

新希望 (000876.SZ)

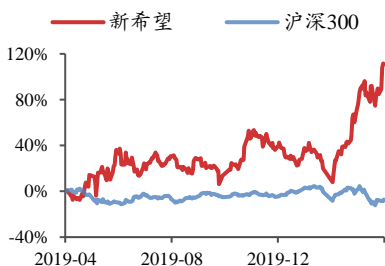
2020 年 04 月 03 日

营业收入利润双新高，农牧行业龙头再启航
——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2020/4/2
当前股价(元)	31.90
一年最高最低(元)	32.90/13.35
总市值(亿元)	1,344.91
流通市值(亿元)	1,343.54
总股本(亿股)	42.16
流通股本(亿股)	42.12
近 3 个月换手率(%)	76.69

股价走势图


数据来源：贝格数据

● 2019 年营收利润双新高，生猪业务高增速，首次覆盖，给予“买入”评级

公司是我国历史悠久的农牧企业龙头，致力于打造产业间畜禽多元化与产业内农业及食品加工一体化的均衡布局，坚持“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”战略。受益非洲猪瘟所带来的养殖行业景气度高涨，2019 年公司营业收入及归母净利润均创历史新高。未来随着公司生猪养殖新产能大幅投产，叠加行业价格景气度持续，量价齐升将使得公司利润大幅增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 153.37、195.09、161.75 亿元，EPS 分别为 3.64、4.63、3.84 元（以最新股本全面摊薄），当前股价对应 PE 分别为 8.8、6.9、8.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 饲料规模不断提升，加强肉禽自养基地建设

公司饲料业务和禽产业是公司的基础业务，饲料方面，公司在行业增长幅度有限的条件下，依托自身强大的产品力、采购力及服务力，实现饲料销量不断增长，2019 年饲料销量 1872 万吨，同比增长 9.9%，全国饲料销量同比下降 3.7%。禽产业方面，2019 年公司新肉鸭品种全面推广，对行业影响深远，同时公司加大自养基地建设，未来直供比例增长，公司禽产业长期盈利能力有望进一步提升。

● 深耕聚落化养猪模式，拓展下游食品产业链

2020 年生猪供给缺口仍存，价格维持高位，公司通过效率最优的聚落式养殖模式进行扩张，2020 年生猪出栏量有望翻倍至 800 万头，将率先享受行业高景气带来的利润增长。食品加工方面，公司将继续开发优质渠道，降低批发市场渠道依赖，不断为消费者发掘研发销售规模过亿的爆款食品。

● 风险提示：生猪产能快速恢复，肉类供给增加，养殖产品价格下跌；公司食品业务拓展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	69,063	82,051	111,958	129,704	133,744
YOY(%)	10.4	18.8	36.5	15.9	3.1
净利润(百万元)	1,705	5,042	15,337	19,509	16,175
YOY(%)	-25.2	195.8	204.2	27.2	-17.1
毛利率(%)	8.7	12.1	23.7	26.2	22.0
净利率(%)	2.5	6.1	13.7	15.0	12.1
ROE(%)	10.0	18.9	38.9	33.8	22.2
EPS(摊薄/元)	0.40	1.20	3.64	4.63	3.84
P/E(倍)	78.9	26.7	8.8	6.9	8.3
P/B(倍)	6.2	5.2	3.3	2.3	1.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2019 年创营收利润双新高，实现生猪养殖业务高增速.....	4
2、 农牧行业领头羊，组织结构调整再启航	5
2.1、 组织架构不断优化，产业链条逐步明晰	5
2.2、 饲料销量及禽屠宰量全国第一，各项业务协同发展.....	6
3、 基石：做大饲料，做精白羽肉禽	9
3.1、 饲料业务规模持续提升，行业龙头地位稳固.....	9
3.2、 白羽肉禽核心育种技术突破，加大自养基地建设.....	11
4、 支柱：聚落化养猪，力争出栏量全国前三	13
4.1、 公司采用聚落化养殖模式，全产业链防控体系贡献突出	13
4.2、 2020 年生猪价格维持景气，公司出栏量有望翻倍.....	14
5、 发展：全产业链优势，铸就优质畜禽蛋白供应商	16
5.1、 食品业务深耕优质渠道，挖掘千亿爆品	17
5.2、 研发实力强劲，稳步迈向海外市场	18
6、 盈利预测与投资建议	20
7、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

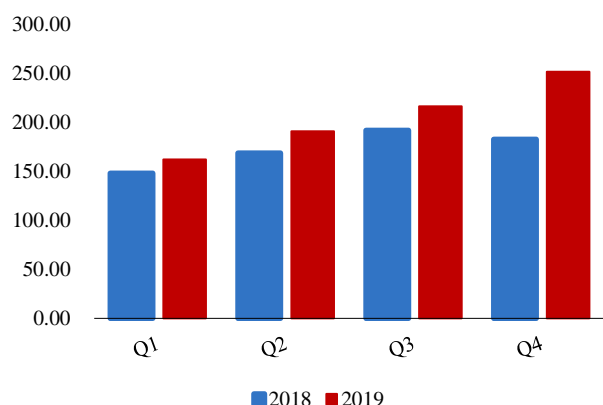
图 1： 2019 年公司营业收入按季度递增	4
图 2： 2019 年第三季度开始公司归母净利润大幅增加.....	4
图 3： 2019 年饲料业务毛利润最高	4
图 4： 公司股权集中度高，下设饲料、畜禽养殖、食品加工及海外产业.....	5
图 5： 公司不断优化资产和产业结构，专注农牧产业链整合	6
图 6： 2019 年公司营业收入提升	6
图 7： 2019 年归母净利润同比增加 195.72%.....	6
图 8： 公司资产负债率小幅增加	7
图 9： 公司资产负债率低于行业平均水平	7
图 10： 公司饲料业务营业收入占比超过 50%.....	7
图 11： 公司饲料产量全国第一，占比超 7%	8
图 12： 公司屠宰及肉制品销量超 200 万吨	8
图 13： 公司 2018 年至 2019 年生猪销售同比增长 39.01%	9
图 14： 公司饲料以禽料为主	9
图 15： 公司水产料占比逐步提升	9
图 16： 2019 年公司饲料毛利润突破 34 亿元，创公司成立以来新高.....	10
图 17： 受下游养殖业务带动，内部饲料销量占比提升	10
图 18： 公司各项饲料销量表现优于全国	11
图 19： 我国肉鸭出栏量占全世界比重约为 74.3%，2018 年出栏 35 亿只	11
图 20： 2019 年公司肉鸭年屠宰量超 4 亿只	12
图 21： 公司未来进一步加大自养基地建设力度	12
图 22： 典型聚落化养殖模式年出栏 50 万头商品猪	13
图 23： 非洲猪瘟防控涉及养殖全部环节	14

图 24: 能繁母猪同比仍下降 20%以上, 2020 年生猪价格有望维持高位	14
图 25: 预计 2020 年公司生猪出栏量翻倍	15
图 26: 公司食品业务全产业链优势突出	17
图 27: 针对各渠道头部客户, 开发更多受欢迎的产品	17
图 28: 2019 年公司研发人员数量超过 700 人	19
图 29: 2019 年公司研发投入为 1.74 亿元	19
图 30: 国外营业收入稳步增长, 与国内营业收入相关性较弱	19
表 1: 2019-2020 年在建项目共计出栏量为 1548.5 万头	15
表 2: 2019 年后通过资本市场融资频率增加, 投资生猪养殖项目	16
表 3: 公司持续投资食品加工产业链	18
表 4: 公司主要业务销量假设拆分	20
表 5: 公司主要业务销量假设拆分	21
表 6: 可比公司估值: 新希望 PE 估值略低于行业平均水平	21

1、2019 年创营收利润双新高，实现生猪养殖业务高增速

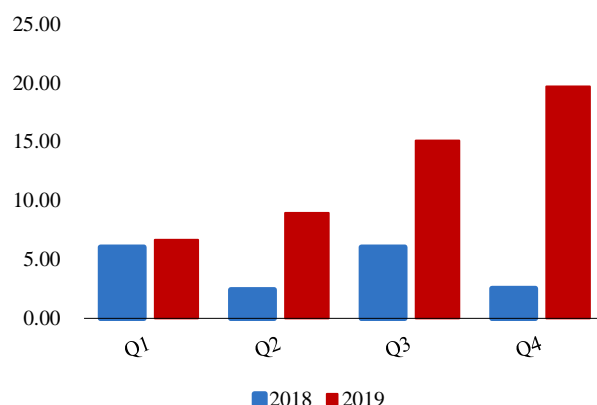
2019 年猪禽齐升，公司业绩创历史新高。公司 2019 年年报显示，实现营业收入 820.51 亿元，同比增长 18.80%，实现归母净利润 50.42 亿元，同比增加 195.78%。在生猪价格上涨及禽肉价格上涨的背景下，公司营业收入及归母净利润均创历史新高。分季度来看，2019 年下半年公司业绩随生猪价格大幅上涨改善明显，2019 年第三季度和第四季度，公司分别实现归母净利润 15.10 亿元和 19.70 亿元，同比分别上涨 150%和 676%。

