

新希望 (000876)

证券研究报告

2019年01月19日

农牧龙头，生猪养殖带来成长新动力

1、公司为什么要发力生猪养殖产业？

公司是国内最大农牧企业之一。2017年，公司制定了“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”的中长期发展规划。从各个业务的战略定位以及发展潜力来看，饲料板块是公司最主要的业务板块，但是产业面临发展瓶颈，急需通过向产业链下游养殖领域的延伸来获取成长空间。禽养殖及屠宰业务由于行业规模化程度高、集中度低，因此产品价格波动大，经营欠缺稳定性。

而生猪养殖产业由于行业规模化程度低，规模化企业仍有较为明显的成本优势。温氏、牧原的上市，则向市场展示规模化企业在养殖产业中的超高回报。而由于生猪养殖产业是重资产行业，资金实力及融资潜力决定了行业的规模化发展还是个相对长期的过程。因此**生猪养殖产业目前处于黄金发展期，也是支撑起公司中长期成长潜力的核心业务。**

2、公司如何养猪？

公司从2016年开始加大生猪养殖投入。根据产业形势的变化，最终确定了2022年实现2500万头生猪出栏的发展目标。公司的生猪养殖包括以养殖板块牵头的“新好模式”以及以饲料板块牵头的“新六模式”。核心的“新好模式”以夏津项目为模板，采用聚落式养殖模式，公司自建商品猪示范场，少量自养商品猪，绝大部分商品猪以“公司+家庭农场的合作模式代养”来完成，通过养殖、饲料、屠宰等产业资源的匹配，最终建立从养殖端到消费端的产业闭环。

截止2018年3季度，公司在建工程23.8亿元，生产性生物资产5.3亿元。已经完成350-400万头产能建设，在建350-400万头产能预计今明两年完工，另有1500-1800万头产能建设处于筹备阶段。我们预计，公司**2018-2020年的生猪出栏规模分别为250万头、350万头、800万头。**

3、公司养殖有何优势？

1) **资金储备充足。**截止3季报，公司拥有货币资金48.58亿元，资产负债率42%，每年经营性现金流入净额20亿左右，现金流状况极为健康。

2) **养殖成本低。**公司从种源入手，并形成了一整套生产管理技术体系。2017年PSY达到了26.5，出栏成活率超过94%。我们预计，2018年，公司生猪养殖业务的完全成本在12.6元/公斤，并有望继续下降。

4) **投资建议：**传统业务稳中向好，生猪养殖规模的持续扩大将成为公司业绩新的增长点。我们预计，2018-2020年，公司净利润分别为19.90/28.62/45.12亿元，同比增长-12.71%/43.79%/57.68%，给予买入评级。

风险提示：疫病风险；政策风险；价格不达预期风险；

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	60,879.52	62,566.85	60,119.70	65,135.69	76,703.18
增长率(%)	(1.04)	2.77	(3.91)	8.34	17.76
EBITDA(百万元)	4,417.48	4,720.20	4,276.82	5,607.12	8,222.02
净利润(百万元)	2,469.07	2,280.00	1,990.14	2,861.62	4,512.23
增长率(%)	11.67	(7.66)	(12.71)	43.79	57.68
EPS(元/股)	0.59	0.54	0.47	0.68	1.07
市盈率(P/E)	12.96	14.03	16.08	11.18	7.09
市净率(P/B)	1.56	1.54	1.40	1.28	1.14
市销率(P/S)	0.53	0.51	0.53	0.49	0.42
EV/EBITDA	8.91	8.69	10.19	8.13	5.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	7.75元
目标价格	11.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,216.02
流通A股股本(百万股)	4,175.42
A股总市值(百万元)	32,674.12
流通A股市值(百万元)	32,359.54
每股净资产(元)	5.06
资产负债率(%)	42.14
一年内最高/最低(元)	8.62/5.59

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

刘哲铭 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070002
liuzheming@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新希望-公司研究简报:农牧业务有望高速增长，高股息率极具配置价值!》2017-12-29
- 《新希望-季报点评:三季度业绩同比环比改善明显!》2017-10-31

内容目录

1. 农牧龙头企业	4
1.1. 公司概况	4
1.2. 明晰战略，向世界级农牧食品企业和美好公司迈进	5
2. 公司为什么要养猪？	6
2.1. 传统业务急需转型升级	6
2.1.1. 饲料：产业面临增长瓶颈，产业链延伸成常态	6
2.1.2. 肉禽养殖及屠宰：波动大，需产业链配套	8
2.2. 生猪规模化养殖迎黄金发展期	9
3. 发力生猪养殖，分享产业红利	12
3.1. 目标实现 2022 年实现 2500 万头生猪出栏	12
3.1.1. 新好模式：聚落式“公司+规模农户”养殖	12
3.1.2. 新六模式	14
3.1.3. 生猪养殖业务稳步推进	14
3.2. 公司生猪养殖有何优势？	15
3.2.1. 资金储备充足，融资潜力强	15
3.2.2. 养殖技术及积累带来的成本优势	16
4. 各业务板块逐步焕发活力	17
4.1. 饲料：内外双轮驱动	17
4.2. 肉禽养殖：调整结构，产业联动	18
4.2.1. 种禽养殖：自主育种与外部托管相结合	18
4.2.2. 商品代养殖：加大布局	18
4.3. 屠宰及肉制品：优化渠道，布局下游，提升盈利能力	19
4.3.1. “生转鲜”，优化渠道	19
4.3.2. 内外并举，加大食品领域布局	19
5. 投资建议	20

图表目录

图 1：公司股权结构	4
图 2：公司收入及增速	4
图 3：公司归属母公司净利润及增速	4
图 4：公司收入结构（单位：亿元）	5
图 5：公司毛利结构（单位：亿元）	5
图 6：公司产业结构	6
图 7：公司饲料销量增长停滞	6
图 8：公司饲料销售收入增长乏力	7
图 9：饲料业务毛利平稳	7

图 10: 全国饲料销量.....	7
图 11: 饲料产量结构.....	7
图 12: 屠宰及肉制品业务收入.....	8
图 13: 公司屠宰及肉制品业务毛利.....	8
图 14: 鸭苗及毛鸭价格波动剧烈.....	9
图 15: 鸡苗及毛鸡价格走势.....	9
图 16: 2017 年上市公司生猪出栏量及市占率.....	9
图 17: 养殖行业从业者仍以散户为主.....	9
图 18: 行业平均成本（单位：元/公斤）.....	10
图 19: 上市公司享受长期高 ROE.....	10
图 20: 2007 年，国内生猪养殖结构呈金字塔型结构.....	11
图 21: 2015 年，国内生猪养殖结构呈纺锤型结构.....	11
图 22: 预计未来生猪养殖结构将呈哑铃型结构.....	11
图 23: 典型 50 万头商品猪聚落示例.....	13
图 24: 环渤海区聚落示例.....	13
图 25: 2017 年起公司在建工程快速增加.....	14
图 26: 2016 年 Q2 起公司生产性生物资产稳步增加.....	14
图 27: 公司 1-10 月出栏分布.....	15
图 28: 公司经营活动产生的现金流量净额.....	15
图 29: 公司在手现金充裕（单位：亿元）.....	15
图 30: 生猪养殖上市企业资产负债率对比.....	16
图 31: 生猪养殖成本对比.....	17
图 32: 禽旺模式.....	17
图 33: 研发到定制生产一体化的 B2B2C 模式.....	19
图 34: 公司历史估值区间.....	21
表 1: 饲料上市公司纷纷转型.....	7
表 2: 养殖成本对比.....	10
表 3: 上市公司定增募投项目预案	11
表 4: 公司持续加大食品板块的投资力度.....	19
表 5: 公司盈利拆分及预测.....	20
表 6: 可比公司市盈率对比.....	21

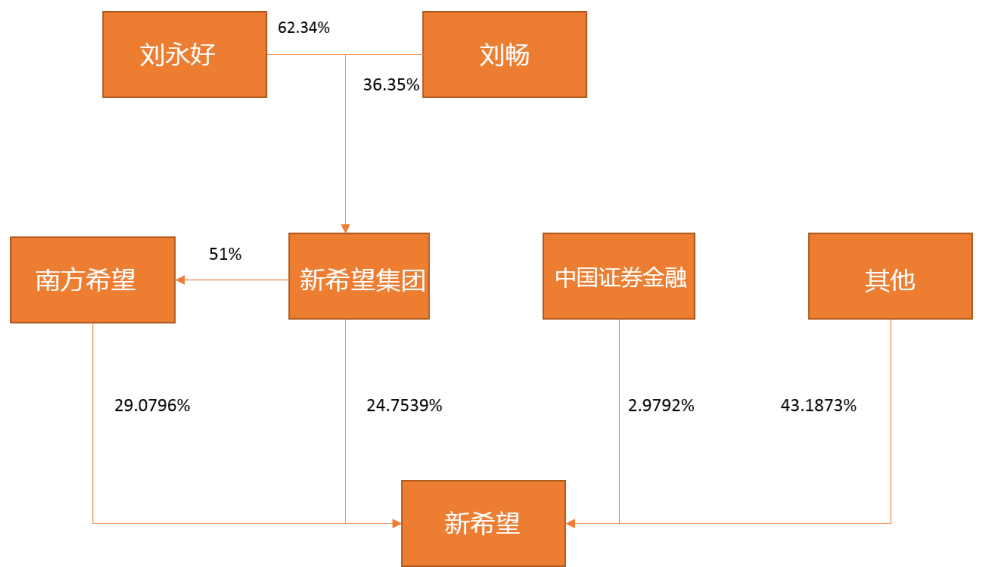
1. 农牧龙头企业

1.1. 公司概况

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。

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。

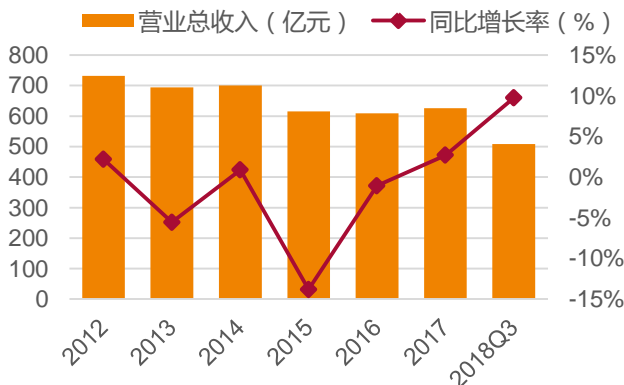
图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

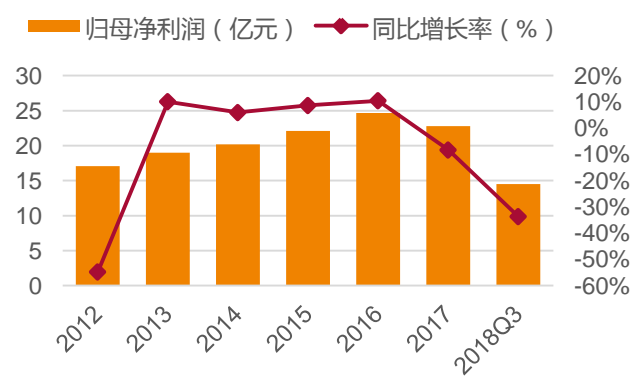
2011 年重组完成之后，受饲料行业增长放缓、禽产业价格低迷的影响以及公司内部组织结构调整的阵痛，2012-2015 年，公司经营收入持续下滑。但 2016 年起，随着养殖景气的回升，公司营业收入开始重回增长。2017 年，公司的营业收入达到 625.66 亿元，同比增长 2.70%。2018 年三季度营业收入达到 508.13 亿元，同比增长 9.74%。

