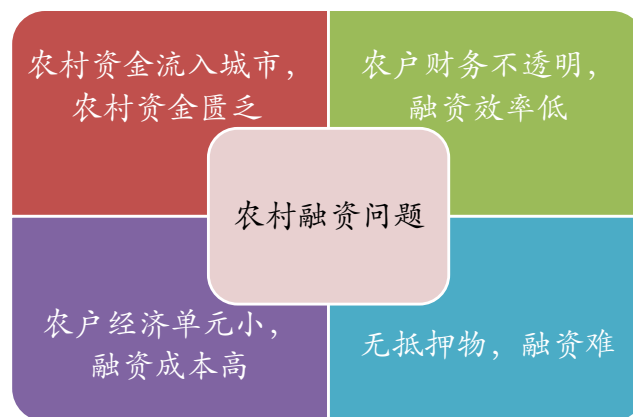
农村市场金融需求旺盛，资金匮乏，农村存在融资难、融资贵的问题。原有体制有以下问题：

- 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 18：我国农村金融问题**



资料来源：安信证券研究中心整理

### 3.3.2. 希望金融：打造融资、理财、农资服务三大平台

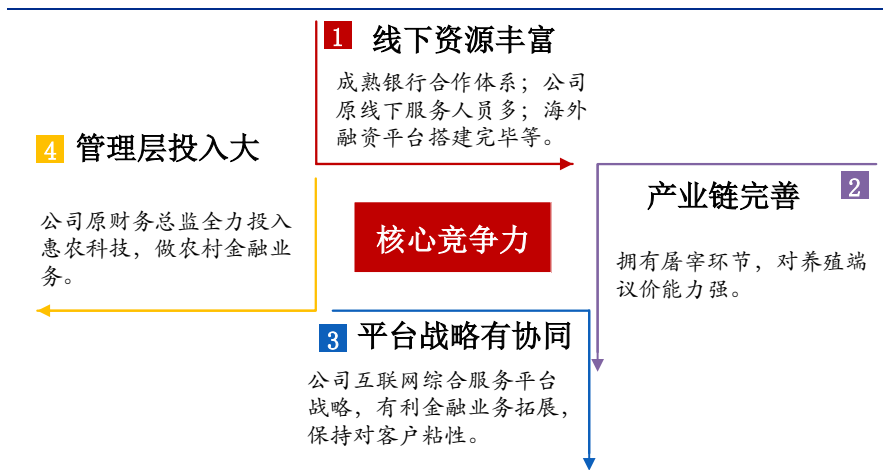
公司是业内推进养殖金融服务的农牧企业。从 2007 年开始，通过“担保养殖”模式累计为养殖户提供了超过 100 亿元贷款，过去公司担保业务主要是线下运作，公司承担征信服务平台角色。随着互联网的普及，福达计划的推进，公司农村互联网金融业务开始提速，挖掘公司采集、累积的大量养殖产业数据、养殖户资源的价值。

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。
- 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 19：公司做农村互联网金融核心优势**



