

布局生猪养殖，农业企业价值初现



——新希望 (000876)

核心观点

❖ 公司是大规模农牧企业，稳健拓展饲料+养殖+屠宰加工一体化

公司是中国饲料销量第一、资产规模居前的农牧企业，2017年饲料销量1572万吨，市占率约7%左右。养殖方面拥有肉鸡、肉鸭和生猪三大产业链，分别采取禽旺、新好模式即“公司+规模农场”进行养殖拓展，计划出栏产能超3000万头。屠宰即肉食品加工方面，实施“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略，公司拥有涉及业务品牌超过11个，品牌溢价有望提升。

❖ 行业变革，企业价值通过向上下游拓展体现

饲料行业竞争激烈，大型饲料企业已经逐步开启转型，参考农业企业一体化路径，若想实现饲料企业的价值还需要向上下游拓展。原料农产品方面，需逐步掌握主要原料核心产区粮源，下游养殖加工方面，需逐步向消费端靠近，减少产品价格波动对公司业绩的影响。2015年开始，为探求长远发展实现公司价值，各饲料企业逐步开展生猪养殖业务。其中新希望生猪出栏规模最大，2015年为87.28万头，2017年为239.96万头。

❖ 公司以优质资源布局生猪养殖，聚落式生猪繁育体系树立行业标杆

公司现金流充沛，现金及现金等价物可以看出高于同行业可比公司，在生猪价格下行周期中，对价格波动具备一定承受能力。同时公司的资产负债率较低，公司对债务负担较小，可以以较低的融资成本进行养殖扩张现金流量稳定。种猪方面具备PIC种猪资源，搭配聚落式养殖体系，扩展控制较好。

首次覆盖予以“增持”评级

公司整体规模居前，稳步推进全产业链经营模式。预计2018-2020年营业收入为606.73、694.74、759.78亿元，EPS分别为0.46、0.64、0.87。PE分别为13、9、7。根据相对估值法测算公司估值低于同行业平均值，估值具备一定安全边际。根据DCF模型，得到当前相应的估值为6.99元/股，高于当前股价5.85元/股。首次覆盖予以“增持”评级。

❖ 风险提示：疫病风险，产能建设及释放不及预期，价格不及预期

盈利预测与估值

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	626	607	695	760
+/-%	-	-3%	15%	9%
净利润(亿元)	29	25	35	47
+/-%	-	-14%	38%	36%
EPS(元)	0.54	0.46	0.64	0.87
PE	11	13	9	7

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	农林牧渔
报告时间	2018/10/26
前收盘价	5.85元
公司评级	增持评级

👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

关雪

证书编号：S1100118070003
010-66495927
guanxue@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦
11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道
177号中海国际中心B座17楼，610041

投资摘要

公司是大规模农牧企业，稳健拓展饲料+养殖+屠宰加工一体化

公司是中国饲料销量第一、资产规模居前的农牧企业，2017年饲料销量1572万吨，市占率约7%左右。养殖方面拥有肉鸡、肉鸭和生猪三大产业链，分别采取禽旺、新好模式即“公司+规模农场”进行养殖拓展，计划出栏产能超3000万头。屠宰即肉食品加工方面，实施“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略，公司拥有涉及业务品牌超过11个，品牌溢价有望提升。

行业变革，企业价值通过向上下游拓展体现

饲料行业竞争激烈，大型饲料企业已经逐步开启转型，参考农业企业一体化路径，若想实现饲料企业的价值还需要向上下游拓展。原料农产品方面，需逐步掌握主要原料核心产区粮源，下游养殖加工方面，需逐步向消费端靠近，减少产品价格波动对公司业绩的影响。2015年开始，为探求长远发展实现公司价值，各饲料企业逐步开展生猪养殖业务。其中新希望生猪出栏规模最大，2015年为87.28万头，2017年为239.96万头。

公司以优质资源布局生猪养殖，聚落式生猪繁育体系树立行业标杆

公司现金流充沛，现金及现金等价物可以看出高于同行业可比公司，在生猪价格下行周期中，对价格波动具备一定承受能力。同时公司的资产负债率较低，公司对债务负担较小，可以以较低的融资成本进行养殖扩张现金流量稳定。种猪方面具备PIC种猪资源，搭配聚落式养殖体系，扩展控制较好。

对于与市场观点主要差异：

市场认为饲料企业发展生猪养殖业务优势不明显，养殖成本和养殖效率有待考证。我们认为，公司以饲料业务起家，规模居前，拥有较多养殖户可发展成为下游养殖农户，同时拥有种猪资源，扩张节奏自主可控，整体业务能力优于其他饲料企业。

首次覆盖给予“增持”评级。公司整体规模居前，稳步推进全产业链经营模式。预计2018-2020年营业收入为606.73、694.74、759.78亿元，EPS分别为0.46、0.64、0.87。PE分别为13、9、7。根据相对估值法测算公司估值低于同行业平均值，估值具备一定安全边际。根据DCF模型，得到当前相应的估值为6.99元/股，高于当前股价5.85元/股。首次覆盖予以“增持”评级。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

正文目录

投资摘要	2
一、公司主要情况	6
1. 围绕养殖产业，不断拓展上下游	6
2. 资产规模居前，饲料销量突出	7
二、饲料行业变革势在必行，公司竞争力稳步上升	9
1. 短期：饲料业务与养殖景气程度相关性高	10
1.1 禽料：全国第一，禽链复苏受益	10
1.2 猪料：受益于下游养殖业务发展	12
1.3 水产料：水产价格回暖，公司销量全国前三	15
2. 中长期：饲料行业变革大幕拉开，公司率先战略转变	17
2.1 行业整体情况	17
2.2 公司养殖与屠宰业务并行，业绩稳健	18
2.3 公司未来从原料到终端全产业链布局	21
三、一体化战略清晰，生猪养殖为长期增长极	21
1. 看点 1：优质资源布局生猪养殖，产能位居全国前五	21
2. 看点 2：聚落式生猪繁育体系树立行业标杆	23
3. 看点 3：研发实力较强，环保生物饲料顺势而为	24
四、估值与投资建议	25
盈利预测	28
风险提示	29

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	6
图 2:	公司主要股东架构.....	6
图 3:	2017 年公司各项业务收入占比情况.....	7
图 4:	2017 年不同种类饲料占比.....	9
图 5:	公司股价复盘.....	9
图 6:	祖代鸡更新量.....	10
图 7:	主产区肉鸡苗价格 元/羽.....	11
图 8:	白条鸡周平均批发价 元/公斤.....	11
图 9:	全国禽饲料产量 (万吨).....	11
图 10:	年出栏 5 万头以上生猪养殖企业同比增幅较大.....	12
图 11:	2005 年-2016 年全国猪饲料产量 (万吨).....	13
图 12:	2017 年全国猪饲料产品结构.....	14
图 13:	不同饲料产品分类情况.....	14
图 14:	2008-2017 年水产品产量情况.....	15
图 15:	2010-2017 年水产饲料需求量.....	15
图 16:	水产饲料公司竞争格局.....	15
图 17:	近 3 年鲤鱼平均批发价 元/公斤.....	16
图 18:	近 3 年鲢鱼平均批发价 元/公斤.....	16
图 19:	近 3 年草鱼平均批发价 元/公斤.....	16
图 20:	近 3 年鲫鱼平均批发价 元/公斤.....	16
图 21:	饲料产量变化.....	17
图 22:	年产 10T 以上公司数量变化.....	17
图 23:	农业企业一体化价值曲线.....	17
图 24:	主要饲料上市公司生猪出栏变化情况 (万头).....	18
图 25:	2017 年全国肉食品加工企业产能排名.....	19
图 26:	公司涉及业务及下属品牌.....	20
图 27:	公司战略转变: 未来从原料到终端的全供应链体系.....	21
图 28:	整体处于下行周期, 价格承压可能性较高.....	22
图 29:	可比公司现金及现金等价物 (亿元).....	22
图 30:	可比公司资产负债率 (%).....	22
图 31:	50 万头聚落式生猪养殖模型.....	23
图 32:	夏津猪场项目情况.....	23
图 33:	公司生猪养殖产能布局辐射全国区域.....	24
图 34:	2014-2017 年公司本科学历人数稳定增长.....	24
表格 1:	2017 年主要饲料上市公司资产负债情况.....	7
表格 2:	2014A 至 2018H1 主营业务收入及盈利情况.....	7
表格 3:	公司各项业务毛利率变动情况.....	8
表格 4:	各大饲料上市公司销量变化情况 (单位: 万吨).....	8
表格 5:	各大饲料上市公司饲料市占率变化情况.....	9

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 6. 公司禽料销量及变动.....	12
表格 7. 公司猪料销量及变动.....	14
表格 8. 公司水产料销量及变动.....	16
表格 9. 公司 2015-2017 年禽类养殖销量	18
表格 10. 公司 2014-2017 年生猪养殖销量	19
表格 11. 公司 2014-2018H1 屠宰及肉制品加工产量（万吨）	20
表格 12. 近 5 年公司盈利情况.....	25
表格 13. 近 2 年饲料销量 单位：亿只.....	26
表格 14. 近 3 年饲料业务营业收入 单位：百万	26
表格 15. 近 2 年养殖业务销量.....	26

一、公司主要情况

1. 围绕养殖产业，不断拓展上下游

新希望 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。公司立足农牧产业、注重稳健发展，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，加强饲料、种畜禽、食品加工等上下游产业建设，构建了肉鸡、肉鸭、生猪三大产业链。目前，公司在山东、河南、东北等地建种禽基地，年供鸡鸭苗 4 亿多只；在全国范围建有饲料公司 200 多家，年销售饲料超过 1000 万吨，年加工鸡鸭 7 亿多只；在华东、华北、中原区域集中发展标准化养殖基地，基地养殖量 8 亿多只，合同户 10 万多户。

