

版图加速扩张，农牧巨头成长进行时 买入（首次）

2019年11月15日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 金含

021-60199793

jinh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	69,063	85,271	118,400	129,148
同比（%）	10.4%	23.5%	38.9%	9.1%
归母净利润（百万元）	1,705	6,238	13,675	10,434
同比（%）	-25.2%	266.0%	119.2%	-23.7%
每股收益（元/股）	0.40	1.48	3.24	2.47
P/E（倍）	51.94	14.19	6.47	8.49

投资要点

- 多元板块清晰布局，股权激励助推长期成长。**11年公司通过资产重组打通禽产业链，剥离非主业质地优化。其后战略布局逐渐清晰，贯彻农牧食品产业一体化链条，“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”。19年5月推出股权激励计划，并定下4年业绩考核目标（每年收入和利润的复合增速不低于15%），促进公司完成22年2500万吨饲料销量、2500万头生猪出栏的长期目标。
- 生猪养殖：模式创新叠加资金优势，快速扩张。**一方面，公司采用聚落化“公司+农户”模式，实现生产单元、相匹配产业资源、专业人才的三层面聚焦，构筑从养殖端到消费端的产业闭环，成本、效率、防控优势尽显。另一方面，公司具有资金实力，账上现金充裕，资产负债率低，授信额度高，融资成本低，有力推动规模化的快速扩张。此外，公司已配足相应的人才储备，可支撑超过1200万头生产规模。**出栏规划来看**，19年生猪出栏350万头，20年800-1000万头，21年1500-1800万头，22年2500万头，外购仔猪占比进一步降低，自养与代养比例各占一半。
- 饲料：基石业务稳健，龙头地位强化。**公司在饲料领域多年保持市场份额第一，18年饲料销量1704万吨，禽料/猪料/水产料占比64%/26%/6%，禽料全国第一，猪料、水产料及反刍料也位列全国三甲，目标22年销量突破2500万吨。**分品类来看**：1)禽料，受益猪肉供给缺口带来的禽养殖景气，同时内部组织架构优化，精准产品定位，效率提升，保持较快增长；2)猪料，19年受疫情影响增速下滑，20年边际改善带动猪料恢复，长期随养殖业务扩张协同做大；3)水产料，补齐特水料短板，产品结构持续升级，进一步优化饲料产能。
- 禽肉产业链一体化，打通食品延伸终端。**禽肉产业链方面：公司为国内第一大父母代鸭苗，第二大商品代鸡苗、鸭苗供应商；18年商品代养殖总量约2.6亿只，白羽肉禽行业第一，白羽肉鸡约6%的市场份额、白羽肉鸭约15%的市场份额；禽肉屠宰每年约8亿只、约200万吨禽肉销量排名第一。由于过去长期依赖批发市场的传统模式消化屠宰产能造成产品附加值低，14年起大力推动“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略转型，通过产品结构升级、渠道优化、投资并购等方式不断延伸高附加值的食品板块。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计19-21年公司实现营收852.7/1184.0/1291.5亿元，同增23.5%/38.9%/9.1%，归母净利润62.4/136.7/104.3亿元，同增266.0%/119.2%/-23.7%，当前股价对应PE为14.2/6.5/8.5X，考虑到公司生猪养殖快速发展为具备竞争优势的头部企业，饲料主业稳健发展，叠加禽产业链及食品板块多元布局，首次覆盖，给予“买入”评级！
- 风险提示：**猪价波动，出栏不及预期，自然灾害及疫情风险，原材料价格波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.00
一年最低/最高价	6.42/23.76
市净率(倍)	3.68
流通A股市值(百万元)	88190.31

基础数据

每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	47.12
总股本(百万股)	4216.02
流通A股(百万股)	4199.54

内容目录

1. 多元板块清晰布局，股权激励助推长期成长	4
1.1. 六和注入打通禽产业链，剥离非主业质地优化	4
1.2. 背靠集团优势明显，股权激励促发展	4
1.3. 多板块布局，超级猪周期启动发展新机遇	5
2. 生猪养殖：模式创新叠加资金优势，生猪板块快速扩张	7
2.1. 引进国外优质种猪保障供应	7
2.2. 聚落化“公司+农户”模式创新，成本、效率、防控优势体现	7
2.3. 资金实力支持产能快速扩张	8
3. 饲料：基石业务稳健，龙头地位强化	10
3.1. 规模效应+结构优化+服务升级，夯实护城河	10
3.2. 禽料：受益禽养殖供需改善的景气周期	12
3.3. 猪料：与养殖业务协同做大，优化产品结构	13
3.4. 水产料：把握特种水产料细分赛道	14
4. 禽肉产业链一体化，打通食品延伸终端	15
4.1. 禽肉：成熟的养殖屠宰一体化，充分发挥联动效应	15
4.2. 食品：延伸高附加值终端	16
5. 盈利预测与投资评级	16
6. 风险提示	18

图表目录

图 1: 新希望发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (截止 2019Q3)	5
图 3: 2019 年公司股权激励计划	5
图 4: 新希望财务数据拆解 (百万元)	6
图 5: 典型养猪聚落示意图	8
图 6: “公司+农户”模式	8
图 7: 温氏、牧原头均投资额测算	9
图 8: 生猪养殖企业资产负债率对比	9
图 9: 新希望 19 年可转债募资用途	9
图 10: 近年来饲料行业总产量	10
图 11: 饲料企业数量变化 (家)	10
图 12: 2018 年饲料板块核心公司概况 (万吨, 亿元)	11
图 13: 祖代鸡引种规模 (万套)	12
图 14: 祖代月度引种量 (万套)	12
图 15: 白羽鸡生产周期	12
图 16: 主产区肉鸡苗价格走势	13
图 17: 主产区白羽肉鸡价格走势	13
图 18: 能繁母猪存栏变化 (%)	13
图 19: 各类水产品产量增速	14
图 20: 新希望禽产业链经营数据	15
图 21: 新希望食品业务渠道积极拓展	16
图 22: 新希望主营业务预测	17
图 23: 新希望分部估值法 (亿元)	17
图 24: 可比公司估值表 (截止 2019 年 11 月 14 日)	18

1. 多元板块清晰布局，股权激励助推长期成长

1.1. 六和注入打通禽产业链，剥离非主业质地优化

新希望六和前身四川新希望农业，98年深交所上市，05年控股山东六和，11年进行重大资产重组：1) 以新希望乳业100%股权置换南方希望持有的新希望农牧92.75%股权；2) 发行9亿股购买六和集团100%股权，作价52.7亿。六和以肉鸡、肉鸭为核心贯通原料贸易、饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工的一体化产业布局，收下六和后新希望打通禽产业链；新希望农牧则致力于打造以猪产业为核心的一体化布局。在购买农牧资产的同时剥离房地产业务和亏损的乳业资产，重组后的新希望包括新希望农牧、六和集团及上市公司原有农牧三块资产，质地更纯更优。