图1：2019 年公司营业收入按季度递增



数据来源：公司年报、开源证券研究所

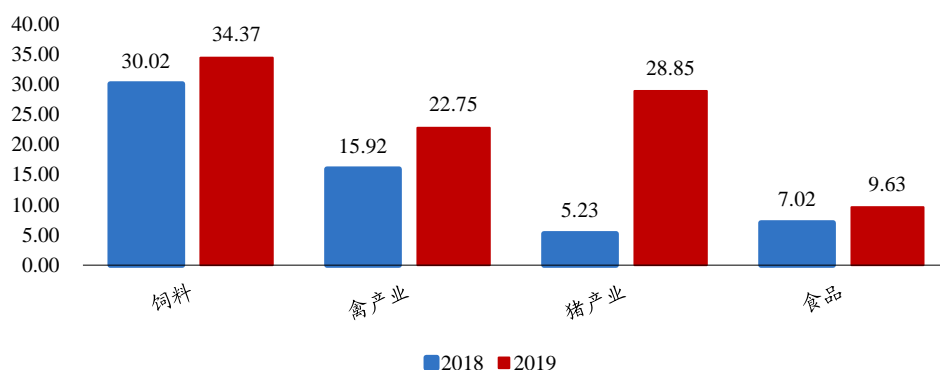
图2：2019 年第三季度开始公司归母净利润大幅增加



数据来源：公司年报、开源证券研究所

各项业务齐头并进，饲料销量毛利稳健增长。2019 年年报数据显示，公司饲料、禽产业、猪产业及食品业务业绩均上涨，分别实现毛利润 34.37、22.75、28.85 及 9.63 亿元。其中饲料业务 2019 年实现销量 1872 万吨，同比增加 9.9%，毛利润最大。饲料业务依托强大的产品力、采购力及制造力稳步增长，产品力方面，2019 年公司在全国首推的生物环保饲料销量突破 210 万吨，全年销量同比增长超过 100%，稳居同类产品第一品牌。采购力方面，2019 年两级集采率达 93%，关键品种直采率约 90%，原料周转率提升明显。制造力方面，2019 年公司年销量 12 万吨以上的工厂增长了 15 家达到 54 家，年销量 20 万吨以上的工厂增长了 4 家达到 8 家，新增水产料专业线 16 条。

图3：2019 年饲料业务毛利润最高



数据来源：公司年报、开源证券研究所

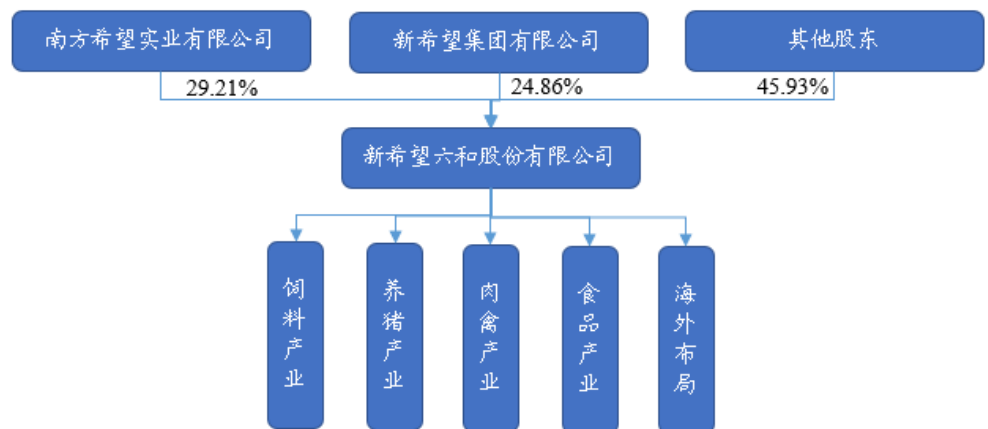
白羽肉禽产业直供比例提高，猪产业打开未来成长空间。2019 年行业受非洲猪瘟引发的生猪价格大幅上涨，养殖产业行情不断向好。禽产业方面，2019 年公司销售鸡苗、鸭苗 5.0 亿只，同比增加 9.4%；销售商品鸡鸭 3.2 亿只，同比增加 24.3%；屠宰毛鸡、毛鸭 7.3 亿只，同比增加 4.4%，销售鸡肉、鸭肉 181.1 万吨，同比增加 1.1%，公司将持续重点推动商品代养殖环节从传统合同养殖向商品代自养或委托代养转型，2019 年全年鸡产业直供比例达到 71%，鸭产业直供比例达到 41%。未来自养场和直供农户将大力提升公司在禽产业上的长期盈利能力。生猪养殖方面，2019 年公司共销售种猪、仔猪 38.49 万头、肥猪 316.50 万头，合计 354.99 万头，同比增长 39.0%。公司在非洲猪瘟疫情危机中，实现弯道超车，按计划完成生猪出栏任务。2019 年末，公司已投入运营项目产能达 1000 万头，在建产能达 650 万头，另有已完成土地签约或储备的项目产能超 4350 万头，理论可达的最大产能已超过 6000 万头，未来成长空间进一步打开。

2、农牧行业领头羊，组织结构调整再启航

2.1、组织架构不断优化，产业链条逐步明晰

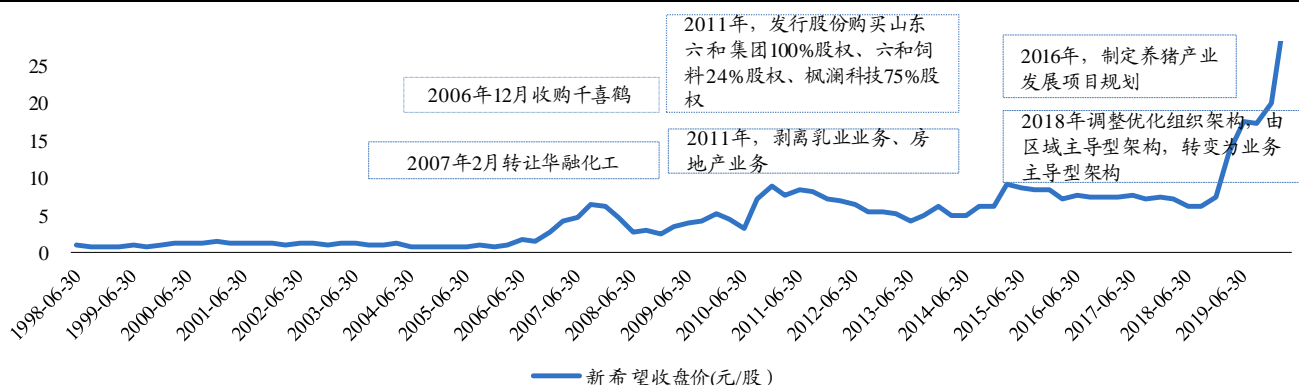
公司于 1998 年 3 月 11 日在深圳证券交易所上市，主要控股股东有南方希望实业有限公司及新希望集团有限公司，其中南方希望实业有限公司控股股东为新希望集团有限公司，公司股权结构较为集中。公司自成立以来立足农牧产业、注重稳健发展，主营业务涉及饲料、养殖、肉制品及金融投资、商贸等。公司围绕养殖产业，做大做强饲料主业、大力发展生猪及禽养殖、拓展食品加工等上下游产业建设，构建了饲料、养猪、肉禽、食品四大产业，并加快海外布局，助力公司业务走向世界。

图4：公司股权集中度高，下设饲料、畜禽养殖、食品加工及海外产业



资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

公司逐步聚焦农业产业链整合，2018 年组织结构不断优化。公司 1998 年上市后，逐步发展成为涵盖农业、地产、金融等多领域的公司，为了聚焦农牧产业，公司 2007 年开始逐步剥离化工、乳业、房地产业务，保留饲料业务，并于 2006 年收购千喜鹤，布局下游屠宰加工环节，2011 年公司购买山东六和集团 100% 股权、六和饲料 24% 股权，枫澜科技 75% 股权，其中枫澜科技是以添加剂产品为主的公司，不断扩充自身饲料主业。2016 年开始围绕养殖业，加大对上游生猪养殖业务布局。产业链整合初步完成，2018 年公司开始调整组织结构，由区域主导的片联架构，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，各业务产业链条逐渐清晰。

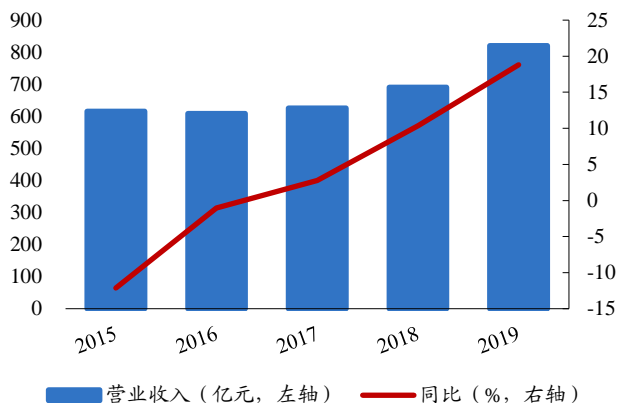
图5：公司不断优化资产和产业结构，专注农牧产业链整合


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

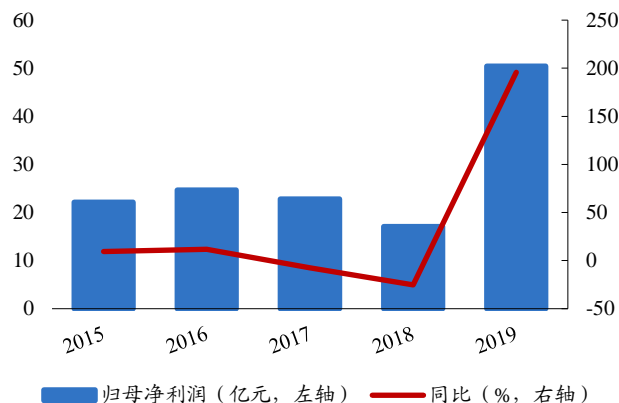
注：收盘价为月度平均价格，截至2020年3月31日

2.2、饲料销量及禽屠宰量全国第一，各项业务协同发展

2019年公司营业收入及归母净利润增幅较大。整体来看，公司营业收入较稳定，2015年开始均维持600亿元以上，2018年及2019年营业收入同比增速较快。归母净利润方面，2018年归母净利润同比下降，主要受市场行情及环保压力影响，养殖户经营困难，部分款项难以收回，按可收回金额低于账面价值计提减值准备影响，净利润同比下滑，2019年在禽及生猪养殖行业景气的拉动下，公司实现归母净利润50.42亿元，同比增长195.72%。

