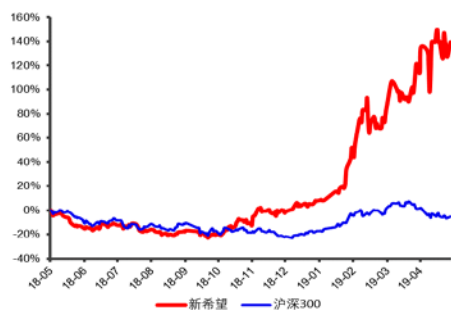


农林牧渔

新希望：穿越周期，千亿营收，两千亿市值

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股): 4216.02/4203.15
 总市值/流通(百万元): 77743.32/77506.08
 12个月最高/最低(元): 18.96/5.59

■ 相关研究报告:

《新希望：生猪养殖后起之秀，冉冉新星蓄势待发》——2018/11/06

《新希望：生猪养殖后起之秀，大手笔回购彰显信心》——2018/11/30

证券分析师：周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

报告摘要

1、当前公司的生猪养殖业务已进入新的发展阶段:

组织结构的调整完成，扫除业务发展障碍。2018年公司组建5大BU，“新好模式”和“新六模式”统一归猪产业委员会管理，同时部分内供饲料场脱离饲料部门而归入猪产业委员会。公司在组织结构上使饲料部门的部分利润流入下游养殖和食品产业，避免了部门内耗；组织结构调整完善，为后续的业务发展扫清障碍。

聚落养殖模式在非瘟时期优势凸显。聚落养殖模式的高标准猪舍建造，在非瘟防控方面优势突出；同时，饲料、养殖与屠宰的资源聚集，形成产业链闭环和全产业链把控，减小风险敞口。目前公司新建猪场均为聚落式模式，未来聚落模式生猪出栏占比将持续提升，在非瘟常态化背景下，公司的防控能力将长期处于第一梯队。

资金充裕，融资空间大，财务安全性强。公司资产负债率较低，债权融资空间大；获取资金的途径广、成本低，目前公司未使用的银行授信额度预计在300亿元以上，且贷款利率优势十分明显；在手现金充裕，2018年末公司现金类资产57.75亿，饲料业务营收贡献多年稳定在400亿元以上，公司的融资空间和财务安全性在同行中属佼佼者。

2、2022年有望实现千亿营收，两千亿市值。2018年公司制定2022年出栏生猪2500万头、饲料销量2500万吨、肉禽屠宰量10亿只的经营目标，2019年5月公司制定的股权激励行权条件为2022年至少达到1200亿营收。若公司顺利实现2022年经营目标，营收将达到1400亿，是2018年营收的100%，较高的行权条件也保证未来4年生猪出栏量高速增长。以分部估值法测算，若公司2022年经营目标达成，则公司市值至少达到1837.5亿，穿越周期，成长性惊人。

盈利预测

给予“买入”评级。若2022年肉禽屠宰量突破10亿只、生猪出栏量达到2500万头，饲料销量2500万吨的经营目标达成，预计2022年营收近1400亿，相比于2018年增长幅度约100%。分板块估值来看，若2022年经营目标全部达成，公司市值将达到1837.5亿，以2019/05/28市值777.43亿为基准，市值增长空间136.36%，给予买入评级。

风险提示

- 1、饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司饲料板块经营业绩产生不利影响；
- 2、养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情，对生猪养殖板块影响较

大。若本公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对本公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。

3、猪价异常波动将对公司生猪板块盈利影响较大，生猪出栏量和板块盈利可能不达预期。

4、非洲猪瘟疫苗的出现可能中止产能去化的过程，猪价上涨或不达预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	69063.23	77528.21	92088.14	111273.6
(+/-%)	10.38%	12.26%	18.78%	20.83%
归母净利润(百万元)	1704.65	3392.56	5238.22	8323.89
(+/-%)	-25.23%	99.02%	54.40%	58.91%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.80	1.24	1.97
市盈率(PE)	18.01	23.05	14.87	9.36

资料来源: Wind, 太平洋证券 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、组织结构的调整	6
(一) 1998年~2006年：业务起步期	6
(二) 2007年~2012年：业务聚焦期	7
(三) 2013年~2017年：改革阶段	9
(四) 2018年至今：重新起航阶段	12
(五) 从历史看未来，制度层面保障养猪业务快速发展	13
二、聚落式养殖模式：非瘟背景下优势凸显	15
三、资金：融资空间和财务安全性强	18
四、市值展望：穿越周期，千亿营收，两千亿市值	20
五、风险提示	21

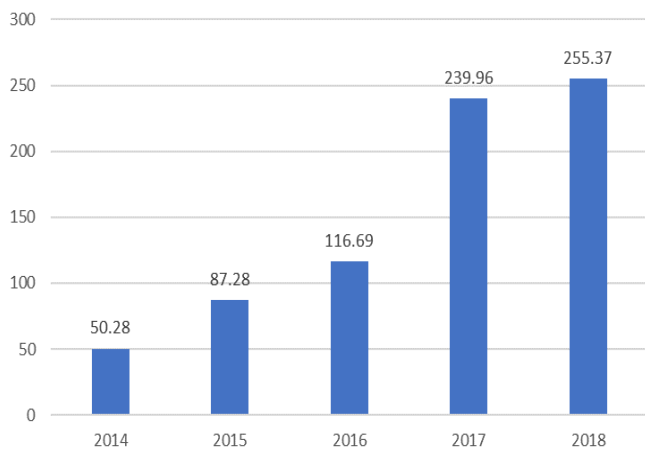
图表目录

图表 1 公司历年生猪出栏量 (万)	5
图表 2 公司市值增长情况 (亿)	5
图表 3 公司 2000 年和 2005 年业务营收变化 (亿)	6
图表 4 2006 年公司业务板块主要子公司	7
图表 5 公司在早期发展阶段营收增速较快	7
图表 6 收购公司的主营业务情况	7
图表 7 重组六和前后公司营业收入变化 (亿元)	8
图表 8 重组六和前后公司总资产变化 (亿元)	8
图表 9 重组六和前后公司肉制品销量变化 (万吨)	8
图表 10 重组六和前后公司饲料销量变化 (万吨)	8
图表 11 公司控股参股子公司数量变化	9
图表 12 “新, 和, 实, 谦”的核心价值观	10
图表 13 2012~2013 年公司组织结构变化	11
图表 14 2012~2017 年公司饲料销量 (万吨)	11
图表 15 2013~2017 年公司营收及 YOY	11
图表 16 公司部分事业部负责人履历	12
图表 17 2018 年公司组织变革	13
图表 18 2012~2018 年公司饲料销量 (万吨)	13
图表 19 2013~2019Q1 公司营收及 YOY	13
图表 20 2014~2017 年新希望出栏量	14
图表 21 2013~2017 年正邦科技出栏量	14
图表 22 公司本科及以上学历的员工人数	15
图表 23 公司商学院领导力发展体系	15
图表 24 公司产业学院培训体系	15
图表 25 聚落式的三个层面	16
图表 26 聚落式养殖模式介绍	16
图表 27 新好模式的特点	16
图表 28 猪场饲喂自动化	17
图表 29 聚落式猪场鸟瞰图	17
图表 30 同行业资产负债率比较 (%)	19
图表 31 2014~2019Q1 公司的现金类资产 (亿)	19
图表 32 公司股权激励的行权条件	20