此外，公司06年收购08年奥运会猪肉食品独家供应商千喜鹤集团；16年收购本香农业70%股权，布局西北生猪养殖市场，计划投资88亿元，以“公司+家庭农场”等方式发展1000万头生猪养殖。公司战略布局逐渐清晰，打通各板块业务，贯彻农牧食品产业一体化链条，“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”。

图1：新希望发展历程

时间	事件
1982	刘永好四兄弟作为专业户从养殖业起步，开始创业
1988	形成饲料主业，是中国第一批私营企业
1992	“希望集团”注册成立，成为中国第一家私营企业集团
1996	投资金融行业，发起组建中国第一家民营企业投资的商业银行中国民生银行，是其第一大股东
1998	1) 新希望涉足房地产行业，成立新希望房地产开发有限公司；2) 四川新希望农业（现更名为新希望六和）在深交所上市
1999	首次走出国门，在越南建设第一家海外工厂
2001	进入乳制品行业
2005	控股山东六和
2006	收购08年奥运会猪肉食品独家供应商千喜鹤集团
2010	成立新希望产业发展基金
2011	1) 重大资产重组：以新希望乳业100%股权置换南方希望持有的新希望农牧92.75%；2) 与日本三井物产株式会社合资成立新井物产贸易有限公司；3) 成立新希望财务有限公司
2015	新希望地产进军澳洲，继农牧、乳业两大板块后再次拓宽在澳投资领域
2016	1) 收购本香农业70%股权，布局西北生猪养殖市场；2) 计划投资88亿元，以“公司+家庭农场”等方式发展1000万头生猪养殖；3) 与久久丫建立战略合作关系；4) 投资近3亿元收购北京嘉和一品企业管理有限公司的中央厨房；5) 与浙江省政府、嘉实基金共同设立舟山农产品食品进出口加工贸易区

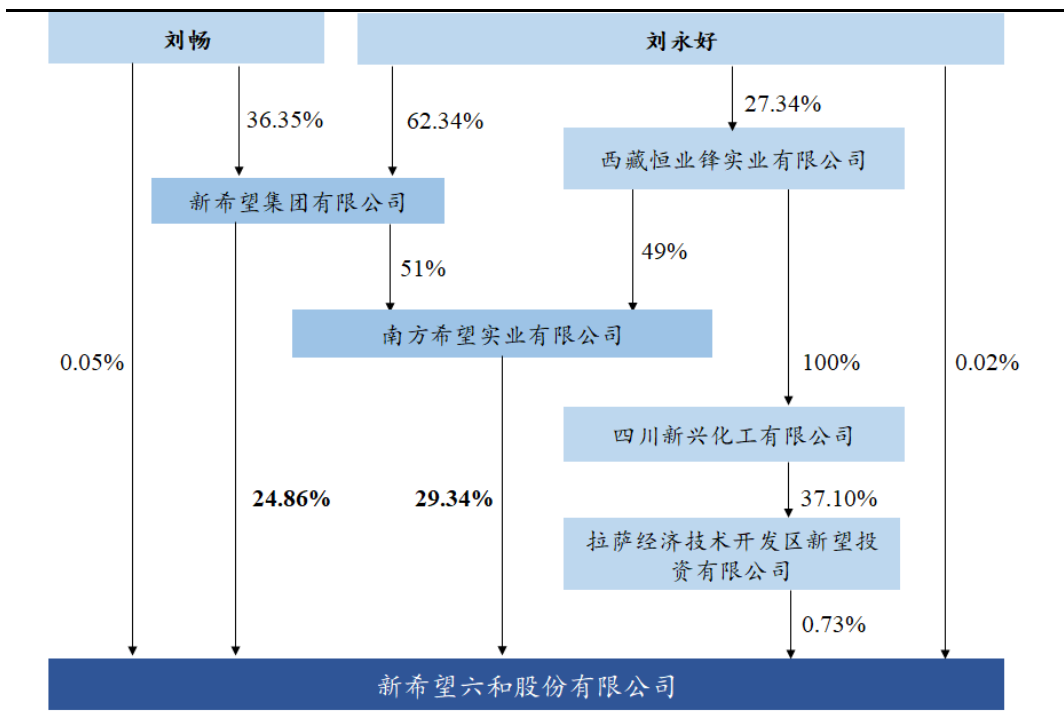
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 背靠集团优势明显，股权激励促发展

集团多年来的布局发展展现了实控人极强的经营管理与资本运作能力。新希望集团目前在全球30多个国家和地区拥有分子公司超过600家，集团资产规模近2000亿元人民币。

民币，以现代农业与食品产业为主导，布局地产文旅、医疗健康、金融投资等产业。以民生银行为例，新希望集团于 1996 年发起组建民生银行，成为第一大股东，刘永好多年担任民生银行副董事长，目前新希望六和持股 4.18%，南方希望持股 0.23%，合计 4.41%。背靠新希望集团，上市公司资本实力出色，同时民生银行持续稳定的投资收益每年增厚利润。实际控制人刘永好直接间接持股 28.9%，女儿刘畅持股 14.5%。

图 2：公司股权结构（截止 2019Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年 5 月公司推出股权激励计划：授予包括总裁、副总裁在内的 24 位核心人员限制性股票 360 万股和股票期权 840 万份，完善长效的激励机制，并定下 4 年的业绩考核目标（每年收入和利润的复合增速不低于 15%），通过深度绑定核心高管利益，促进公司的长足发展。

图 3：2019 年公司股权激励计划

政策	内容			
限制性股票激励	激励对象共 24 人，授予 360 万股，占总股本的 0.085%，授予价格为每股 8.31 元			
股票期权激励	授予 840 万份，占总股本的 0.199%，行权价格为每股 16.62 元			
行权条件（亿元）	2019	2020	2021	2022
合并销售收入不低于	794	913	1050	1208
合并净利润不低于	31	36	41	48

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 多板块布局，超级猪周期启动发展新机遇

新希望以饲料业务为主（18 年饲料收入占比约 57%），由于饲料行业成熟化，市场

增速放缓，叠加公司内部结构调整，近年来整体收入有所下滑。16年后养殖景气回升但养殖周期波动明显，毛利更高的养殖业务占比逐步提高（18年禽产业链/猪产业链收入占比约27%/5%）。随着业务结构不断优化，整体毛利率稳步提升，盈利能力改善。18年公司实现收入690.63亿同增10.38%，归母净利17.05亿同降25.23%，主要系资产减值准备计提及生猪养殖筹建期亏损所致。