图6：2019年公司营业收入提升


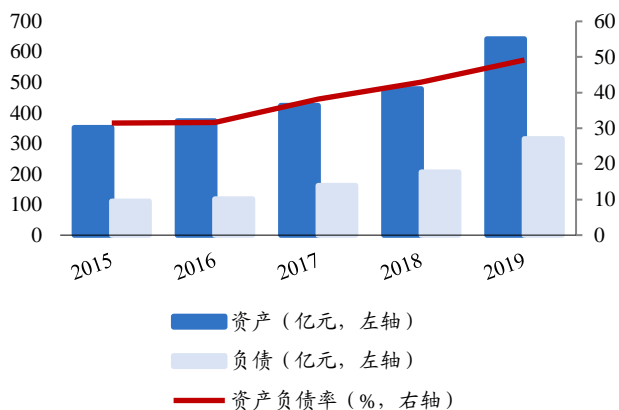
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2019年归母净利润同比增加195.72%


数据来源：Wind、开源证券研究所

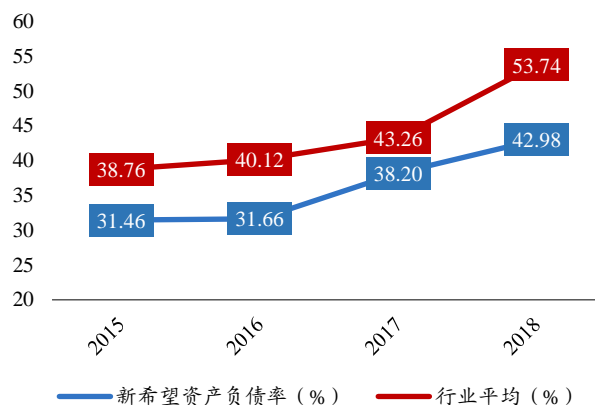
公司资产稳步增加，资产负债率处于行业较低水平。2015年至2019年公司总资产逐年增加，2018年开始公司加大对养猪产业的建设和投入，资产增加的同时负债也小幅增加，资产负债率增长，但仍低于行业资产负债率平均水平。

图8: 公司资产负债率小幅增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 公司资产负债率低于行业平均水平

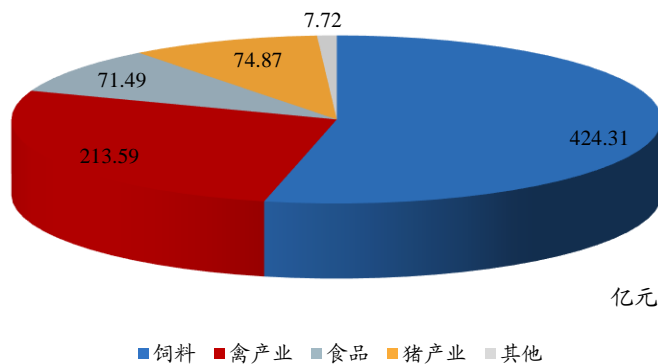


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 同行业公司包括海大集团、大北农、金新农、唐人神、天康生物、天邦股份、正邦科技; 大部分公司未发表 2019 年年报, 数据截至 2018 年

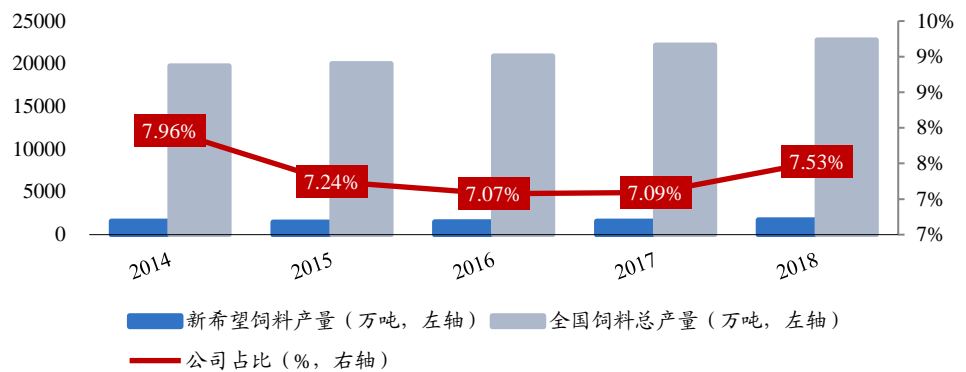
饲料业务营业收入占比过半, 生猪养殖业务占比增加。公司营业收入结构中, 饲料及禽产业占比较大, 是公司的基础性业务, 2019 年饲料及禽产业分别实现营业收入 424.31 及 213.59 亿元, 同比分别增长 7.64% 及 14.54%。生猪养殖业务随着出栏量的大幅上涨, 占比有所增长, 公司大力发展生猪养殖业务, 一方面运用自身在饲料原材料方面的成本和技术优势, 另一方面完善自身产业链, 未来生猪养殖业务收入占比还将继续增长。

图10: 公司饲料业务营业收入占比超过 50%



数据来源: 公司年报 (2019)、开源证券研究所

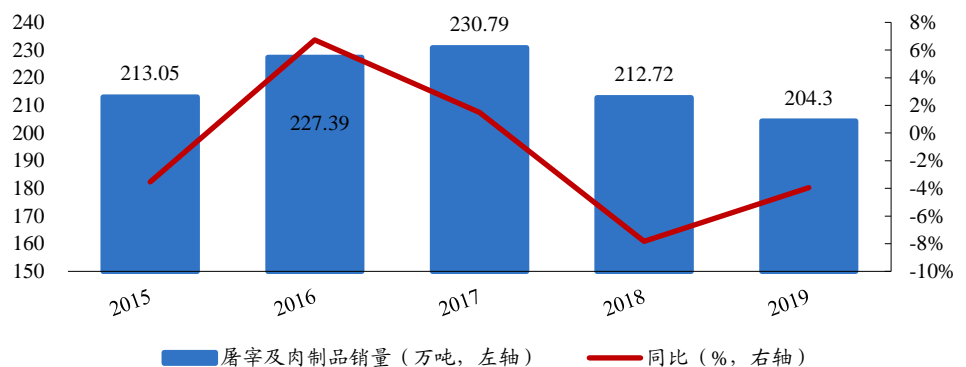
公司饲料规模全国第一, 结构以禽料为主。公司的饲料业务经过长期发展, 在国内饲料行业保持多年规模第一的地位, 其中禽料全国第一, 猪料、水产料及反刍料也位列全国前三。中国产业信息网数据显示, 2014 年至 2018 年公司饲料产量占全国饲料总产量的比重均超过 7%。公司在具备较大规模的基础上, 积极地探索商业模式的转型升级, 除了销售饲料产品以外, 同时为农户提供技术服务、信息服务以及面向大型养猪场的托管服务, 在养禽和养猪领域都设立了养殖培训管理公司或养殖服务公司, 促进与规模化养殖场或养殖户的直接对接, 促进饲料业务规模的可持续增长。

图11: 公司饲料产量全国第一, 占比超 7%


数据来源: Wind、中国产业信息网、开源证券研究所

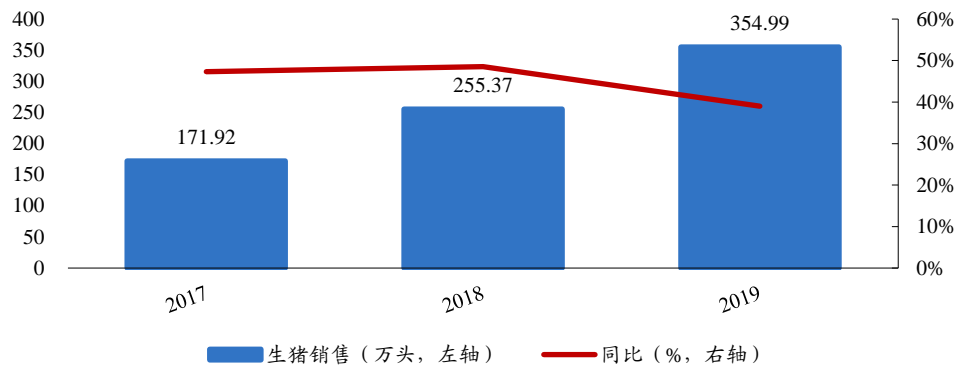
注: 行业信息仅更新至 2018 年

公司禽屠宰量行业第一, 禽肉品牌影响力较大。公司年报数据显示, 2015 年至 2019 年公司屠宰及肉制品销量均超过 200 万吨, 其中大部分为禽肉, 小部分为猪肉。公司凭借每年约 7 亿只的禽屠宰量, 生产及销售约 200 万吨的禽肉, 高居行业第一位。旗下的“六和”品牌禽肉是 2010 年上海世博会、2018 年青岛上合组织峰会的指定禽肉供应商, 具有较强的品牌影响力。

图12: 公司屠宰及肉制品销量超 200 万吨


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

有序控制生猪出栏节奏, 2019 年同比增长 39.01%。公司生猪养殖业务有序开展, 2015 年生猪出栏量仅 87.28 万头, 在生猪产业发展战略规划指引下, 公司稳步发展生猪养殖业务, 于 2017 年及 2019 年实现较大幅度的同比增长, 其中, 2016-2017 年受国家环保政策限制养殖影响, 生猪价格高涨, 公司合理安排生猪出栏。2019 年全国生猪养殖行业受非洲猪瘟疫情影响, 供给端产能收缩, 生猪价格大幅上涨, 在行业公司下调出栏预期的同时, 公司凭借优异的管理能力, 降低了疫情风险对产能释放的影响, 2019 年按照计划完成 354.99 万头生猪出栏量, 实现同比增长 39.01%。