图 2：公司收入及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

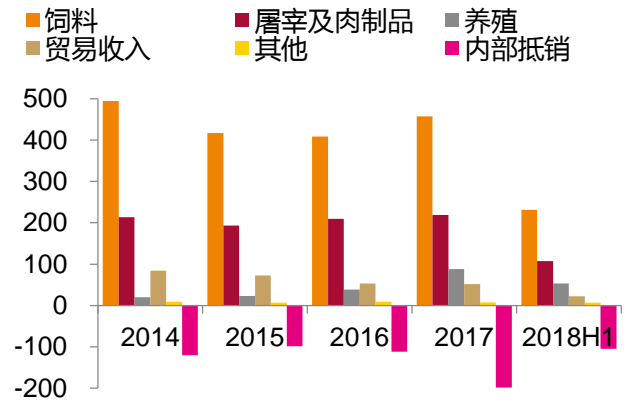
图 3：公司归属母公司净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

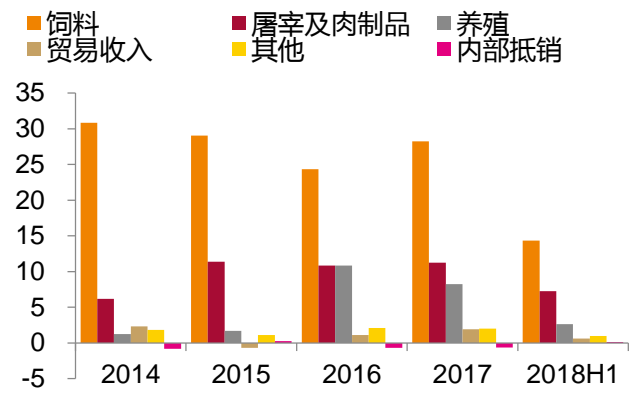
而盈利方面，虽然农牧业务受养殖产业景气波动较大，但随着公司内部组织架构的优化以及外部民生银行投资收益贡献，2012-2016 年的归母净利润仍然保持稳健增长。2017 年，受肉禽、生猪养殖行情低迷的影响，公司实现归母净利润 22.8 亿元，同比下降 8.29%，2018 年三季度归母净利润为 14.5 亿元，同比下降 33.66%。

图 4：公司收入结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：公司毛利结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从收入及毛利的构成来看，饲料和屠宰肉制品是公司最主要的收入及毛利来源。2018 年上半年，公司饲料收入 231.18 亿元，占比 73.06%，实现毛利 14.34 亿元，占比 55.3%。屠宰及肉制品业务收入 107.21 亿元，占比 33.88%，实现毛利 7.23 亿元，占比 27.88%。

1.2. 明晰战略，向世界级农牧食品企业和美好公司迈进

2013 年，随着公司前任联席董事长陈春华老师的上任，公司对组织架构以及战略发展方向进行了一系列的调整。在业务方向上，则强调从原来以饲料为主的企业，开始去做一个以食品供应为主的企业，从以饲料为主，最终走向消费端。落实到经营模式，则从原来“公司+农户”，现在改成“基地+终端”，基地就是养殖基地，终端就是食品终端。按照这个方向确定了整体商业模式的调整。

而随着牧原股份、温氏股份的相继上市，生猪养殖行业的高盈利能力逐步被市场所认知。2017 年，公司对各业务条线的发展定位进一步明确，制定了“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”的中长期发展规划，向实现“打造世界级农牧食品企业和美好公司”的战略目标推进。在具体业务的发展定位上：

饲料：战略核心业务，是公司行业地位的关键支柱，需长期确保龙头地位，提升竞争力，在核心区域提高占有率，做市场绝对领导者和整合者。通过打强区域和协同养殖端优化配置，重塑产品力和高效竞争力，提升盈利能力来保持龙头地位，在 2021 年突破 2,000 万吨销量；

养猪：战略核心业务，战略转型关键动力，要实现最大跨度发展，国内保五争三，打造育种技术、养殖效率行业标杆，争取在 2022 年实现 2500 万头生猪出栏目标；

白羽肉禽：重点业务，回归养殖本质，保持规模、结构和效率领先，做好一体化，提升盈利水平；

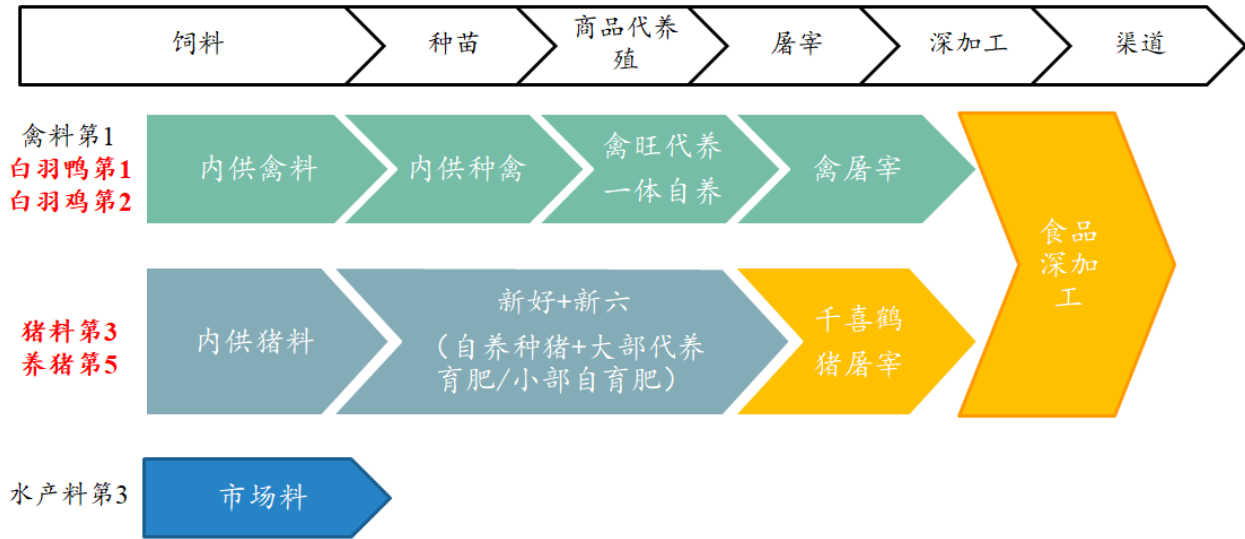
食品：战略核心业务，以消费升级驱动，打造“健康营养美味便利”标准，禽肉稳量提利，全面发力冷鲜猪肉和肉制品。

海外：重点业务，巩固东南亚、布局非洲，聚焦核心区域做深做透，延伸产业链，强化竞争力，做中国农牧食品企业国际化的标杆和排头兵。

在重新明确各条业务的发展定位及方向之后，公司也对现有业务及管理体系重新进行梳理。此前，公司实行的是片区管理模式。一个经营片区统一负责区内饲料、生猪、肉禽、食品等各项业务。目前，公司打破地区划分，改成事业部的管理模式，分成饲料、生猪、肉禽、食品、海外 5 大事业部，由事业部统一负责管理，更好的实现管理权责的聚焦与专业化，

也有利于公司考核激励机制的制定与完善。

图 6：公司产业结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 公司为什么要养猪？

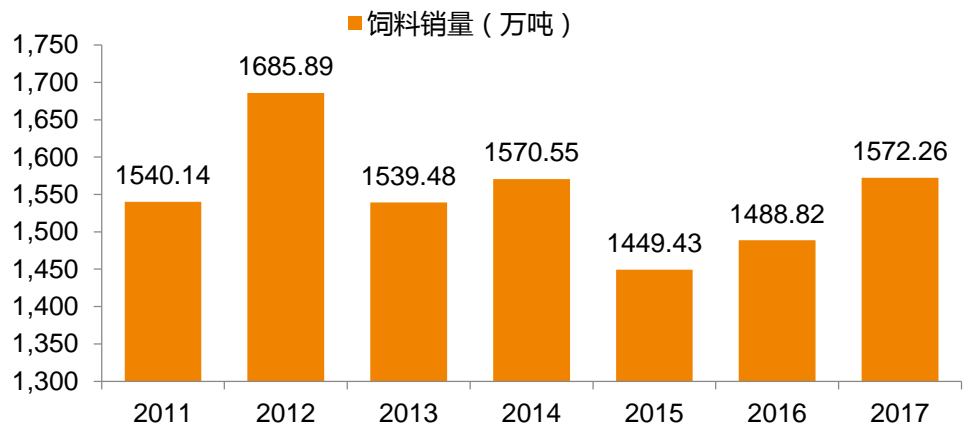
2.1. 传统业务急需转型升级

2.1.1. 饲料：产业面临增长瓶颈，产业链延伸成常态

公司的饲料业务经过长期发展，已经在国内饲料行业多年保持市场份额第一的地位，其中肉禽料、蛋禽料全国第一，猪料、水产料及反刍料也位列全国三甲。

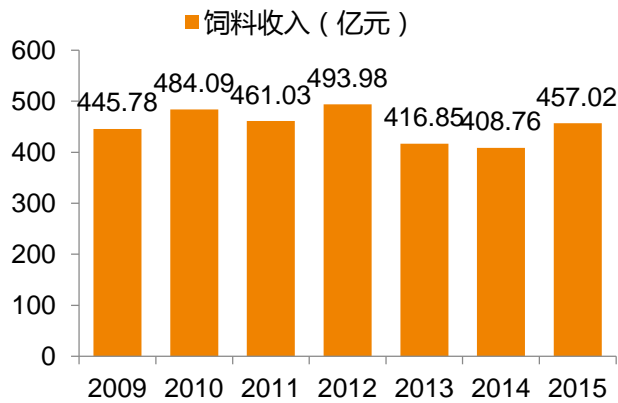
2012年之后，公司饲料业务暂时陷入一轮低谷期，2012年，公司饲料销量达到历史最高的1685.89万吨，随后开始回落。直到2016年开始，随着公司结构调整以及行业的回暖，才逐步从低谷中走出，重回增长。

图 7：公司饲料销量增长停滞



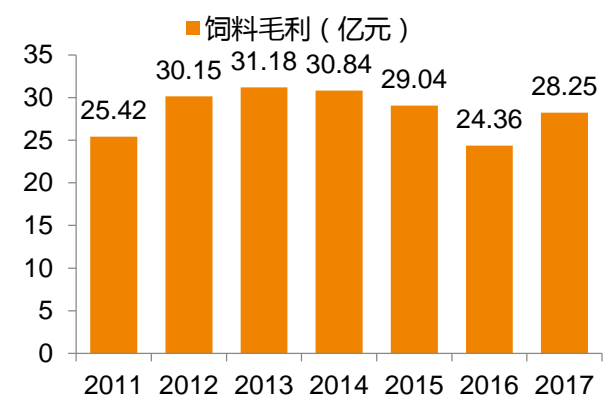
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：公司饲料销售收入增长乏力