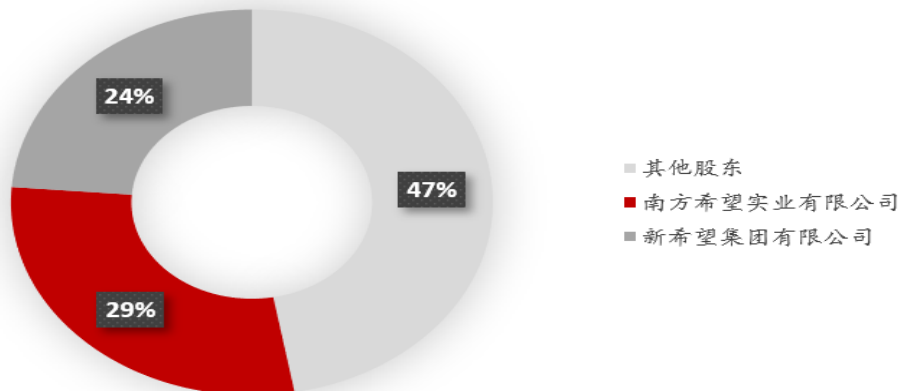
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司主要股东为南方希望实业有限公司及新希望集团有限公司，分别控股 29%和 24%。即南方希望实业有限公司是公司第一大股东，其控股股东为公司第二大股东新希望集团有限公司。

图 2：公司主要股东架构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 资产规模居前，饲料销量突出

公司资产规模行业第一。2017 年主要饲料上市公司资产负债情况显示，公司以 424.52 亿元总资产位居第一。资产负债率为 38%，处于行业较低水平。

表格 1.2017 年主要饲料上市公司资产负债情况

公司代码	公司名称	总资产	总负债	资产负债率
000876	新希望	424.52	162.17	0.38
002311	海大集团	131.60	63.24	0.48
002385	大北农	192.58	74.91	0.39
002548	金新农	35.14	16.46	0.47
002567	唐人神	60.55	21.11	0.35
002100	天康生物	58.73	28.18	0.48
002124	天邦股份	44.43	13.95	0.31
002157	正邦科技	166.16	99.14	0.60

资料来源：公司公告，川财证券研究所

各年主营业务收入及净利润较稳定。公司主营业务收入自 2014 年以来维持在 600 亿元以上，2017 年和 2018 年上半年主营业务收入分别为 625.67 和 316.43 亿元，同比增长 2.77% 和 6.22%，净利润分别为 29.05 和 14.12 亿元。由于公司的控股子公司新希望投资有限公司持有民生银行 4.176% 股份，扣除非经常性损益后的净利润分别为 22.51 和 8.88 亿元。2018 年上半年，公司利润同比降低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利润增加。

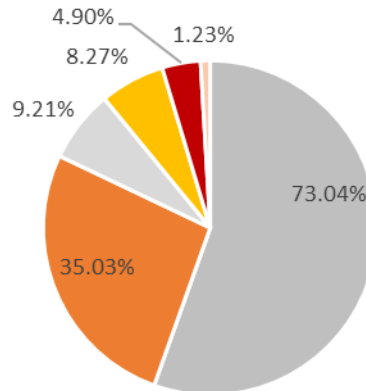
表格 2.2014A 至 2018H1 主营业务收入及盈利情况

盈利情况	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H1
主营业务收入	700.12	615.20	608.80	625.67	316.43
净利润	27.65	29.40	32.53	29.05	14.12
扣除非经常性损益后的净利润	19.96	19.73	23.74	22.51	8.88

资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司饲料产品占主营业务收入比重最大，生猪养殖板块占比增加。2017 年公司主营业务收入占比情况为，饲料业务、肉食品业务和禽养殖业务位居前三，分别占比为 73.04%、35.03% 和 9.21%。随着公司战略转型，布局生猪养殖，2017 年生猪养殖营业收入占比为 4.90%。

图 3：2017 年公司各项业务收入占比情况



■ 饲料(含饲料级磷酸氢钙) ■ 肉食品 ■ 禽养殖 ■ 商贸 ■ 畜养殖 ■ 其他

资料来源：公司公告，川财证券研究所

各项业务中养殖毛利率波动最大，饲料较稳定。公司近5年经营数据显示，饲料业务毛利率基本维持在6%以上，波动范围较小，盈利能力较为稳定。养殖业务则波动较大，2016年禽养殖受祖代鸡进口量锐减影响，行业景气度较高，毛利率高达28.19%，而其余几年毛利率均有不同程度波动。

表格 3. 公司各项业务毛利率变动情况

毛利率 (%)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H1
饲料	6.24	6.97	5.96	6.18	6.20
肉食品	2.88	5.89	5.16	5.12	6.75
养殖	6.2	7.15	28.19	9.34	4.97
商贸	2.75	-	2.02	3.73	-

资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司饲料销量全国第一，2017年市占率约5.94%。数据显示，2017年公司饲料销量1572万吨，位居全国第一，第二名为海大集团，销量为849万吨，市占率分别为5.94%和4.72%。公司在饲料销量上具备一定优势，也为公司创造了一定的知名度。

表格 4. 各大饲料上市公司销量变化情况 (单位：万吨)

公司名称	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H1
新希望	1539.48	1570.55	1449.43	1488.82	1572.00	795.10
海大集团	479.00	554.00	630.24	733.43	849.08	456.00
正邦科技	442.00	461.00	483.04	537.01	479.36	278.16
大北农	387.06	430.21	381.84	399.78	443.93	212.42
金新农	47.96	50.35	54.58	73.18	76.91	38.96
天邦股份	28.92	38.05	37.93	38.62	46.76	27.23

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 5. 各大饲料上市公司饲料市占率变化情况

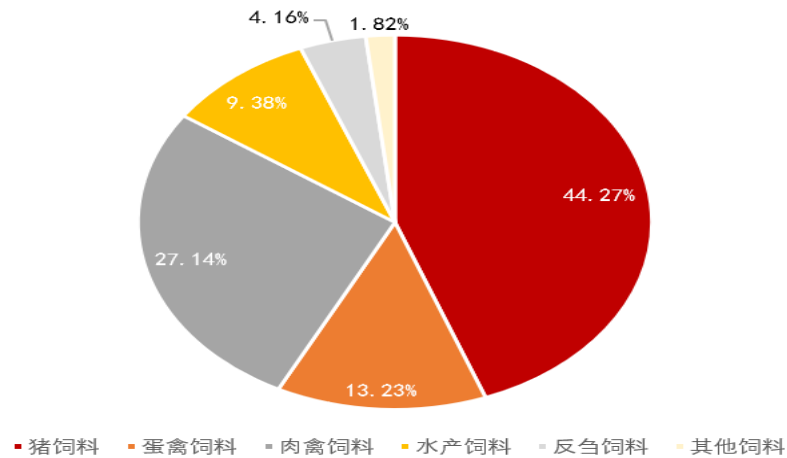
公司名称	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
新希望	7.98%	7.97%	7.25%	7.12%	7.08%
海大集团	2.48%	2.81%	3.15%	3.51%	3.82%
正邦科技	2.29%	2.34%	2.42%	2.57%	2.16%
大北农	2.01%	2.18%	1.91%	1.91%	2.00%
金新农	0.25%	0.26%	0.27%	0.35%	0.35%
天邦股份	0.15%	0.19%	0.19%	0.18%	0.21%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

二、饲料行业变革势在必行，公司竞争力稳步上升

公司股价表现与养殖行业景气程度较相关。公司是饲料行业的主要公司，饲料总销量全国第一。公司股价涨跌特征与饲料行业涨跌特征较为相关，饲料作为畜禽养殖的上游环节，畜禽养殖的景气程度直接影响公司业绩。其中由于猪料占比最大，2017 年占比约为 44.27%。生猪养殖的变动影响具备一定代表性。

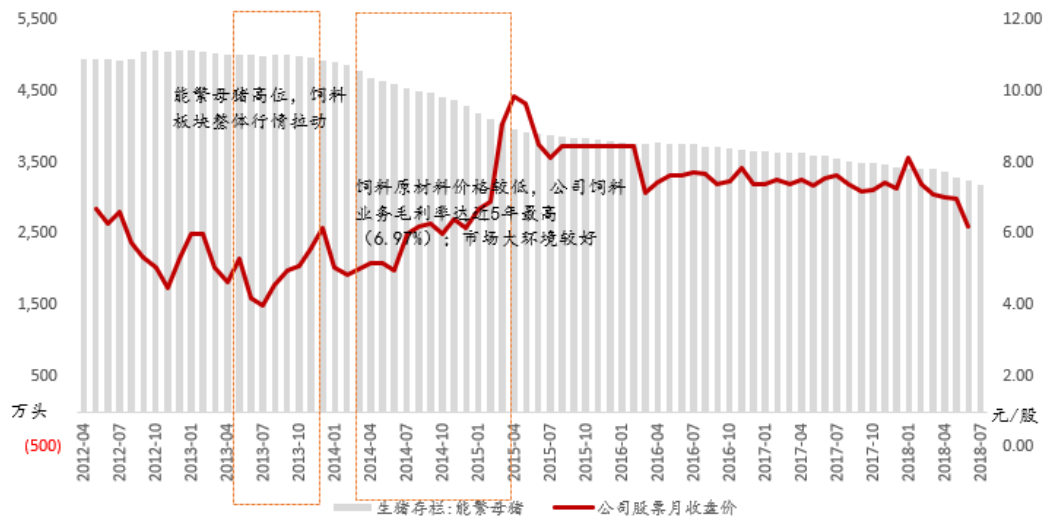
图 4： 2017 年全国不同种类饲料产量占比



资料来源: 中国饲料工业协会, 川财证券研究所

根据上轮猪周期统计数据显示，2013 年至 2014 年能繁母猪存栏量达 5000 万头以上，饲料板块整体表现良好，公司盈利大幅上涨。2015 年后逐步开始规模化养殖，中小养殖户因环保、养殖成本等压力逐步退出，虽然能繁母猪存栏数据下降，但是由于规模场增加，工业饲料需求增多，公司业绩维持稳定。规模化养殖以后，能繁母猪环比变动成为判断依据，环比变动上涨或降幅减少，证明养殖端需求增多，饲料销量较好。