图4：新希望财务数据拆解（百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
利润表相关						
营业总收入	70,012.2	61,519.6	60,879.5	62,566.8	69,063.2	56,917.3
YOY	0.9%	-12.1%	-1.0%	2.8%	10.4%	12.0%
毛利率(%)	5.9%	7.0%	8.0%	8.1%	8.7%	10.4%
期间费用率	4.9%	5.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.1%
销售费用	1,424.1	1,414.0	1,447.2	1,540.8	1,649.7	1,291.3
销售费用率	2.0%	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%	2.3%
管理费用	1,567.2	1,654.1	1,710.0	1,938.3	2,051.6	1,789.7
研发费用					91.9	111.4
管理费用率	2.2%	2.7%	2.8%	3.1%	3.1%	3.3%
财务费用	417.4	311.8	221.6	300.5	341.3	287.7
财务费用率	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
归母净利	2,019.8	2,211.0	2,469.1	2,280.0	1,704.6	3,071.6
YOY	6.4%	9.5%	11.7%	-7.7%	-25.2%	111.7%
净利率(%)	2.9%	3.6%	4.1%	3.6%	2.5%	5.4%
ROE(%)	13.7%	12.0%	12.2%	10.8%	7.9%	13.5%
资产负债表相关						
存货	4,613.6	3,320.3	4,281.7	5,111.4	5,394.9	7,822.6
YOY	1.7%	-28.0%	29.0%	19.4%	5.5%	54.2%
生产性生物性资产	358.1	327.4	462.2	478.4	518.4	986.4
YOY	4.2%	-8.6%	41.2%	3.5%	8.4%	86.2%
固定资产	6,333.0	6,755.3	7,501.4	8,170.7	8,750.0	11,105.4
YOY	12.4%	6.7%	11.0%	8.9%	7.1%	34.7%
在建工程	874.9	859.4	846.5	1,183.5	2,561.6	4,135.1
YOY	25.5%	-1.8%	-1.5%	39.8%	116.4%	73.6%
资产负债率(%)	34.5%	31.5%	31.7%	38.2%	43.0%	47.1%
现金流量表相关						
经营活动产生的现金流量净额	1,344.0	3,187.8	3,111.5	2,712.2	3,337.0	2,164.3
投资活动产生的现金流量净额	-1,024.2	-1,561.2	-539.1	-2,556.9	-2,391.6	-4,587.7
筹资活动产生的现金流量净额	-154.8	-1,174.9	-3,177.0	-166.8	1,402.6	2,633.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

18年8月非洲猪瘟爆发，截止19年9月，能繁母猪存栏同比/环比下降38.9%/2.8%，生猪存栏同比/环比下降41.1%/3.0%，产能深度去化。我们认为此轮超级猪周期将为公司带来宝贵的发展机遇：1) 生猪养殖行业将向规模化的头部企业集中，而新希望将凭借模式创新带来的成本、效率、防控优势叠加资金实力，实现快速扩张；2) 猪肉供给

缺口的拉大带动禽类替代消费，禽养殖业务迎来景气周期；3) 饲料主业作为后周期品种，也将随着生猪养殖、禽养殖同步做大；4) 强化食品板块布局，进一步延伸高附加值终端，完全实现全产业链布局。

2. 生猪养殖：模式创新叠加资金优势，生猪板块快速扩张

2.1. 引进国外优质种猪保障供应

公司现已建立 PIC、海波尔双系种猪架构，目前种猪产能主要分布在四川江油、山东夏津和陕西杨凌等地。

1) **四川江油**：06 年 4 月与世界最大种猪公司之一的加拿大海波尔签署种猪合作项目，合资公司是国内第一家全面引进繁育体系并保持与国外选育同步的原种猪场。总投资 2300 万，08 年 2 月正式投产，育种核心群已达 1200 头。

2) **山东夏津**：12 年 7 月签约夏津猪场项目，规划年出栏 34 万头生猪，由 1 个 300 头公猪站、1 个 2500 头祖代场和 3 个 5000 头父母代场组成，14 年 6 月开始引种正式投入运营，引入的品种是国际领先的 PIC 种猪。

3) **陕西杨凌**：16 年底以 6.16 亿收购本香农业 70% 股权。本香农业与美国第二大生猪养殖企业 Pipestone 合作，获得种猪繁育养殖的全程技术服务，并与全球最大的现代生猪育种公司 PIC 合资建成了繁育等级最高、单体规模最大的曾祖代母猪繁育场，年可精选祖代母猪 2.6 万头，可保障出栏 500 万头商品猪的种猪供应。

截止 19 年 10 月，公司拥有种猪 30 万头，其中曾祖代 5000 头，祖代 9.5 万头，父母代 20 万头，预计年底种猪存栏 40 万头以上。

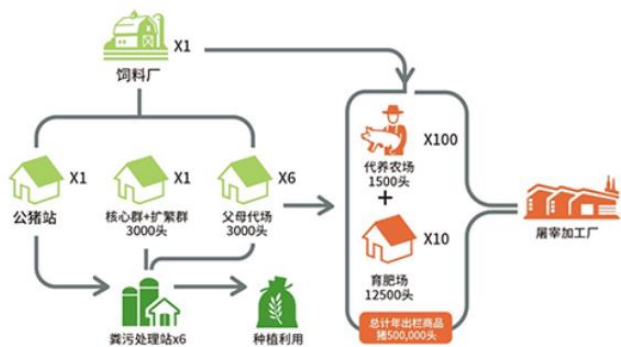
2.2. 聚落化“公司+农户”模式创新，成本、效率、防控优势体现

公司的生猪养殖模式以聚落化“公司+农户”为主，目前占比超过 90%，自繁自养模式占比不到 10%。典型代表是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，以及“公司+规模农户”的经营模式，是目前全国最大的聚落式生猪繁育体系。

聚落化模式可实现三层面聚集：1) **生产单元的聚焦**，区域内有数个规模种猪场和部分自养育肥场、众多养殖商品猪的合作农户以及服务于合作农户的管理组织；2) **相匹配产业资源的聚集**，区域内设有饲料厂、猪肉加工厂、担保公司、养殖服务公司等；3) **专业人才的聚集**，区域内聚集众多生产、兽医、育种、营养、食品加工等专业人才。通过整合生猪产业链资源，在相对优势区域聚集，在半径 50 公里范围内发展出栏

300~500 万头规模的生猪养殖体系，可最大化产业资源匹配效率，实现从养殖端到消费端的产业闭环。

图 5：典型养猪聚落示意图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 6：“公司+农户”模式



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在聚落化模式创新下，公司成本、效率、防控优势体现：

1) **养殖成本方面**，通过数据跟踪及时监控每一阶段的饲料用量，及时纠偏，多阶段料号饲喂，有效降低成本。18 年底完全成本 12.4 元/KG（内部仔猪+外购合计），其中内部仔猪育肥成本 12 元/KG（包括 0.4-0.5 元饲料考核利润，扣除后更低），领先行业 13 元/KG 的平均水平。19 年上半年由于外购仔猪及防控非洲猪瘟增加投入，完全成本上升至 13.24 元/KG，其中内部仔猪育肥成本 12.98 元/KG，依旧低于行业水平。

2) **生产效率方面**，在受非洲猪瘟影响之前，公司的 PSY 平均达到 26.3，其中夏津猪场 PSY 指标达到 30.7，为国内最优水平之一，超过欧洲平均水平，主要得益于：1) 公司建立 PIC、海波尔双系种猪架构，拥有优质的种猪储备；2) 采用国际上最先进的育种技术，包括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，并与国内外高校的育种专家合作，不断优化算法，提高选育强度；3) 夏津猪场环境和设施好，温度湿度适宜。19 年受猪瘟影响 PSY 有所下降，均值超过 25，最高的夏津养猪场可以达到 28.2。此外，新好模式下能达到人均控制一万头猪，节省人力成本，进一步提高生产效率。