1998年四川新希望农业股份有限公司成立，2011年重组山东六和，巨头成长之路开启。公司从刚上市的23亿市值增长至2019年5月28日的777亿市值；从多元业务到专注于农牧业务；组织架构不断改善，最终形成现在饲料、肉禽、生猪、食品、海外几大业务单元。

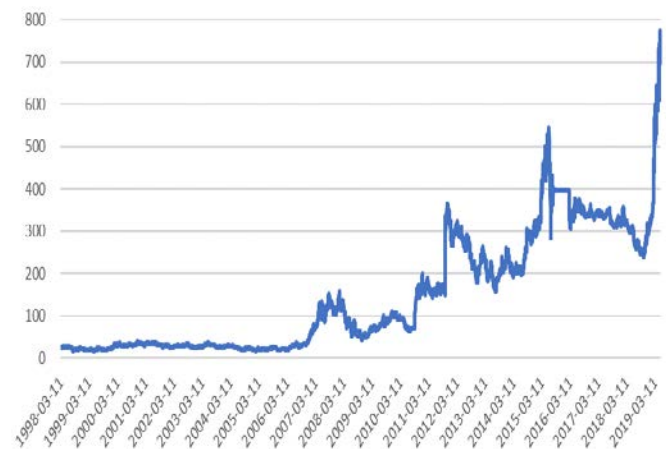
2018年底公司制定了2022年饲料销量2500万吨、白羽肉禽10亿只屠宰量、生猪出栏2500万头的目标，在当前非洲猪瘟背景下，本轮猪周期的持续时间和价格高点大概率超出市场预期，因此公司当前在生猪养殖业务的大手笔布局更受市场关注，而据我们预测，若公司经营目标全部达成，2022年将达成千亿营收，市值将增长至2000亿左右！

图表 1 公司历年生猪出栏量（万）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 2 公司市值增长情况（亿）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

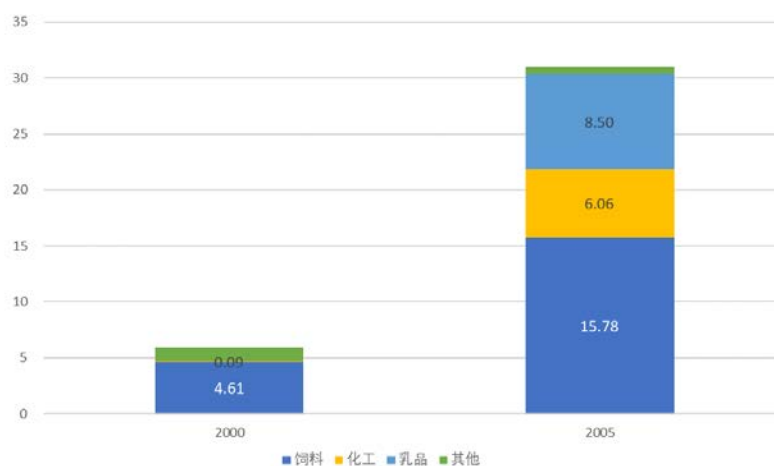
一、组织结构的调整

新希望的发展伴随着战略和组织结构的大调整，从多元业务到聚焦农牧产业链，从单一的事业部制度到片联制度后再回归事业部制，在战略和组织结构调整中，可以在历史变化里发现未来高速发展的可能性。

（一）1998 年~2006 年：业务起步期

1998 年~2006 年，四川新希望农业股份有限公司的业务较为分散，主营饲料业务，乳业、化工同步发展。2006 年 12 月收购千喜鹤 31.183% 的股权，公司正式开始布局猪肉屠宰业务。

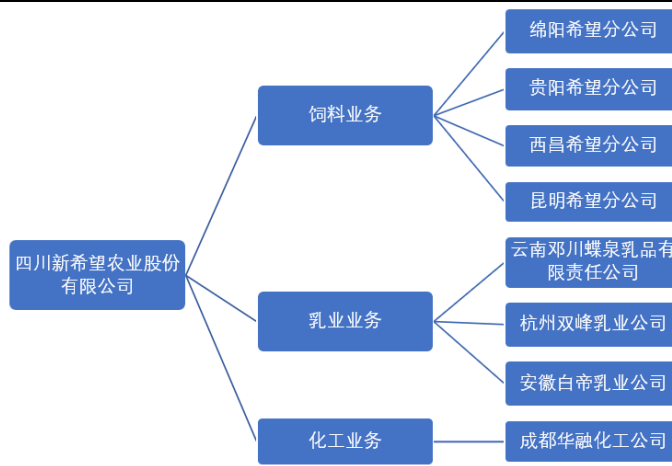
图表 3 公司 2000 年和 2005 年业务营收变化（亿）



资料来源：wind 太平洋证券整理

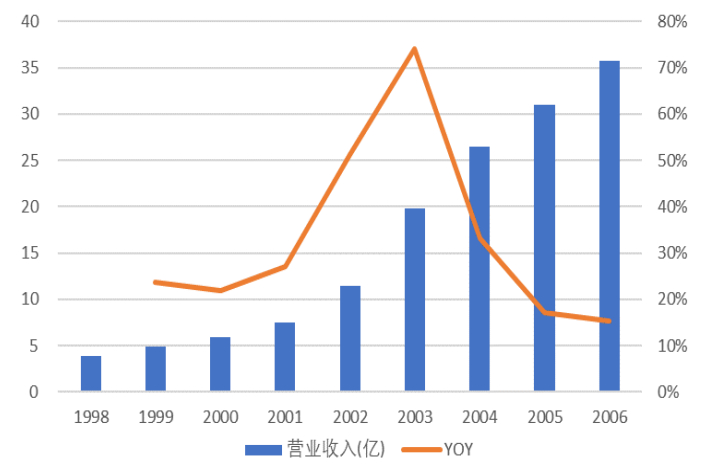
在早期发展阶段，每个业务板块主要子公司较少，因此公司在并购六和前一直实行事业部制度，总部直接管理饲料、乳业和化工板块，由各业务分支高管统一管理各子公司。在公司业务之间相对独立、子公司数量较少的情况下，事业部制自上而下的保障每个业务快速发展，公司营收增速基本保持在 20% 以上。

图表 4 2006 年公司业务板块主要子公司



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 5 公司在早期发展阶段营收增速较快



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 2007 年~2012 年：业务聚焦期

2006 年~2012 年是公司业务聚焦时期，公司逐渐将主营业务转移至农牧业务，淡化在其他业务投资。

通过资产置换和出售，上市公司剥离化工、乳业和地产行业。2007 年，出售了公司持有的华融化工有限公司的股权；2011 年，上市公司以持有的新希望乳业 100% 股权与南方希望持有的新希望农牧 92.75% 股权进行资产置换，新希望乳业正式不计入上市公司的合并报表；同年，上市公司将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。