资料来源：公司公告、天风证券研究所

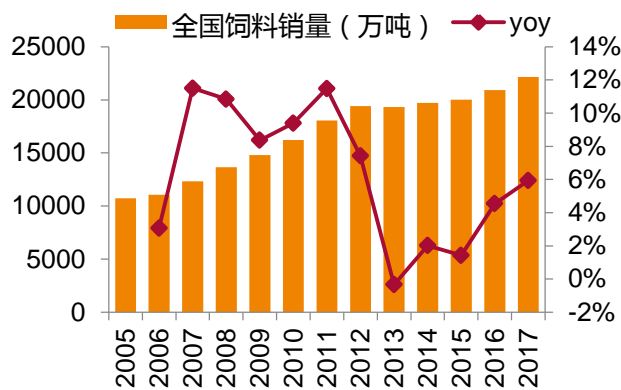
图 9：饲料业务毛利平稳



资料来源：公司公告、天风证券研究所

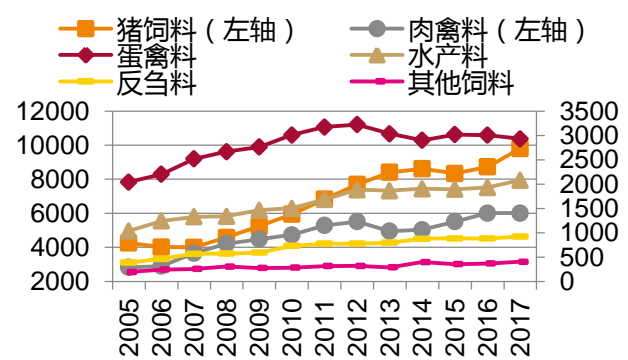
而公司饲料业务增长缓慢的背后，是饲料产业瓶颈的出现。2012 年之前，饲料加工业销量持续稳定增长。但 2012 年之后，饲料销量开始明显随着养殖周期，尤其是生猪养殖周期的波动而波动。这标志着产业已经进入发展瓶颈期。而从结构上看，公司销量占比最高的禽饲料，其行业销量也从 2012 年开始进入瓶颈期。

图 10：全国饲料销量



资料来源：饲料工业协会、天风证券研究所

图 11：饲料产品结构



资料来源：饲料工业协会、天风证券研究所

产业的瓶颈倒逼企业必须做出改变。企业纷纷进行转型。通过延伸产业链来获取发展空间。以上市公司为例，除了 2017 年新上市的傲农生物、天马科技以外，目前 A 股已无单纯的饲料上市公司，各家企业均进行了一定程度的业务转型或延伸。

表 1：饲料上市公司纷纷转型

公司名称	原主业	转型 (延伸) 方向	2017 年销量 (万吨)
大北农	前端猪料	生猪养殖、互联网	443.93
禾丰牧业	猪料、禽料	猪养殖、白羽鸡屠宰	220.18
金新农	前端猪料	种猪投资	82.15
新希望	禽料、猪料、禽类养殖及屠宰	生猪养殖	1572.26
唐人神	猪料	生猪养殖	470
海大集团	水产料、禽料	生猪养殖	849
天邦股份	特种水产料	生猪养殖、疫苗	46.76
正邦科技	猪料、禽料	生猪养殖	549.14
通威股份	水产料	光伏	426.28

资料来源：公司公告、天风证券研究所

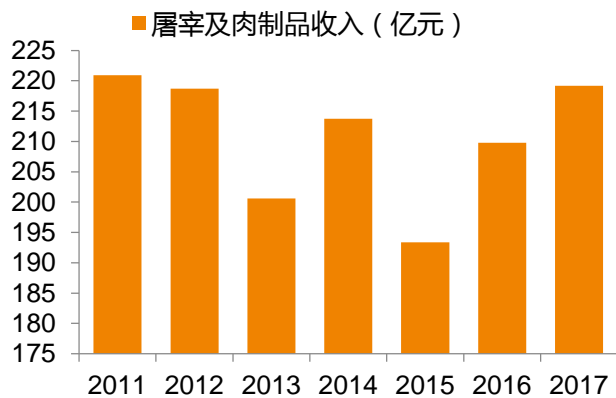
而转型的终极方向在于将饲料从养殖的外部利润中心内化到养殖的内部成本中心。因此，绝大部分的饲料企业的转型方向均是通过直接养殖（自繁自养或“公司+农户”）或者间接养殖（合作放养）向产业链下游的养殖端延伸，在以养殖带动饲料销售的同时，赚取养殖领域的超额利润。

2.1.2. 肉禽养殖及屠宰：波动大，需产业链配套

屠宰及肉制品是公司第二大收入及利润来源，而且主要是禽屠宰。2017年，公司在肉禽屠宰业务上以每年接近8亿只的屠宰量在国内排名第一。2018年上半年，公司销售禽肉、猪肉等各类生肉产品105.76万吨，同比减少5.33万吨，降幅为4.80%；在深加工肉制品业务上，共销售各类肉制品7.49万吨，同比减少0.23万吨，降幅为2.98%；实现营业收入1,072,129.94万元，同比增加21,354.62万元，增幅为2.03%；实现毛利润72,342.51万元，同比增加24,336.57万元，增幅为50.69%。

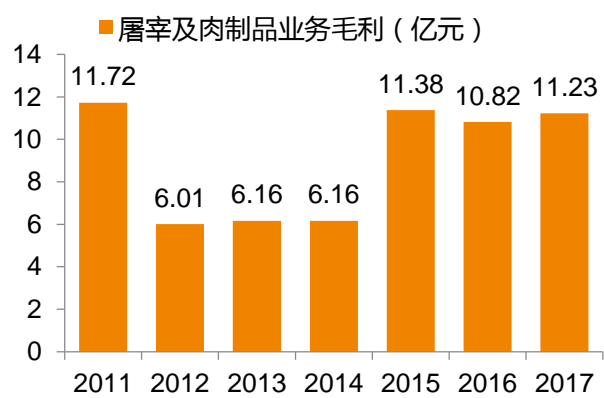
2012年以来，公司屠宰及肉制品业务的收入及毛利规模在经历了三年的回落之后，在2015年终于重回增长，但整体规模仍较此前没有显著增长。因此，站在2015年，虽然屠宰及肉制品业务是公司长期转型方向，但很明显短期内还无法支撑起公司的业绩增长。

图 12：屠宰及肉制品业务收入



资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

图 13：公司屠宰及肉制品业务毛利



资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

首先，屠宰行业在国内已有长期发展，市场趋于成熟，且由于下游的肉食消费需求增长放缓，使屠宰产能出现严重过剩。政府在农村对养殖户生产积极性的保护和在城市对消费物价水平的稳定，使屠宰行业在上游收购和下游销售面临着隐性的双重价格限制。偶尔发生的畜、禽疫情，也会引发阶段性的肉食消费恐慌，给该行业造成不利影响。此外，作为一种人力密集型的加工业，人力成本的逐渐升高也加剧了该行业利润空间的挤压。

而且，从市场份额来看，根据公告，公司2017年禽屠宰量达到8亿羽，按照国内白羽肉鸭和肉鸡总共70亿的养殖规模来推算，则公司在禽屠宰领域的市场占有率已经超11%，相对较高。而公司生猪屠宰规模大概约240万头，按照全国17年6.89亿头生猪出栏量计算，市占率仅有0.35%，而同期双汇发展屠宰生猪1,426.96万头，市占率虽然只有2.1%，但仍远高于公司。换句话说，在屠宰领域，公司禽屠宰短期发展空间相对有限，但在生猪屠宰领域却仍有较大发展空间。

其次，在过去较长时间里，公司屠宰加工出来的产品主要依赖批发市场这一传统贸易模式，尽管在历史上帮助消化了公司的屠宰产能，但长期看不利于公司肉食树立品牌形象并获得更大的价值空间。而这部分品牌溢价的获取，除了需要优化销售渠道、优化客户结构以外，还需要对上游肉品来源有更强的掌控力。因此，这也客观上要求往养殖领域扩张。

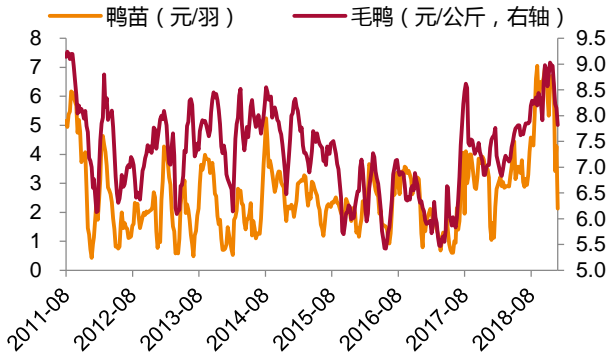
因此，不论是屠宰行业本身的瓶颈还是未来食品安全下的消费需求，公司的屠宰及肉制品业务均需要转型升级，通过下游的渠道升级以及上游的产业链扩张，来保证食品安全，实现品牌溢价。

而公司此前的养殖，主要集中在肉禽养殖领域。公司在国内的养禽业也覆盖了种禽养殖与商品代养殖两个环节。在种禽养殖业务上，公司是国内第一大父母代鸭苗，第二大商品代

鸡苗、鸭苗供应商。公司的鸡苗、鸭苗一部分对外销售给其他厂商，另一部分用于自己下游的商品代养殖。

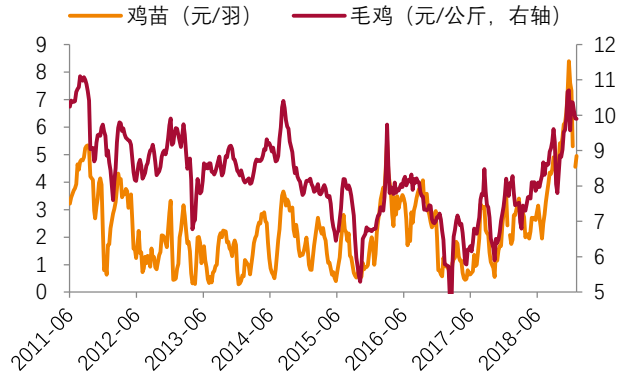
但是，由于禽的生长周期相比猪更短，其养殖技术相比猪养殖的技术难度较低，单场投资门槛也相对较低。所以国内的禽养殖相比猪养殖发展起步更早，也更成熟，规模化程度更高。因此，单纯在商品代养殖过程中，企业相比养殖户通常情况下并不存在十分明显的技术与效率差异。再加上近年来国内的禽养殖周期性波动较为明显，近年来利润上下波动过于剧烈。在种禽方面，各家种禽厂商之间在品质效率上没有十分明显的差别。因此，即使延伸产业链是公司产业发展的需求，但禽养殖屠宰业务仍具备明显的局限性。