3) **疾病控制方面**，聚落自带核心扩繁群，保证种猪公猪生物安全和猪苗的高效生产；75%的“公司+农户”实行“七统一”（猪舍标准、猪苗、饲料、服务指导、兽药、疫苗、毛猪回收），加之 25%的自育肥，对养殖环节严格把控；同时配备下游环节的屠宰场，产业闭环下降低风险，管控力度强。当前非洲猪瘟背景下，公司的聚落化模式对于疫病防控具有显著的优势。

2.3. 资金实力支持产能快速扩张

生猪养殖行业由于前期投入对于资金门槛较高。目前我国生猪养殖行业依旧以散养户为主，2016 年年出栏 500 头以下的小户出栏量占比约有一半。而随着每轮周期的优胜

劣汰，散养户能力有限而退出，同时本轮周期非洲猪瘟加速劣质产能出清，叠加近年来环保政策，设备投入金额加大，规模化养殖是大势所趋，利于有资本优势的大企业。从各公司产能扩张投资来看，“公司+农户”头均投资额约 1000 元，自繁自养头均投资额约 1500 元。

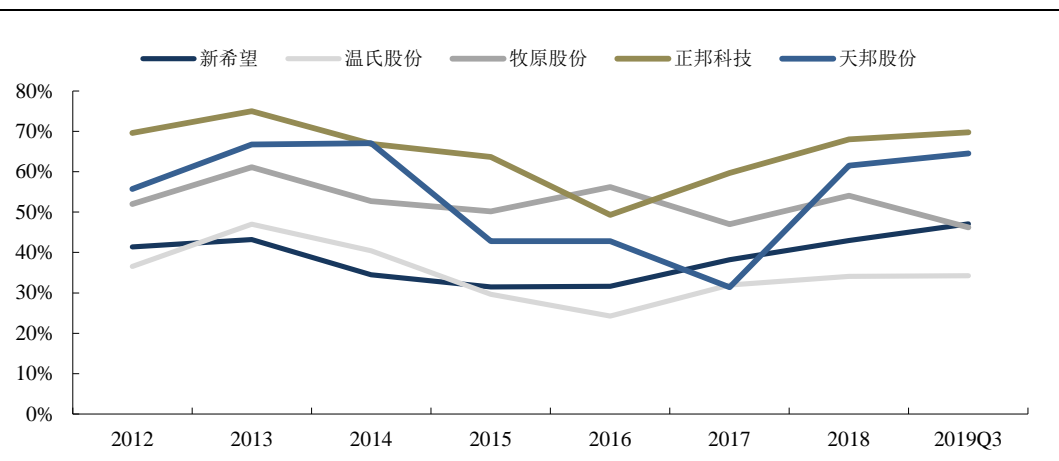
图 7：温氏、牧原头均投资额测算

温氏部分项目	产能 (万头)	投资 (亿元)	头均投资额 (元/头)
赤峰市松山区温氏农牧有限公司生猪养殖一体化一期项目	42	4.4	1050
永寿温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目一期	40	4.4	1100
亳州温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目	50	5.0	1000
江永温氏畜牧有限公司一体化养猪建设项目	50	5.1	1020
牧原部分项目	产能 (万头)	投资 (亿元)	头均投资额 (元/头)
内蒙古翁牛特牧原农牧有限公司 70 万头生猪养殖建设项目	70	10.1	1438
内蒙古开鲁牧原农牧有限公司 60 万头生猪养殖建设项目	60	8.0	1337
辽宁建平牧原农牧有限公司 40 万头生猪养殖建设项目	40	6.5	1621
黑龙江兰西牧原农牧有限公司 20 万头生猪养殖建设项目	20	2.7	1360
吉林农安牧原农牧有限公司年出栏 20 万头生猪养殖建设项目	20	3.9	1937

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司具有融资优势和资金实力，能实现规模化的快速扩张。1) 截止 19H1 账上现金 37.3 亿，近 4 年经营性现金流保持在 30 亿左右，资金充裕。2) 资产负债率长期保持在 30-50% 区间，低于行业平均约 10pct，可动用的财务杠杆空间较大。3) 截止 19 年上半年，公司在全球范围内拥有超过 490 亿元的综合授信额度，用信比例仅为 28%，平均融资成本低于 3.7%。此外，19 年公司拟发行可转债融资不超过 40 亿也将会更有力地支撑养猪产业发展的资金需求。

图 8：生猪养殖企业资产负债率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：新希望 19 年可转债募资用途

项目	产能 (万头)	投资 (亿元)	头均投资额 (元/头)
山东德州宁津新建年出栏 50 万头商品猪聚落项目	50	7.7	1546
黄骅新好科技有限公司李官庄年出栏 70 万头商品猪项目	70	9.8	1394
禹城市新希望六和种猪繁育有限公司存栏 6000 头标准化养殖场项目		1.6	

阳原县 30 万头生猪聚落发展项目	30	2.8	930
通辽新好农牧有限公司三义堂农场年出栏 100 万头生猪养殖项目	100	16.0	1600
通辽新好农牧有限公司哲南农场年出栏 100 万头生猪养殖项目	100	16.0	1600
乐山新希望农牧有限公司井研县金峰种猪场项目		0.9	
河南灵宝年出栏 15 万头仔猪种养一体化生态产业园区	15	1.6	1061

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除了资金储备外，公司已具备相应的人才储备，养猪事业部在财务、生产、兽医、营养、放养 5 大线路上形成专业的系统管理团队。目前已完成存量加新招约 8000 人的人才储备（计划招聘 1 万人），可支撑 1200 万头生产规模，叠加 19 年秋季招聘新增 6000 人，合计可支撑超过 2000 万头生产规模。

整体产能扩张来看，公司 15 年底大力发展养猪，16 年发布《养猪业务战略规划》，拟投资 88 亿元，3-5 年内以“公司+家庭农场”等方式发展 1000 万头生猪，通过“技术托管和技术服务”形式覆盖 2000 万头生猪。截止 19H1 已投产产能 480 万头，在建产能超 700 万头，另有已完成土地签约或储备的项目产能超 3000 万头。公司规划目标：19 年生猪出栏 350 万头（外购仔猪占比一半），20 年 800-1000 万头，21 年 1500-1800 万头，22 年 2500 万头，外购仔猪占比进一步降低，自养与代养比例各占一半。

产能布局来看，以 18 年前十个月的肥猪出栏计算，山东占比 40%，四川 15%，陕西 8%，河北、湖南、广东、广西、海南等都是 5%。长期 80% 的产能靠近消费区域，主要集中在：1) 辽宁、河北、山东、江苏，东部沿海四个省辐射环渤海、长三角；2) 广东、广西，覆盖珠三角；3) 四川、陕西，覆盖西南区域。