图13: 公司 2018 年至 2019 年生猪销售同比增长 39.01%


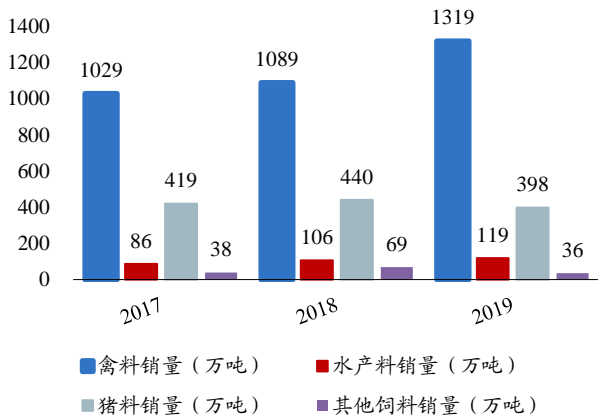
数据来源：公司年报、开源证券研究所

注：生猪销售量均为 2018 年及以后新口径下统计，已剔除掉仔猪与种猪内销的影响

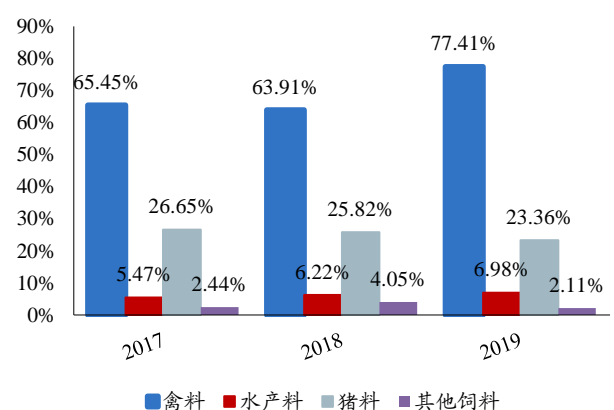
3、基石：做大饲料，做精白羽肉禽

3.1、饲料业务规模持续提升，行业龙头地位稳固

改善饲料产品结构，提升高毛利产品占比。公司饲料业务经历多年发展，成为全国饲料产量最高的企业，但公司的主要饲料产品以毛利率较低的禽料为主，公司年报数据显示，禽料占比均超 60%。公司禽料销量稳居全国第一，由于行业整体提升空间有限，限制公司禽料规模大幅增长。公司不断调整自身产品结构，加大对高毛利率的猪料和水产料的投入。公司水产料产量逐年提升，猪料方面，2019 年行业遭受非洲猪瘟打击，饲料需求下降，猪料销量出现下滑。2019 年公司年报数据显示，非洲猪瘟影响下公司猪料销量下降，但同比降幅仍好于行业整体水平，水产料和禽料维持较高增速。

图14: 公司饲料以禽料为主


数据来源：公司年报、开源证券研究所

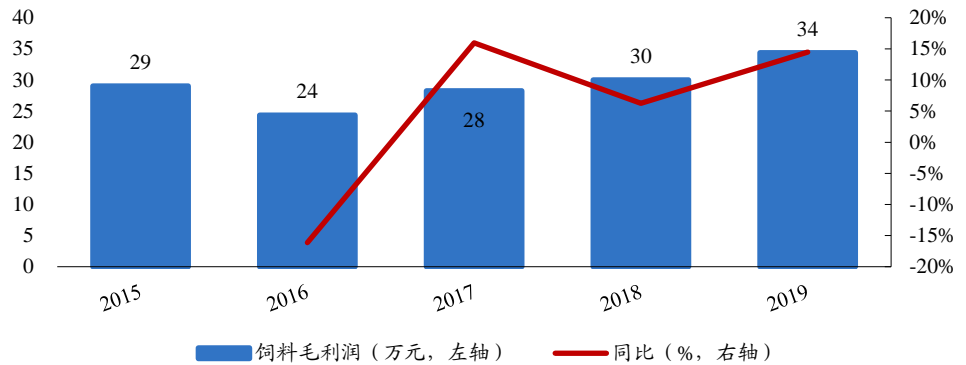
图15: 公司水产料占比逐步提升


数据来源：公司年报、开源证券研究所

采购能力及运营效率不断提升，毛利润持续增长。公司在自身规模优势的助力下，不断提高自身采购能力及运营效率。2018 年开始外部风险增加，公司采购形势更为复杂，公司开始积极在国内多地开发原料直采基地，近距离对接上游供应商，同时于 30 多家大型企业签订采购协议，建立了良好的原料采购协同机制，使得公司内

部业务区域之间、技术与采购直接额协同效应发挥最大效益。在公司采购和运营效率不断提升下，单吨成本改善，2019 年公司饲料业务毛利润突破 34 亿元，创公司成立以来新高。

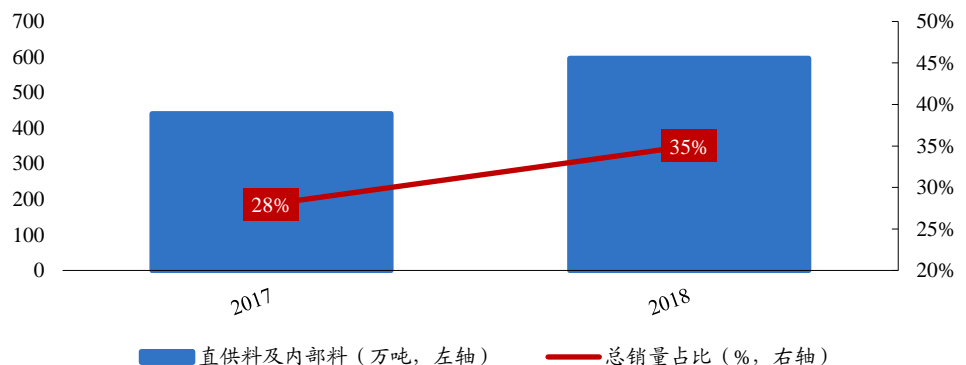
图16：2019 年公司饲料毛利润突破 34 亿元，创公司成立以来新高



数据来源：公司年报、开源证券研究所

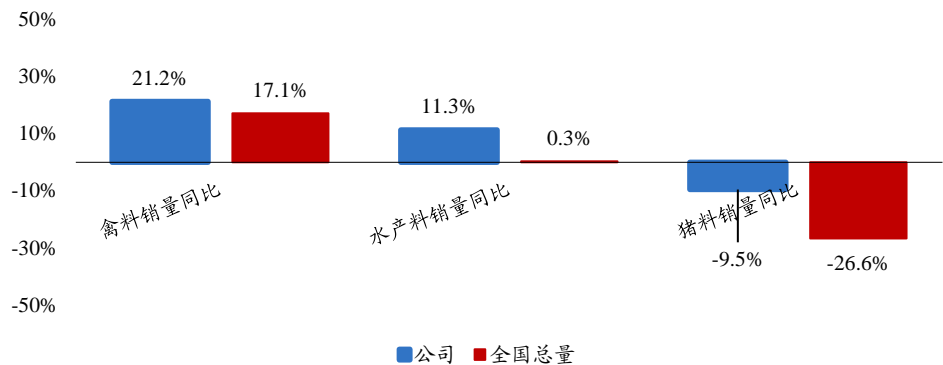
围绕养殖户提升产品服务力，加大对内饲料销售力度。公司设立了饲料营销学院，对营销人员组织培训。在四川、重庆、湖北等地的饲料分子公司中试点设立体验中心，通过形式多样的展示与交互活动加强客户感知与认同。同时，公司在全国范围内开展培训活动，培训了超过 2.15 万名农户，在帮助他们提升养殖技能的同时，也拉动了公司的饲料销售。在下游养殖业务的带动下，2018 年公司年报数据显示，各口径合计的直供料与内部料达到 596 万吨，同比增长约 28%（公司饲料总销量同比增长 8.38%），下游养殖业务的蓬勃发展，有效带动了公司饲料销量增速。

图17：受下游养殖业务带动，内部饲料销量占比提升



数据来源：公司年报（2018）、开源证券研究所

得益于核心竞争力提升，公司饲料销量增速优于行业平均水平。公司饲料业务产品结构优化、采购力及运营效率提升，不断加强服务力及下游养殖的协同效应，使得各项饲料产品增速均优于全国。公司年报数据显示，2019 年公司禽料销量同比增加 21.2%，全国禽料同比增长 17.1%，水产料销量同比增长 11.3%，全国水产料同比增加 0.3%，受非洲猪瘟影响全国猪料销量同比下降 26.6%，公司仅下降 9.5%。随着公司饲料业务核心竞争力不断提升，饲料规模有望继续高速增长，公司预计 2022 年饲料总销量突破 2500 万吨。

图18: 公司各项饲料销量表现优于全国


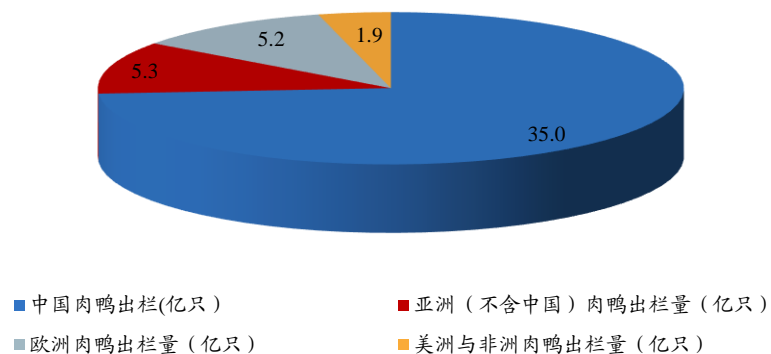
数据来源: 公司年报 (2019)、开源证券研究所

综上所述,公司未来将继续保持饲料业务的规模优势,积极调整产品结构,向养殖服务型转变,努力提高饲料产销量的同时,饲料业务毛利率不断提升,盈利能力稳步增强。

3.2、白羽肉禽核心育种技术突破,加大自养基地建设

白羽肉禽业务是公司发展的重要基础,该业务主要包含白羽肉鸭及白羽肉鸡两条业务线,公司对白羽肉禽业务的发展战略是保持总体规模稳步增长。在此基础上公司不断整合上游白羽肉鸭育种资源及下游屠宰加工产能,努力建立禽养殖及屠宰一体化企业。