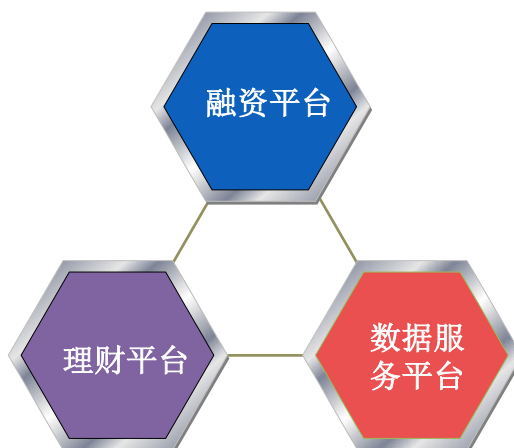


资料来源：公司公告 安信证券研究中心

### 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 20：打造融资、理财、数据服务综合平台



资料来源：公司公告 安信证券研究中心

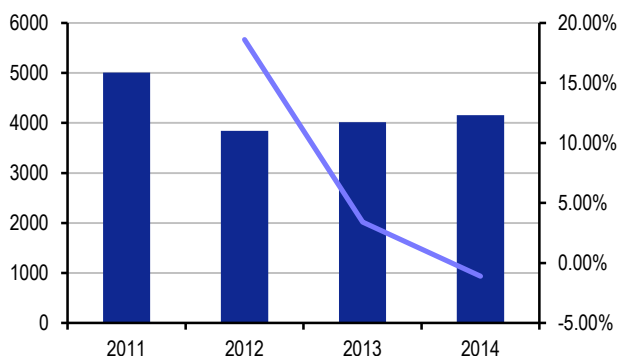
## 4. 禽链景气度超预期公司业绩将受益

### 4.1. 养殖及屠宰业务是公司业绩波动的主要原因

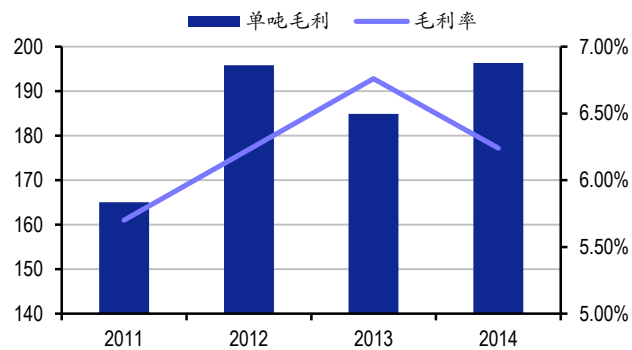
从毛利结构来看，农牧业务板块中，饲料业务是公司的盈利主力。根据过去三年年报，公司饲料业务增长平稳，毛利 40 亿左右，单吨盈利 190 元左右，毛利率约 6.5%。公司饲料业务产能 2000 万吨，接近 1600 万吨产量的体量下，预计未来公司饲料业务基本保持稳定，是公司的现金牛业务。扣除各项费用，饲料业务每年提供净利润约为 8-10 亿元。

图 1：饲料毛利规模稳步增长

图 2：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

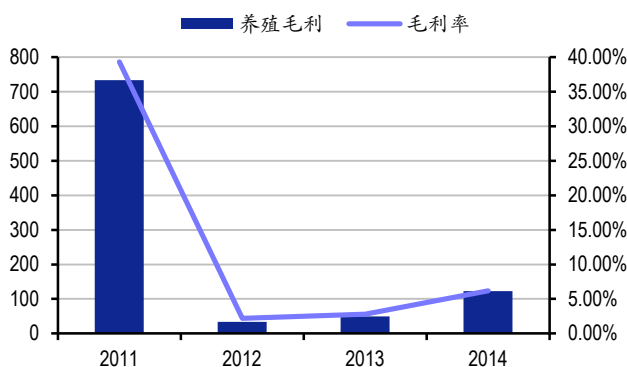


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

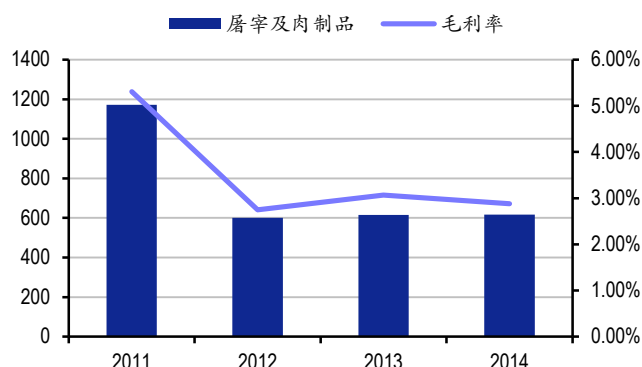
公司的盈利的波动主要来自于养殖及屠宰业务。公司现有3-3.5亿羽禽苗、60万头生猪出栏。养殖业务收入占比虽然不到5%，但是其对公司净利润的影响却较大。2011年景气高峰时曾占到公司盈利的约30%。在2013年行业低谷时，亏损了约2亿元。与养殖行情紧密相关的屠宰业务，受此影响，业绩波动也较大，2013年亏损了约1亿元。