图 5： 公司股价复盘



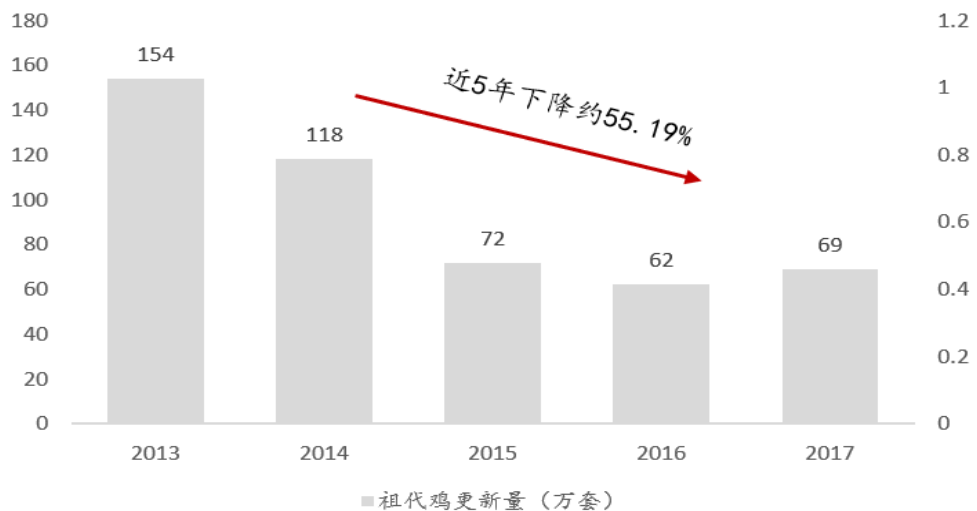
资料来源: Wind, 川财证券研究所

1. 短期：饲料业务与养殖景气程度相关性高

1.1 禽料：全国第一, 禽链复苏受益

引种量逐年下降，贸易摩擦升级复关可能性较低。2014年1月我国成立白羽肉鸡联盟，加强行业源头祖代鸡引种管理，改变了行业引种的无序状态，引种量由历史高峰2013年的154万套下降至2014年118万套。2015年，美国、法国相继爆发禽流感，我国对两国实施了祖代鸡引种禁令，引种量进一步锐减至72万套。2017年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代肉种鸡引种及自繁量降至69万套。

图6：祖代鸡更新量

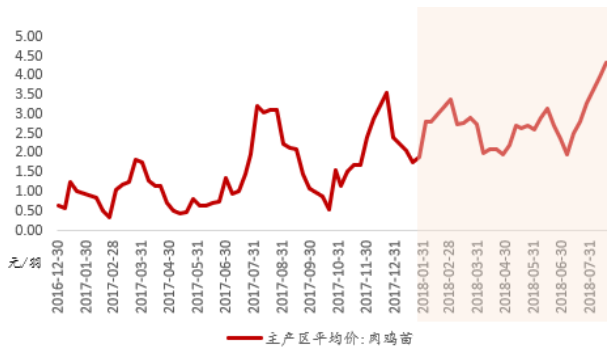


本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公开信息，川财证券研究所

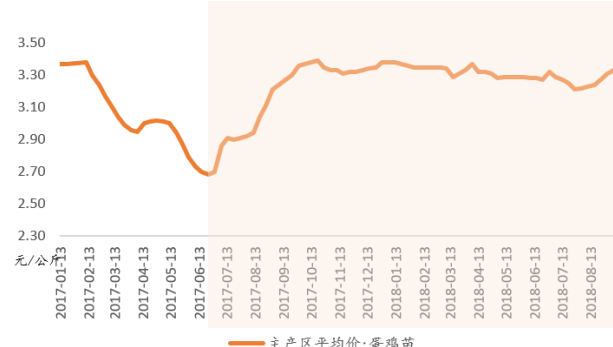
主产区肉鸡苗价格震荡走高，禽链景气确定。2017年下半年开始终端消费价格开始走高，白条鸡周平均批发价上涨约22%，较高的毛鸡价格开始支撑鸡苗价格震荡上行，2018年开始鸡苗价格逐步上涨至4元/羽高位。禽养殖端复苏明确，刺激养殖户进行补栏，将带动禽链销售上涨。

图 7：主产区肉鸡苗价格 元/羽



资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

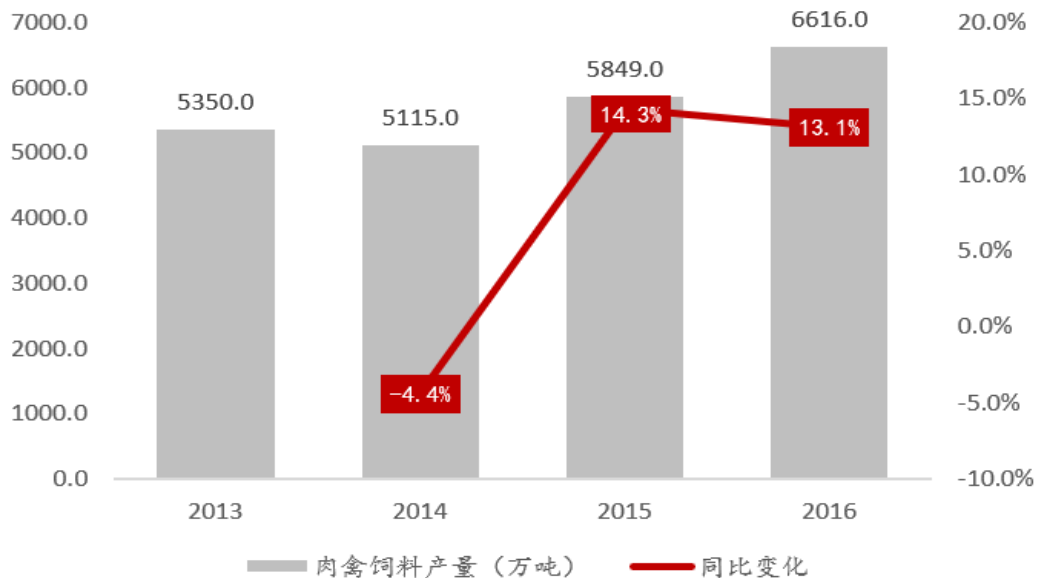
图 8：白条鸡周平均批发价 元/公斤



资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

禽料销量在 2015 年及 2016 年出现大幅上涨。数据显示，肉禽饲料产量受 2015 年封关影响，2016 年市场预期向好影响分别上涨 14.3%和 13.1%至 5849 万吨和 6616 万吨。

图 9：全国禽饲料产量 (万吨)



资料来源：2017 年全国饲料工业年鉴，川财证券研究所

2018 年肉禽养殖行情较好，公司作为全国禽料第一的企业有望率先受益。禽料是占比最大的饲料产品，2016 年和 2017 年公司禽料销量分别为 998 万吨和 1029 万吨，同比上涨 3.1%。2018 年上半年，养殖情况好转，公司禽料

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

销量为 509 万吨，比去年同期增加 4%，增速相比 2017 年全年增速上涨 1.1%。禽料销量受行情拉动明显，预计 2018 年下半年随着消费旺季临近，销量增速将加大。

表格 6. 公司禽料销量及变动

单位：万吨	2016A	2017A	2018H1
禽饲料	998	1029	509
同比	-	3.1%	4.0%

资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，川财证券研究所

1.2 猪料：受益于下游养殖业务发展

规模化生猪养殖企业同比增加明显。2014 年，《畜禽规模养殖污染防治条例》正式实施，2015 年，为贯彻落实国务院《水污染防治行动计划》，推进生猪养殖绿色发展，农业部发布了《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》，南方水网密集地区生猪养殖成为重点调减对象，并提出到 2020 年，实现生猪养殖污染基本治理和生猪生产基本稳定。环保政策不断出台和完善，养殖要求趋严，一方面对生猪养殖形成一定制约，另一方面刺激一些中小养殖户退出，大规模养殖场占比逐步提高。

图 10： 年出栏 5 万头以上生猪养殖企业同比增幅较大



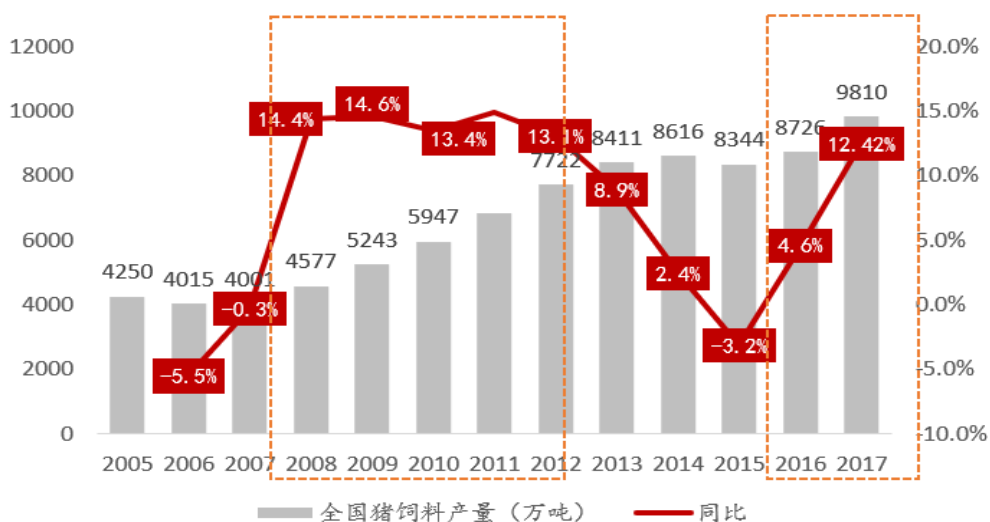
资料来源：中国畜牧业年鉴，川财证券研究所

受生猪养殖规模化变革影响，工业化饲料使用比例提高。国内饲料工业在经过快速发展阶段后，随着全国宏观经济进入“新常态”，增量式发展基本结束，饲料行业进入提质增效的产能结构调整期。2013 年至 2014 年，饲料产量进入缓慢增长期，2013 年，全国猪饲料产量同比增长 8.9%，2014 年同比增长 2.4%，2015 年我国猪饲料产量 8344 万吨，同比下降 3.2%，出现首次下降，但饲料需要依然受到国内养殖周期的影响，2016 年全年猪价持续高位