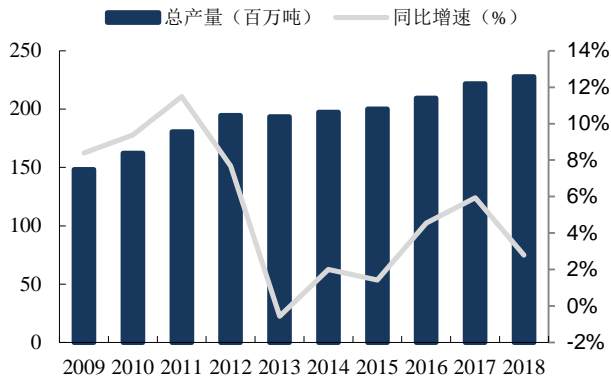
3. 饲料：基石业务稳健，龙头地位强化

3.1. 规模效应+结构优化+服务升级，夯实护城河

饲料行业近年来步入成熟发展阶段，2013 年总产量首次出现下滑，其后维持低单增速。从行业竞争格局来看，小型饲料企业数量锐减，中大型企业快速发展，产能整合加速。新希望在饲料领域多年保持市场份额第一，18 年饲料销量 1704 万吨，禽料/猪料/水产料占比 64%/26%/6%，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，目标 22 年销量突破 2500 万吨。

图 10：近年来饲料行业总产量

图 11：饲料企业数量变化（家）



数据来源：中国饲料工业协会，东吴证券研究所

	企业总量	YOY	年产 10 万吨以上 (单厂)	YOY
2009	18558		249	
2010	18296	-1.4%	283	13.7%
2011	18527	1.3%	360	27.2%
2012	17442	-5.9%	423	17.5%
2013	16454	-5.7%	460	8.7%
2014	10470	-36.4%	500	8.7%
2015	12302	17.5%	491	-1.8%
2016	10724	-14.7%	509	3.7%

数据来源：中国饲料工业协会，东吴证券研究所

图 12：2018 年饲料板块核心公司概况 (万吨, 亿元)

	饲料	猪饲料	禽饲料	水产料	反刍饲料	饲料收入	占比
新希望	1704	440	1089	106		394	57%
海大集团	1070	232	527	311		350	83%
唐人神	481					143	93%
正邦科技	480	293	157			133	60%
大北农	460	374	9	45	31	167	86%
通威股份	423					158	57%
禾丰牧业	235	84	93	15	40	73	46%
傲农生物	162	152				53	93%
天康生物	115	51	41	6	14	26	49%
金新农	77	76				22	78%
天邦股份	62	40		21		14	30%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

规模效应体现在采购、生产，降本提效。1) 原料采购逐步集中，提升供应链管理：17 年上半年对原料采购体系重组优化，与中粮、中储粮、吉林酒业、象屿、嘉吉、邦基、益海、大成等多家国内外优秀原料供应商战略合作；积极开展供应链融资，优化采购成本及相关财务费用。此外，公司已经建立全行业最大的饲料营养与原料数据库，并于国内外多家原料供应商紧密合作，可以及时制定最优的营养和成本组合，降低原料价格波动风险。2) 优化单厂产销量，提高生产效率：推进标准化精益生产，18 年全年饲料生产吨均费用同比下降 4%，19H1 同比下降 4.4%；改造升级老工厂，并新建大产能工厂，年销量在 12 万吨以上的工厂增长 11 家至 39 家。

产品创新，把握高毛利型细分料种。公司加强研发积累，产品结构进一步优化升级，高毛利的水产料增幅领先于猪禽料，同时 18 年生物环保饲料销量已突破 100 万吨同增 96%，小龙虾料等特种水产料和功能性水产料销量同增超过 80%。

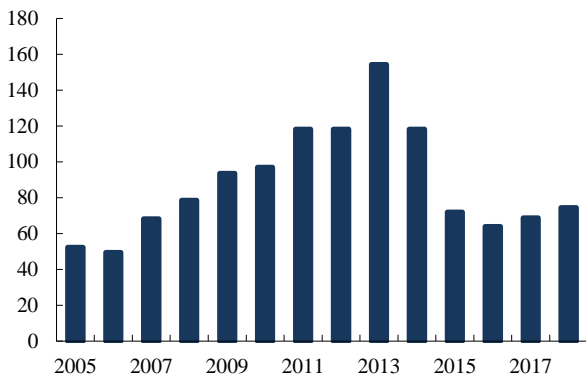
提供高附加值服务，商业模式升级。通过为农户提供技术服务、金融服务、信息服务等增值服务，增强客户粘性。例如禽料方面，18 年底“云禽旺”系统已覆盖养殖户超过 1 万户，覆盖商品鸡、鸭超过 7 亿只。凭借提供多样化的优质服务，积极抢占年产量

超过 1000 万吨的优势市场区域，如广东、山东等。

3.2. 禽料：受益禽养殖供需改善的景气周期

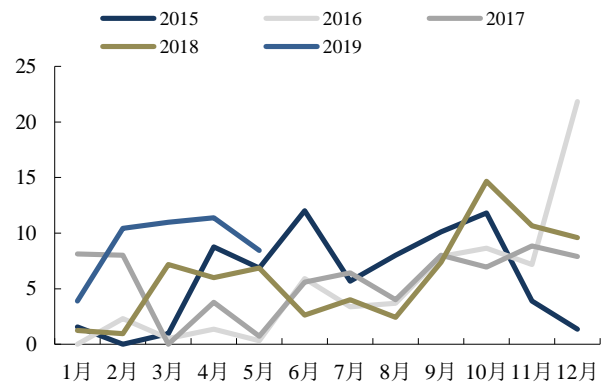
供给端来看，近年来引种持续低位，行业供给偏紧。由于过去无序引种导致产能持续增加、产销严重失衡，2014 年白羽肉鸡联盟成立并达成减量共识，而 15 年起由于欧美爆发禽流感，国内引种进一步下滑，15-18 年连续四年引种量低于常态需求 80 万套（按 1 套祖代种鸡对应 5000 只商品鸡、年消费量 40 亿只白羽鸡计算）。18 年 10 月引种量攀升，将于 54 周后传导至商品代鸡苗，19 年 11 月或将遇到产能供给拐点，但由于整体引种量依旧较低，行业供给依旧偏紧。