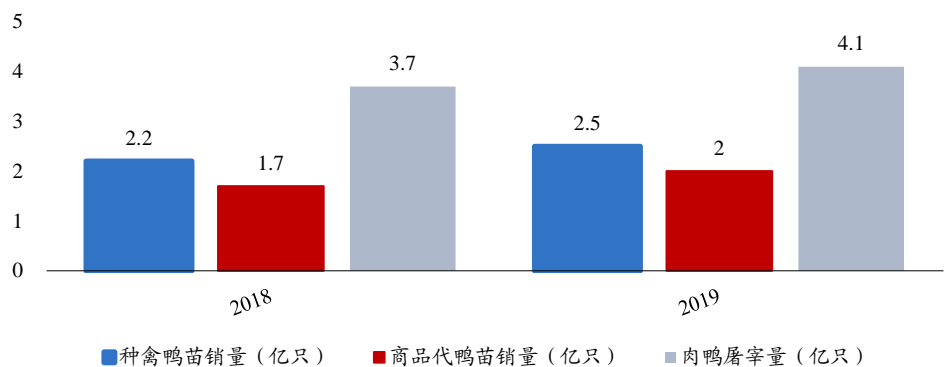
公司新肉鸭品种培育成功,对行业影响深远。中国是鸭肉生产大国,根据 FAO 数据显示,2018 年中国肉鸭出栏量约 35 亿只,占世界肉鸭出栏量的 74.3%。其中白羽肉鸭占比较大,在种禽方面,由于中国没有自己的白羽肉鸭品种,国内多以引进英国樱桃谷鸭为主。2018 年底公司与中国农科院联合培育的、具有完全知识产权的“中新瘦肉型北京鸭”(简称:中新鸭)通过国家畜禽遗传资源委员会审定,打破了我国白羽肉鸭依赖进口的状况。相比英国进口的樱桃谷鸭,该品种具有瘦肉率高、屠宰出成率高、饲养效率高、生长速度快、商品代效益好、产业链价值大等多方面优势。新品种已于 2019 年正式上市,在公司现有业务内全面推广。

图19: 我国肉鸭出栏量占全世界比重约为 74.3%, 2018 年出栏 35 亿只


数据来源: FAO、开源证券研究所

公司肉鸭品种开始推广，禽产业链盈利能力改善。由于此前从国外引进种鸭，导致产生较高的引种费用。以公司为例，一只 1 日龄祖代种鸭引种费为 500 元，公司每年引种 320-480 单元的祖代种鸭，需要向英国樱桃谷公司支付引种费 1760-2640 万元。另外，还需要每年给合资方支付盈利的 50%，“中新鸭”品种上市将减少引种费用及盈利分成部分的支出。同时公司“中新鸭”的料重比比引种品种低 0.02，每只鸭可节约饲料 60 克，假设公司年出栏量 4.5 亿只肉鸭，总节约饲料 2.7 万吨，价值约 6750 万元。公司预计未来 2-3 年新品种将在全国全面推广，2021 年实现白羽肉鸭市场份额占比 20% 以上，公司禽产业链价值及盈利将进一步提升。

图20：2019 年公司肉鸭年屠宰量超 4 亿只



数据来源：新希望公司 PPT、人民网、开源证券研究所

未来公司加大基地建设，专注白羽肉禽一体化整合。公司禽养殖基地发展上，将继续坚持自养基地建设，引导委托代养转型。自养基地建设方面，通过自建、租赁和并购养殖场的模式，完成建立 1 个一体化项目至少 1 个自养基地的目标。代养合作转型方面，通过帮助农户进行环保棚舍升级等方式，增进与农户紧密合作的意愿，签订 2 年以上连养合同，进而推动原有松散型委托代养模式向紧密型委托代养模式转变，未来实现公司对鸡线业务直控比例为 50%，鸭线业务直控比例为 80% 的目标。

图21：公司未来进一步加大自养基地建设力度



资料来源：新希望公司 PPT、公司公告、开源证券研究所

综上所述，我们认为未来公司白羽肉禽业务有两大看点：1) 肉鸭方面，实现育种突破，打破国外育种技术垄断，降低了公司的引种及养殖成本，同时提高了公司在肉鸭行业的核心竞争力，使得公司禽产业链价值提升；2) 整体养殖模式由松散型向紧密型转变，公司加大自养基地建设，增强养殖效率和质量控制能力，深入完善禽产业链一体化。

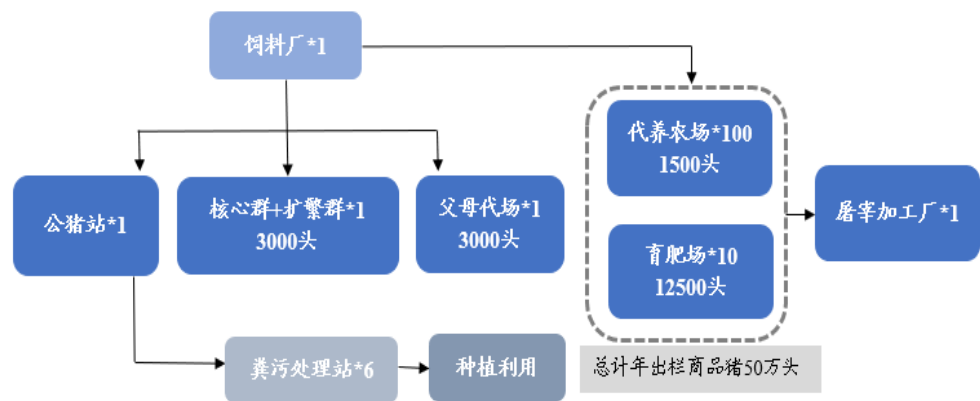
4、支柱：聚落化养猪，力争出栏量全国前三

生猪养殖业务是公司战略转型的重大举措，公司自 2016 年起开始加大对养猪业务的投入，在 2018 年至 2019 年期间，面对猪价下行、非洲猪瘟等各种行业不利因素，公司依旧按照自身发展规划，坚定不移的进行养猪业务扩张。中长期来看，养猪业务有望成为公司新的增长极。

4.1、公司采用聚落化养殖模式，全产业链防控体系贡献突出

聚落化养殖实现所有养殖环节高效配套管理。公司养猪业务通过在优势区域布局聚落化养殖，打造一体化种养结合的现代化养猪产业公司。采取合作育肥和自育肥并重两种模式并重，使得公司养殖量实现高效快速增长。聚落化养殖模式和普通合作育肥模式的区别主要在于三点：1）聚落里种猪是配套的，聚落里有内部的生产核心群；2）聚落的猪苗是按照物流量计算过的，物流、人员配置、财务、行政等是计算过的，能达到规模效应。3）聚落是分区域的，区域内也会配套屠宰，减少物流成本。整个区域按照最优规模，统一规范配置养殖人员、猪苗数量、饲料、屠宰加工厂等。

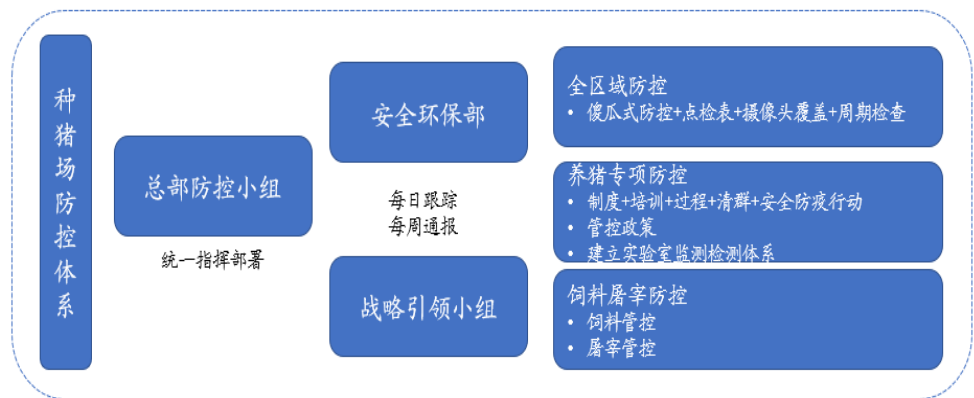
图22：典型聚落化养殖模式年出栏 50 万头商品猪



资料来源：新希望公司 PPT、公司公告、开源证券研究所

非洲猪瘟下出栏计划如期完成，全产业链防控优势明显。2018 年下半年全国开始爆发非洲猪瘟疫情，公司依托自身全产业链带来的防控优势，在同行业其他公司下调出栏预期时，公司按计划完成 2018 年及 2019 年出栏目标。体现出了较强的抗疫情风险能力，主要得益于两个方面：1）公司生猪养殖业务起步于 2015 年，猪舍建造及养殖设施较完善，方便依据最新的生物防疫设施进行猪场修建；2）公司依托自身产业链优势，建立饲料-养猪-屠宰全覆盖的非洲猪瘟防控体系。该体系建立了单线一对一的防控检测，可以严格落实各环节具体的防控措施，体现了行业一体化发展的优势和价值。