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

运行，高回报的养殖利润刺激生猪产能恢复和饲料需求，2016年猪饲料产量8726万吨，同比增长4.6%。受饲料大厂扩张生猪养殖影响，规模优势凸显、工业化饲料使用比例提高，部分饲料集团企业一直保持着大幅增长。2017年全国猪饲料产量达9810万吨，上涨12.42%。

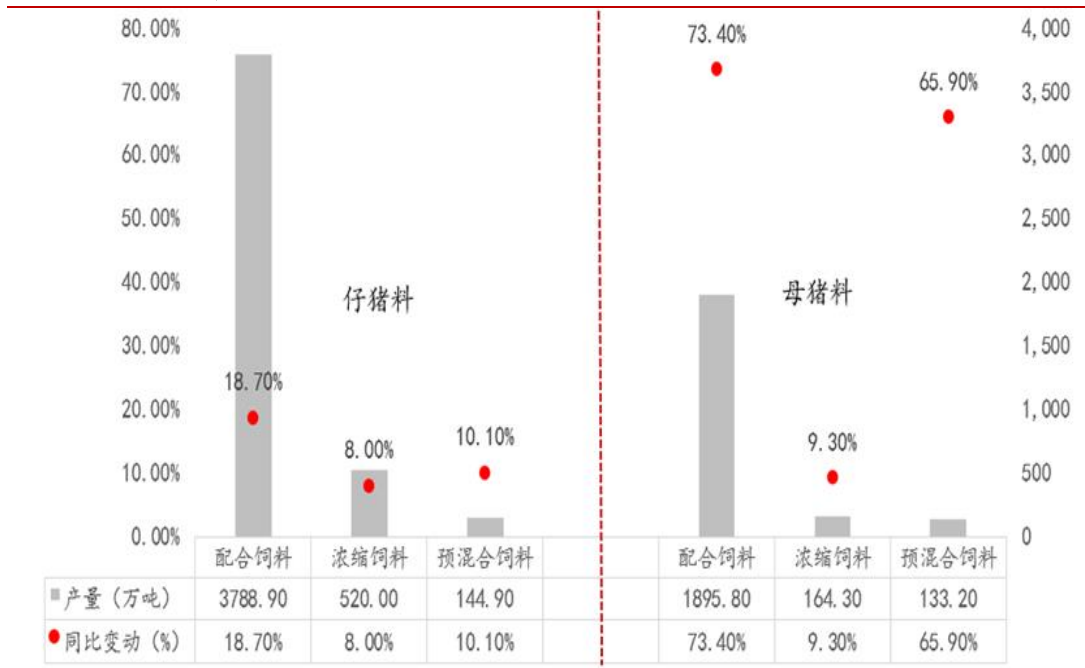
图 11： 2005 年-2017 年全国猪饲料产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会，川财证券研究所

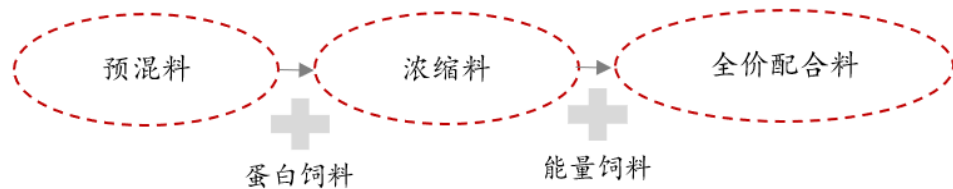
饲料企业扩张多采取“公司+农户”养殖模式，母猪配合饲料需求增加。由于大厂规模化扩张增速较高，2017年母猪饲料产量增加明显，其中配合饲料产量1895.8万吨，同比增长73.4%，浓缩饲料164.3万吨，同比增长9.3%，添加剂预混合饲料133.2万吨，同比增长65.9%。

图 12： 2017 年全国猪饲料产品结构



资料来源：中国饲料工业协会，川财证券研究所

图 13： 不同饲料产品分类情况



资料来源：川财证券研究所

在生猪养殖产业结构变动背景下，公司猪料销量保持较高增速。2017 年全年猪饲料销量 419 万吨，同比上涨 25%，2018 年上半年猪饲料销量 203 万吨，同比上涨 14%。公司猪饲料销量主要收益于行业规模化变革和自身进军生猪养殖行业带动。

表格 7. 公司猪料销量及变动

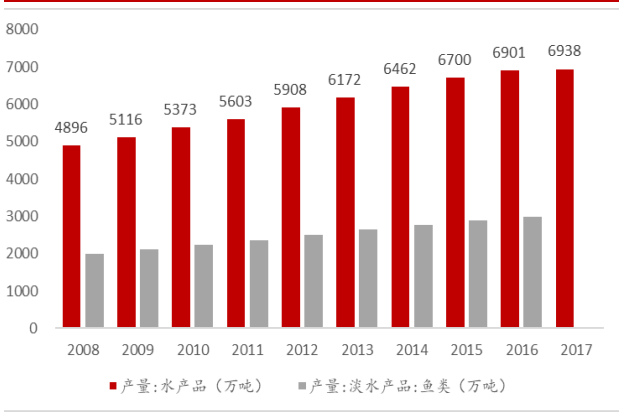
单位：万吨	2016A	2017A	2018H1
猪饲料	335.2	419.0	203.0
同比	-	25%	14%

资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，川财证券研究所

1.3 水产料：水产价格回暖，公司销量全国前三

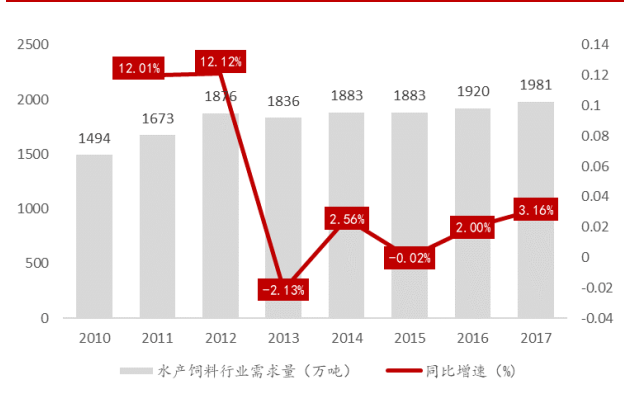
消费升级，水产品消费有望长期增长。随着经济形势日益好转，水产消费品种在不断升级和转型。2017年全国水产品产量增长至6938万吨，水产饲料需求增加至1981万吨，同比增加3.16%。

图 14： 2008-2017 年水产品产量情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

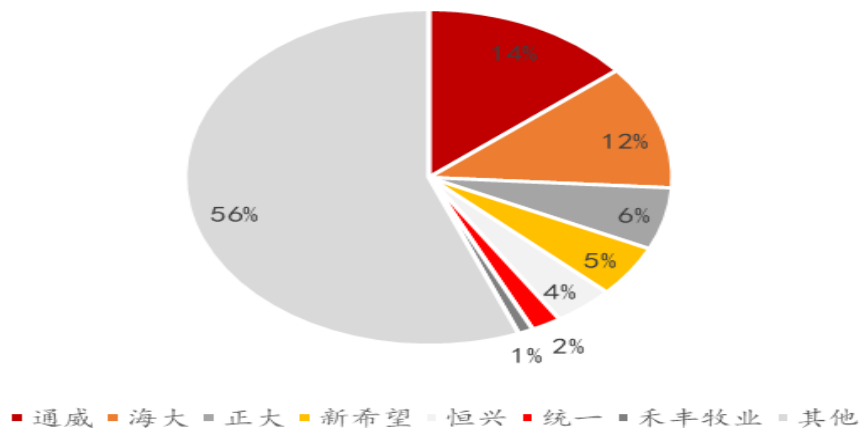
图 15： 2010-2017 年水产饲料需求量



资料来源：Wind，川财证券研究所

规模化养殖受限，饲料及养殖服务价值凸显。水产养殖受养殖区域限制，在进行规模化养殖时存在一定难度，以中小型养殖户为主的水产养殖行业，对饲料及相关配套服务需求长期存在。同时水产饲料行业竞争激烈，上市公司中，通威股份和海大集团市场份额较大，未来拥有水产饲料的企业将逐步打造属于自身的产业模式，从饲料客户出发，拓展上下游业务，提供养殖服务，获得更多附加值。品牌影响力大的公司在拓展业务方面更具备一定优势，例如通威、海大和新希望等。

图 16： 水产饲料公司竞争格局

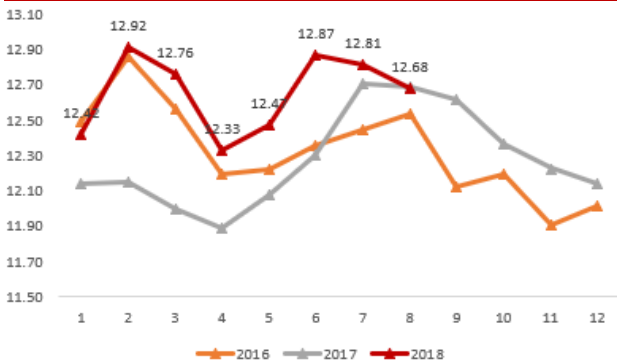


资料来源：川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

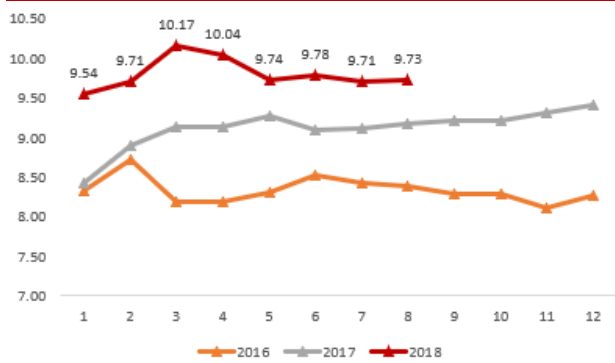
2018年水产行业整体景气运行，水产饲料增速有望保持。数据显示，2018年鲤鱼、鲢鱼、草鱼和鲫鱼平均批发价均位于近三年的较高位置。水产价格景气将支撑养殖户较高的养殖积极性，水产饲料需求将持续增加。