通过购买资产，充实公司农牧业务。2011 年，通过发行股份，公司分别购买成都枫澜科技有限公司 75% 股权、山东六和集团有限公司 100% 的股权、六和饲料股份有限公司 24% 股份、四川新希望农牧有限公司 7.25% 股权。

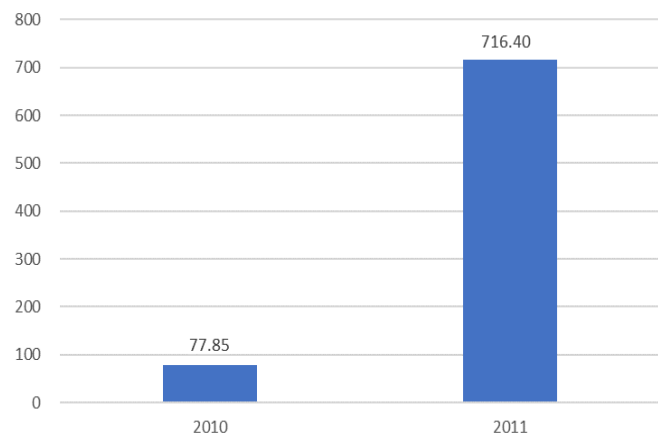
图表 6 收购公司的主营业务情况

公司	主营业务
山东六和集团有限公司	以肉鸡、肉鸭为核心打造了两条从原料贸易、饲料生产，到食品加工、深加工及相关产业于一体的产业链
六和饲料股份有限公司	经营重点主要集中于饲料生产业务
四川新希望农牧有限公司	致力于打造以猪产业为核心的产业一体化经营模式
成都枫澜科技有限公司	主要产品是饲料添加剂中的功能性添加剂

资料来源：公司公告 太平洋证券整理

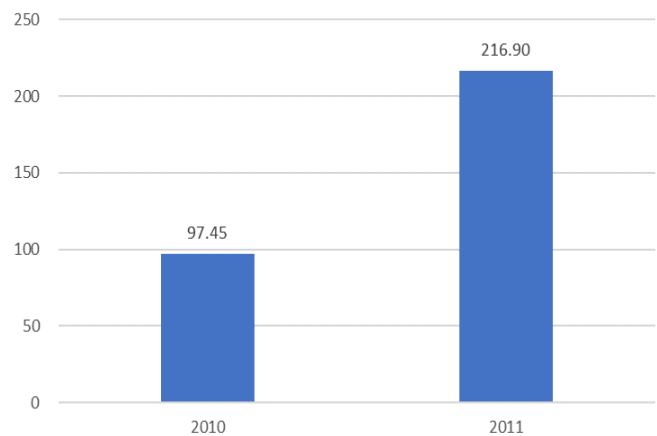
通过重组山东六和，公司体量骤然增大。2011 年营业收入、饲料销量和肉制品销量增长为 2010 年的 10 倍左右，总资产为 2010 年的 2 倍多，行业龙头间的并购在产生巨无霸的同时，众多子公司间的业务配合、内部人员的磨合和文化融合将是更为漫长的过程。

图表 7 重组六和前后公司营业收入变化（亿元）



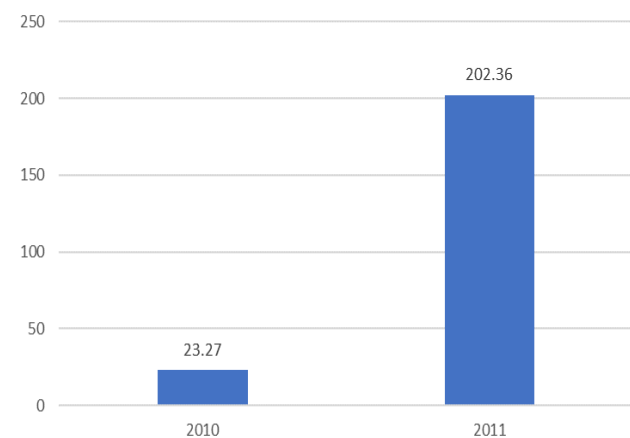
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8 重组六和前后公司总资产变化（亿元）



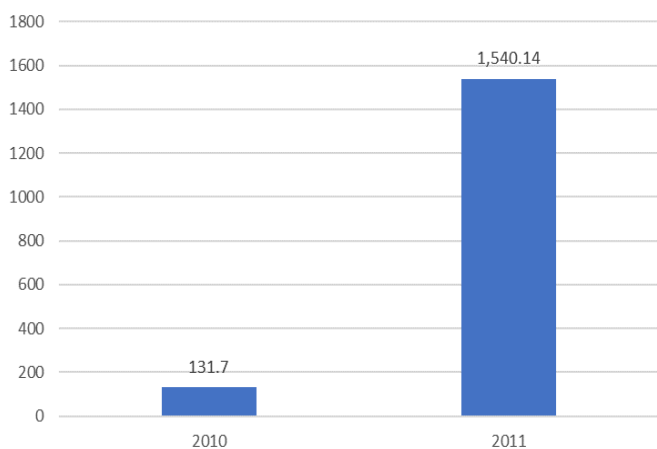
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9 重组六和前后公司肉制品销量变化（万吨）



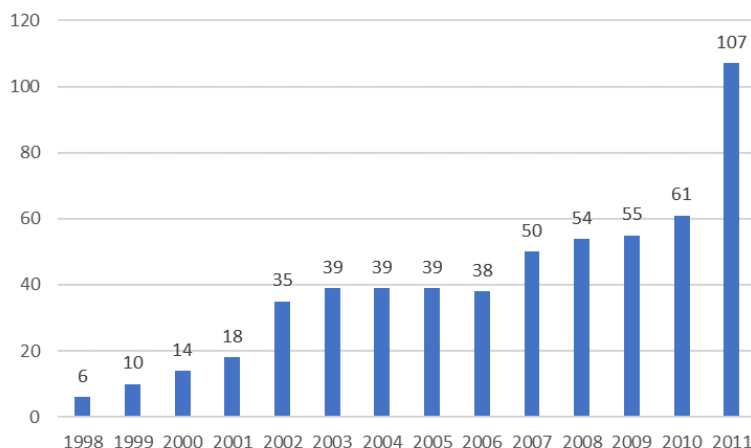
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 10 重组六和前后公司饲料销量变化（万吨）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 11 公司控股参股子公司数量变化



资料来源：公司公告 太平洋证券整理

（三）2013 年~2017 年：改革阶段

2011 年 12 月 27 日公司正式更名为新希望六和股份有限公司，行业巨头间兼并后往往伴随着业务与人员的兼容问题，2013 年刘畅董事长接任上台，聘请陈春花教授任联席董事长和首席执行官，针对公司内部管理展开一系列改革。

1) 企业文化

六和创始人张唐之在山东六和确立了“善、干、学、和”的六和核心价值观、以人为本的企业文化理念，强调换位思考、创造价值、和睦共赢，六和文化本质上是分享文化，以高薪激励带动员工积极性，如在 1997 年一次会议上，张唐之高调宣布提高员工工资，幅度为 3 倍，以远高于行业平均工资水平吸引人才。