图 14：鸭苗及毛鸭价格波动剧烈



资料来源：wind、天风证券研究所

图 15：鸡苗及毛鸡价格走势



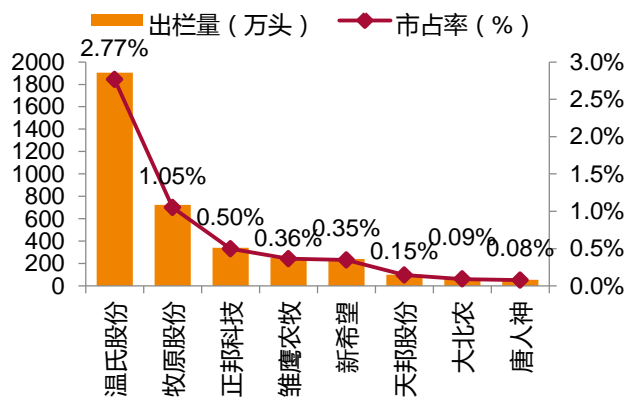
资料来源：wind、天风证券研究所

2.2. 生猪规模化养殖迎黄金发展期

在传统产业仍需时间来实现转型升级之际，迎来黄金发展期的生猪养殖产业自然而然地就成为公司下一步发展的重点。具体而言：

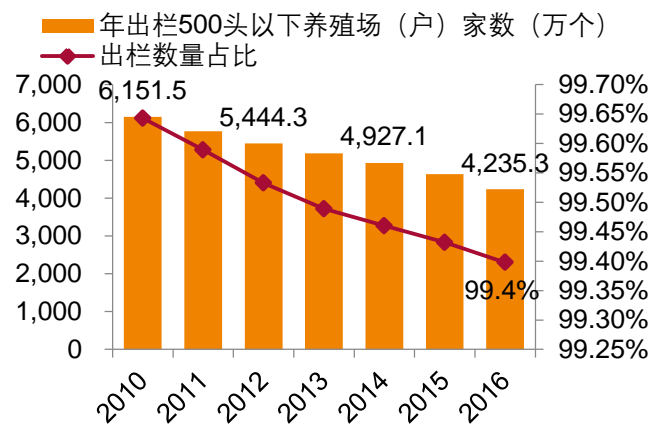
国内生猪养殖行业高度分散，集中度低，整合空间大。全国畜牧兽医统计年鉴显示，2016年，我国生猪养殖场数量约为 4261 万户，其中出栏规模为 500 头以上的猪场数量仅占 0.6%。截止 2017 年，国内最大的生猪养殖企业温氏集团，其 1904 万头的出栏量，市场占有率也仅 2.77%。

图 16：2017 年上市公司生猪出栏量及市占率



资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

图 17：养殖行业从业者仍以散户为主



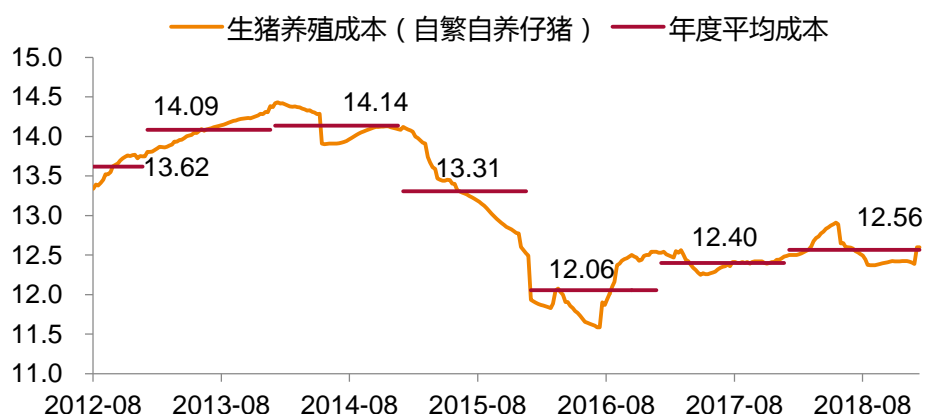
资料来源：wind、中国畜牧统计年鉴、天风证券研究所

国内生猪养殖行业的高度分散化，源自于国内生猪养殖行业的低规模化，即单一经营主体的经营规模过小，导致经营主体数量过多，行业高度分散。当下，随着城镇化的发展，国内养殖规模化进程进入快速发展期。

在养殖规模化发展趋势不可逆的前提下，相比于过去几轮猪周期，环保是这轮猪周期中最鲜明的外部因素。从 2016 年以来的养殖环保政策的收紧，加速产业结构的变迁，并由此带来了一系列新的变化。

由于我国生猪养殖行业高度分散的小农经济特性，行业整体养殖效率低下导致养殖成本高企，规模猪场凭借规模化和专业化优势，实现明显低于行业平均水平的养殖成本。

图 18: 行业平均成本 (单位: 元/公斤)



资料来源: wind、博亚和讯、天风证券研究所

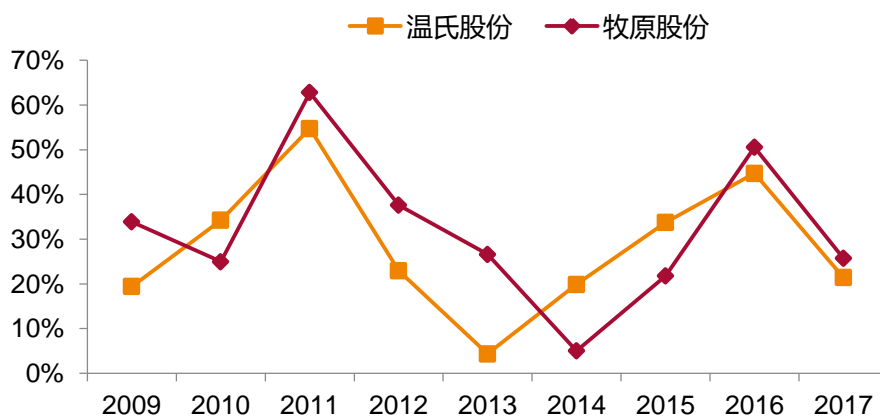
表 2: 养殖成本对比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
主要产量 (kg)						
规模猪场	111.9	114.2	114.9	116.4	117.7	117.6
散养户	112.7	114.7	115.6	116.1	116.1	118.3
平均成本 (元/kg)						
规模猪场	13.14	13.9	14.07	13.67	13.64	14.9
散养户	13.99	15.5	16.03	15.88	15.8	17.33
净利润 (元/头)						
规模猪场	457.5	133.5	103.9	-14.2	217	441.1
散养户	377.6	-32.4	-106	-242	-8.16	163.9

资料来源:《全国农产品成本收益 2017》-国家发改委价格司, 天风证券研究所

成本优势使得规模化养殖场的市场竞争力远强于散养户。养殖规模化发展的第一阶段，本质上，就是规模场替代散养户提高行业集中度的进程。成本优势之下，过去 10 年，养殖龙头企业享受到了超高回报。温氏股份和牧原股份平均 ROE 高达 30%!

图 19: 上市公司享受长期高 ROE

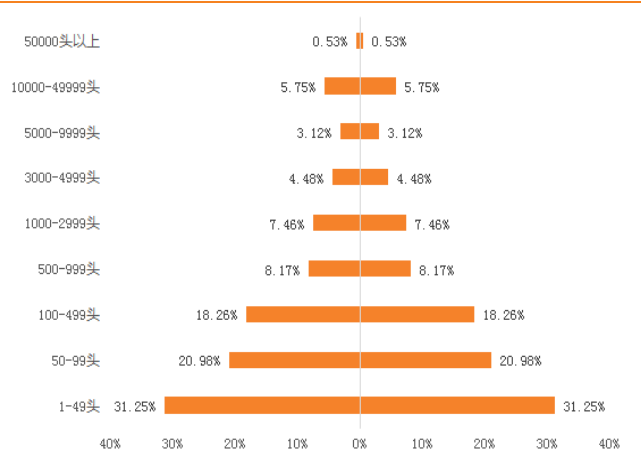


资料来源: wind、天风证券研究所

规模化养殖场的成本效率优势，本质上是源自于工业化的生产方式相对传统农业生产方式的效率优势。行业低规模化红利是中国生猪养殖规模猪场享有高盈利水平的根源所在。

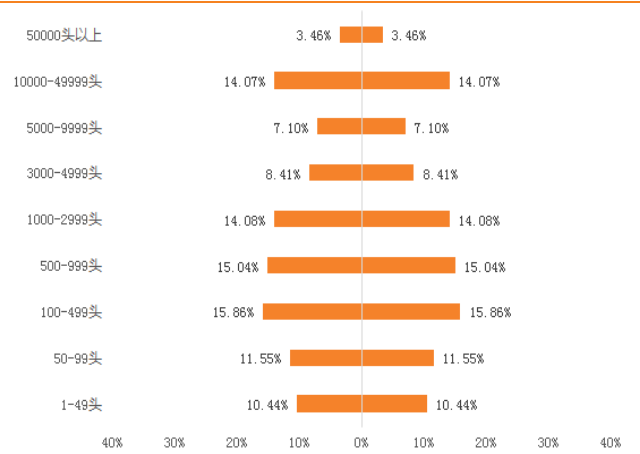
过去 10 年是国内生猪养殖规模化的起步阶段，推动养殖结构从原来的**金字塔型**向**纺锤型**转型。虽然规模化进程发展迅速，但还远未达到行业均衡状态。如上文所述，这一阶段仍有大量低效率的散养户存在，也就意味着规模养殖场仍有大量可替代的市场份额存在。

图 20：2007 年，国内生猪养殖结构呈金字塔型结构



资料来源：中国畜牧兽医年鉴、天风证券研究所整理

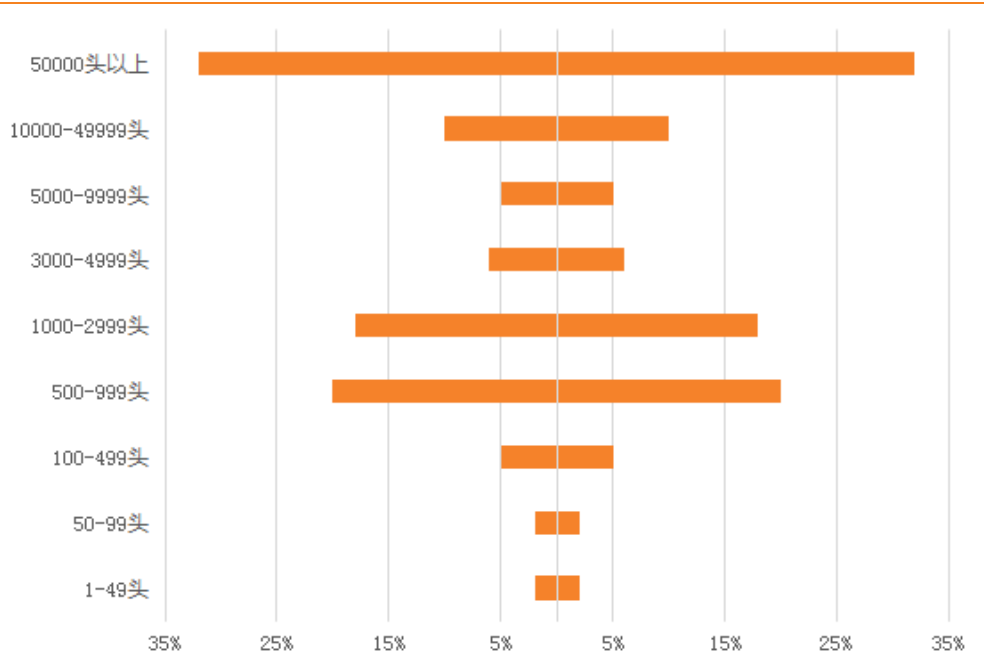
图 21：2015 年，国内生猪养殖结构呈纺锤型结构



资料来源：中国畜牧兽医年鉴、天风证券研究所整理

成本水平及资源获取能力决定了产业结构变迁方向，家庭农场以及大型养殖集团成本相对较低且资源获取能力较强，中小规模养殖场成本偏高，资源获取缺乏优势，我们认为，未来的产业结构将从当前的纺锤型进一步向哑铃型过渡。