图23: 非洲猪瘟防控涉及养殖全部环节

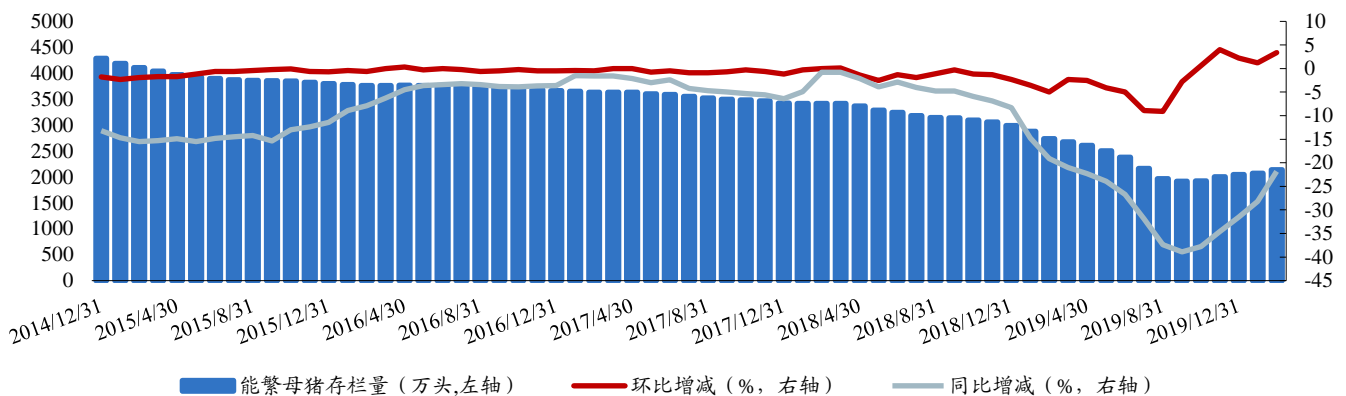


资料来源: 新希望公司 PPT、公司公告、开源证券研究所

4.2、2020 年生猪价格维持景气，公司出栏量有望翻倍

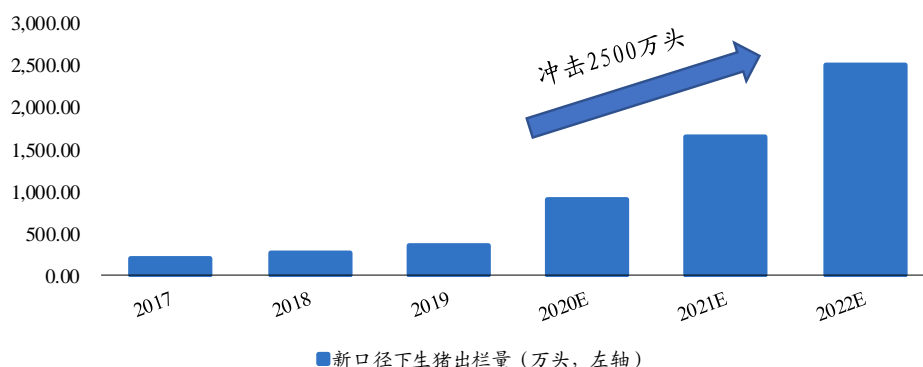
2020 年生猪产能恢复速度有限，生猪价格仍维持高位。根据农业农村部统计数据显示，2019 年上半年能繁母猪存栏量大幅下降，最大单月同比降幅达 38.90%，2019 年 10 月开始，能繁母猪存栏量环比增速由负转正，已连续 5 个月回升，同比跌幅逐步缩小，但同比下降比例仍超 20%。我们认为，生猪产能恢复期限拉长，2020 年价格有望维持高位。

图24: 能繁母猪同比仍下降 20%以上，2020 年生猪价格有望维持高位



数据来源: Wind、农业农村部、开源证券研究所

公司 2020 年计划出栏量翻番，生猪养殖业务有望迎来量价齐升。2019 年行业受非洲猪瘟影响，全国生猪出栏量大幅下滑。2019 年上半年非洲猪瘟禁运政策影响种猪调运，公司及时调整经营策略，增加外购仔猪力度，使得公司 2019 年按计划完成 350 万头出栏目标（实际出栏 355 万头），其中自育肥占比约为 10%，维持与 2018 年相近水平。2020 年公司计划出栏生猪 800-1000 万头，相比 2019 年出栏量实现翻倍，考虑到 2020 年生猪缺口仍存，全年生猪价格均价或高于 2019 年，公司业绩有望实现量价齐升。

图25：预计 2020 年公司生猪出栏量翻倍


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：新口径指剔除掉仔猪与种猪内销的影响

公司项目储备充足，2020 年底竣工项目对应商品猪出栏或超 1400 万头。公司坚持养猪长期规划不动摇，2019 年底最新开始筹备的在建项目有 26 个，区域涉及国内及国外，国内主要分别在广西、广东、山东、辽宁、安徽、四川、湖南、贵州、河南等地，国外新增菲律宾项目，其中竣工日期除菲律宾项目以外，均在 2020 年底前完成，有望实现出栏量 1500 万头，继续冲击 2022 年出栏 2500 万头目标。

表1：2019-2020 年在建项目共计出栏量为 1548.5 万头

项目名称	商品猪出栏量 (万头)	筹备日期	拟竣工日期
广西河池新建年出栏 50 万头生猪养殖项目	50	2019 年 12 月	2020 年 7 月
湖北襄阳新建年出栏 35 万头生猪养殖项目	35	2019 年 12 月	2020 年 7 月
河北定州新建年出栏 70 万头生猪养殖项目	70	2019 年 3 月	2020 年 9 月
广西南宁新建年出栏 120 万头生猪养殖项目	120	2019 年 12 月	2020 年 9 月
湖南郴州新建年出栏 150 万头生猪养殖项目	150	2019 年 12 月	2020 年 9 月
山东莱西新建年出栏 200 万头商品猪项目	200	2019 年 12 月	2020 年 9 月
辽宁锦州新建年出栏 30 万头生猪养殖项目	30	2019 年 12 月	2020 年 4 月
辽宁锦州新建年出栏 15 万头生猪养殖项目	15	2019 年 12 月	2020 年 7 月
菲律宾新建年出栏 16.5 万头商品猪项目	16.5	2020 年 7 月	2021 年 3 月
四川广安新建年出栏 100 万头生猪养殖项目	100	2020 年 1 月	2020 年 9 月
广西贺州新建年出栏 40 万头生猪养殖项目	40	2020 年 1 月	2020 年 9 月
安徽滁州新建年出栏 50 万头生猪养殖项目	50	2020 年 1 月	2020 年 9 月
广东肇庆新建年出栏 70 万头生猪养殖项目	70	2020 年 1 月	2020 年 9 月
安徽蚌埠新建年出栏 110 万头生猪养殖项目	110	2020 年 1 月	2020 年 9 月
山东高密新建年出栏 30 万头生猪养殖项目	30	2020 年 1 月	2020 年 8 月
山东诸城新建年出栏 30 万头生猪养殖项目	30	2020 年 2 月	2020 年 8 月
广东韶关新建年出栏 85 万头生猪养殖项目	85	2020 年 4 月	2020 年 12 月
湖北孝感新建年出栏 50 万头生猪养殖项目	50	2020 年 3 月	2020 年 9 月
山东菏泽新建年出栏 20 万头生猪养殖项目	20	2020 年 3 月	2020 年 9 月
广东清远新建年出栏 35 万头生猪养殖项目	35	2020 年 3 月	2020 年 9 月
广东湛江新建年出栏 35 万头生猪养殖项目	35	2020 年 3 月	2020 年 9 月
广西南宁武鸣新建年出栏 15 万头生猪养殖项目	15	2020 年 3 月	2020 年 8 月
广西南宁西盛新建年出栏 19 万头生猪养殖项目	19	2020 年 3 月	2020 年 8 月
贵州毕节新建年出栏 15 万头生猪养殖项目	15	2020 年 3 月	2020 年 8 月

河北保定新建年出栏 17 万头生猪养殖项目	17	2020 年 3 月	2020 年 8 月
陕西延安新建年出栏 17 万头生猪养殖项目	17	2020 年 3 月	2020 年 9 月
四川绵阳新建年出栏 40 万头生猪养殖项目	40	2020 年 4 月	2020 年 9 月
湖南衡阳新建年出栏 30 万头生猪养殖项目	30	2020 年 4 月	2020 年 9 月
贵州黔东南新建年出栏 24 万头生猪养殖项目	24	2020 年 4 月	2020 年 9 月
河南濮阳新建年出栏 30 万头生猪养殖项目	30	2020 年 4 月	2020 年 9 月
合计	1548.5	-	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

强大资金实力及多元融资渠道，为公司养殖产能扩张保驾护航。公司以多元的融资渠道和优质的现金流，为生猪养殖项目前期的资本投入打下良好基础。公司信用评级常年维持 AAA 水平，信用水平良好，资本市场融资成本较低。公司 2016 年开始加大生猪养殖业务的资本投入，2017 年发行股份及现金支付购买杨凌本香 70% 股权。2019 年发行 40 亿可转债，用于投资多个生猪养殖项目，合计商品猪出栏超 350 万头。

表2：2019 年后通过资本市场融资频率增加，投资生猪养殖项目

募集时间	募集方式	规模（亿元）	募集用途
1999 年	配股	1.85	筹建菲律宾新希望（马尼拉）饲料有限公司；泰国新希望（清迈）饲料项目及化工项目
2007 年	公开增发	11.53	海外饲料项目（孟加拉、越南、印尼）；国内饲料项目（河北、海南）；千喜鹤生猪屠宰及加工项目
2013 年	非公开发行股票	30.00	强化“养殖终端和消费终端”两个终端建设；加快海外发展步伐；打造核心技术能力；信息系统全面升级，建立完整数据库，实现生产过程可视化
2016 年	中期票据	20.00	补充流动资金，发行利率 3.13%，期限 3 年
2017 年	发行股份及支付现金购买资产	6.16	其中通过非公开发行股份支付交易对价的 65%，4 亿元，支付现金 2.1 亿元，共计 6.1 亿元购买杨凌本香 70% 股权
2019 年	可转债	40.00	山东德州、黄骅李官庄、禹城市、阳原县、通辽、乐山及河南灵宝生猪养殖项目，合计超 350 万头商品猪出栏
2020 年	中期票据	20.00	新冠疫情防控及偿还生产经营部分银行贷款，发行利率 3.43%，期限 3 年
2020 年	非公开发行股票	40.00	本次募集资金投资项目主要围绕生猪养殖业务，包含朔州、甘肃、郴州、莱州、定州、清风等生猪养殖项目筹建
2020 年	永续期公司债券	100.00	计划分期发行，首期拟发行不超过 30 亿元，募集资金拟用于生猪养殖场建设项目、偿还公司有息债务、补充营运资金及法律法规允许的其他用途