收购山东六和前，新希望作为当年成立当年上市的公司，在财务和业务流程制度自始至终要求更为严格，对业务和业绩增速也有明确规划，因此形成了以和睦、严格和培育为核心，“像家庭、像军队、像学校”的企业文化主旋律，强调遵守纪律和规章制度、加强执行力。双方在企业文化理念上有一定差异，陈春花教授在双方文化中求同存异，最终经过提炼，形成了“新，和，实，谦”的核心价值观。

图表 12 “新，和，实，谦”的核心价值观



资料来源：公司官网 太平洋证券整理

2) 组织结构

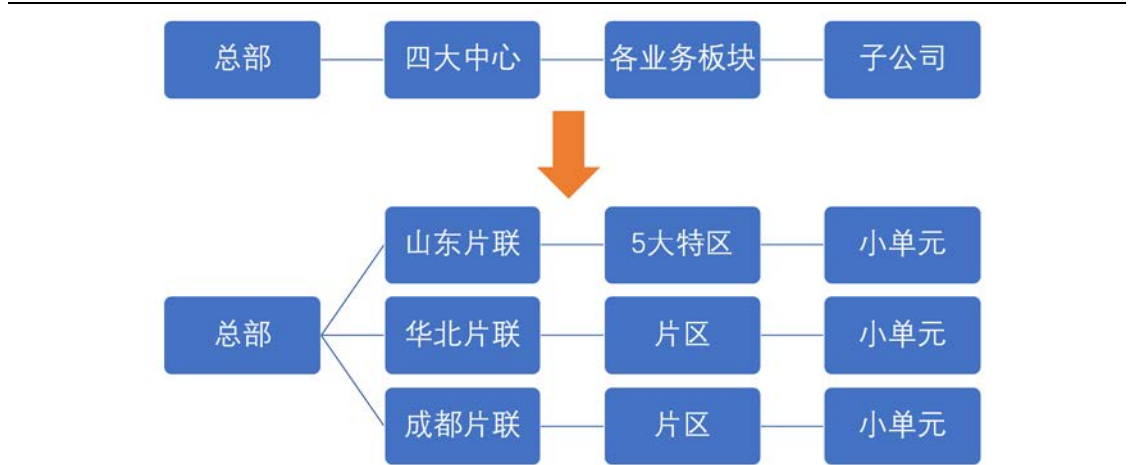
山东六和集团从山东起家，2010 年所有分公司和 80% 的控股公司都在山东省内，各公司在山东深耕多年，根基深厚，各公司之间业务有众多交叉关联。公司在 2011 年刚并购山东六和之时，无法在短时间内将其交叉和关联业务彻底梳理清楚，不可能简单地按照过去的事业部制进行人员调动和业务划分，因此公司对组织结构进行大刀阔斧改革。

2012 年公司成立了成都中心、青岛中心、海外中心和三北中心，每个中心以一名副总裁管理饲料、养殖、屠宰等中心所有业务，在每个中心的业务自成闭环，受总部约束力低。

因此，2013 年 6 月陈春花教授上任后，开始根据发展战略需要对组织架构进行调整。2013 年 7 月，体量最大的青岛中心一拆为五，建立五大特区（中原、胶东、鲁西、沂蒙、滨海），地处山东的四个特区（除去中原特区）合称“山东片联”；三北中心和成都中心分别更名为“华北片联”和“成都片联”，其内部也打散成十几个片区。各个特区、片区等小单元更多受到总部的直接管辖。

2013 年的小单元管理相较于 2012 年的四大中心管理制度，其实质是赋权的过程，激发员工积极性，给更多基层员工管理团队的机会，很好地解决了人员流失和总部对子公司的控制能力弱等问题。

图表 13 2012~2013 公司组织结构变化

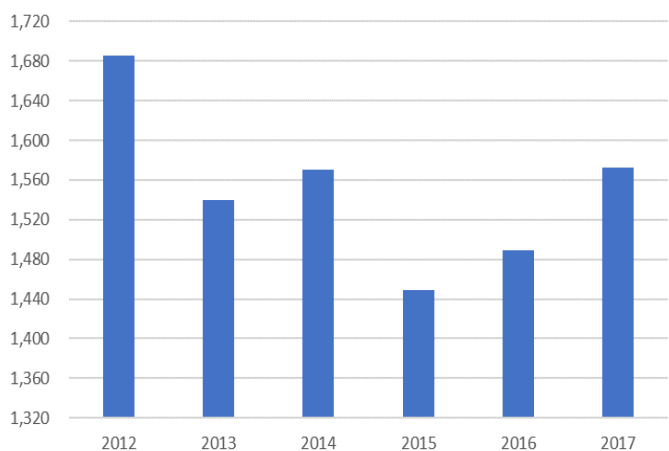


资料来源：太平洋证券整理

2015 年，随着聚落式养殖模式逐步发展成熟，公司率先在山东等产业链基础较好的区域，将过去相对独立的饲料、屠宰业务重组为多个一体化基地聚落。聚落是以区域划分，聚落负责人称之为“聚落总经理”，聚落式的管理模式是为公司向下游养殖和食品业务服务，将上游的利润转移至下游行业。聚落式一体化的管理模式在北方地区率先开始，尚未在全公司内铺开，未来随着养殖和食品业务壮大，聚落式的养殖模式可能全面施行。

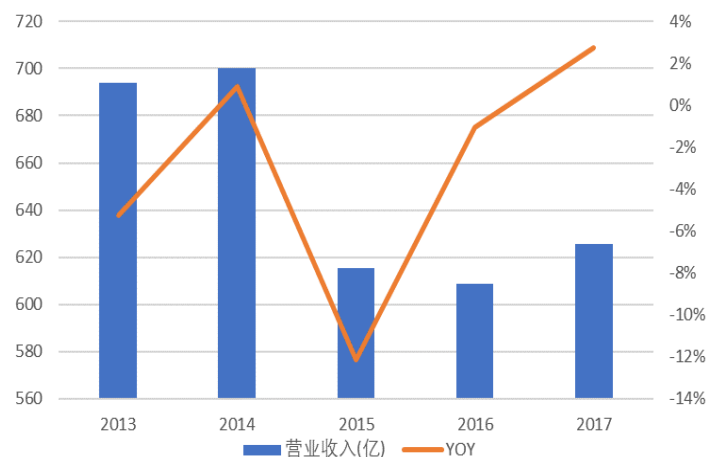
收购六和后的 2013~2017 年，公司饲料销量下滑至 1600 万吨以下，营收在 2013 年、2015 年和 2016 年均为负增长。相较于并购前的高速增长，收购六和带来的人员和文化兼容问题、组织结构的频繁调整使公司的发展陷入一时停滞。

图表 14 2012~2017 年公司饲料销量（万吨）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 15 2013~2017 年公司营收及 YOY