图 22：预计未来生猪养殖结构将呈哑铃型结构



资料来源：畜牧兽医统计年鉴、天风证券研究所整理

这一产业结构的演进变化，需要规模化养殖集团的持续投入。而生猪养殖是重资产投资，规模扩张的资金需求量巨大。而对于非上市企业，其融资渠道较窄，资本开支规模受限，因此，行业规模规模化进程的完成还需要较长的时间。在可预见的 10 年内，龙头规模化养殖企业将迎来黄金发展期。

表 3：上市公司定增募投项目预案

公司	项目	年出栏 (万头)	总投资 (万元)	投资额 (元/头)
正邦科技	游城 1.5 万头生猪繁殖场建设项目	30	25,155.95	838.53
	古县渡镇 1 万头生猪自繁自养场建设项目	20	27,753.80	1387.69
	临武汾市 10,000 头自繁自养场	20	28,197.12	1409.86

	临武茶场 5,000 头自繁自养场	10	17,323.16	1732.32	
	红安永佳河寒塘村 2,400 头自繁自养场	4.8	9,054.67	1886.39	
	合计	84.8	107484.7	1267.51	
温氏股份	赤峰市松山区生猪养殖一体化一期项目	42	44,100.86	1050.02	
	永寿温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目一期	40	44,000.00	1100	
	亳州温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目	50	50,000.00	1000	
	江永温氏畜牧有限公司一体化养猪建设项目	50	51,000.00	1020	
	合计	182	189,100.86	1039.02	
2016 年定增 募投项 目	河南通许牧原第一期 52 万头生猪产业化项目	52	61,319.40	1179.22	
	河南商水牧原第一期 45 万头生猪产业化项目	45	49,763.65	1105.86	
	河南西华牧原第一期 27.5 万头生猪产业化项目	27.5	30,254.53	1100.16	
	河南太康牧原第一期 25 万头生猪产业化项目	25	19,584.81	783.39	
	山西闻喜牧原第一期 20 万头产业化项目	20	18,100.00	905	
	河南扶沟牧原第一期 20 万头生猪产业化项目	20	20,965.95	1048.3	
	河南正阳牧原第一期 18 万头产业化项目	18	25,150.03	1397.22	
	合计	207.5	225,138.37	1085	
	牧原股份	内蒙古翁牛特牧原农牧 70 万头生猪养殖建设项目	70	100,628.94	1437.56
		2017 年优先 股募投 项目	内蒙古开鲁牧原农牧 60 万头生猪养殖建设项目	60	80,216.24
辽宁建平牧原农牧 40 万头生猪养殖建设项目		40	64,845.00	1621.13	
黑龙江兰西牧原农牧 20 万头生猪养殖建设项目		20	27,190.46	1359.52	
吉林农安牧原农牧 20 万头生猪养殖建设项目		20	38,744.82	1937.24	
合计	210	311,625.46	1483.93		

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 发力生猪养殖，分享产业红利

3.1. 目标实现 2022 年实现 2500 万头生猪出栏

公司自 2016 年起开始加大对养猪业务的投入，在近两年来面对猪价下行的情况下，仍然坚定不移地按照其战略规划进行投资发展，同时持续提升已有产能的生产效率，使养猪业务在中、长期将成为公司的新的增长极。

公司在养猪业务上起步相对较晚，但自从进入养猪业务之时起，就坚持高标准的发展规划。在商品代养殖上，公司养殖模式是“内部仔猪高效生产+合作放养为主/部分自养为辅开展育肥”。具体而言，主要有“新好”以及“新六”两种养殖模式。

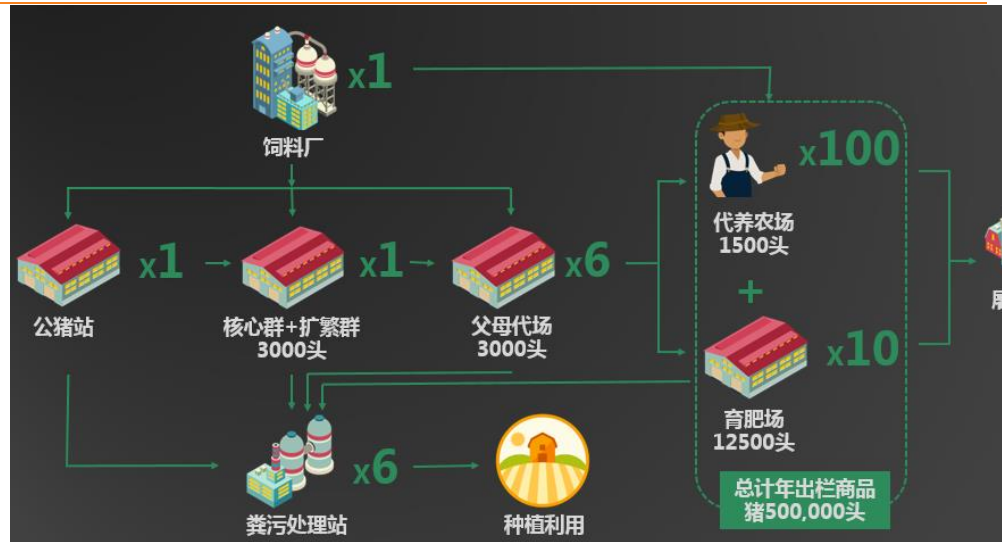
3.1.1. 新好模式：聚落式“公司+规模农户”养殖

“新好模式”是公司的核心养殖模式，主要是由公司的养殖业务单位来负责推动。主要通过自建或者租赁种猪场、育肥场，通过“公司+规模农户”的合作养殖为主，并辅以部分自养育肥。

在“新好模式”的具体经营上，公司以夏津模式为发展模板。公司在山东夏津投资建设的 100 万头生猪生产项目采用高度的自动化、集约化生产方式和“公司+规模农户”的经营模式，是目前全国大的聚落式生猪繁育体系。

所谓“聚落式”有三个方面的：一是在局部区域内形成从数个种猪繁育场和多个商品育肥场，具备年出栏优质商品猪 30-100 万头的生产能力；二是专业人才的聚集，在区域内聚集生产管理、兽医、营养、育种等等养猪专业人才；三是猪产业链环节的聚集：种猪场、育肥场、饲料厂、宰杀厂等，形成一个闭合的产业大聚落，提高生产效率和降低产品成本。

图 23：典型 50 万头商品猪聚落示例



资料来源：公司公告、天风证券研究所

具体运作模式为公司自建商品猪示范场，少量自养商品猪，绝大部分商品猪以“公司+家庭农场的合作模式代养”来完成，通过养殖、饲料、屠宰等产业资源的匹配，最终建立从养殖端到消费端的产业闭环。这一模式产业链安全、健康、可控、可追溯，企业与农户利益共享，风险共担。

以公司的环渤海区聚落为例。公司在河北、山东等地布局生猪养殖产能，直接对接京津销区。同时，在北京平谷、顺义以及河北南宫还有千喜鹤屠宰厂、科普利信合资肉品工厂、嘉和一品中央厨房等布局，不仅保证生猪销售出路，也能为千喜鹤屠宰厂收猪提供保证，更重要的是还能通过全产业链的经营，保证终端肉制品的食品安全。

图 24：环渤海区聚落示例



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.1.2. 新六模式

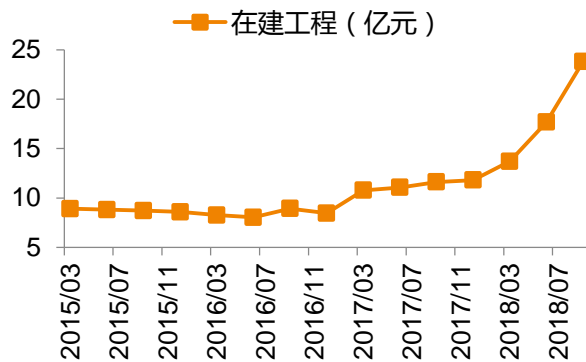
“新六模式”则主要是由公司饲料业务单位来推动，由公司外购仔猪并交由农户合作养殖，最终支付农户相应代养费。

这项业务的开展，最初是为了掌握养殖户、带动猪料销售、实现饲料快速上规模而在饲料单元下发展。但是，随着业务的进一步发展，公司逐步认识到，养猪需要专业化发展，为了卖饲料而养猪并不一定能养好猪。因此，为了推动“新六模式”的发展，公司将此前归属于各个饲料片联的生猪养殖业务剥离出来，组成“新六养猪事业部”，并由原杨凌本香的总裁周端阳担任新六养猪的总裁。通过输出此前在新好的管理经验，降低养殖成本，带动“新六”实现为养猪而养猪。

3.1.3. 生猪养殖业务稳步推进

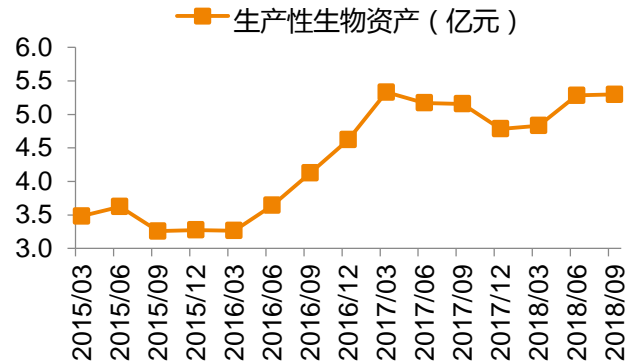
目前，公司生猪养殖业务的建设投资稳健推进，土地、人才、资金充裕。产能储备上，2016年以前，公司在建工程保持在8亿左右规模，但从2017年开始，在建工程的规模开始快速增加。至2018年3季度，已经达到23.81亿元。而生产性生物资产上，公司2016年2季度开始逐步提升。至2018年3季度，已经达到5.3亿元。考虑到2017年开始公司逐步缩减种禽养殖规模，因此，2018年种猪存栏规模仍处于增长之中，预计已超10万头。