图 17：近 3 年鲤鱼平均批发价 元/公斤



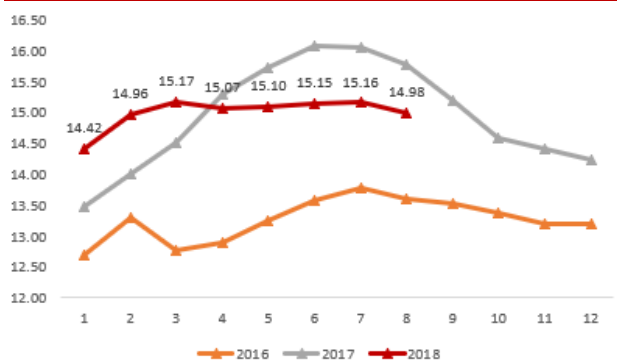
资料来源：中国渔业协会，川财证券研究所

图 18：近 3 年鲢鱼平均批发价 元/公斤



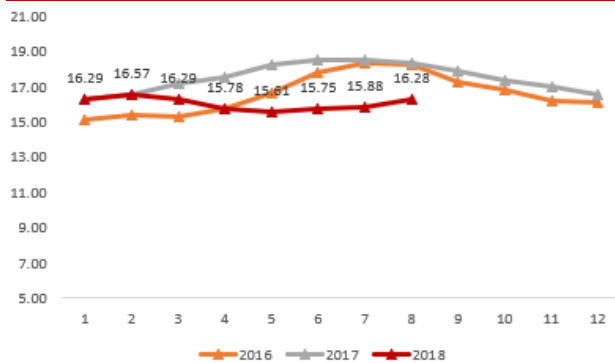
资料来源：中国渔业协会，川财证券研究所

图 19：近 3 年草鱼平均批发价 元/公斤



资料来源：中国渔业协会，川财证券研究所

图 20：近 3 年鲫鱼平均批发价 元/公斤



资料来源：中国渔业协会，川财证券研究所

公司水产饲料产量居前，增速有望维持。短期水产行业景气度较高，中长期来看，消费升级需求将使得水产品维持一定增速，水产饲料也因此具有较大市场空间。公司在水产饲料销量方面位居全国前三，2017年水产饲料销售86万吨，同比增加8%，2018年上半年销量为38万吨，同比增速达24%。

表格 8. 公司水产料销量及变动

单位：万吨	2016A	2017A	2018H1
水产饲料	79	86	38
同比	-	8%	24%

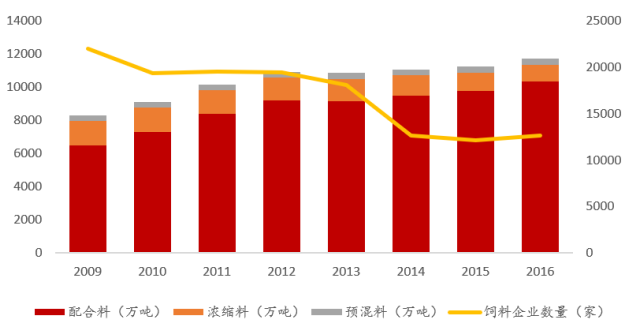
资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 中长期：饲料行业变革大幕拉开，公司率先战略转变

2.1 行业整体情况

产量增速放缓，行业集中度逐步提升。数据显示，2000年至2012年饲料产量维持较高增速，处于发展阶段。2012年以后产量出现波动，增速明显放缓，饲料行业逐步进入了成熟阶段，饲料企业间竞争加剧，年产10吨以上的公司数量增速下降，饲料企业总数下降，行业集中度逐步提高。

图 21： 饲料产量及生产企业数量变化



资料来源：中国饲料工业协会，川财证券研究所

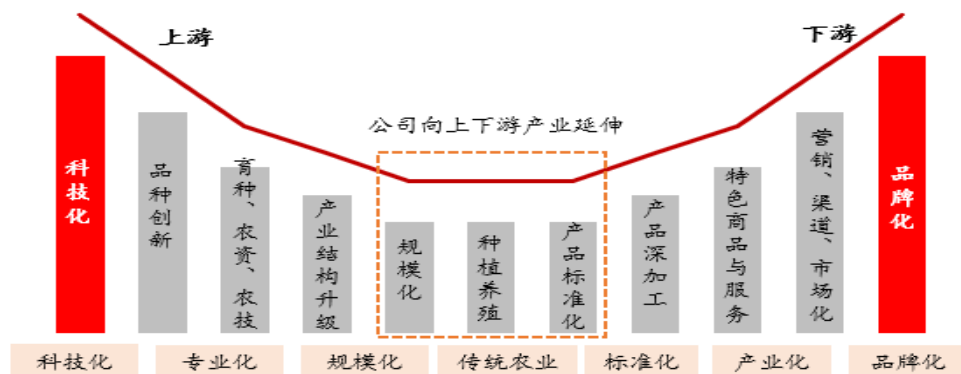
图 22： 年产 10t 以上公司数量变化



资料来源：中国饲料工业协会，川财证券研究所

企业价值需向上下游拓展。由于饲料行业竞争激烈，大型饲料企业已经逐步开启转型，参考农业企业一体化路径，若想实现饲料企业的价值还需要向上下游拓展。对于饲料企业而言上游产业为原材料农产品，下游为子养殖产业，种植业农产品方面，逐步掌握核心种子技术，养殖方面，逐步向消费端靠近，减少产品价格波动对公司业绩的影响。

图 23： 农业企业一体化价值曲线



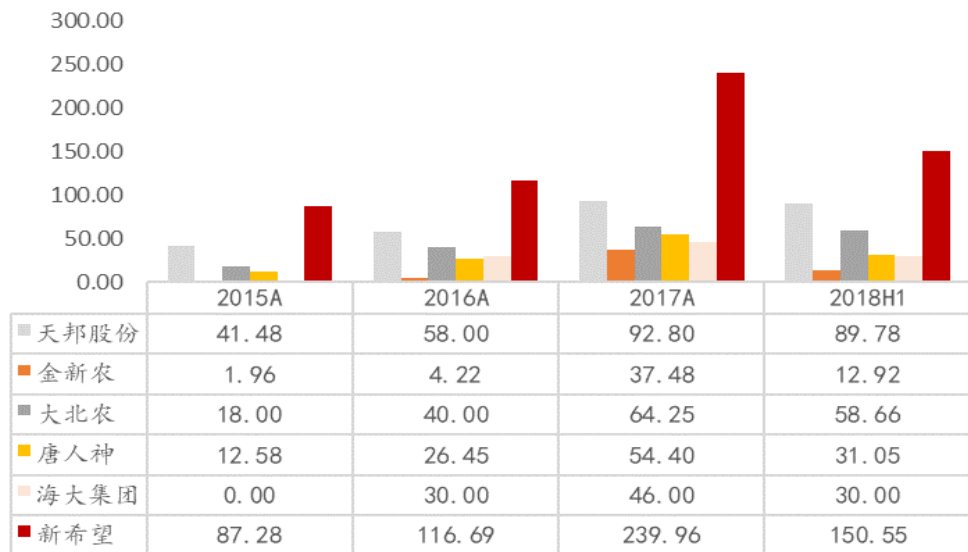
资料来源：公司公告，川财证券研究所

饲料公司逐步进入养殖行业大势已定。为探求长远发展实现公司价值，2015年开始，各饲料企业逐步开展生猪养殖业务。其中新希望生猪出栏规模最大，2015年为 87.28 万头，2017 年为 239.96 万头。其次是天邦股份，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2017 年出栏规模已达 92.80 万头。

图 24： 主要饲料上市公司生猪出栏变化情况（万头）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 公司养殖与屠宰业务并行，业绩稳健

畜禽养殖双链条，周期不同依旧稳健。公司养殖业务主要包括禽养殖和生猪养殖，其中禽养殖业务主要产品为鸡苗、鸭苗、自养和委托代养的商品鸡及商品鸭。公司在禽产业上采用的“云禽旺”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。育种方面，公司与中国农业科学院北京畜牧兽医研究所合作培育出的具有完全知识产权的“中新”北京鸭，打破了国外品种垄断的局面，弥补了国内白羽肉鸭育种行业空白。2017 年实现鸡、鸭销售 8.09 亿只，同比增加 66.55%，其中鸡苗、鸭苗和商品鸡、商品鸭销量分别为 6.06 和 2.03 亿只，同比分别增加 32.15%和 651.09%。预计 2018 年禽链养殖行情景气度高，公司禽养殖业务有望继续维持较高增速。

表格 9. 公司 2015-2017 年禽类养殖销量

万只	2015	2016	2017
鸡苗、鸭苗	-	45859	60601
同比	-	-	32.15%
自养商品鸡和委托代养商			
品鸭	-	2699	20272
同比	-	-	651.09%
禽类合计（万只）	49731	48558	80873
同比	-	-2.36%	66.55%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公司公告，川财证券研究所