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(四) 2018 年至今：重新起航阶段

片联和小单元制度在创立之初加强了公司总部对分公司的管理能力，释放员工积极性，但过多的业务小单元在业务目标一致性逐渐暴露缺陷，公司若要扩大规模、自上而下的制定高速发展规划不得不改变片联制度。

2017 年公司筹谋变革，2018 年，公司正式转变为业务主导型架构，组建了饲料 BU、禽产业 BU、猪产业委员会、食品事业群、海外特区五大战略业务单元，总部——5 大 BU——分公司的组织结构更为扁平，5 大 BU 由 5 位副总裁直接管辖，原归饲料部门的“外购仔猪+合作放养”纳入猪产业委员会之下统一管理，扁平的结构、同一业务部门目标的一致性为新希望制定 2022 年达成 2500 万吨饲料、2500 万头出栏生猪的目标扫清了制度障碍。

从 2011 年并购六和到 2017~2018 年已有 6~7 年时间，从文化融合和员工磨合上已调整充分，从 2017 年新上任的部分业务线负责人履历来，主要的三大板块中禽 BU 和猪产业委员会的主要分管领导均出身六和，足以可见“六和人”与“新希望人”已融为一体。调整与融合带来的是企业发展，2018 年饲料销量增长至 1700 万吨以上，2018 和 2019Q1 营收增速在 10%左右，在业绩层面有了明显改善。

图表 16 公司部分事业部负责人履历

陶玉岭	曾任潍坊六和区域经理，邹平六和总经理，济南片区副总经理，山东六和专业化发展中心副总经理，北京新希望农牧科技有限公司三北专业化发展中心总经理，新希望六和京津冀片区总经理等职务。现任公司副总裁兼禽 BU 总裁。
吉崇星	曾任章丘市畜牧局种鸡场场长，滨州六和销售经理，聊城六和总经理，鲁西北片区总经理，四川新希望六和农牧总裁，新希望六和总裁助理，北京新道路农业科技总裁等职务。现任公司副总裁，主要分管猪产业委员会。
韩继涛	曾任都匀国雄饲料有限公司总经理，昆明新希望农业科技有限公司总经理，公司湖北片区总经理、成都片联总裁等职务。现任公司副总裁、饲料 BU 总裁。

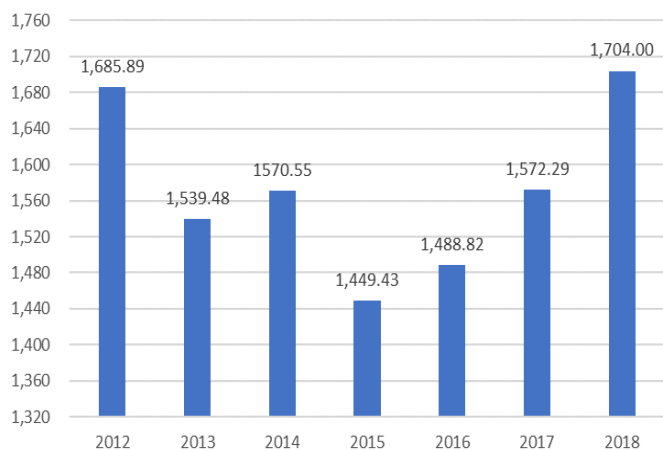
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 17 2018 年公司组织变革



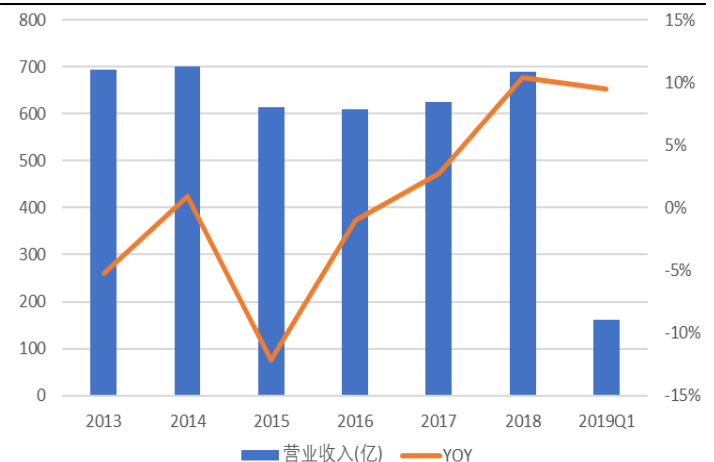
资料来源：公司公告 太平洋证券整理

图表 18 2012~2018 年公司饲料销量 (万吨)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 19 2013~2019Q1 公司营收及 YOY



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

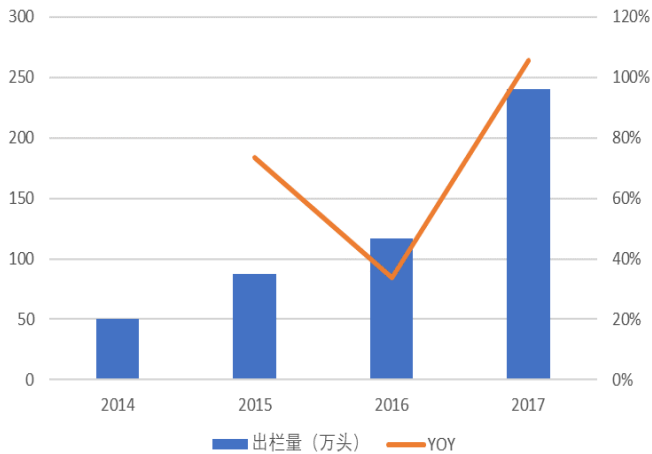
(五) 从历史看未来，制度层面保障养猪业务快速发展

为什么公司当前生猪养殖板块会发展得更好？我们认为在制度层面，当前有十分明显的改变：

1) 在改革阶段，自上而下的决策和管理不通畅。循着公司发展历史来看，刘畅董事长上任后，公司战略转向下游养殖和食品领域。2014 年布局生猪养殖，恰逢上轮猪周期低谷，期间公司的组织架构和人员调整均在磨合阶段，传统业务饲料增速放慢，业绩出现负增长，生猪养殖业务作为公司的新开发业务，同样也受到影响。和正邦科技的出栏增速对比，2015

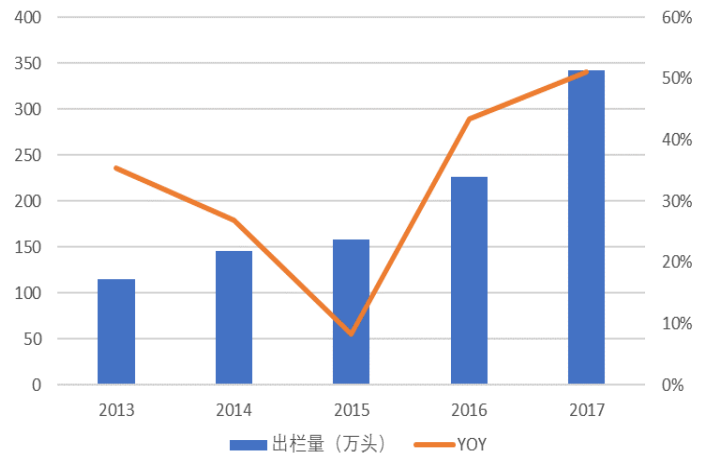
年猪价低位，2016年是猪价周期顶峰，正邦科技在2015年养精蓄锐，2016年生猪出栏量迅速增长，而新希望在2015年的出栏增速较快，2016年出栏增速反而放慢。