图 25：2017 年起公司在建工程快速增加



资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

图 26：2016 年 Q2 起公司生产性生物资产稳步增加

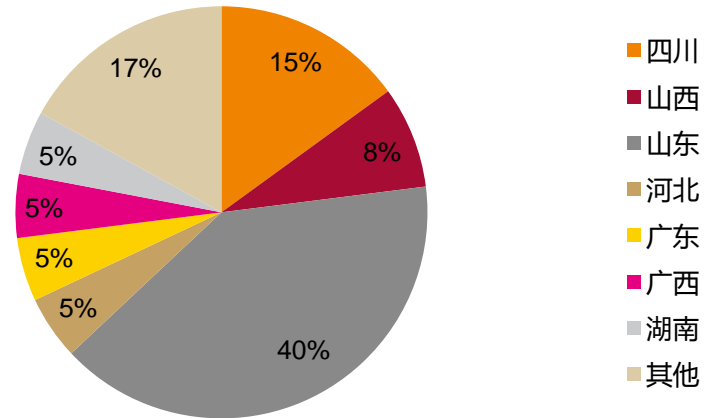


资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

根据公司公告，截至 2018 年 10 月中旬，公司：1) 正在运营的项目对应的产能是 350-400 万头，足够覆盖明年的出栏量。2) 目前在建的项目对应的产能是 350-400 万头，合计约 700-800 万头出栏，估计 2019-20 年陆续竣工，对应 2020 年的出栏量。3) 正在筹建的项目，对应的产能是 1500-1800 万头，基本上地方政府的协议已经签署，合计高于 2400 万头，对应的就是 2022 年的 2500 万头的出栏量。

从地域分布上看，公司前 10 个月的出栏销量占比大约是：四川 15%，陕西 8%，山东 40%，河北、广东、广西、湖南等每个省均在 5% 左右。未来规划的产能分布布局是山东、陕西、辽宁、河北在 10% 以上，广东、广西则接近 10%，四川、江苏是 5% 左右。

图 27：公司 1-10 月出栏分布



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 公司生猪养殖有何优势？

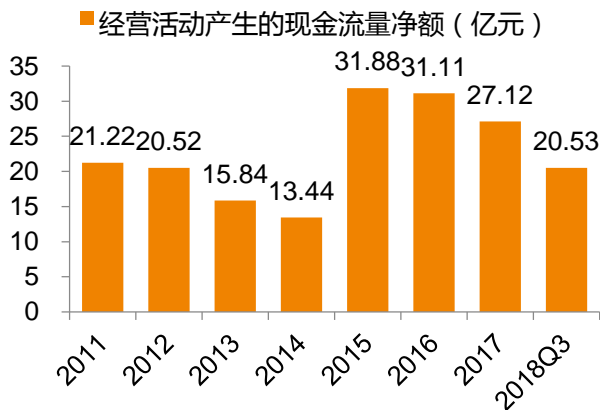
公司在生猪养殖业务上的优势主要有两点，一是具备充足的现金流储备及融资潜力，二是养殖技术及积累带来的成本优势。

3.2.1. 资金储备充足，融资潜力强

根据公司公告，公司规划 2020 年实现 800-1000 万头出栏。按资金需求上限来计算，若要 2020 年实现 1000 万头出栏，则 2019 年公司新增至少 300 万头产能。按头均固定生猪出栏固定资产投资 1000 元/头计算，共需资金 30 亿元。同时，为了实现 2019 年 350-400 万头生猪出栏，公司养殖业务需要营运资金 16-18 亿元。两者合计约需 50 亿元。

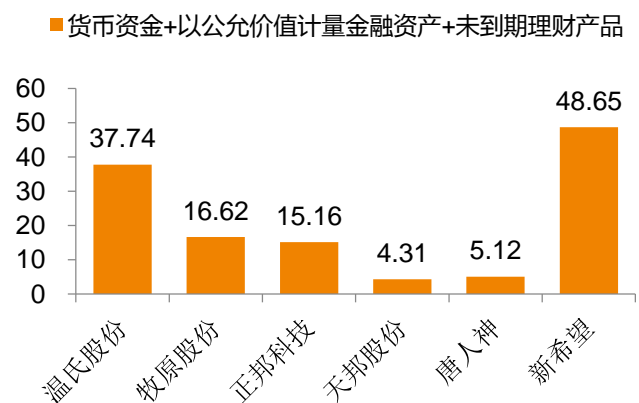
截止 2018 年 3 季报，公司拥有货币资金 48.58 亿元，在手资金充足。2016 年以来，公司每年经营性现金流入净额 20 亿左右。现金流状况极为健康。

图 28：公司经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告、天风证券研究所

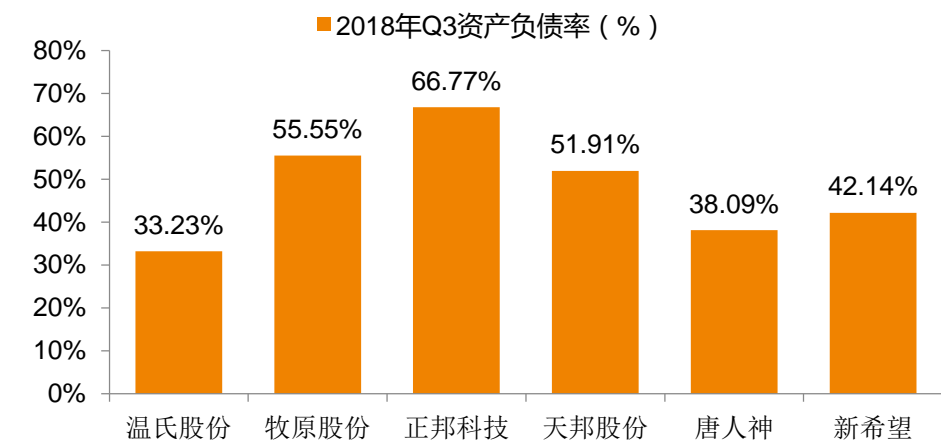
图 29：公司在手现金充裕（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

此外，公司仍有较强的融资潜力。2018 年 3 季度，公司资产负债率为 42.14%，在同行业上市公司中处于中等偏低位置，仍有较大的融资提升空间。根据公告，公司拥有全球范围内多家金融机构合计超过 400 亿元的综合授信额度，目前用信比例仅为 25%。尽管上半年国内资金形势日趋收紧，但公司上半年平均融资成本仍然控制在 3.9% 以下，在行业内拥有绝对竞争力，可以有力地支撑养猪产业发展后续的资金需求。

图 30：生猪养殖上市企业资产负债率对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2.2. 养殖技术及积累带来的成本优势

在种猪生产上，公司现已与国际最优秀的种猪公司 PIC、海波尔合作，建立起了双体系种猪架构，可根据国内南、北方的市场差异选择适合的猪种；在育种能力上，公司采用的多角度结合的算法技术、动态核心群管理技术和全自动种猪测定技术，是目前国际上最先进的育种技术；与美国、泰国大学的育种专家合作，不断优化算法，提高选育强度；在育种布局上，预计在 2019 年完成 6 个育种基地建设，选育体系会更加完善，以支持公司商品猪扩张计划；在聚落化模式内，每个聚落均自带核心扩繁群，保证了种猪公猪生物安全和猪苗的高效生产。

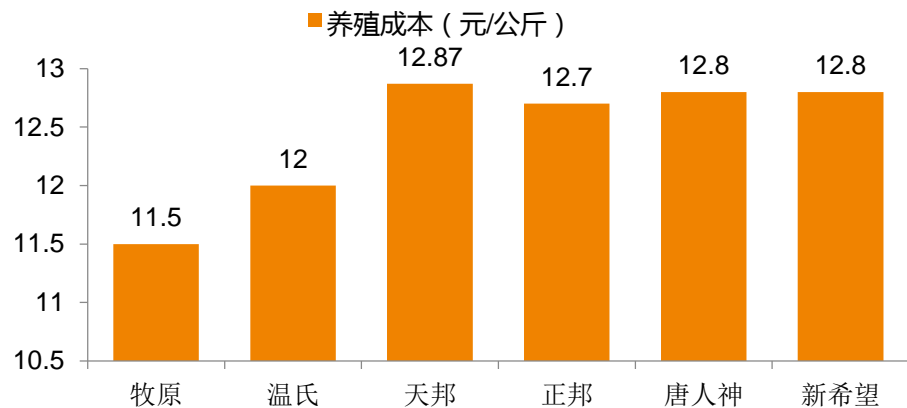
近年来，公司有序落实各项行业新技术应用实践，形成了一整套生产管理技术体系。通过对所有分公司成本核算项目和方法的标准化，细化增重成本模型实现成本管理对比，迅速找出各公司的成本控制关键指标，成效显著。新好自养模式下的完全成本同比降低 2 元/公斤，降幅超过 18%。随着新技术的引入和应用，完全成本仍具备下降空间。目前，公司正以 11.5 元/公斤的完全成本为目标进行进一步的成本优化，以期建立持久的成本优势。

在不断优化管理降低生产成本以外，公司还不断创新销售方法，全面提高销售效率。公司自养的商品猪群 100%按照有规划的售猪方法，保证上市大猪价格最优销售；公司研发的“猪易通”生猪交易平台在算法和交易数据上业已成熟，已在体系内投入使用；与四川省金融联合创办四川省生猪交易市场，生成四川省生猪价格指数，指导生猪生产、屠宰、加工，以及生猪保险各环节的经营。

养殖技术与管理水平的积累与改进，最终反馈到公司的养殖效率。2017 年，公司 PSY 达到了 26.5（代表公司最高水平的夏津聚落的 PSY 已达 30），出栏成活率超过 94%。在“自产仔猪+农户合作育肥”的新好模式养猪中，全年平均销售成本已降至约 11 元/公斤，并仍存在继续下降的改善空间。

根据公司公告，2018 年上半年，公司平均 PSY 保持在 24（相比去年全年有所下降的原因是部分猪场在年初受到流行性腹泻疫情影响），全公司出栏肥猪完全成本降到 12.6 元/kg，其中“自产仔猪+农户合作育肥”的新好模式的完全成本已降到 12.2 元/kg。我们预计，受非洲猪瘟影响，预计 2018 年公司全年养殖完全成本约为 12.8 元/公斤，随着公司产能的进一步扩大，公司养殖成本还将有进一步下降的空间。

图 31: 生猪养殖成本对比



资料来源: 公司公告、天风证券研究所估算

4. 各业务板块逐步焕发活力

4.1. 饲料: 内外双轮驱动

从战略定位上, 饲料业务仍是公司战略核心业务, 是公司行业地位的关键支柱, 并提出了在 2021 年实现突破 2,000 万吨销量的目标。

为了适应行业的变化, 公司发展思路是通过内、外部双轮驱动, 对内打造采购力、产品力、服务力; 对外积极发展养殖基地, 共同促进饲料业务增长。

对内, 公司一方面推出生物环保型饲料, 获得市场认可和好评。另一方面, 积极推动饲料工厂布局与产能优化调整, 淘汰落后产能, 使得饲料单厂产销量进一步提升, 年销量在 10 万吨以上的工厂数量增加了 16%。同时通过继续加强生产标准化建设, 推动精益生产, 提高生产效率。在 2017 年由于环保严管使得各种能耗物耗成本都上升的大背景下, 饲料生产的吨均费用仍能同比下降了 7%。