图3：养殖业务毛利情况

图4：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



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。

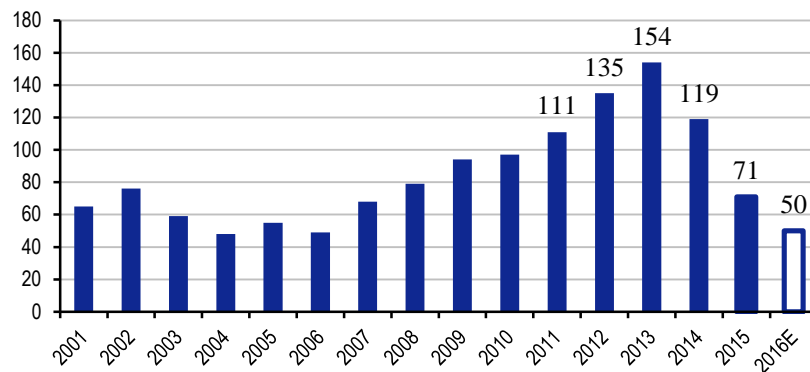
#### 4.2. 春节后禽链价格上涨

2015年是畜禽养殖景气周期反转开启的一年。经过一年的反复验证，这轮周期中，宏观经济低迷，国内消费需求疲软，价格传导机制其实是从供给端开始的。供给收缩是推动价格上涨。

**国内祖代鸡引种受限，供给下滑。**国内白羽祖代鸡引种全部依赖于进口，90%以上引自美国。2015年1月份因为美国禽流感，商务部禁止从美国进口一切禽肉及禽蛋制品。国内企业被迫转向从法国引种，引种量相对去年也出现明显下降。而2015年11月底，法国禽流感的爆发以及美国禽流感的再次爆发，使得国内祖代鸡的引种再次受限。当前国内祖代可引种源只剩下新西兰一处，但新西兰祖代年产量仅20万套，完全无法满足国内需要。从产业处了解到的情况，进口复关的一个前提条件是必须6个月内无新增禽流感病例，这意味着2016年国内祖代鸡产能去化进一步加速。根据我们禽产业链调研，预计2015年全年引种规模在71

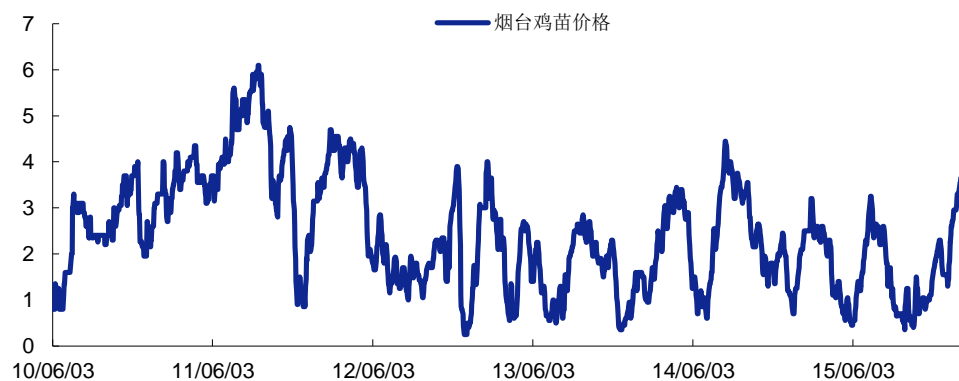
万套，2016年在50万套左右。禽链产能持续大幅收缩具有高确定性，对应禽链产品价格将在2016-2017年上涨具有高确定性。年初，在产父母代存栏加速下滑，禽链产品开始全线上涨，鸡苗价格加速上涨。

