

公司调研点评

新希望 (000876)

农林牧渔 | 饲料

养猪业务快速扩张，传统农牧主业稳健增长

2019年05月07日

评级 推荐

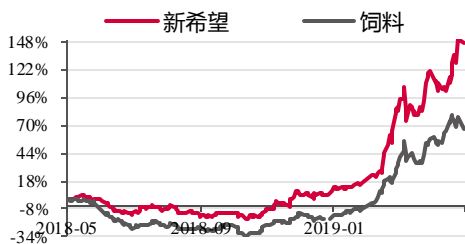
评级变动 维持

合理区间 16.74-20.45 元

交易数据

当前价格 (元)	17.07
52 周价格区间 (元)	5.59-18.25
总市值 (百万)	71967.38
流通市值 (百万)	71747.77
总股本 (万股)	421601.50
流通股 (万股)	420314.98

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
新希望	11.93	114.18	146.58
饲料	5.97	82.47	66.91

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955776

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	62566.8	69063.2	77889.5	88856.3	97884.2
净利润 (百万元)	2280.0	1704.6	3098.5	5390.7	4980.4
每股收益 (元)	0.54	0.40	0.73	1.28	1.18
每股净资产 (元)	4.94	5.12	5.63	6.59	7.48
P/E	32.01	42.81	23.55	13.54	14.65
P/B	3.5	3.4	3.1	2.6	2.3

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

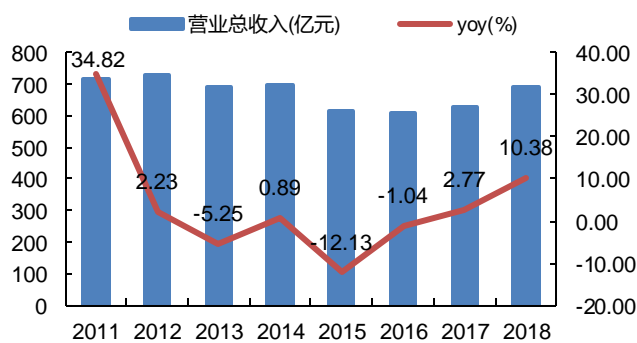
- 国内产业链最完整的大型农牧企业。公司是国内产业链最完整、产品覆盖面最广的农牧类上市公司，致力于打造“饲料生产-畜禽养殖-屠宰-肉制品加工”的产业协同一体化经营格局。公司主营业务为饲料、禽养殖、食品、猪产业四大类，其中饲料、禽产业是公司的传统优势业务，养猪业务属于 15 年开始大力发展的业务。2018 年公司实现营收 690 亿元，同比增长 10.38%，实现归母净利润 17.04 亿元，同比下滑 25.23%，生猪养殖大幅亏损以及资产减值损失增加是公司业绩下滑的主要原因。
- 生猪产业快速发展，有望受益后期猪价上涨。根据公司 2017 年中制定的中长期战略目标，养猪产业将是公司未来 3-5 年的发展重心，公司力争做到出栏量在国内前三，2022 年冲击 2500 万头目标，其中 2019-2021 年出栏目标分别为 350、800-1000、1500-1800 万头。从公司目前养猪产业扩张所需的项目产能、资金储备及资本开支角度，公司未来的高出栏量具备支撑。成本端，2018 年公司出栏肥猪完全成本为 12.40 元/kg，其中新好“自产仔猪+农户合作育肥”模式的完全成本已降到 12.12 元/kg，未来随着新技术的引入和应用，完全成本仍具备下降空间。行业层面，我们预计本轮猪周期所持续的时间和高点都将创历史新高，公司养猪板块有望贡献较大利润弹性。
- 饲料、禽产业及食品预计贡献稳健增长的利润。公司饲料、禽产业及食品将按照“做强饲料、做精肉禽、做优食品”的中长期战略目标推进。其中：1) 饲料业务计划 2022 年饲料销量突破 2500 万吨，将通过外部市场挖掘和下游养殖业务快速发展带来的内部协同增长共同实现；2) 白羽肉禽业务将保持总体规模稳步增长，重点推动从过去“种禽+传统合同养殖+屠宰”的松散合作模式转型为“种禽+商品代自养/委托代养+屠宰”的一体化贯通模式，实现在 2022 年冲击 10 亿只屠宰量的目标。3) 食品领域将同时关注存量市场和新兴赛。随着公司一体化程度协同程度的加深，我们认为公司饲料、禽产业及食品传统主业有望贡献稳健增长的利润。
- 盈利预测及投资评级：预计公司 2019-2021 年营收分别为 778.89/888.56/978.84 亿元，净利润分别为 30.98/53.91/49.81 亿元，EPS 为 0.73/1.28/1.18 元。按照分部估值法，公司合理市值为 706-862 亿，股价合理区间为 16.74-20.45 元，维持公司“推荐”评级。
- 风险提示：疫情及自然灾害风险；原材料价格、畜禽产品价格大幅波动；生猪出栏不及预期。