下行周期，公司生猪养殖业务扩张节奏整体可控。公司生猪养殖方面的竞争优势主要在于，整体规划的聚落一体化生猪养殖模式，在一个聚落内实现了养猪流程全匹配、人才共享、环保工艺优化和产业链聚集，相比传统的养殖模式生产效率更高、成本更低、生态循环、销路更好。该养殖模式下的完全成本同比降低 2 元/公斤，降幅超过 18%，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，进一步提高生猪养殖优势。产能方面，2018 年上半年已完成约 2000 万头产能布局。其中，已投产产能达 400 万头，在建产能超 400 万头，预计到年底可投产产能将达 700 万头。由于聚落化养殖模式类似于“公司+农户”模式，属于轻资产扩张，节奏比较容易掌握。

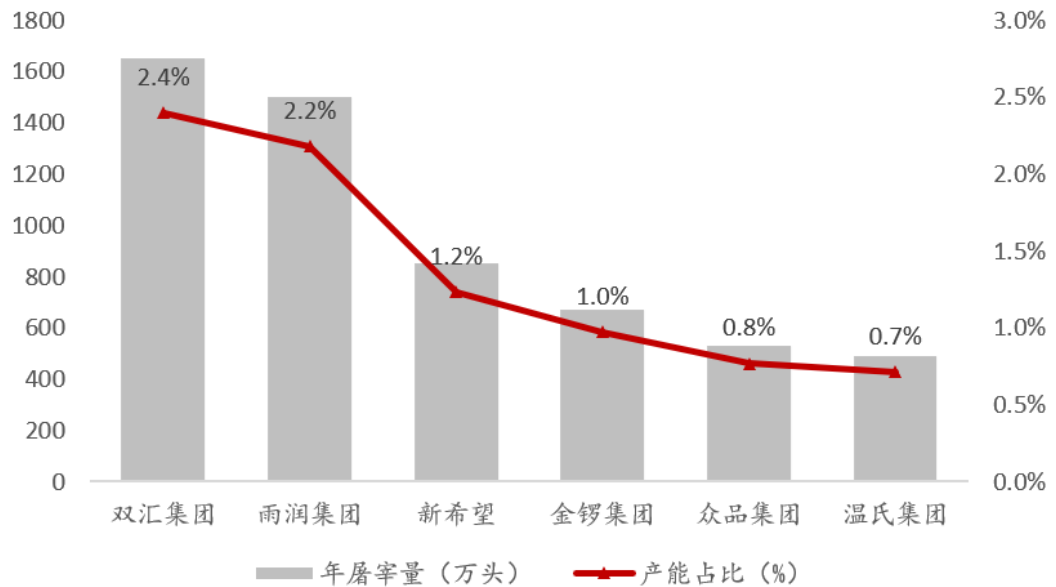
表格 10. 公司 2014-2017 年生猪养殖销量

万头	2014	2015	2016	2017
种猪、仔猪、肥猪	57.28	87.28	116.69	239.96
同比		52.37%	33.70%	105.64%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

屠宰加工多重战略转型，公司品牌溢价有望提升。公司肉食品加工产能全国前三。公司整体屠宰产能约为 700 万头，位居全国第三，市场占比约为 1.2%。由于屠宰行业产能较为过剩，公司自 2014 年起，对屠宰加工业务实施了战略转型，提出“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”。公司近年来重点关注现有业务的在产品结构和渠道结构上的持续优化，提高深加工及鲜品占比。2018 年上半年禽肉鲜品占禽肉总销量比例达到 22%，同比增加 2%；猪肉鲜品占猪肉总销量比例达到 23%，同比增加 5%。渠道方面，公司在现有品牌的基础上，不断拓展新的销售渠道，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；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，并在京东 618 活动中获得最受消费者喜爱的禽肉品牌第二名。

图 25： 2017 年全国肉食品加工企业产能排名



资料来源：公司公告，川财证券研究所 注：以 2017 年生猪出栏量为分母计算

图 26： 公司涉及业务及下属品牌



资料来源：公司官网，川财证券研究所

截至 2018 年上半年，公司屠宰及肉制品加工量为 113.25 万吨，其中生肉产品 105.76 万吨，深加工肉制品 7.49 万吨，分别占比为 93.4%和 6.6%。

表格 11. 公司 2014-2018H1 屠宰及肉制品加工产量 (万吨)

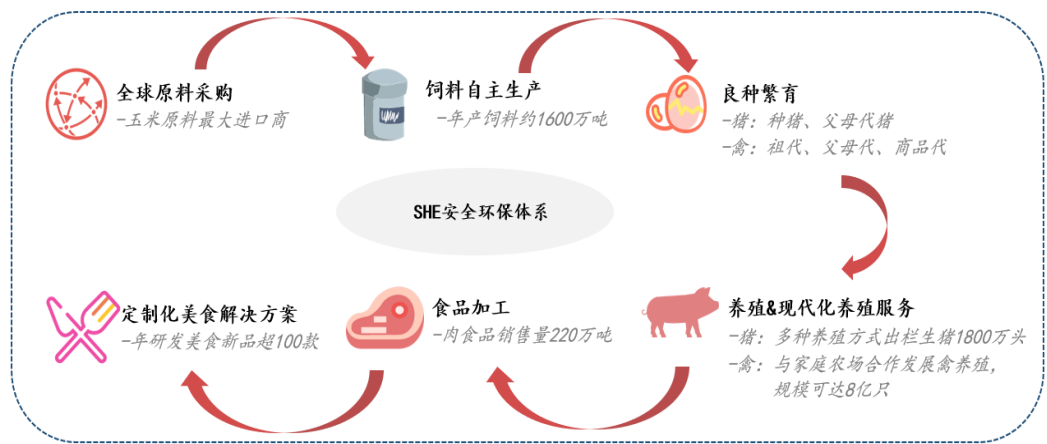
屠宰及肉制品加工	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H1
生肉产品	222.78	213.05	214.18	214.92	105.76
深加工肉制品	0	0	13.21	15.87	7.49
合计	222.78	213.05	227.23	230.79	113.25

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.3 公司未来从原料到终端全产业链布局

生猪养殖及肉食品深加工持续放量，一体化布局蓝图初现。公司由以饲料销售为主要经营模式，逐步向上下游延申。收购美国蓝星集团 20% 股份稳定生产原材料价格，再向下游发展禽和生猪两项养殖业务，最后通过屠宰加工输送到终端，形成完整的全产业链供应体系。同时建立以食品供应链为主线的食品安全控制体系和安全追溯体系，从供应链前段到终端进行全程的安全监管，旨在为消费者提供更安全的食品。公司不再是以饲料为主的大型加工企业，而是拥有多线条、多品牌的大型农牧企业。

图 27： 公司战略转变：未来从原料到终端的全供应链体系



资料来源：公司资料，川财证券研究所

三、一体化战略清晰，生猪养殖为长期增长极

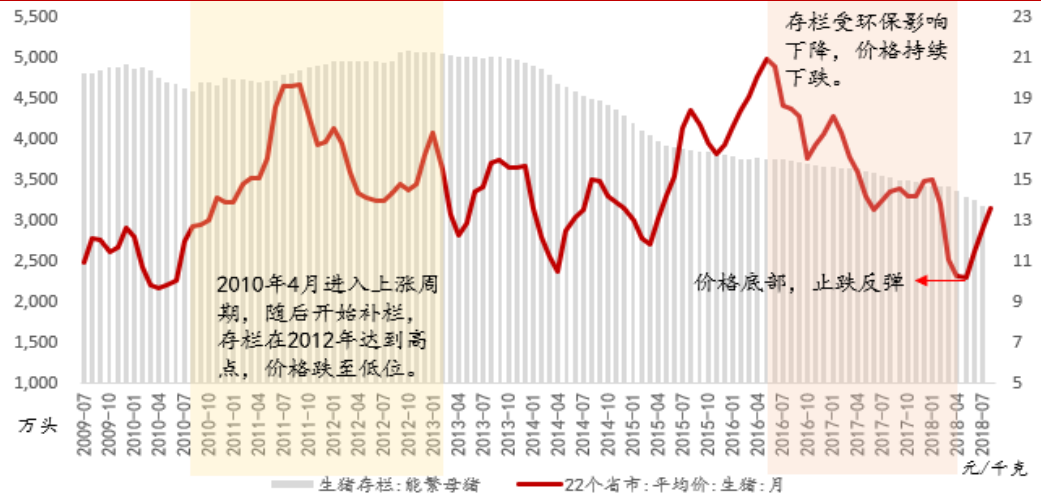
1. 看点 1：优质资源布局生猪养殖，产能位居全国前五

环保趋严，规模化养殖将成主流。2013 年 10 月《畜禽规模养殖污染防治条例》发布拉开了养殖行业开启环保整顿的开端。从与养殖场相关的环保政策的梳理中看出，政策法规依次根据京津冀、长三角、珠三角及南方水网区域制定不同的限养规划和完成时间。2016 年，全国超过 20 个省份划定了生猪禁养区，猪场拆迁使生猪存栏减少 8% 左右。2017 年是禁养区内养殖场关闭拆迁的最后期限，是猪场关闭拆迁较为集中的一年。中小型养殖户加速出清，符合环保要求的规模化养殖场逐渐增加。

2018 年下行周期叠加非洲猪瘟，生猪养殖行业寒冬已至。2018 年以来生猪价格低位震荡，2018 年 5 月前价格为近 3 年最低点，后期因消费拉动有所反弹。8 月开始非洲猪瘟在辽宁省爆发，跨省禁运政策开始实施，导致东北、