图表 20 2014~2017 年新希望出栏量



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 21 2013~2017 年正邦科技出栏量



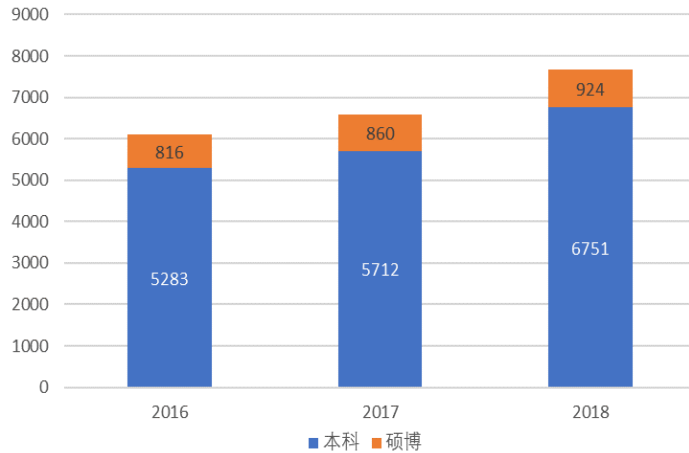
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2) 当前的事业部制自上而下的管理效率提高，目标的一致性和上游对下游的让利使养殖效率提高，成本降低。2018年重新实行业务部制度，将“新好模式”和“新六模式”统一放在猪产业委员会管理，同时部门内饲料料场也逐步脱离饲料部门而归入猪产业委员会，公司在组织结构上使饲料部门的部分利润流入下游养殖和食品产业，避免了部门内耗。未来，随着公司生猪出栏量增长，将有更多内供料场并入猪产业委员会，使养殖成本持续降低。

3) 人才战略支撑公司发展。2018年，新希望集团开始实施“百千万人才战略”，旨在三年内吸引100名优秀的MBA和博士成为事业合伙人，1000名硕士及以上的管理培训生成为高级管理人才以及上万名应届大学毕业生成为职业能手，“百千万人才战略”是支撑集团未来3-5年宏伟发展蓝图的人才战略。

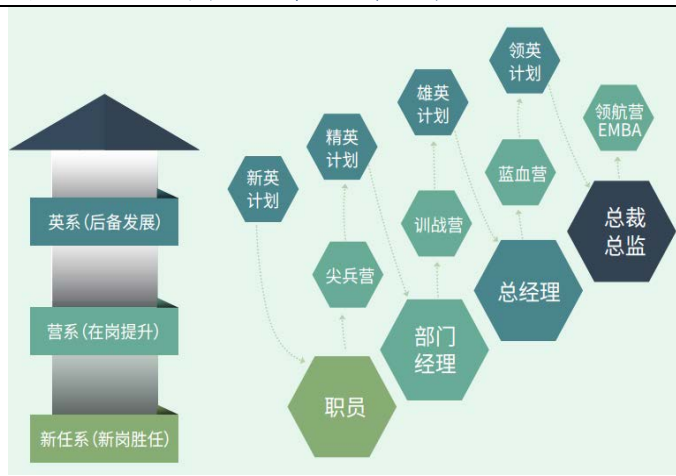
公司每年新招聘高素质人才，2018年本科及以上学历的员工有7675人，占公司员工总数的12.40%。除招聘外，公司内部设立新希望大学，下辖商学院和产业学院，专注内部人才培养。其中，商学院致力于领导力发展，提升组织效率，通过一系列精英计划实现从职员向总裁总监的领导能力提升；产业学院致力于快速输出产业人才，对不同层次的技术和营销人员的有针对性的培养。外部招聘高学历人才，内部丰富晋升渠道，有针对性的提升员工能力。

图表 22 公司本科及以上的员工人数



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 23 公司商学院领导力发展体系



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 24 公司产业学院培训体系

能力匹配	熟练掌握养殖场生产操作技术	初级管理者，熟练掌握和应用相关技术，掌握养殖场生产管理相关知识和人员管理	中级管理者，组织和计划生产，协调工作开展，具备养殖场经营管理能力	中高级管理者，经营能力和产业协同能力提升，具备战略思维	掌握基本的技术知识和生产操作技能，与客户在技术问题上的对话能力
培养目标	技术员	主管	场助、场长、技术经理	技术专员	技术营销
参训学员	新进人员、营销人员	技术骨干、放养骨干	主管	场长、技术经理	营销人员
项目名称	启航行动	远航行动	领航行动	星耀计划	星火计划

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、聚落式养殖模式：非瘟背景下优势凸显

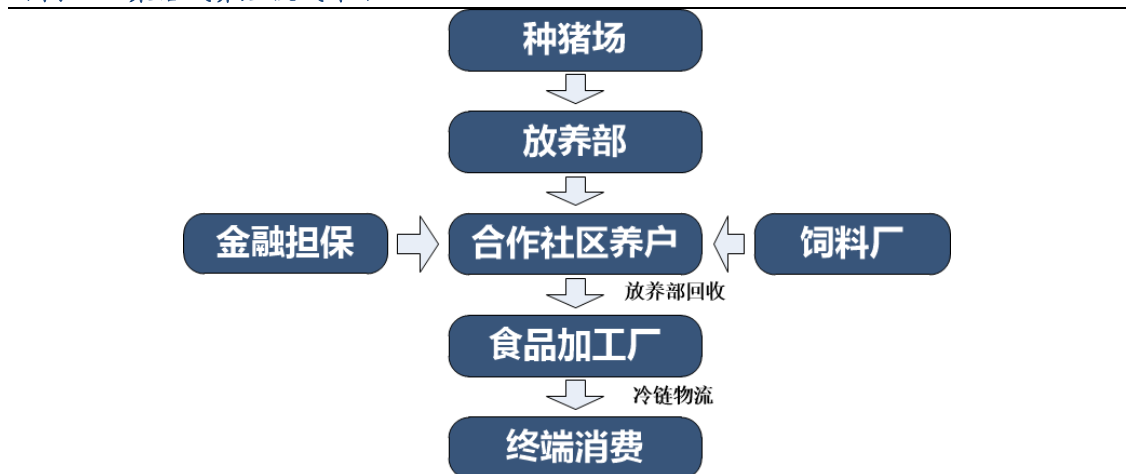
2012年，公司从进入养猪业务之时起，就坚持高标准发展，在山东夏津投资30亿建设的100万头生猪生产项目，是全国最大的聚落式生猪繁育体系，采用高度的自动化、集约化生产方式，以及“公司+规模农户”的经营模式，该模式又称“新好模式”，实现了从祖代猪场的选种选育到商品代肥猪育肥再经集团内部企业屠宰加工最终进入终端市场，形成全产业链运作的一站式经营，致力于在国内养猪业树立标杆。目前夏津主要生产指标都在国内处于领先地位，在接下来几年中，公司也将以夏津项目为模板，以高效优质母猪场结合家庭农场合作育肥等多种模式，大力发展养猪业务。