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：表中列示公司部分主要项目资金募集情况，不包含短期融券业务等。

综上所述，生猪养殖业务将成为公司的支柱型业务，大力发展生猪养殖业务进一步拓宽公司产业链，产业链协同效应有望进一步放大。

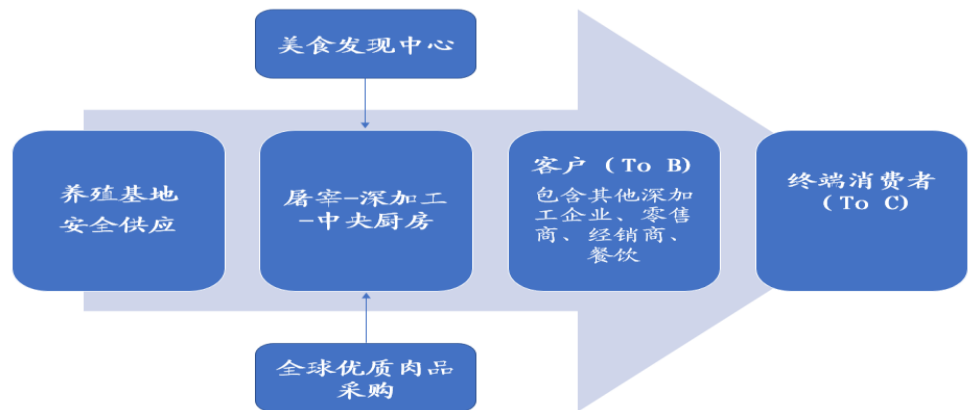
5、发展：全产业链优势，铸就优质畜禽蛋白供应商

公司食品业务是未来转型发展的重要方向，是实现全产业链的重要环节。公司 2018 年进行组织架构调整前，食品业务包含禽屠宰业务，为了加强白羽肉禽业务上下游一体化的产销联动，将肉禽屠宰业务划分至禽产业，调整后的食品业务只包含猪屠宰、肉制品深加工及中央厨房等细分领域。

5.1、食品业务深耕优质渠道，挖掘千亿爆品

依托全产业链优势，公司产品品类丰富。公司食品业务从上游养殖基地开始到食品深加工，公司全产业链监控，保障食品安全。产品种类方面，公司产品分为生鲜肉食、调理食品、预制菜系和包装食品。生鲜肉食包括猪肉品牌千喜鹤、高端牦牛品牌雪域雅克等；调理食品有六和美食，分为串类、丸子类、煎炸烤类和肠类；预制菜系品牌嘉和一品，旗下有面食、汤品、粥、菜肴和健康类产品；包装食品有休闲类的美好、高端类的 O right。未来公司将继续通过美食发现中心研发符合消费者需求的千亿爆款食品，不断深化食品业务发展，打造公司品牌。

图26：公司食品业务全产业链优势突出



资料来源：新希望公司 PPT、开源证券研究所

开拓优质渠道，创新社群营销方式。公司现有产品渠道以批发市场为主，售价偏低，未来公司重点开拓餐饮、商超、新零售及电商渠道。餐饮渠道方面，公司新开发了美的新厨科技、叮叮鲜食等客户，并获得海底捞年度最佳供应商称号；商超渠道方面，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，销量获类第一。新零售渠道方面，已开拓新零售类客户 47 个；电商渠道方面，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，并新开发了美团快驴、鲜易网等客户。除拓展渠道外，未来公司还将通过线上新型社交工具进行社群营销方式（如小红书、抖音等），增加公司产品曝光率。

图27：针对各渠道头部客户，开发更多受欢迎的产品



资料来源：新希望公司 PPT

通过不断投资，完善食品加工产业链。公司投资项目类型覆盖禽肉深加工、猪肉深加工、禽副产品加工等。在非洲猪瘟爆发之后，随着国家政策逐步转向区域化防控、区域内供需平衡，公司也迅速行动，结合猪养殖业务的布局，寻找在猪屠宰业务上合作与并购机会。

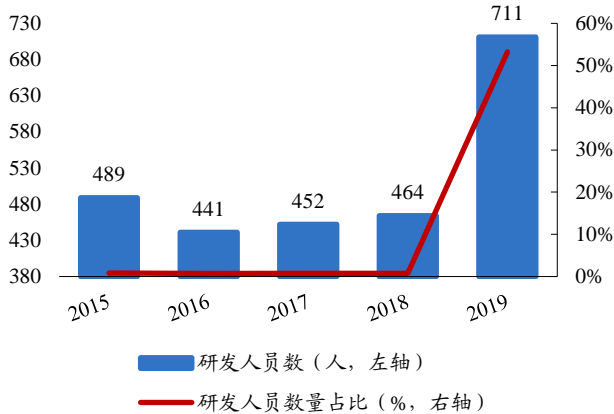
表3：公司持续投资食品加工产业链

时间	投资事项
2016.1	参股久久丫，成为其单一第一大股东
2016.3	收购嘉和一品中央厨房资产，经营良好量利稳步提升
2016.3	山东嘉祥屠宰厂迁址新建
2016.7、10	收购山东两家食品合资公司少数股权，转为全资子公司
2016.12	与法国科普利信集团设立食品深加工合资公司
2016.12 及 2017.4、12	参股并连续增资重庆冻品供应链平台公司“冻品汇”
2017.3	收购山东两家食品合资公司少数股权，转为全资子公司
2018.1	增资山东安丘白羽肉鸡产业项目，增加熟食产能
2018.3	在青岛新设公司开展鲜鸭血经营项目
2018.4	山东济宁建设鸭架肉骨粉加工项目
2018.6	河北千喜鹤预调理产品项目

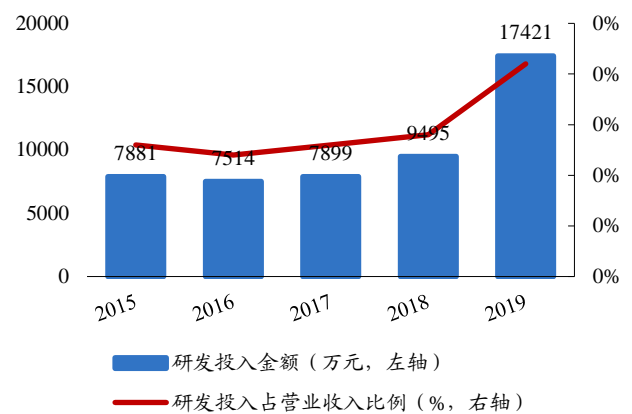
资料来源：新希望公司 PPT、公司公告、开源证券研究所

5.2、研发实力强劲，稳步迈向海外市场

公司拥有强大的研发实力，技术沉淀引领公司未来发展。公司根据自身业务需求组建了 5 个研究院，分别是饲料研究院、养猪研究院、养禽研究院、食品研究院和信息研究院。不同研究院侧重公司不同的业务主线，以饲料研究院为例，公司现已经建立起全行业最大的饲料营养与原料数据库，并和国内、外多家原料供应商紧密合作，及时掌握全国范围内的饲料原料品质信息，使公司可以及时地制定最优的营养和成本组合，降低原料价格波动带来的负面影响。研发投入方面，公司已建立了集产业技术、产品技术、工艺技术等“多位一体”的技术研发队伍，2015 年以来，公司研发人员稳居 440 人以上，年研发投入超过 7500 万元，2019 年公司加大饲料、养猪、养禽、信息及食品等方面的研发，研发人员增加至 711 人，同比增长 53.23%，研发费用为 1.74 亿元，为公司未来创新成果和稳步发展打下了坚实的基础。

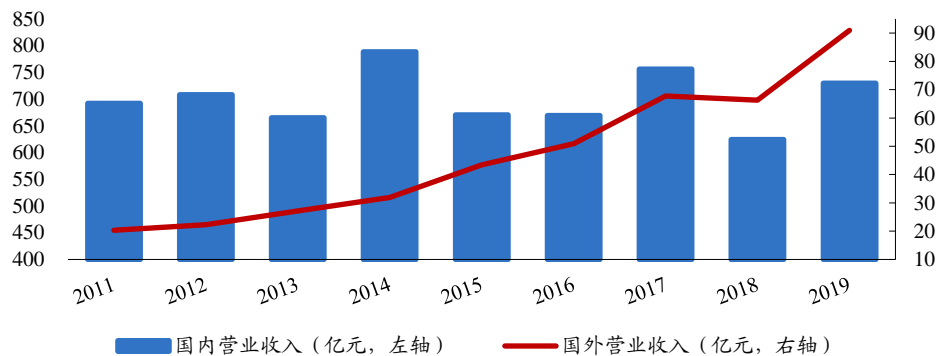
图28: 2019 年公司研发人员数量超过 700 人


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图29: 2019 年公司研发投入为 1.74 亿元


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

20 年深耕海外，营业收入稳步增长。公司海外布局开始于 1999 年，在越南胡志明市建立了第一个海外饲料厂，经历 20 年的发展，公司在越南的布局已经形成产业链式发展，下属 8 个饲料公司、3 个养猪公司以及 1 个租赁种鸭场。以此为开端的公司海外业务，现已遍布亚洲、非洲等 17 个国家，2011 年以来，公司海外业务营业收入稳步增长。国内业务营业收入受行业景气度影响略有波动，但海外业务一直维持较高增速，2019 年海外业务营业收入占公司总营业收入比例超过 10%，未来公司有望在多个国家市场形成全产业链的全新竞争格局，进一步开拓海外市场。

图30: 国外营业收入稳步增长，与国内营业收入相关性较弱


数据来源: Wind、公司年报、开源证券研究所

综上所述，公司未来长期发展主要依托食品业务不断放量，进一步凸显公司全产业链高品质优势，同时依靠强劲的研发实力，不断向国内和国外进行拓展，为全世界提供更优质且种类丰富的动物蛋白来源。