河南等生猪调出大省调出受限，打压生猪价格，华东等生猪调入省份猪价高企。此时各大企业并未停止扩张步伐，公司为抢占市场，在下行周期中，扩展能力较强，具备一定优势。

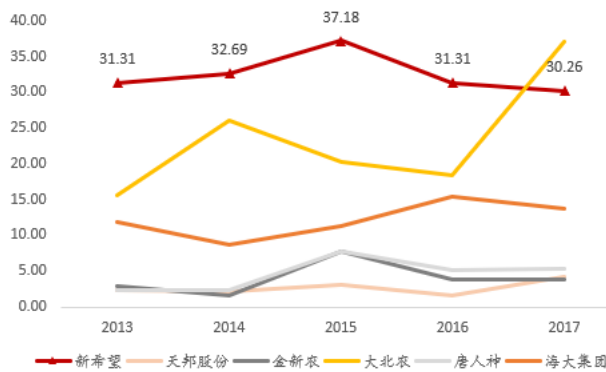
图 28： 整体处于下行周期，价格承压可能性较高



资料来源：公司资料，川财证券研究所

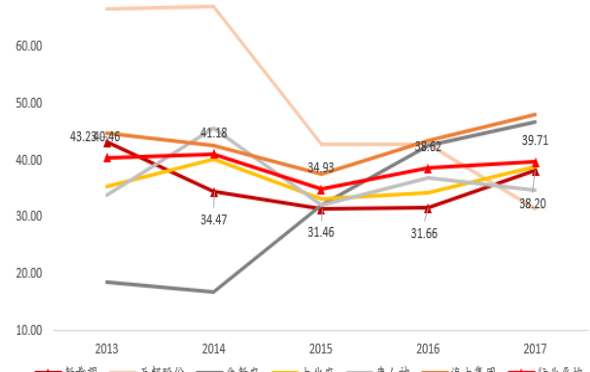
公司具备良好现金流和资产负债率。观察公司与同行业公司的现金及现金等价物可以看出，2013 年至 2017 年，公司均高于同行业可比公司，公司扩展现金流充沛，对生猪价格波动具备一定承受能力。同时公司的资产负债率，在 2013 年至 2017 年间均低于行业平均水平，说明公司对债务负担较小，可以以较低的融资成本进行养殖扩张。

图 29： 可比公司现金及现金等价物（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30： 可比公司资产负债率（%）



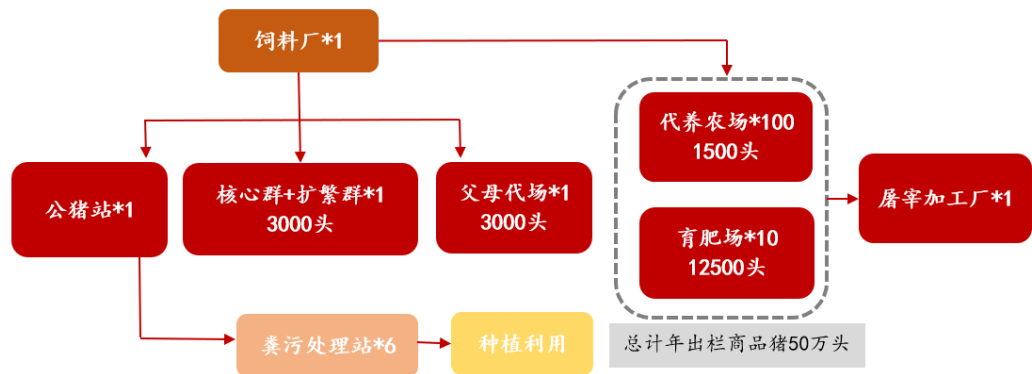
资料来源：Wind，川财证券研究所

公司拥有 PIC 种猪优势。公司 2016 年收购杨凌本香农业，本香农业和 PIC 深度合作，合资建成了繁育等级最高、单体场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。

2. 看点 2：聚落式生猪繁育体系树立行业标杆

聚落化养殖（新好模式）是由公司自建种猪场，通过整合生猪产业链资源，在相对优势区域聚集资源，在 50 公里为半径的范围内，通过自养和与农户合作的模式，发展出栏 300-500 万头规模的生猪养殖体系。

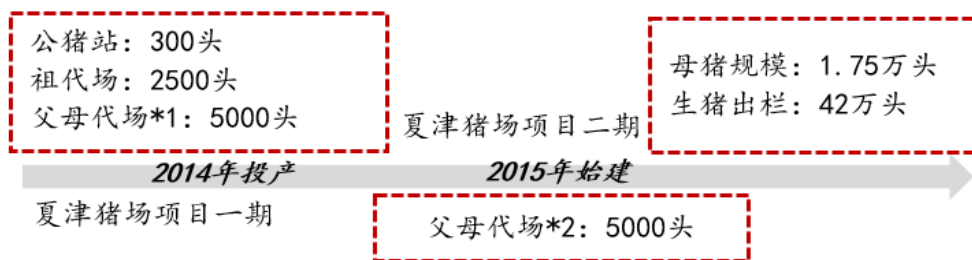
图 31：50 万头聚落式生猪养殖模型



资料来源：公司资料，川财证券研究所

以夏津猪场项目为例，2012 年开始签约，占地 2890 亩，2013 年破土动工，项目分为两期。2014 年 6 月一期开始投产，建设了 300 头公猪站，2500 头祖代场和 1 个 5000 头的父母代场。二期是 2015 年开始建，增加了 2 个 5000 头的父母代场，目前建成 17500 头母猪存栏规模，现在的年出栏可以达到 42 万头。引入品种为国际领先的 PIC 种猪。

图 32：夏津猪场项目情况



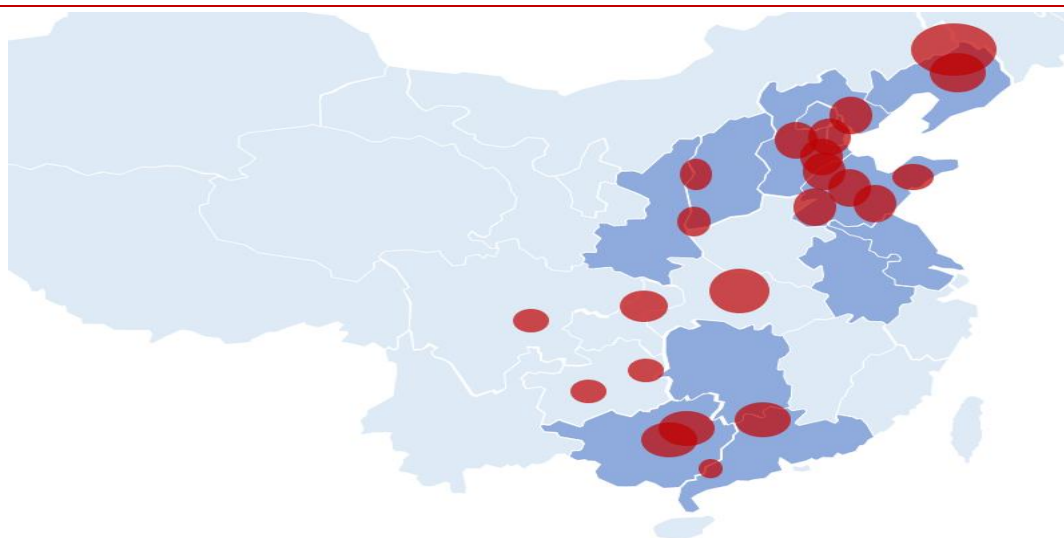
资料来源：公司资料，川财证券研究所

聚落化生猪养殖是未来养殖大趋势，具备三大优势：1) 符合环保政策趋势，现行环保政策主要强调种养结合和农牧循环发展的养殖模式，自繁自养模式的扩展到后期将会受到没有足够土地的限制；2) 实现精准扶贫，为当时农户提供更多的就业机会，受到当地政府的支持；3) 扩张资产模式属于轻资产模式，符合扩张逻辑。资金及土地是限制行业内公司养殖规模扩大的最大约束因素，饲料企业直接与中大型养殖户合作拓展一步到位，管理效率高于直接与小养殖户合作。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司聚落化养殖产能布局，依托饲料优势区和主消费区。2016年4月农业农村部印发《全国生猪生产发展规划（2016-2020）》划分了重点发展、约束发展、适度发展和潜力发展四个区域。观察公司生猪养殖重点投资的四个区域：环渤海对应京津市场，鲁南苏北对应长三角市场，广东西部和广西对应珠三角市场，川渝地区对应川渝本地市场，收购本香在西北地区完成布局。

图 33： 公司生猪养殖产能布局辐射全国区域

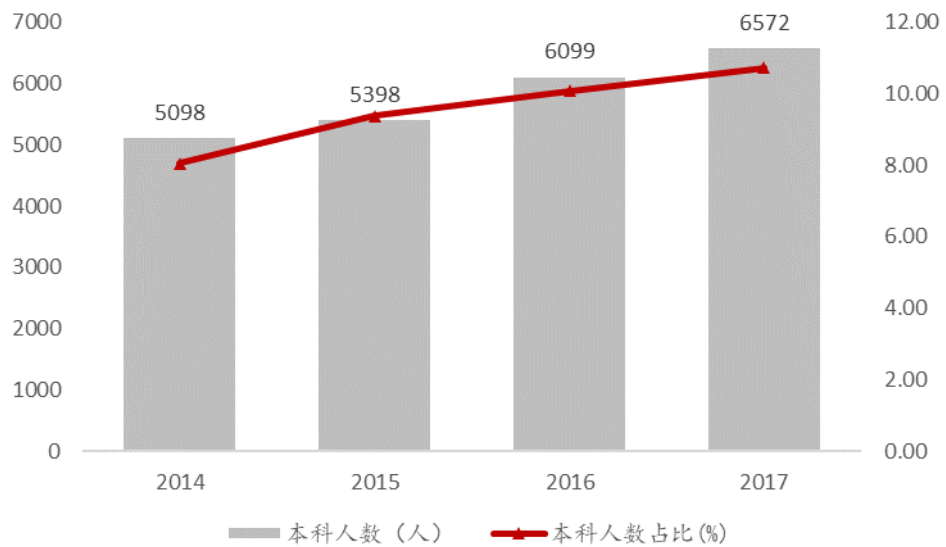


资料来源：公司资料，川财证券研究所 注：深蓝色为公司优势发展区、红色表示生猪项目正常运行

3. 看点 3：研发实力较强，环保生物饲料顺势而为

公司拥有的强大技术研发实力现已设有 16 处研发基地、26 处中试基地，拥有博士 42 人、硕士 396 人的研发技术团队，设立了博士后科研工作站，与国内、外农牧业知名大学开展了合作研发。公司拥有领先的近红外检测技术，建立了 30 种饲料原料、100 余种饲料成品的近 400 个预测模型。公司的技术中心被国家发改委等五部委评为“国家认定企业技术中心”；其质检中心也通过了中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认证。在养殖上，通过引进高端人才、内部探索实践，公司也树立了行业内养殖效率的标杆。公司以强大的技术实力为基础，在饲料与养殖业务上打造“新希望六和制造”品牌，向养殖户提供品质可靠，成本最优的饲料，种畜、禽产品，帮助养殖户实现更高的养殖效益。