图表 25 聚落式的三个层面

聚集目标	具体
种猪-育肥	在局部区域内形成从数个种猪繁育场到N个商品育肥场的生产单元的聚集，具备年出栏优质商品猪30~100万头的生产能力
人才	在生产单元聚集的背景下，养猪专业人才的聚集
产业链	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，极大的提高生产效率和降低产品成本。

资料来源：太平洋证券整理

图表 26 聚落式养殖模式介绍



资料来源：公司公告 太平洋证券整理

图表 27 新好模式的特点

资产/服务明细	资产所属权	备注
种猪场固定资产及种猪	新好公司	高标准新式母猪场，高投入
家庭农场固定资产	-	严格按照公司的猪场建设模式来建造，公司通过租赁方式取得
育肥猪	新好公司	
饲料和技术服务	新好公司	
养殖户收益	固定代养费	生猪价格风险收益由公司承担

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

高标准、高规格、高效率、高生物防控。公司遵循高规格、高标准思路，聘请欧美及中国两方面的顶级专家综合考虑当地的气候特点、生物安全等因素进行设计，在曾经的河滩荒地建立起现代化的绿色、循环、聚落式的农场，整个猪场繁育过程中，猪群实行封闭式管理，实现场外不见猪，不见粪便污物的理想状态。

猪舍内的设施设备国内领先，世界一流。温度、湿度都有系统的环控设备精细控制，猪呼吸的空气经过空气过滤净化设备严格过滤，投料、喂水、卫生清理全部有电子设备自动控制。公猪站和核心群的员工实行全天候的封闭式管理，每天进入圈舍都要进行双层的消毒隔离，最大程度地实现了种猪的全方位立体生物防护。

图表 28 猪场饲喂自动化



资料来源：互联网，太平洋证券整理

图表 29 聚落式猪场鸟瞰图



资料来源：互联网，太平洋证券整理

PSY 方面：2013 年，公司与世界第一大种猪公司 PIC 强强联合，2014 年引进了蓝耳、伪狂犬、支原体等多种疾病双阴性优质种猪 10000 头，结合国外最新的先进育种技术和遗传进展，实现同步育种。与此同时，公司通过改进母猪场生产方式，按周节律满负荷均衡生产、运用数据管理系统、新式深部人工授精方法、可量化生物安全评估制度等核心养猪技术进行种猪的生产，取得了较好的成绩。夏津猪场 PSY 指标达到 30 头，为国内最优水平之一，超过欧洲平均水平。新希望近年来 PSY 平均在 24 头以上，处于国内领先水平。

机械化水平方面：“新好模式”可以实现 1 人饲喂 10000 头猪，达到国际领先水平，比美国和丹麦的平均 2000~5000 头高出一倍有余，公司养殖成本中的人工费用和其他费用被有效摊薄。

养殖成本方面：生猪价格虽有周期性波动，做好养猪业关键在于成本控制，历年经验表明，头猪全成本 14 元/kg 以下，对整个周期取得较好盈利水平有较好保障；新希望六和在生产中采取通过数据跟踪及时监控每一个阶段的饲料用量，及时纠偏，控制饲料成本浪费，精准营养，多阶段料饲喂，有效降低造肉成本。2018 年“新好”模式养猪完全成本进一步下降至 12.12 元/kg 左右，并有望借助新希望六和的农牧资源优势，尤其是饲料、种苗、养殖技术、防疫水平及食品安全控制等优势，再次降低养殖成本至 11 元/kg。

疾病控制与食品安全：公司严格把控每一个环节，依托集团饲料厂的优势，在场内配备了饲料转运站。核心场内 25% 的仔猪自我保育猪育肥，生产高端商品猪；另外核心场 75% 的保育猪采用公司+家庭农场的合作模式进行代养，公司为代养户提供“统一猪舍标准、统一猪苗、统一饲料、统一服务指导、统一兽药、统一疫苗、统一毛猪回收”。七统一的规范

流程可以最大程度地把控养殖的每个环节，再加上自己的屠宰场，形成了一条龙式闭合生产链条，让所有生产过程真正实现可见、可控，最终实现了从源头上对终端产品品质的把控。

当前，非洲猪瘟背景下，聚落式的养殖模式优势凸显：

1) **高标准建造，防控能力突出。**在建造之初，每个聚落式猪场都遵循高规格、高标准的要求，综合考虑气候特点和生物安全等多种因素设计，且疫病防控能力自始至终都在行业处先进水平，在疫病防控上积累丰富经验，无惧非瘟肆虐。

2) **饲料、养殖与屠宰的资源聚集，形成产业链闭环。**非瘟病毒的可携带性和存活能力强，防控不严的猪场极易中招。聚落式猪场形成了饲料——养殖——屠宰的闭环，公司可以全产业链把控，减小风险敞口，通过加强管理即可管控风险。

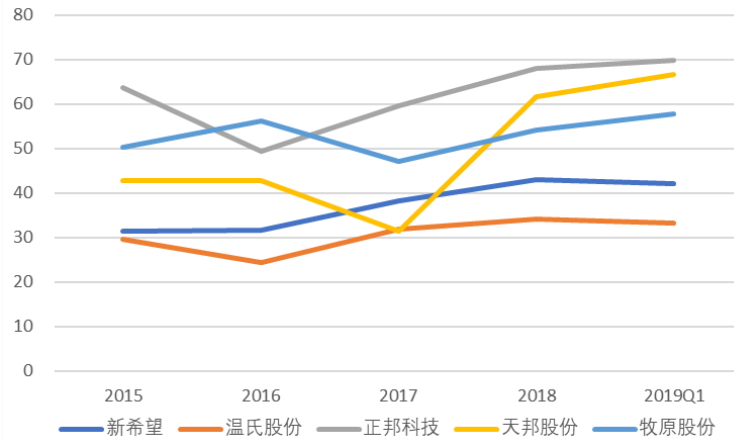
公司目前新建猪场均为聚落式模式，未来聚落式模式生猪出栏量占公司生猪出栏总量比重较大。这意味着在非洲猪瘟可能常态化的背景下，公司的生物防控能力将长期处于第一梯队，在防控能力上有绝对优势。

三、资金：融资空间和财务安全性强

我们认为，公司当前在融资空间和财务安全性上较强，基于以下三点：

1) **2015~2019Q1 资产负债率基本保持在 30%~40%的水平，债权融资空间大。**公司 2022 年的生猪出栏目标 2500 万头相对于 2018 年，新增生猪出栏量 2250 万头，以一头生猪出栏所需投资 1500 元计，2250 万头新增出栏资金需求为 337.5 亿，资产负债率在 2018 年 42.98% 的基础上增长至 66.54%，融资空间大且财务风险可控。

图表 30 同行业资产负债率比较 (%)