对外, 公司则通过构建完善服务体系以及向养殖基地的建设与转型, 提升自身市场竞争力。公司在全行业率先推出了为农户提供技术服务、信息服务的福达计划, 以及面向大型养猪场的托管服务, 在养禽和养猪领域都设立了养殖培训管理公司或养殖服务公司, 促进与规模化养殖场或养殖户的直接对接, 同时稳步发展担保业务, 积极探索农业互联网金融业务。

在禽料方面, 公司将禽旺养殖服务与原有的“禽福达”信息管理系统对接并升级为“云禽旺”系统, 该系统到 2017 年底已覆盖养殖户超过 1 万户, 覆盖商品鸡、鸭超过 5 亿只。

图 32: 禽旺模式



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

在猪料方面, 公司通过新好、新六育肥猪放养促进猪料销售, 公司将原有的“九方农场”

管理系统升级成“云放养”系统，该系统到 2017 年底已覆盖养殖户 1,900 余户，覆盖育肥猪 190 万头。在下游养殖基地的带动下，公司各口径合计的直供料与内部料销量同比增长近 23%，在总销量中的占比也从去年同期的 25% 上升到当前的 28%。

我们认为，公司生猪养殖规模的扩大，将为猪饲料产品的销售提供新的市场，**公司未来的饲料销量增量将主要来自于猪饲料**。我们预计，2018-2019 年，公司饲料销量有望达到 1700、1800 万吨。

4.2. 肉禽养殖：调整结构，产业联动

肉禽养殖方面，公司也积极调整业务模式，增强自身产业竞争力。

4.2.1. 种禽养殖：自主育种与外部托管相结合

在种禽领域，虽然目前行业种禽品质整体差异不大，但是公司通过外部托管和育种研发打造自身的差异化竞争优势。

1、自主育种“中新”北京鸭，打破国外品种垄断。公司与中国农业科学院北京畜牧兽医研究所合作培育出具有完全知识产权的“中新”北京鸭，弥补了国内白羽肉鸭育种行业空白。由于“中新”北京鸭紧密结合“瘦肉率高、低皮脂率、肉质好”这一主流消费需求，极大地改善了当前一些其他国外品种鸭肉“过肥、有腥味”不太适合中国人口味的难题。据试验测试，“中新”北京鸭具有生长速度快、饲料转化率高、抗应激性强易饲养、成活率高的特点。饲养 40 日龄体重后可达 3.2 千克以上，料重比达 1.9:1，胸腿肉率高达 28%，且皮脂率低于 22%，各项生产指标已达国际先进水平。

2、输出技术、管理优势，托管外部种禽场。公司在种禽养殖领域积累多年，生产技术管理、成本管理、生产效率、产品质量方面处于国内显著领先水平，已形成体系化的技术和管理输出能力，托管外部种禽场业务快速发展。公司的种禽养殖近两年种鸡只产健雏一直保持在 115 以上，种鸭只产健雏一直保持在 220 以上，居国内领先水平。2017 年底，种禽事业部充分发挥种禽团队在专业技术、管理能力 方面的优势和新希望六和的品牌优势，利用新六种禽在行业的影响力，进行技术输出，托管外部种禽场。目前，已运营创新项目 10 个，其中种鸭项目 8 个，种鸡项目 1 个，生物安全项目 1 个，合计托管鸡苗 905 万只，鸭苗 2568 万只。通过外部托管，在实现种禽业务的相对稳定甚至增长。

4.2.2. 商品代养殖：加大布局

在通常条件下，企业亲自运营商品代养殖的意义，更多地是在于对下游食品产业提出的更高要求，即上游养殖环节全程可控，以确保食品安全。但近年来，越来越严格的环保监管又带来新的变量，一部分商品代养殖企业或农户由于地处禁养区，或虽处于限养适养区但因环保不达标而限产或停产，甚至退出行业。因此，行业里的现存参与者或新进入者，首先必须确保的是在限养适养区发展，其次也需要在棚舍、环保等方面投入更多资源。即使是坚持“公司+农户”合作养殖模式的企业，为了推广新型的环保技术与棚舍，也需要自建一部分棚舍并采用新型技术然后自养来起到示范作用，再向养殖户推广。

面对产业的改变，公司抓住当前环保升级带来的机遇，**缩减种禽养殖规模的同时，扩大商品代肉禽养殖的布局**。

一方面通过环保改造、棚舍升级，推动“公司+农户”模式下传统合同养殖户向委托代养模式转型，另一方面公司在条件适合区域进一步加大自养模式的投入。截止 2018 年上半年，公司通过以上各种模式的商品代养殖总量目前已接近 8 亿只，在白羽肉禽行业位居第一。而随着公司加大在商品代养殖的发展力度，禽养殖业务盈利有望得到持续提升。2018 年上半年，公司共销售鸡苗、鸭苗 25,144 万只，同比下降 5,511 万只，降幅 17.98%；销售自养商品鸡及委托代养商品鸡 鸭 13,458 万只，同比增加 4,804 万只，增幅 55.51%，实现营业收入 353,405.59 万元，同比增加 145,606.29 万元，增幅为 70.07%；实现毛利润 18,904.28 万元，同比增加 25,526.91 万元，增幅为 385.45%

通过自养规模的扩大，公司除了可以获取短期内商品代养殖环节回升的毛利空间，从长远看则是为下游提供全程可控的安全禽肉，获得更高的食品环节溢价。

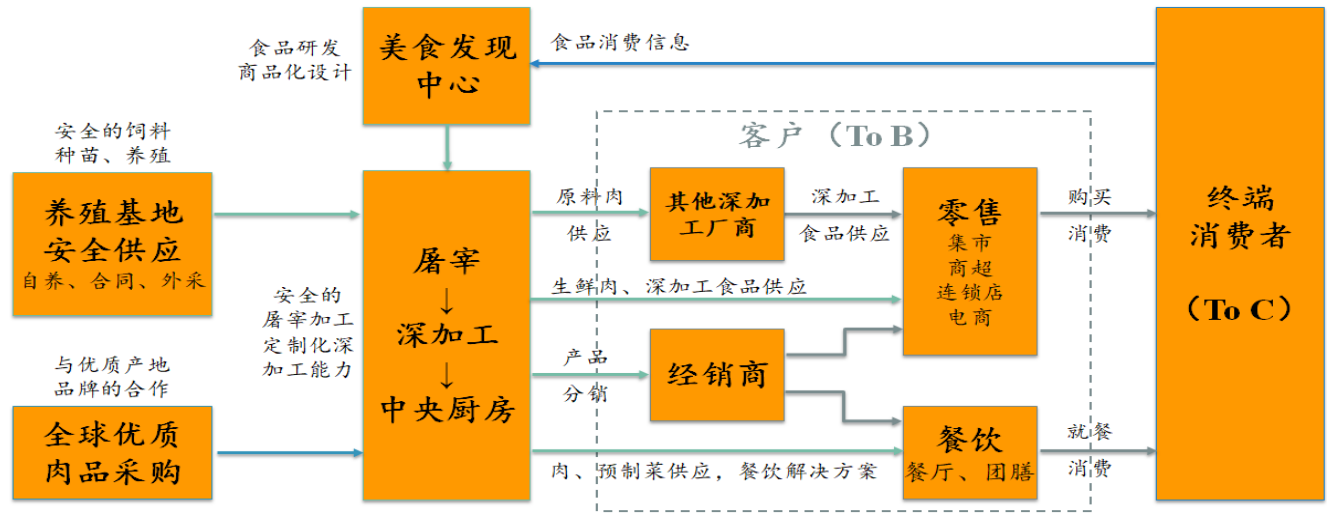
4.3. 屠宰及肉制品：优化渠道，布局下游，提升盈利能力

为了提高公司屠宰及肉制品业务的盈利能力，公司多举措并举。

4.3.1. “生转鲜”，优化渠道

公司从 2014 年起在屠宰及肉制品业务上实施了“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略转型，推动建立从研发到定制生产一体化的 B2B2C 模式。

图 33：研发到定制生产一体化的 B2B2C 模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所

具体而言，一方面加大食品深加工业务的比重，加大新产品开发力度，加大近距离销售力度，推动产品升级；另一方面通过多种新型渠道加强与销售终端的对接，降低对批发市场渠道的依赖，推动渠道升级。

2018 年上半年，公司各类肉产品通过传统批市渠道之外的新兴渠道销售的占比稳定在 44%，在餐饮渠道上，新开发了美的新厨科技、叮叮鲜食等客户，并获得海底捞年度佳供应商称号；在深加工渠道上，新开发了无穷食品、今麦郎等客户；在电商渠道方面，新开发了美团快驴、鲜易网等客户。

4.3.2. 内外并举，加大食品领域布局

在优化自身内部结构与渠道之外，公司持续加大在食品板块中的投资力度。包括对外参股收购、设立合资企业，对内新建食品产能，优化产能布局等。

表 4：公司持续加大食品板块的投资力度

时间	投资事项
2016 年 1 月	参股久久丫，成为其单一第一大股东
2016 年 3 月	收购嘉和一品中央厨房资产，经营良好量利稳步提升
2016 年 3 月	山东嘉祥屠宰厂迁址新建
2016 年 7、10 月	收购山东两家食品合资公司少数股权，转为全资子公司
2016 年 12 月	与法国科普利信集团设立食品深加工合资公司
2016 年 12 月、2017 年 4、12 月	参股并连续增资重庆冻品供应链平台公司“冻品汇”
2017 年 3 月	收购山东两家食品合资公司少数股权，转为全资子公司
2018 年 1 月	增资山东安丘白羽肉鸡产业项目，增加熟食产能
2018 年 3 月	在青岛新设公司开展鲜鸭血经营项目
2018 年 4 月	山东济宁建设鸭架肉骨粉加工项目
2018 年 6 月	河北千喜鹤预调理产品项目

资料来源：公司公告、天风证券研究所

随着公司在食品领域的渠道与布局持续优化，公司的食品业务盈利能力有望得到进一步的提升。

5. 投资建议

公司目前是国内最大的饲料生产、肉禽屠宰企业，目前，公司传统业务稳中向好。而生猪养殖规模的持续扩大将成为公司业绩新的增长点。

按照下表的价格及产量假设，我们预计，2018-2020年，公司净利润分别为19.90、28.62、45.12亿元，同比增长-12.71%、43.79%、57.68%，对应EPS分别为0.47、0.68、1.07元。其中，2018-2020年，农牧业务归属母公司净利润分别为-0.88、7.84、24.64亿元。

表5：公司盈利拆分及预测

		2017	2018E	2019E
猪	育肥猪（万头）	195	250	350
	全成本（元/公斤）	13.2	12.8	12.5
	出栏体重	115	115	115
	销售价格（元/公斤）	15.0	12.45	14.00
	养猪净利润合计（亿）	4.04	-1.01	6.04
鸭苗	出栏量（亿羽）	2.4	1.8	1.4
	全成本（元/羽）	2.4	2.5	2.5
	销售价格（元/羽）	2.5	3.75	3.2
	净利润（亿）	0.24	2.25	0.98
鸡苗	出栏量（亿羽）	1.5	1.2	1
	全成本（元/羽）	2.45	2.5	2.5
	销售价格（元/羽）	1.65	3.9	4.1
	净利润（亿）	-1.20	1.68	1.60
毛鸡	出栏量（亿只）	0.7	0.9	1.2
	全成本（元/公斤）	7	7	7
	销售价格（元/公斤）	6.8	7.4	7.8
	净利润（亿）	-0.35	0.90	2.40
毛鸭	出栏量（亿只）	1	1.3	1.6
	全成本（元/公斤）	6.8	7	7
	销售价格（元/公斤）	6.31	7.3	7
	净利润（亿）	-1.47	1.17	0.00
禽业务利润合计（亿）		-1.4	0.8	0.0
		-2.78	6.00	4.98
屠宰及肉制品加工	销售量（万吨）	214.92	210	215
	吨净利（元/吨）	70	-80	10
	净利润（亿）	1.50	-1.68	0.22
猪饲料	销售量（万吨）	419	435	460
	吨净利（元/吨）	80	20	60
	净利润	3.35	0.87	2.76