图 34： 2014-2017 年公司本科学学历人数稳定增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

科研成果转化方面，公司创新性地推出生物环保饲料，生物环保饲料是发酵饲料的一种，具有安全、环保、高品质等方面的特性。在畜禽养殖粪污对环境造成污染的大环境下，公司饲料研究院研发了青印迹和月子餐两个系列的生物环保饲料进行推广，推广后不仅解决了养殖业低排放、少用药、降成本等方面的要求，而且提高了养殖水平，受欢迎程度高。

四、估值与投资建议

财务指标：截至 2018 年上半年，公司合并资产总额 461.48 亿元，负债合计 196.36 亿元。公司实现营业收入 316.43 亿元，净利润 141.16 亿元，扣除非经常性损益净利润 88.81 亿元。

表格 12. 近 5 年公司盈利情况

	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入 (亿元)	700.12	615.20	608.80	625.67	316.43
同比		-12.13%	-1.04%	2.77%	6.22%
净利润 (亿元)	27.65	29.40	32.53	29.05	141.16
同比		6.31%	10.67%	-10.71%	14.12%
扣除非经常性损益净利润 (亿元)	19.96	19.73	23.74	22.51	88.81
同比		-1.17%	20.34%	-5.19%	8.88%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

饲料业务指标：截至 2018 年上半年，公司饲料销量 795.10 万吨，其中猪料、禽料、水产料销量分别为 203、509、39 万吨。2018 年上半年饲料业务实现营业收入 231.17 亿元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 13. 近 2 年饲料销量

饲料销量 (万吨)	2016A	2017A	2018H1
猪料	335.20	419.00	203.00
禽料	998.13	1029.00	509.00
水产料	79.12	86.00	39.00
合计	1488.82	1572.00	795.10

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 14. 近 3 年饲料业务营业收入 单位：百万

饲料业务	2015A	2016A	2017A	2018H1
营业收入	41684.41	40876.49	45701.84	23117.59
营业成本	38780.13	38440.51	42876.97	21683.50

资料来源：公司公告，川财证券研究所

养殖业务指标：截至 2018 年上半年，公司共出栏生猪 150.55 万头，禽类产品 3.86 亿只。

表格 15. 近 2 年养殖业务销量

	2017A	2018H1
生猪 (万头)	239.96	150.55
禽类 (万只)	80873	38602

资料来源：公司公告，川财证券研究所

基本假设：在预测利润过程中，我们将公司的业务分拆为饲料、肉食品、禽养殖、畜养殖、贸易和其他业务，考虑公司未来生猪养殖发展战略，根据行业趋势及对饲料及生猪养殖业务预测，其他业务参考 2018 年上半年业绩维持一致。根据公司公布的饲料销售及养殖扩张计划，假设未来三年饲料销量分别为 1600、1800、2000 万吨，生猪出栏量分别为 300、600、960 万头。

盈利预测：基于以上假设，得到公司未来三年营业收入分别为 606.73、694.74、759.78 亿元，营业成本分别为：546.14、611.14、650.14 亿元。营业利润分别为 27.41、37.68、51.26 亿元，EPS 分别为 0.46、0.64、0.87。PE 分别为 13、9、7。

绝对估值：使用现金流贴现模型将公司发展分为高速发展阶段和永续发展阶段，假设永续发展阶段的增长率为 1%，无风险利率约等于今年十年期国债收益率，设置为 2.52%，得出相对应的 WACC 为 6.73%，得到当前相应的估值为 6.99 元/股，高于当前股价 5.90 元/股。

表格 16. 现金流贴现法 WACC 预测值

预测值	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1.064	1.064
无风险利率 (%)	2.52%	2.52%
市场的预期收益率 (%)	8.00%	8.00%
股权资本成本 (K_e)	8.35%	8.35%
WACC	8.17%	8.17%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 17. DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.73%	10.89	14.70	22.91	53.60
5.73%	8.53	10.68	14.42	22.48
6.73%	6.99	8.37	10.49	14.15
7.73%	5.91	6.86	8.22	10.29
8.73%	5.12	5.81	6.74	8.07

资料来源: Wind, 川财证券研究所

相对估值: 根据 Wind 盈利预测显示: 未来三年行业可比公司; PE 中位数为 16、13、9。新希望未来三年 PE 为 13、9、7, 低于行业平均水平, 具备一定的安全边际。

表格 18. 万德一致预期同行业估值比较

日期		股价 总市值		EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	18E	19E	20E	18E	19E	20E
000876	新希望	5.85	246.6	0.5	0.6	1.0	12	10	6
002311	海大集团	20.65	326.6	0.9	1.2	1.5	22	18	13
002385	大北农	3.30	140.0	0.2	0.3	0.3	15	13	9
002567	唐人神	4.65	38.9	0.3	0.4	0.9	17	12	5
可比公司中位数		-	-	0.5	0.6	0.9	16	13	9

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 股价更新于 2018 年 10 月 22 日

首次覆盖给予“增持”评级。 我们预计 2018-2020 年公司未来三年营业收入分别为 606.73、694.74、759.78 亿元, 营业利润分别为 27.41、37.68、51.26 亿元, 对应 PE 分别为 13、9、7 倍。相对估值方面, 相比于同行业公司 PE 分别为 16、13、9, 公司 PE 具备一定的上升空间。绝对估值方面, 当前股价为 5.85 元/股低于预测值 6.99 元/股, 当前股价处于低估位置。首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	110	1385	1766	2233	营业收入	6256	60673	69474	75978
现金	307	7224	1029	1446	营业成本	5746	54614	61114	65014
应收账款	525	457	528	586	营业税金及附加	134	99	123	135
其他应收款	753	564	660	733	营业费用	1541	1403	1629	1794
预付账款	386	374	397	418	管理费用	1938	3640	4863	6078
存货	5111	4128	4681	5040	财务费用	300	253	46	-110
其他流动资产	122	1108	1106	1091	资产减值损失	154	153	160	163
非流动资产	313	2712	2640	2558	公允价值变动收益	0	2	2	2
长期投资	176	1532	1571	1592	投资净收益	2214	2228	2228	2221
固定资产	812	7144	6168	5191	营业利润	3328	2741	3768	5126
无形资产	139	1489	1585	1683	营业外收入	48	122	117	111
其他非流动资产	422	3164	2935	2787	营业外支出	165	147	147	146
资产总计	424	4097	4407	4791	利润总额	3211	2716	3738	5091
流动负债	132	1078	11220	11596	所得税	279	204	272	366
短期借款	613	4681	4614	4620	净利润	2932	2512	3466	4725
应付账款	317	2444	2811	3061	少数股东损益	652	571	784	1066
其他流动负债	397	3660	3795	3915	归属母公司净利润	2280	1941	2682	3659
非流动负债	293	2083	2186	2233	EBITDA	4872	4075	4899	6102
长期借款	617	617	582	516	EPS (元)	0.54	0.46	0.64	0.87
其他非流动负债	231	1466	1604	1716					
负债合计	162	1286	1340	1382	主要财务比率				
少数股东权益	540	5973	6757	7823	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	421	4216	4216	4216	成长能力				
资本公积	242	2427	2427	2427	营业收入	3%	-3%	15%	9%
留存收益	144	1549	1726	1962	营业利润	2%	-18%	37%	36%
归母公司股东权益	208	2213	2391	2626	归母公司净利润	-8%	-15%	38%	36%
负债和股东权益	424	4097	4407	4791	获利能力				
					毛利率(%)	8%	10%	12%	14%
					净利率(%)	4.6%	4%	3%	4%
					ROE(%)	11%	9%	11%	14%
					ROIC(%)	25%	24%	34%	49%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	38%	31%	30%	29%
					净负债比率(%)	43%	44%	41%	40%
					流动比率	0.83	1.28	1.57	1.93
					速动比率	0.45	0.90	1.15	1.49
					营运能力				
					总资产周转率	1.57	1.45	1.63	1.65
					应收账款周转率	96	96	112	108
					应付账款周转率	19.02	19.45	23.26	22.15
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	0.46	0.64	0.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.45	0.50	0.80
					每股净资产(最新摊薄)	4.94	5.25	5.67	6.23
					估值比率				
					P/E	11	13	9	7
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	3	4	3	3

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	271	1885	2123	3386
净利润	293	2512	3466	4725
折旧摊销	124	1081	1085	1087
财务费用	300	253	46	-110
投资损失	-	-2228	-2228	-2221
营运资金变动	220	313	-270	-151
其他经营现金流	229	-46	23	56
投资活动现金流	-	5235	1898	1934
资本支出	249	-675	-286	-140
长期投资	767	-2343	407	205
其他投资现金流	706	2217	2019	1999
筹资活动现金流	-167	-2966	-950	-1150
短期借款	405	-1450	-66	6
长期借款	-230	0	-35	-66
普通股增加	48	0	0	0
资本公积增加	286	0	0	0
其他筹资现金流	-	-1517	-849	-1090
现金净增加额	-106	4153	3070	4170

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

疫病风险

生猪养殖过程中具备一定的疫病风险，同时非洲猪瘟疫情在国内兴起，若感染疫病将对公司盈利带来下降风险。

产能建设及释放不及预期

种猪场建设速度不及预期，聚落养殖所需农户数量及土地面积不及预期，生猪出栏量降低。

价格不及预期

生猪养殖供需基本面较弱，价格持续下跌，导致公司亏损。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003