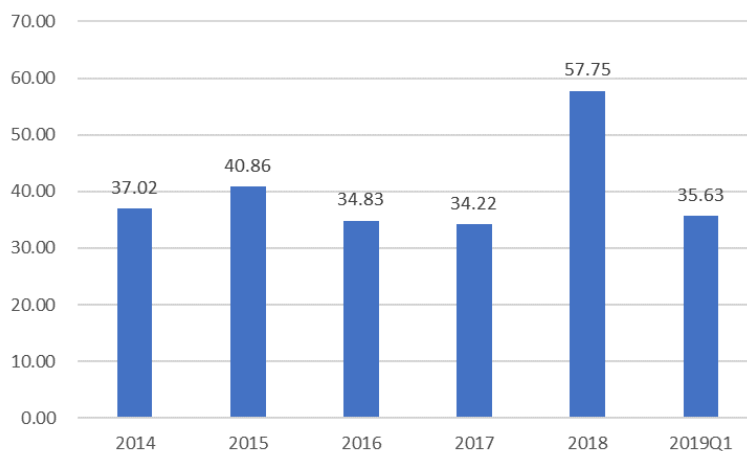


资料来源: wind 太平洋证券整理

2) 获取资金的途径更广、成本更低。公司目前拥有全球范围内多家金融机构合计超过 490 亿元的综合授信额度, 用信比例仅为 25%, 未使用授信额度预计在 300 亿以上。同时, 公司在银行贷款利率约 3.99%, 贷款利率优势也十分明显。

3) 现金流充裕。2018 年末公司现金类资产 (货币资金+可供出售金融资产+交易性金融资产) 57.75 亿, 2019Q1 共计 35.63 亿, 同时, 饲料业务也为公司提供源源不断的现金流, 营收贡献多年稳定在 400 亿以上, 在手现金充裕。

图表 31 2014-2019Q1 公司的现金类资产 (亿)



资料来源: wind 太平洋证券整理

四、市值展望：穿越周期，千亿营收，两千亿市值

公司 2019 年 5 月推出股权激励计划，授予 24 名管理人员 360 万股限制性股票和 840 万份股票期权。公司在此时推出股权激励，以高行权条件促进达成 2022 年饲料销量 2500 万吨、生猪出栏量 2500 万头的目标。

图表 32 公司股权激励的行权条件

	解除限售的业绩条件
限制性股票第一个解除限售期	营收和合并净利润增长率较 2018 年不低于 15%，2019 年营收应不低于 793 亿，合并净利润应不低于 32 亿
限制性股票第二个解除限售期	相对于 2018 年，年均复合增长率 15% 以上，2020 年营收应不低于 914 亿，净利润应不低于 36 亿
限制性股票第三个解除限售期	相对于 2018 年，年均复合增长率 15% 以上，2021 年营收应不低于 1050 亿，净利润不低于 42 亿
限制性股票第四个解除限售期	相对于 2018 年，年均复合增长率 15% 以上，2022 年营收应不低于 1207 亿，净利润不低于 48 亿

资料来源：公司公告 太平洋证券整理

若 2022 年目标达成，2022 年营收将达到近 1400 亿，相比于 2018 年营收的增长幅度约 100%。

1) 饲料业务，近 3 年饲料吨均贡献营收 2700 元，若 2022 年销量达到 2500 万吨，则饲料板块贡献营收 675 亿；

2) 生猪养殖板块，若 2022 年出栏 2500 万头生猪，即使周期进入下行通道，全年均价若 15 元/公斤，每头生猪贡献营收 1800 元，则生猪养殖板块贡献营收 450 亿；

3) 禽板块在 2017 年营收达到 170 亿，2018 年肉禽高景气营收达到 186 亿，未来公司禽板块目标是 2022 年肉禽屠宰量突破 10 亿只，从目前的 7~8 亿羽增长至 10 亿羽以上，预计 2022 年达成目标时禽板块营收突破 200 亿；

4) 食品板块在 2018 年营收已经达到 54 亿，即使 2022 年食品板块只增长 10% 达到 60 亿营收，饲料、禽、生猪、食品四大板块营收合计已经接近 1400 亿，即 2022 年若饲料、禽、生猪等三大板块的经营目标达成，则营收相对于 2018 年的增长幅度必然达到甚至超过 100%。

退一步讲，如果 2022 年营收只有 1200 亿，刚好达到行权条件，若只有生猪养殖板块少贡献 200 亿营收，即生猪养殖板块营收只达到 250 亿，那么 2022 年的生猪出栏量也有 1388 万头，相对于 2018 年也有 4 倍以上的增长。

因此，股权激励的行权条件保证公司营收增长，尤其是生猪出栏量必然以高速发展的态势增长，未来4年将是公司史无前例的希望之年！

2018年11月6日，新希望总市值只有268亿，我们在《新希望：生猪养殖后期之秀，冉冉新星蓄势待发》中预测新希望在2020年若生猪出栏量1000万头，则农牧板块市值600亿，民生银行市值100亿，总市值看700亿。而令人惊喜的是，2019年4月30日，新希望在我们发布报告6个月后已经提前站上700亿市值大关。

在此，我们再次预测若2022年公司经营目标全部达成，市值预计达到1837.5亿，以2019/05/28市值777.43亿为基准，市值增长空间136.36%，给予买入评级。

1) 饲料板块：若2022年饲料销量达到2500万吨，以当前吨均利润50元计算，则2500万吨饲料预计贡献利润12.5亿元。以饲料行业平均15倍PE估值，饲料板块2022年市值预计为187.5亿。

2) 生猪养殖板块：若2022年生猪出栏量达到2500万头，若2022年猪价开始进入下行周期，年平均价格15元/公斤，公司养殖完全成本降至12元/公斤，则以3元/公斤的利润计算，2500万头生猪净利润共计90亿。以15倍PE估值，则生猪养殖板块2022年市值预计1350亿。

3) 禽板块：目前公司肉禽屠宰量中仍有部分外购，受上游价格影响，公司外购肉禽屠宰的部分利润率较低。2022年若公司自养量追平屠宰量，参考圣农发展的全产业链运营模式，即使2022年内禽高景气度行情结束，全产业链只均盈利仅1元，则禽板块10亿羽的屠宰量利润达到10亿，给予公司和圣农发展同样的20倍PE估值，那么禽板块预计市值达到200亿。

4) 民生银行股权：据wind一致盈利预测显示，2019~2021年民生银行利润预计分别为531.78/569.44/607.68亿。假设2022年民生银行的利润是600亿，4.176%的股权为公司带来投资收益25.06亿。扣除少数股东权益之后，归属于母公司的投资收益约19亿，以民生银行5倍PE估值，则公司所持4.176%的股权约在100亿。

五、风险提示

1、饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司饲料板块经营业绩产生不利影响；

2、养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情，对生猪养殖板块影响较大。若本公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对本公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。

3、猪价异常波动将对公司生猪板块盈利影响较大，生猪出栏量和板块盈利可能不达预期。

4、非洲猪瘟疫苗的出现可能中止产能去化的过程，猪价上涨或不达预期。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，四年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyings@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。