图 13：祖代鸡引种规模（万套）



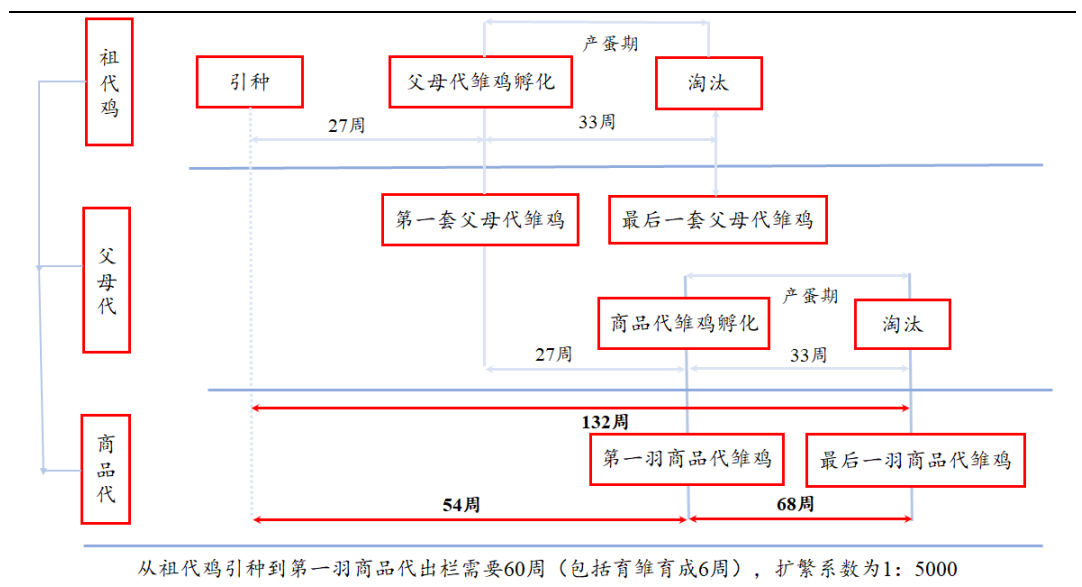
数据来源：中国畜牧业协会，东吴证券研究所

图 14：祖代月度引种量（万套）



数据来源：中国畜牧业协会，东吴证券研究所

图 15：白羽鸡生产周期



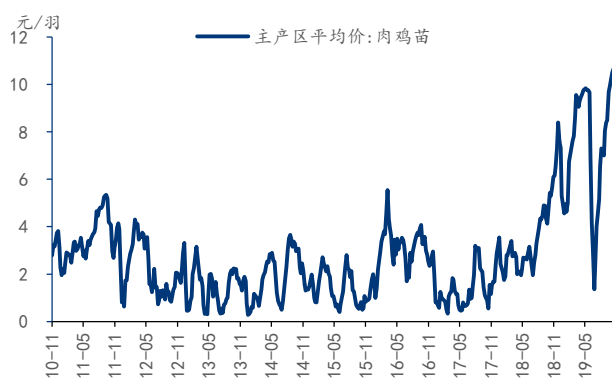
数据来源：中国产业信息，东吴证券研究所

需求端来看，千万吨猪肉供给缺口催生禽肉替代消费旺盛。非洲猪瘟影响下，19 年上半年全国猪肉产量 2470 万吨同降 5.5%，按照下半年产能降幅 30%对应猪肉产量

1953 万吨，预计 19 年猪肉产量合计 4423 万吨，较 18 年 5404 万吨产量存在近 1000 万吨的供给缺口，部分将由进口肉和禽肉消费替代进行消化。进口肉方面，19 年前三季度猪肉进口 132.6 万吨同增 43.6%，预计全年进口量将突破 200 万吨，较 18 年猪肉进口 119 万吨增加约 90 万吨。扣除进口肉弥补仍有近 900 万吨的供需缺口，预计有三分之一将转移至禽肉替代消费，禽养殖迎来景气周期。

在供需改善的情况下，鸡价高位运行。19 年 10 月以来主产区肉鸡苗维持 10 元/羽，白羽肉鸡价格也不断创新高。由于此轮猪周期产能去化力度大，明年猪肉供给缺口不减，预计 19、20 年整体养殖量都将有 15% 左右的增长，带动禽料销量攀升。

图 16：主产区肉鸡苗价格走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：主产区白羽肉鸡价格走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

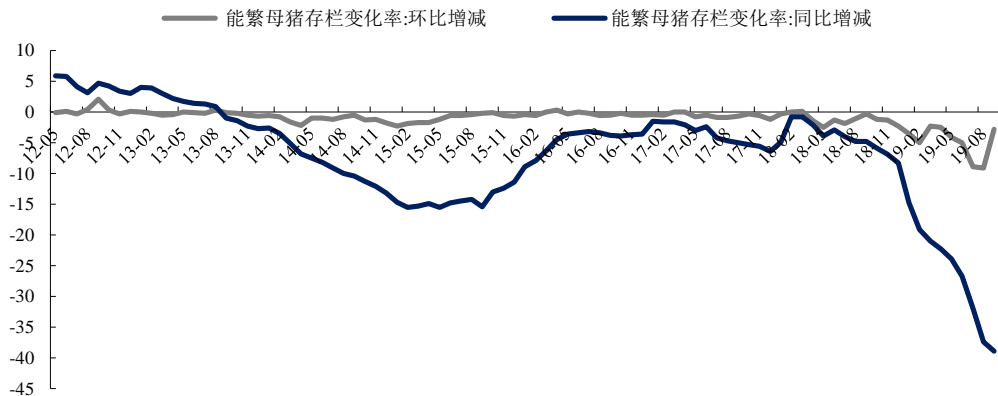
公司在 18 年底进行组织架构优化调整，以市场化外销为主的禽料划归饲料 BU，以一体化内供为主的禽料划归禽产业 BU，以此实现更精准的产品定位，更高效的运营，生产费用进一步下降。在禽产业链景气及组织结构调整的背景下，19H1 禽料销量 620 万吨同增 20.4%，增幅远远领先行业约 11.9% 的增速。

3.3. 猪料：与养殖业务协同做大，优化产品结构

一般而言，禽料的毛利率约 6%，而猪料的毛利率约 10%，盈利能力优于标准化程度高的禽料，因此近年来猪料是公司饲料业务产品结构优化的主要方向。18 年猪料销量 440 万吨同增 8%，销量占比 26%，其中科技含量高、盈利能力强的前端料占比约四分之一。

18 年 8 月非洲猪瘟爆发，根据农业部数据，截止 19 年 9 月，400 个监测县能繁母猪存栏同降 38.9%/环降 2.8%，生猪存栏同降 41.1%/环降 3.0%，产能深度去化，导致全国猪料销量大幅下滑，19 年上半年产量降幅达到 14%。

图 18：能繁母猪存栏变化（%）



数据来源：农业部，东吴证券研究所

猪瘟的爆发虽然影响猪料增量，但对于饲料的免疫、抗病、服务等要求明显提高，是发挥产品力的机会。数据上来看，19年上半年公司猪料销量达到196万吨，同比下降仅2.1%，远好于行业平均降幅。其背后的原因在于：1) 狠抓生物安全，投入专项资金对猪料工厂的人车洗消、原料检测、生产设备、信息系统等进行升级改造，加强全流程严格消毒，严控调制温度85°C三分钟，提升猪料安全属性。2) 推出“猪旺”模式服务受疫情影响严重的养殖户与规模场，依托安全产品、防控技术服务，引入外部银行、保险、金融服务机构等，帮助农户对接猪贩或屠宰厂，同时加强对战略大客户开发，新增近2000个规模猪场，规模猪场直销占比提升至约40%。未来随着公司生猪养殖板块的快速扩大，也将带动猪料业务进一步协同做大。