6、盈利预测与投资建议

- 1) **饲料业务:** 考虑饲料价格波动不大, 公司饲料规模不断扩大, 下游禽及生猪养殖业务不断发展, 内部消耗饲料逐步增加, 我们预计 2020-2022 年公司猪料同比增速加快, 假设 2020-2022 年公司猪料销量(扣除内部抵减)为 266、292、322 万吨。禽料方面, 考虑 2020 年禽链景气度持续, 饲料需求依旧强势, 2021-2022 年行业供给增多, 价格景气度降低, 公司禽料销量增幅缩窄, 我们预计 2020-2022 年公司禽料销量(扣除内部抵减)分别为 1299、1429、1501 万吨。水产料及其他饲料方面, 考虑公司水产料及其他饲料发展势头良好, 维持原有增速, 我们预计 2020-2022 年水产料及其他饲料销量分别为 171、188、206 万吨。
- 2) **禽产业:** 由于 2020 年禽链景气度持续, 2021-2022 年行业供给增多, 价格景气度降低, 我们预计 2020-2022 年鸡苗价格分别为 7.50、4.00、3.00 元/只; 鸭苗价格分别为 5.30、4.00、3.00 元/只; 禽肉价格分别为 11100、9500、9000 元/吨。同时考虑到公司禽产业中, 鸡线及鸭线自控比例逐步提高, 鸡鸭苗内部抵减数量增加, 我们预计 2020-2022 年鸡苗销量(扣除内部抵减)分别为 13000、12740、12103 万只, 鸭苗销量(扣除内部抵减)分别为 5000、4900、4655 万只; 禽肉方面, 考虑屠宰产能稳步增加, 我们预计 2020-2022 年禽肉销量(扣除内部抵减)分别为 174、178、181 万吨。
- 3) **猪产业:** 由于 2020 年猪肉缺口仍旧存在, 我们预计猪肉价格全年均价同比继续提升。2021 及 2022 年随着猪肉产能回升, 预计猪肉价格走弱。我们假设 2020-2022 年公司生猪养殖产品销售均价分别为 34.00、24.00、18.00 元/公斤。同时考虑公司生猪养殖业务不断放量, 我们预计 2020-2022 年公司生猪出栏量分别为 800、1700、2300 万头。
- 4) **投资收益:** 考虑到公司的控股子公司新希望投资有限公司持有民生银行 18.28 亿股股票, 持股比例为 4.1759%, 参考 Wind 一致预期对民生银行 2020-2022 年归母净利润增速预期约为 6%, 我们预计 2020-2022 年公司民生银行投资收益分别为 17.67、18.73、19.85 亿元。

表4: 公司主要业务销量假设拆分

大类业务	细分产品	2020E	2021E	2022E
禽产业	鸡苗价格(元/只)	7.50	4.00	3.00
	鸭苗价格(元/只)	5.30	4.00	3.00
	禽肉(元/吨)	11100	9500	9000
猪产业	生猪均价(元/公斤)	34.00	24.00	18.00
投资收益	民生银行持股收益(亿元)	17.67	18.73	19.85

资料来源: 开源证券研究所

表5: 公司主要业务销量假设拆分

大类业务	细分产品	2020E	2021E	2022E
饲料	猪料（万吨）	266	292	322
	禽料（万吨）	1299	1429	1501
	水产料及其他饲料（万吨）	171	188	206
禽产业	鸡苗（万只）	13000	12740	12103
	鸭苗（万只）	5000	4900	4655
	禽肉（万吨）	174	178	181
猪产业	生猪出栏量（万头）	800	1700	2300

资料来源：开源证券研究所

注：猪料、禽料、鸡苗、鸭苗及禽肉销量假设均为扣除内部抵消后

短期看，公司业绩有望受益于生猪价格上涨带来的利润增厚，中长期看，我们认为公司未来饲料、养殖到食品深加工全产业链模式，将使得公司营业收入规模进一步扩大，业绩稳定性增强。基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 153.37、195.09、161.75 亿元，EPS 分别为 3.64、4.63、3.84 元（以最新股本全面摊薄），当前股价对应 PE 分别为 8.8、6.9、8.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值：新希望 PE 估值略低于行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002311.SZ	海大集团	38.73	612.07	1.04	1.47	1.83	2.12	37.24	26.35	21.20	18.31
002385.SZ	大北农	8.00	335.63	0.12	0.62	0.71	-	66.67	12.91	11.32	-
002548.SZ	金新农	9.52	41.21	0.37	1.41	1.58	-	25.73	6.77	6.02	-
002567.SZ	唐人神	8.30	69.44	0.24	1.88	2.24	-	34.43	4.41	3.71	-
002100.SZ	天康生物	12.22	130.54	0.61	2.50	2.19	-	20.03	4.90	5.58	-
002124.SZ	天邦股份	12.00	139.16	0.10	3.89	3.52	-	120.00	3.09	3.41	-
002157.SZ	正邦科技	17.98	459.73	0.69	4.18	4.64	-	26.06	4.30	3.87	-
平均值							-		8.94	7.75	13.31
000876.SZ	新希望	31.90	1,344.91	1.20	3.64	4.63	3.84	26.58	8.76	6.89	8.31

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：新希望数据为开源农业预测，其他各公司 2019 年 EPS 来自于 2019 年业绩快报，2020 年 EPS 来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 4 月 2 日数据

7、风险提示

生猪产能快速恢复，肉类供给增加，猪肉及鸡肉价格下跌；禽链景气度大幅下降，公司禽料及禽产业业务业绩不达预期；公司食品业务拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	13591	17179	28587	49915	66526
现金	5451	5777	17521	35661	53538
应收票据及应收账款	632	958	1211	1302	1289
其他应收款	434	347	719	515	757
预付账款	483	644	893	888	949
存货	5395	9308	8098	11405	9847
其他流动资产	1196	145	145	145	145
非流动资产	34353	47039	55123	60855	63847
长期投资	18728	21122	25707	30341	34996
固定资产	9268	16336	20047	21606	20733
无形资产	1391	1389	1414	1430	1424
其他非流动资产	4966	8193	7956	7478	6694
资产总计	47944	64218	83710	110771	130373
流动负债	18463	26196	26452	29073	28646
短期借款	8271	13621	13621	13621	13621
应付票据及应付账款	4301	5513	6105	6912	7273
其他流动负债	5890	7063	6727	8540	7752
非流动负债	2146	5372	4845	3899	2465
长期借款	1823	4954	4427	3482	2048
其他非流动负债	322	417	417	417	417
负债合计	20608	31568	31297	32972	31111
少数股东权益	5761	6588	11647	18398	24253
股本	4216	4216	4216	4216	4216
资本公积	2438	2508	2508	2508	2508
留存收益	15200	19991	33651	54611	72611
归属母公司股东权益	21575	26062	40766	59400	75009
负债和股东权益	47944	64218	83710	110771	130373

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3337	4437	20916	26175	23559
净利润	2722	6181	20396	26260	22030
折旧摊销	1172	1355	1948	2390	2654
财务费用	341	434	452	379	288
投资损失	-2182	-2379	-2216	-2248	-2256
营运资金变动	329	-1568	336	-609	840
其他经营现金流	956	415	1	3	3
投资活动现金流	-2392	-8737	-7817	-5877	-3393
资本支出	3707	9346	3499	1098	-1663
长期投资	690	300	-4585	-4661	-4655
其他投资现金流	2005	909	-8904	-9440	-9711
筹资活动现金流	1403	4695	-1355	-2158	-2288
短期借款	2141	5349	0	0	0
长期借款	-791	3131	-527	-945	-1434
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	11	70	0	0	0
其他筹资现金流	42	-3856	-828	-1213	-854
现金净增加额	2345	321	11744	18139	17877

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	69063	82051	111958	129704	133744
营业成本	63033	72150	85413	95702	104289
营业税金及附加	138	142	205	250	250
营业费用	1650	1813	2642	3055	3114
管理费用	2052	2702	3407	4022	4149
研发费用	92	173	112	117	120
财务费用	341	434	452	379	288
资产减值损失	698	-166	0	0	0
其他收益	95	113	0	0	0
公允价值变动收益	2	-12	-1	-3	-3
投资净收益	2182	2379	2216	2248	2256
资产处置收益	-58	-98	0	0	0
营业利润	3241	6669	21944	28424	23787
营业外收入	58	79	103	72	78
营业外支出	309	317	244	259	282
利润总额	2991	6431	21802	28238	23582
所得税	269	250	1406	1978	1553
净利润	2722	6181	20396	26260	22030
少数股东损益	1017	1139	5059	6751	5855
归属母公司净利润	1705	5042	15337	19509	16175
EBITDA	4620	8765	24381	30786	25815
EPS(元)	0.40	1.20	3.64	4.63	3.84

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.4	18.8	36.5	15.9	3.1
营业利润(%)	-2.6	105.7	229.1	29.5	-16.3
归属于母公司净利润(%)	-25.2	195.8	204.2	27.2	-17.1
获利能力					
毛利率(%)	8.7	12.1	23.7	26.2	22.0
净利率(%)	2.5	6.1	13.7	15.0	12.1
ROE(%)	10.0	18.9	38.9	33.8	22.2
ROIC(%)	9.2	15.5	34.8	33.8	23.5
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0	49.2	37.4	29.8	23.9
净负债比率(%)	25.4	43.0	3.9	-21.9	-36.6
流动比率	0.7	0.7	1.1	1.7	2.3
速动比率	0.4	0.3	0.7	1.3	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.3	1.1
应收账款周转率	116.0	103.2	103.2	103.2	103.2
应付账款周转率	16.5	14.7	14.7	14.7	14.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	1.20	3.64	4.63	3.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.05	4.96	6.21	5.59
每股净资产(最新摊薄)	5.12	6.18	9.67	14.09	17.79
估值比率					
P/E	78.9	26.7	8.8	6.9	8.3
P/B	6.2	5.2	3.3	2.3	1.8
EV/EBITDA	31.9	17.7	6.1	4.4	4.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835