1 国内产业链最完整的大型农牧企业

公司在 2011 年完成了体系内农牧产业重大资产重组的整体上市，通过剥离乳业、房地产业务，购买农牧类资产，提升了饲料、屠宰产业比重，并逐渐成长为国内产业链最完整、产品覆盖面最广的农牧类上市公司。公司力争打造“饲料生产--畜禽养殖--屠宰--肉制品加工”的产业协同一体化经营格局，从而有效地平抑畜、禽养殖经营的波动性，提升行业竞争力和抗风险能力。

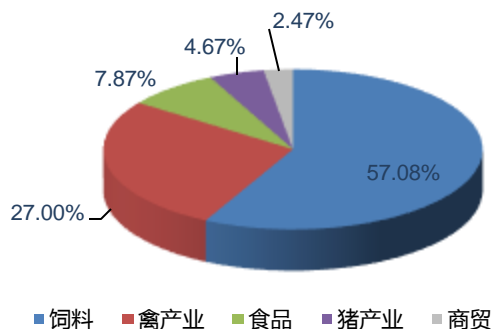
从收入构成看，公司主营业务为饲料、禽养殖、食品、猪产业四大类，2018 年四大业务实现营收占公司总营收比重分别为 57.1%、27.0%、7.9%、4.7%，其中饲料业务和禽产业是公司的传统优势业务，养猪业务属于 15 年开始大力发展的业务。2018 年公司实现营收 690 亿元，同比增长 10.38%，实现归母净利润 17.04 亿元，同比下滑 25.23%，生猪养殖大幅亏损以及资产减值损失增加是公司业绩下滑的主要原因。2019 年一季度禽链景气度延续，公司白羽肉禽以及禽料盈利提升有效弥补了生猪养殖业务的亏损，带动公司一季度业绩触底回升。2019Q1 公司实现营收 162.12 亿元，同比增长 9.49%，实现归母净利润为 6.66 亿元，同比增长 10.38%。