3.4. 水产料：把握特种水产料细分赛道

消费升级下养殖品种结构不断优化。16年草鱼、鲢鱼、鳙鱼、鲤鱼、鲫鱼等传统家鱼产量均出现较大幅度下滑，18年产量仍旧保持低位。相较之下，鲈鱼、大黄鱼、石斑鱼、黄颡鱼等特种水产品由于营养价值更高受消费者青睐，近年来产量保持快速增长。特种水产品需求旺盛带动水产饲料结构优化，17年特种水产饲料产量154万吨，12-17年CAGR 3%，超过水产饲料1%的增速，未来消费升级趋势将进一步打开特种料的市场空间。

图 19：各类水产品产量增速

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
传统家鱼增速											
草鱼	4.3%	10.1%	3.4%	5.2%	7.6%	6.0%	6.1%	5.6%	-6.9%	1.1%	3.0%
鲢鱼	3.8%	9.1%	3.5%	2.9%	-0.7%	4.4%	9.7%	3.0%	-10.0%	-1.7%	0.2%
鳙鱼	7.3%	6.3%	4.8%	4.6%	6.9%	5.8%	6.2%	4.9%	-7.3%	-0.5%	0.0%
鲤鱼	5.5%	4.7%	3.1%	7.1%	6.6%	4.3%	5.0%	5.8%	-10.7%	0.2%	-1.4%
鲫鱼	0.9%	5.1%	7.8%	3.6%	6.7%	5.9%	6.7%	5.2%	-6.4%	3.4%	-1.6%
特种鱼增速											
鲈鱼	-4.8%	6.5%	3.9%	16.1%	2.3%	1.8%	-11.2%	7.7%	12.5%	13.6%	6.4%
大黄鱼	6.7%	0.1%	30.0%	-6.5%	18.6%	10.6%	21.6%	16.2%	7.3%	11.4%	11.5%
石斑鱼	5.5%	-2.3%	11.8%	20.6%	22.3%	13.3%	6.9%	13.5%	7.2%	22.7%	21.3%
黄颡鱼	17.9%	21.7%	12.7%	18.0%	18.1%	15.2%	12.8%	6.6%	22.1%	10.5%	6.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

补齐特水料短板，进一步优化饲料产能。19年初新建的16条水产料生产线陆续投产，并加大水产料研发基地建设投入，陆续启动南美白对虾、加州鲈、黄颡鱼等特水养殖品种研究。公司19年上半年水产料销量44万吨同增15.8%，其中功能性水产料和虾蟹料等特种水产料销量同增99.6%，大幅领先全国水产料增幅4.4%。

4. 禽肉产业链一体化，打通食品延伸终端

4.1. 禽肉：成熟的养殖屠宰一体化，充分发挥联动效应

由于禽养殖规模化程度高、养殖周期短、模式清晰，成熟度较高，加上养殖的单批出栏数量较大，通常需要与大规模的工业化屠宰配套，因此企业往往都会以“禽饲料-禽养殖-禽屠宰”的一体化模式出现。公司的白羽肉禽业务包括白羽肉鸡、肉鸭的种禽繁育、商品代养殖以及屠宰。

种禽繁育：国内第一大父母代鸭苗，第二大商品代鸡苗、鸭苗供应商。以种鸭为例，公司与中国农业科学院合作，精心选育出“中新”北京鸭，于2019年4月正式上市。由于种禽供应过剩且利润波动剧烈，公司减小规模，并降低外销转自供。

商品代养殖：以“公司+农户”为主，从传统的合同养殖逐步向委托代养模式升级，同时加大商品代一体化自养。商品代养殖总量超过8亿只，白羽肉禽行业第一，白羽肉鸡约6%的市场份额、白羽肉鸭约15%的市场份额。

屠宰：禽肉每年约7亿只屠宰量、约200万吨禽肉销量排名第一。

图 20：新希望禽产业链经营数据

	2016	2017	2018
鸡苗、鸭苗（万只）	45,859	60,601	45,719
商品鸡（万只）	2,699	20,271	26,062

鸡肉、鸭肉产品（万吨）

189.81

179.13

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 食品：延伸高附加值终端

由于公司屠宰产销量较大，长期依赖可以消化大产能的批发市场的传统模式进行销售，但批发模式附加值较低，不利于品牌形象升级，因此公司于 14 年起大力推动禽屠宰实施“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略转型。

内部来看：1) 产品结构升级，从以生鲜肉为最终产品的屠宰分割延伸至高附加值的肉制品深加工、甚至预制菜生产，从冻品销售转向冷鲜肉销售；2) 渠道优化，从传统的多层级批发渠道转向食品加工业、连锁超市、连锁餐饮等大客户直供渠道，提高非批市渠道占比，生鲜猪肉非批市渠道占比从 46% 提升至 51%，猪肉制品非批市渠道占比从 27% 提升至 35%，禽肉制品非批市渠道占比由 51% 提升至 56%。

同时，2016 年起加大食品深加工领域的投资并购，通过参股投资久久丫，收购嘉和一品在北京的中央厨房资产，并启动与法国科普利信集团的肉制品合资公司项目等，进一步优化产品结构与渠道结构。

图 21：新希望食品业务渠道积极拓展

渠道	简况
餐饮	整合上游数十家内外部工厂，在下游直达 5000 家餐饮门店，为海底捞、真功夫、云海肴等餐饮企业提供长期服务，新开发美的新厨科技、叮叮鲜食等客户
商超	已入驻沃尔玛、大润发、永辉、家乐福、物美、麦德龙等全国性重点商超客户，累计覆盖 2000 多家门店，蒸饺产品进入北京地区伊藤洋华堂、华联综超、京东 7fresh，销量获类目第一
新零售	开拓新零售类客户 47 个，单月销售额破 1000 万，旗下“O right”、“新希望食品”、“美好”品牌下的多款产品上架盒马鲜生门店
电商	深耕京东平台，在 618、双 11 等活动中取得销售额同比 10 倍增长，单月销售额突破 400 万，并新开发了美团快驴、鲜易网等客户

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

分业务来看：1) **生猪养殖**，假定 19/20/21 年生猪均价 21/31/18 元/公斤，出栏量 350/800/1500 万头，预计贡献利润 25/107/73 亿；2) **饲料主业**，禽料在禽养殖景气下保持较快增长，猪料 19 年受猪瘟影响增速下滑，20 年边际改善带动猪料恢复，水产料受益产品结构优化升级；3) **禽产业链**，养殖量稳步提升，一体化布局下盈利能力强化；4) **食品板块**，加码高附加值终端布局，持续延伸产业链，短期内收入贡献较小，但长期开拓空间大。