图 21：祖代鸡引种规模持续下降



资料来源：中国畜牧业协会 安信证券研究中心

图 22：鸡苗价格加速上涨



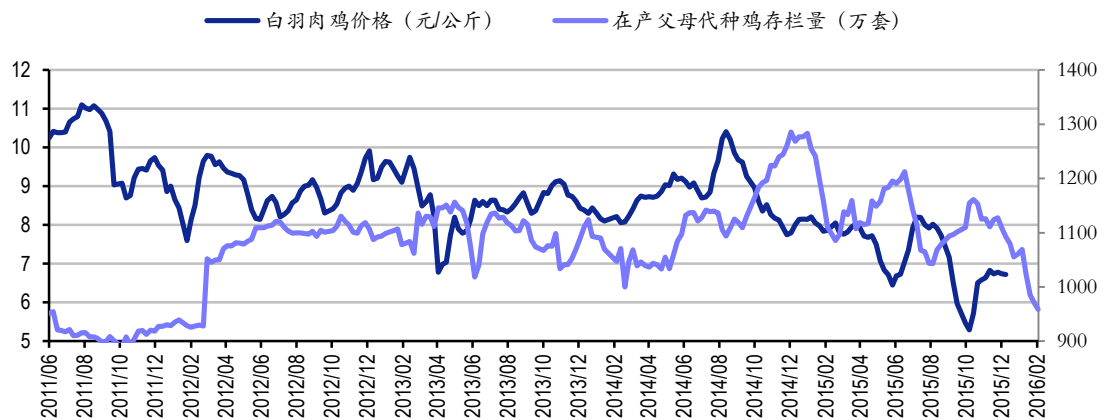
资料来源：Wind 安信证券研究中心

另外，当前禽产品需求已见底，伴随着供给剧减，16年的禽链供求矛盾远比2011年紧张。鸡肉产品前期需求已到最底部，猪肉和鸡肉的比价会推动接下来鸡肉产品需求的回升。2015年猪鸡走势的背离，根本原因在于供给收缩主导下，两者产业周期的不一致，而非两者毫无替代效应。当前禽链的产能去化已经从祖代开始传导到商品代，鸡肉与猪肉的消费替代也必将重新发挥作用。实际上，在我们此次调研中就发现，双汇等大型肉制品企业中，鸡肉对猪肉的替代正在发生。在此推动下，1月以来，山东某肉禽一条龙企业的鸡肉价格已经连续调价8次，鸡胸肉也去年底的一吨8000元出头提高到9100元/吨，涨幅超10%。

从价格上看，现在禽链的产品价格都还在历史低位，禽价还有较大的涨价空间。长期，禽链价格上涨周期大幕刚刚拉开，16年7月份即使复关，引种量也不会短期内激增。行业景气有望贯穿17年全年，甚至延续到18年。从大趋势上看，16年下半年供应量会比上半年少，17年会比16年更少。17年才会是真正供应极为短缺的时候。16年上半年只是个序幕。短期，毛鸡上涨有望持续到4月份，在产父母代存栏量是白羽肉鸡价格提前10周的先行指标。而在产父母代存栏规模从2015年8月初开始高位回落，一直持续到1月中旬。因此，短周

期来看，毛鸡价格的上涨预计至少将持续到4月初。

图 23：在产父母代存栏是白羽肉鸡价格的先行指标



资料来源：中国畜牧业协会 安信证券研究中心

屠宰和肉制品业务占公司业务收入的 30%，目前禽养殖约 4 亿只，目前鸡鸭肉食品加工供应已建成中央大厨房体系，中央大厨房体系集中生产、集中研发、集中管控质量，在青岛、北京、成都建立新型的美食发展中心，生产的半成品直接配送至机关、学校、超市的比例将越来越大，公司面对市场终端的占有率也会越来越大，未来养鸡业务目标是成为中国名列前茅的养鸡企业，世界第一的养鸭企业。因此，禽链价格全面反转将有利于公司业绩提升。

## 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：2015-2017 年是将畜禽行业加速反转大年，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 7.57 亿、16.31 亿、19.01 亿元，同比增长 374.44%、115.48%、16.55%。给予农牧业务 2017 年 20 倍 PE，对应市值约 380 亿元。