图 1：新希望营收及增速情况



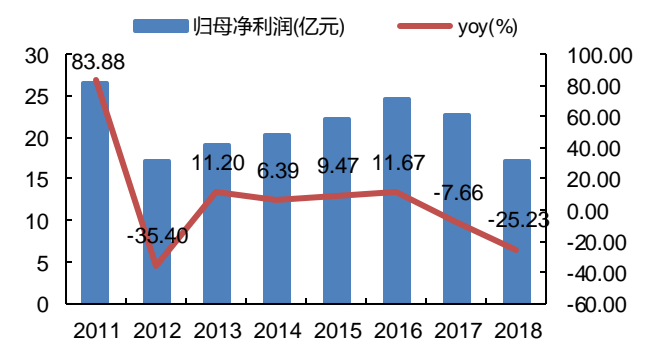
资料来源：wind、财富证券

图 3：新希望业务构成



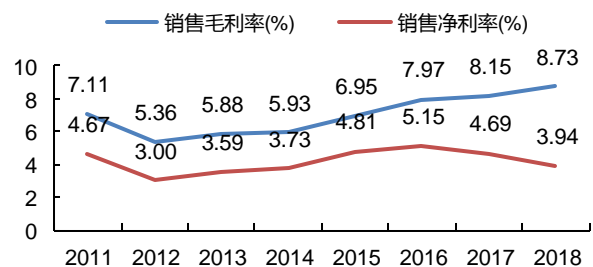
资料来源：wind、财富证券

图 2：新希望归母净利润及增速情况



资料来源：wind、财富证券

图 4：新希望毛利率及净利率



资料来源：wind、财富证券

2 生猪产业快速发展，有望充分受益后期猪价上涨

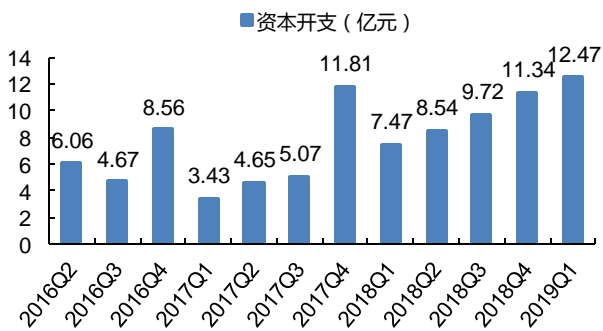
2.1 养殖高起点，出栏量有望快速发展

公司在养猪业务上起步相对较晚,但自从进入养猪业务之时起,就坚持高标准发展。公司在山东夏津投资建设的100万头生猪生产项目采用高度的自动化、集约化生产方式,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,致力于在国内养猪行业树立标杆。从2015年底开始,公司以夏津项目为模板,采用“公司+规模农户”等方式,大力发展养猪业务,未来公司养殖模式将以“自繁自养”和“公司+规模农户”相同比重去发展,其中新好模式“自产仔猪+农户合作育肥”模式比重将提升,外购仔猪带来的业绩不稳定性有望下降。

根据公司2017年中制定的中长期战略目标,养猪产业将是公司未来3-5年的发展重心,公司力争做到出栏量在国内前三,2022年冲击2500万头目标,其中2019-2021年出栏目标分别为350、800-1000、1500-1800万头。从公司目前养猪产业扩张所需的项目产能、资金储备及资本开支角度分析,公司未来高出栏量具备一定支撑。

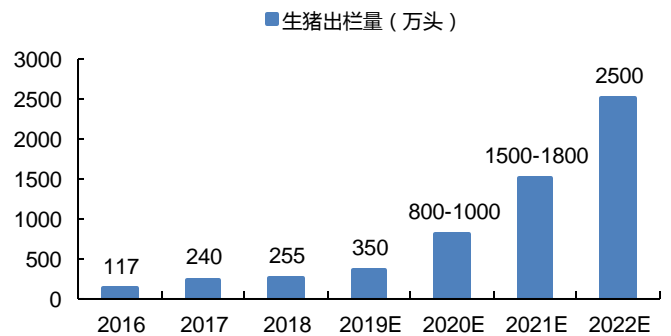
产能、资金储备及资本开支方面,2018年末公司已投入运营项目产能约400万头,新竣工项目产能达120万头,在建项目产能达440万头,另有已完成土地签约或储备的项目产能超1,800万头,合计已超过2700万头产能;在资金储备上,公司拥有全球范围内多家金融机构合计超过490亿元的综合授信额度,目前用信比例约为25%,加上公司计划发行的50亿可转债项目,公司养猪板块快速发展具备较强的资金保障;资本开支方面,2019年公司的整体资本开支预计70-80亿,其中约60亿元用于养猪板块,2020、2021年养猪板块资本开支预计分别为40-50亿,未来三年的资本开支对应大约2000万头生猪出栏。