图 22：新希望主营业务预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	69,063	85,271	118,400	129,148
YOY	10.4%	23.5%	38.9%	9.1%
生猪养殖收入	3,225	8,612	27,986	28,350
出栏量 (万头)	255	350	800	1,500
净利润	-196	2,550	10,685	7,285
饲料收入	39,419	44,744	54,854	62,091
YOY	10.8%	13.5%	22.6%	13.2%
销量 (万吨)	1,704	1,833	2,128	2,442
YOY	8.4%	7.6%	16.1%	14.7%
净利润	891	1,112	1,307	1,550
禽产业收入	18,647	22,961	25,302	27,055
YOY	9.5%	23.1%	10.2%	6.9%
养殖量 (亿羽)	71,781	82,868	92,784	97,423
净利润	613	1,350	1,389	1,414
食品收入	5,435	5,978	6,576	7,234
净利润	115	179	210	253

数据来源：Wind，东吴证券研究所

估值来看，采用分部估值法：1) 生猪养殖板块，根据 20 年 107 亿利润对应 8 倍 PE，给予 855 亿市值；2) 饲料板块，根据 20 年 13 亿利润对应 15 倍 PE，给予 196 亿市值；3) 禽产业链，根据 20 年 14 亿利润对应 10 倍 PE，给予 139 亿市值；4) 食品板块，根据 20 年 2 亿利润对应 15 倍 PE，给予 32 亿市值；5) 民生银行投资收益，控股子公司新希望投资有限公司持有民生银行 4.1759% 股权，按权益法核算确认投资收益，根据 Wind 一致预期，20 年民生银行归母净利 562.46 亿，公司确认投资收益 23 亿，对应 5 倍 PE，给予 117 亿市值。根据分部估值法，20 年合计 1339 亿市值，按 10% 的贴现率贴现可得合理市值约 1217 亿。

图 23：新希望分部估值法 (亿元)

	2020E	PE	20 年市值
生猪养殖	107	8	855
饲料板块	13	15	196
禽产业链	14	10	139
食品板块	2	15	32
民生银行	23	5	117
合计			1339

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计 19-21 年公司实现营收 852.7/1184.0/1291.5 亿元，同增 23.5%/38.9%/9.1%，归母净利 62.4/136.7/104.3 亿元，同增 266.0%/119.2%/-23.7%，当前股价对应 PE 为 14.2/6.5/8.5X，考虑到公司生猪养殖快速发展为具备竞争优势的头部企业，饲料主业稳健发展，叠加禽产业链及食品板块多元布局，首次覆盖，给予“买入”评级！

图 24：可比公司估值表（截止 2019 年 11 月 14 日）

证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		19E	20E	21E	19E	20E	21E
新希望	885	62.4	136.7	104.3	14.2	6.5	8.5
海大集团	516	16.4	24.1	28.6	31.4	21.4	18.0
大北农	183	9.5	25.2	29.0	19.3	7.2	6.3
温氏股份	1,946	126.1	292.3	230.1	15.4	6.7	8.5
牧原股份	1,963	49.2	275.4	248.0	39.9	7.1	7.9
正邦科技	372	22.6	93.1	98.6	16.5	4.0	3.8
天邦股份	153	7.2	41.6	41.5	21.2	3.7	3.7
圣农发展	308	35.3	38.1	33.4	8.7	8.1	9.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：除新希望、海大集团外其余均为 Wind 一致预期）

6. 风险提示

猪价波动：受非洲猪瘟影响国内猪价步入上升通道，但猪价波动依旧存在不确定性，若涨价不及预期将导致生猪养殖板块业务增量下滑。

出栏不及预期：若出栏量没有达到预设目标（20 年 800-1000 万头，21 年 1500-1800 万头，22 年 2500 万头），则会影响生猪养殖板块利润弹性。

自然灾害及疫情风险：养殖行业受天气、涝灾等自然因素影响明显，同时禽流感、猪瘟等疫病也将影响畜禽存栏，进而对饲料销量造成冲击。

原材料价格波动：大宗原料豆粕、鱼粉、玉米、菜粕等价格变动将直接影响饲料成本，同时豆粕、鱼粉等原料与国际市场价格走势密切相关，因而国际贸易因素将对其造成一定影响。

新希望三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	13591	20199	28356	29771	营业收入	69063	85271	118400	129148
现金	5451	10131	15391	16876	减:营业成本	63033	73628	96017	109701
应收账款	632	919	1234	1114	营业税金及附加	138	171	237	259
存货	5395	6877	9126	9157	营业费用	1650	1876	2960	3100
其他流动资产	2113	2272	2604	2624	管理费用	2052	2388	3670	3745
非流动资产	34353	40722	45944	47595	财务费用	341	426	592	646
长期股权投资	18728	19665	20648	21680	资产减值损失	698	337	529	633
固定资产	8750	11871	14711	15699	加:投资净收益	2182	1910	2000	2000
在建工程	2562	4219	5433	5309	其他收益	95	0	0	0
生产性生物资产	518	1058	1102	837	营业利润	3241	8184	16157	12805
无形资产	1391	1395	1409	1423	加:营业外净收支	-251	-68	-119	-171
其他非流动资产	2922	3572	3744	3483	利润总额	2991	8116	16039	12634
资产总计	47944	60921	74300	77366	减:所得税费用	269	456	901	710
流动负债	18463	25965	30343	27122	少数股东损益	1017	1422	1463	1489
短期借款	8271	14888	15633	12506	归属母公司净利润	1705	6238	13675	10434
应付账款	4301	4903	7099	6613	EBIT	3332	8543	16631	13279
其他流动负债	5890	6174	7611	8002	EBITDA	4503	9708	18477	14747
非流动负债	2146	3057	3215	2482					
长期借款	1823	2771	2910	2182	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	322	286	305	299	每股收益(元)	0.40	1.48	3.24	2.47
负债合计	20608	29022	33557	29603	每股净资产(元)	5.12	5.99	7.94	9.43
少数股东权益	5761	6625	7287	8016	发行在外股份(百万股)	4216	4216	4216	4216
归属母公司股东权益	21575	25274	33455	39746	ROIC(%)	9.6%	18.8%	30.2%	23.0%
负债和股东权益	47944	60921	74300	77366	ROE(%)	10.2%	25.9%	41.7%	26.9%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	8.7%	13.7%	18.9%	15.1%
经营活动现金流	3337	5961	16862	12643	销售净利率(%)	2.5%	7.3%	11.5%	8.1%
投资活动现金流	-2392	-5197	-6537	-6118	资产负债率(%)	43.0%	47.6%	45.2%	38.3%
筹资活动现金流	1403	3917	-5065	-5041	收入增长率(%)	10.4%	23.5%	38.9%	9.1%
现金净增加额	2345	4681	5260	1484	净利润增长率(%)	-25.2%	266.0%	119.2%	-23.7%
折旧和摊销	1172	1165	1846	1468	P/E	51.94	14.19	6.47	8.49
资本开支	3707	6021	7524	6876	P/B	4.10	3.50	2.65	2.23
营运资本变动	-2900	1043	-736	24	EV/EBITDA	3.56	2.04	1.03	0.92

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