综上，预计 15-17 年，公司实现净利润约为 27.19 亿、36.77 亿、40.49 亿元。EPS 分别为 1.30、1.76、1.94 元，给予 2017 年 13.5 倍市盈率，对应 6 个月目标价 26.11 元，加上公司持有的其他银行股权价值，对应市值 550 亿，给予“买入-A”评级。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	69,395.2	70,012.2	68,999.0	76,677.3	85,355.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	65,311.4	65,860.0	64,253.7	70,456.7	78,689.2	营业收入增长率	-5.2%	0.9%	-1.4%	11.1%	11.3%
营业税费	23.5	21.4	21.7	24.5	26.7	营业利润增长率	15.2%	2.5%	34.2%	33.4%	10.0%
销售费用	1,314.3	1,424.1	1,104.0	1,303.5	1,280.3	净利润增长率	11.2%	6.4%	34.7%	35.2%	10.1%
管理费用	1,511.4	1,567.2	1,380.0	1,571.9	1,621.8	EBITDA 增长率	15.4%	2.1%	20.3%	23.4%	7.2%
财务费用	500.0	417.4	286.2	145.5	59.6	EBIT 增长率	17.7%	-0.2%	25.3%	27.7%	8.1%
资产减值损失	40.6	98.3	98.3	79.1	91.9	NOPLAT 增长率	18.0%	1.0%	25.9%	27.7%	8.1%
加:公允价值变动收益	0.3	1.3	61.4	31.8	-41.7	投资资本增长率	20.6%	15.9%	-6.0%	-0.4%	-5.4%
投资和汇兑收益	2,135.2	2,281.2	1,962.7	2,046.2	2,148.5	净资产增长率	15.7%	30.6%	13.9%	15.1%	14.4%
<b>营业利润</b>	2,820.3	2,890.8	3,879.2	5,174.2	5,693.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-10.5	17.3	10.9	5.9	11.3	毛利率	5.9%	5.9%	6.9%	8.1%	7.8%
<b>利润总额</b>	2,809.8	2,908.1	3,890.0	5,180.0	5,704.5	营业利润率	4.1%	4.1%	5.6%	6.7%	6.7%
减:所得税	318.3	294.7	394.2	524.9	578.1	净利润率	2.7%	2.9%	3.9%	4.8%	4.7%
<b>净利润</b>	1,898.5	2,019.8	2,719.7	3,677.5	4,049.9	EBITDA/营业收入	5.9%	6.0%	7.3%	8.1%	7.8%
						EBIT/营业收入	4.8%	4.7%	6.0%	6.9%	6.7%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	29	33	34	28	22
						流动资产周转天数	9	12	12	12	12
						流动营业资本周转天数	51	56	61	74	89
						应收账款周转天数	5	5	5	5	5
						存货周转天数	22	24	22	22	22
						总资产周转天数	141	162	177	173	174
						投资资本周转天数	97	114	120	105	91
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	14.6%	11.5%	13.7%	16.2%	15.7%
						ROA	8.4%	7.8%	10.2%	11.8%	11.9%
						ROIC	17.3%	14.5%	15.7%	21.4%	23.2%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	1.9%	2.0%	1.6%	1.7%	1.5%
						管理费用率	2.2%	2.2%	2.0%	2.1%	1.9%
						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%	4.0%	3.9%	3.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	43.2%	34.5%	27.4%	27.1%	23.9%
						负债权益比	76.2%	52.6%	37.7%	37.1%	31.4%
						流动比率	0.88	1.05	1.37	1.80	2.32
						速动比率	0.51	0.60	0.95	1.27	1.82
						利息保障倍数	6.66	7.96	14.56	36.57	96.60
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.21	0.25	0.26	0.41	0.45
						分红比率	22.9%	25.8%	20.3%	23.0%	23.0%
						股息收益率	1.1%	1.3%	1.4%	2.1%	2.4%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2,491.5	2,613.4	2,719.7	3,677.5	4,049.9	EPS(元)	0.91	0.97	1.30	1.76	1.94
加:折旧和摊销	817.6	906.5	892.2	921.6	936.2	BVPS(元)	6.25	8.44	9.55	10.91	12.41
资产减值准备	40.6	98.3	-	-	-	PE(X)	20.8	19.6	14.6	10.8	9.8
公允价值变动损失	-0.3	-1.3	61.4	31.8	-41.7	PB(X)	3.0	2.2	2.0	1.7	1.5
财务费用	502.7	457.6	286.2	145.5	59.6	P/FCF	1,554.4	-19.1	18.0	10.4	7.7
投资损失	-2,135.2	-2,281.2	-1,962.7	-2,046.2	-2,148.5	P/S	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	592.9	593.6	776.1	977.6	1,076.5	EV/EBITDA	7.9	8.4	8.3	6.3	5.2
营运资金的变动	-527.1	-1,722.7	594.3	-561.8	111.1	CAGR(%)	23.2%	25.2%	16.8%	23.2%	25.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,583.6	1,344.0	3,367.2	3,145.9	4,043.2	PEG	0.9	0.8	0.9	0.5	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2,750.3	-1,024.2	1,838.0	1,982.9	2,232.3	ROIC/WACC	1.7	1.4	1.6	2.1	2.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,320.8	-154.8	-2,710.7	-996.4	-1,142.0	REP	0.9	1.0	1.2	0.8	0.7

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 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
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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