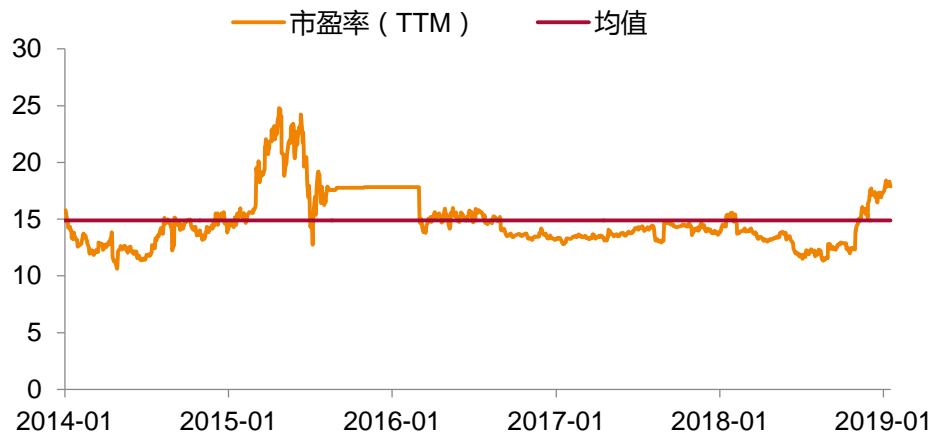
	销售量 (万吨)	1029	1101.03	1123.051
禽饲料	吨净利 (元/吨)	10	10	15
	净利润	1.03	1.10	1.68
	销售量 (万吨)	86	120	140
水产饲料	吨净利 (元/吨)	125	105	104
	净利润	1.08	1.26	1.46
	销售量 (万吨)	38	42	42
反刍饲料及预混料等	吨净利 (元/吨)	75	75	70
	净利润	0.29	0.32	0.29
饲料利润合计 (亿)		5.74	3.55	6.19
主营业务利润合计 (亿)		8.50	6.86	17.4
少数股东权益		-6.5	-7.76	-9.56
农牧板块归母净利润合计 (亿)		2.00	-0.90	7.82
民生银行投资收益 (亿)		20.80	20.80	20.80
归母净利润合计 (亿)		22.80	19.90	28.62

资料来源：公司公告、天风证券研究所

估值方面，以 TTM 市盈率来衡量，当前股价对应 18 倍市盈率，2012 年重组以来的历史估值中枢是 15 倍。

而以 2018-2020 年净利润来衡量，当前股价对应市盈率分别为 16 倍、11 倍、7 倍。

图 34：公司历史估值区间



资料来源：wind、天风证券研究所

行业对比来看，由于公司农牧业务涉及多个领域，且经营规模均属行业领先地位。因此，我们分别选取饲料、肉鸡养殖鸡屠宰、生猪养殖三个子行业里的龙头企业，以市场对于 2018-2019 年盈利的一致预期为基准，对比各家市盈率水平。由于公司当前净利润中有一部分来自于相对低估值的民生银行股权投资收益，存在一定的估值折价。因此，公司整体市盈率水平低于其他各子行业的龙头企业。

表 6：可比公司市盈率对比

		TTM	2018E	2019E
饲料	海大集团	27	25	20
	大北农	16	21	17
肉鸡养殖及屠宰	圣农发展	21	18	15
	牧原股份	69	69	30
生猪养殖	温氏股份	26	32	24

资料来源：wind、天风证券研究所

随着生猪养殖规模的扩大以及猪价的上涨，农牧板块利润贡献占比将会有显著提高，公司长期估值也将会有所提升。综合而言，我们认为，给予公司 2019 年 17 倍市盈率，则 12 个月目标价 11.5 元，给予买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,134.10	3,070.52	3,005.99	3,256.78	3,835.16
应收账款	964.31	1,278.43	1,259.96	1,707.33	2,127.83
预付账款	326.56	386.03	367.47	475.37	534.13
存货	4,281.73	5,111.37	5,136.23	6,533.88	7,299.98
其他	470.26	1,220.25	1,082.04	1,079.61	1,135.84
流动资产合计	9,176.97	11,066.59	10,851.69	13,052.98	14,932.94
长期股权投资	15,830.97	17,644.59	17,644.59	17,644.59	18,144.59
固定资产	7,963.62	8,649.14	10,790.69	13,701.68	17,011.33
在建工程	845.98	1,181.54	2,808.93	4,085.36	5,151.21
无形资产	1,232.33	1,395.53	1,330.75	1,265.98	1,201.20
其他	2,335.17	2,514.24	2,630.29	2,633.33	2,184.43
非流动资产合计	28,208.07	31,385.04	35,205.25	39,330.94	43,692.77
资产总计	37,385.04	42,451.63	46,056.94	52,383.92	58,625.71
短期借款	2,081.10	6,130.68	6,899.86	8,350.37	11,411.47
应付账款	4,467.65	5,266.63	5,131.67	6,538.44	7,482.37
其他	2,207.34	1,884.37	1,943.36	2,547.97	2,706.34
流动负债合计	8,756.10	13,281.67	13,974.89	17,436.78	21,600.17
长期借款	846.45	616.54	779.16	637.23	0.00
应付债券	1,997.32	1,997.44	1,997.00	1,997.00	0.00
其他	236.10	321.28	250.00	275.00	300.00
非流动负债合计	3,079.87	2,935.26	3,026.16	2,909.23	300.00
负债合计	11,835.96	16,216.93	17,001.04	20,346.02	21,900.17
少数股东权益	5,033.65	5,402.30	6,176.24	7,130.11	8,634.19
股本	4,168.23	4,216.02	4,216.02	4,216.02	4,216.02
资本公积	2,140.40	2,426.85	2,779.61	2,804.61	2,829.61
留存收益	16,461.86	16,917.78	18,663.64	20,691.77	23,875.33
其他	(2,255.07)	(2,728.24)	(2,779.61)	(2,804.61)	(2,829.61)
股东权益合计	25,549.08	26,234.70	29,055.90	32,037.90	36,725.54
负债和股东权益总	37,385.04	42,451.63	46,056.94	52,383.92	58,625.71

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,132.44	2,932.21	1,990.14	2,861.62	4,512.23
折旧摊销	983.58	1,243.71	596.62	777.83	989.55
财务费用	271.82	381.82	492.74	632.02	822.15
投资损失	(2,090.82)	(2,213.66)	(2,200.00)	(2,200.00)	(2,200.00)
营运资金变动	821.66	(177.20)	(416.00)	97.38	(220.68)
其它	(7.22)	545.32	773.94	953.87	1,504.08
经营活动现金流	3,111.46	2,712.19	1,237.44	3,122.72	5,407.32
资本支出	3,491.05	4,369.06	4,371.28	4,875.00	5,275.00
长期投资	1,442.35	1,813.62	0.00	0.00	500.00
其他	(5,472.51)	(8,739.61)	(6,486.36)	(7,605.00)	(8,905.00)
投资活动现金流	(539.12)	(2,556.93)	(2,115.08)	(2,730.00)	(3,130.00)
债权融资	5,633.57	8,927.25	10,176.02	11,484.60	11,911.47
股权融资	(217.37)	(67.93)	246.42	(507.02)	(672.15)
其他	(8,593.23)	(9,026.12)	(9,609.33)	(11,119.50)	(12,938.27)
筹资活动现金流	(3,177.03)	(166.79)	813.10	(141.92)	(1,698.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(604.69)	(11.54)	(64.54)	250.80	578.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	60,879.52	62,566.85	60,119.70	65,135.69	76,703.18
营业成本	56,027.49	57,468.20	54,251.97	58,350.55	67,299.88
营业税金及附加	89.58	133.52	90.18	97.70	115.05
营业费用	1,447.19	1,540.77	1,593.17	1,628.39	1,764.17
管理费用	1,710.00	1,938.30	2,104.19	2,279.75	2,391.61
财务费用	221.62	300.47	492.74	632.02	822.15
资产减值损失	215.58	153.51	600.00	150.00	100.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,090.82	2,213.66	2,200.00	2,200.00	2,200.00
其他	(4,153.74)	(4,509.54)	(4,400.00)	(4,400.00)	(4,400.00)
营业利润	3,230.98	3,327.96	3,187.46	4,197.27	6,410.32
营业外收入	225.02	48.44	60.00	75.00	90.00
营业外支出	185.00	165.39	210.00	125.00	100.00
利润总额	3,271.00	3,211.01	3,037.46	4,147.27	6,400.32
所得税	138.57	278.80	273.37	331.78	384.02
净利润	3,132.44	2,932.21	2,764.09	3,815.49	6,016.31
少数股东损益	663.37	652.21	773.94	953.87	1,504.08
归属于母公司净利润	2,469.07	2,280.00	1,990.14	2,861.62	4,512.23
每股收益(元)	0.59	0.54	0.47	0.68	1.07

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-1.04%	2.77%	-3.91%	8.34%	17.76%
营业利润	2.82%	3.00%	-4.22%	31.68%	52.73%
归属于母公司净利润	11.67%	-7.66%	-12.71%	43.79%	57.68%
获利能力					
毛利率	7.97%	8.15%	9.76%	10.42%	12.26%
净利率	4.06%	3.64%	3.31%	4.39%	5.88%
ROE	12.04%	10.94%	8.70%	11.49%	16.06%
ROIC	13.38%	12.60%	11.00%	12.89%	17.66%
偿债能力					
资产负债率	31.66%	38.20%	36.91%	38.84%	37.36%
净负债率	6.30%	11.70%	14.52%	11.92%	15.26%
流动比率	1.05	0.83	0.78	0.75	0.69
速动比率	0.56	0.45	0.41	0.37	0.35
营运能力					
应收账款周转率	65.12	55.79	47.37	43.90	40.00
存货周转率	16.02	13.32	11.73	11.16	11.09
总资产周转率	1.68	1.57	1.36	1.32	1.38
每股指标(元)					
每股收益	0.59	0.54	0.47	0.68	1.07
每股经营现金流	0.74	0.64	0.29	0.74	1.28
每股净资产	4.87	4.94	5.43	5.91	6.66
估值比率					
市盈率	12.96	14.03	16.08	11.18	7.09
市净率	1.56	1.54	1.40	1.28	1.14
EV/EBITDA	8.91	8.69	10.19	8.13	5.70
EV/EBIT	11.30	11.57	11.84	9.44	6.48

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com