图5: 公司单季度资本开支



资料来源: wind、财富证券

图6: 公司生猪出栏量及未来规划



资料来源: 公司年报、财富证券

在种猪生产上,公司现已建立PIC、海波尔双系种猪架构,根据国内南北方市场的差异,选择适合区域市场的猪种。近年来公司平均PSY一直保持在24以上,处于行业领先水平。公司目前所拥有的原种猪的量可以覆盖接近2000万商品猪出栏,未来仍会通过对外引种和自行培育的途径增加种猪规模。

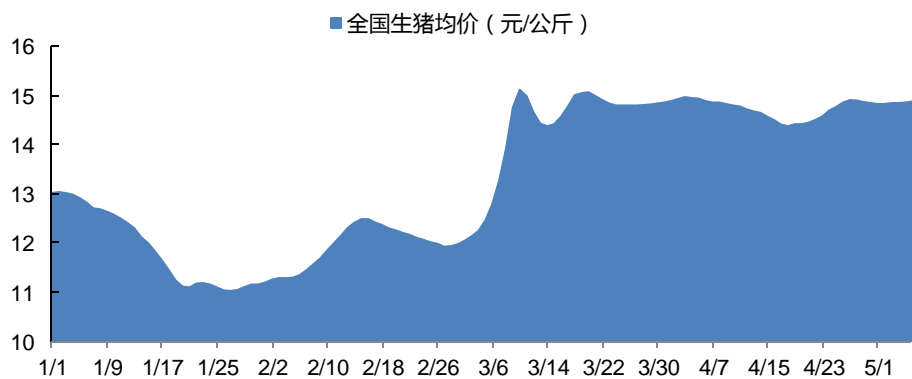
养殖成本端,2018年公司出栏肥猪完全成本为12.40元/kg,其中新好“自产仔猪+农户合作育肥”模式的完全成本已降到12.12元/kg,未来随着新技术的引入和应用,完全成本仍具备下降空间。目前,公司正以11元/公斤的自繁放养完全成本为目标进行进一步的成本优化,以期建立持久的成本优势。

生产性生物资产及出栏量节奏，受非洲猪瘟疫情影响，2019Q1 公司生产性生物资产同比下滑 3.7%，环比下降 10.2%，但随着公司新竣工猪场的顺利投产，2019 年下半年公司生产性生物资产有望重回增长趋势；出栏节奏方面，2018 年公司共销售种猪、仔猪、肥猪 255 万头，同比增长 48.54%。2019 年 1-4 月累计销售生猪 90.67 万头，其中单 4 月份销售生猪 22.41 万头，较 3 月的 21.32 万头相比上升 5%，但同比变动-9%，主要因 18 年下半年非洲猪瘟疫情影响，公司外购仔猪数量出现阶段性缩减，预计将影响公司 19 年二、三季度出栏数据，但是三季度末、四季度预计会有明显的增长。基于公司出栏规划，预计 2019、2020 年生猪出栏量（包含外购仔猪）分别为 350、800 万头。

2.2 猪价趋势性上涨行情有望开启，公司养殖板块具备高盈利弹性

据猪易数据统计，截至 5 月 5 日全国外三元生猪均价 14.85 元/公斤，全国猪价涨跌互现。从供需情况看，短期非洲猪瘟病毒排查工作下导致冻肉库存抛售、以及屠宰企业限制收购虽会对猪价上涨有一定压制，但猪源供给短缺却是不争事实，随着下游消费逐步回暖，猪价有望在二季度末迎来趋势性上涨行情。中期来看，非洲猪瘟疫情扩散导致的产能去化情况仍将持续，虽然国家出台一系列促进产能恢复的政策，但疫情的不确定性导致的现阶段补栏风险程度依旧较高，政策对产能恢复的积极作用仍有待观察。预计行业或在较长时间内面临一边补栏一边因为疫情去产能的情况，因此在行业供给弹性不足的情况下，预计此轮周期的上行阶段持续时间将更长，猪价高点有望突破上一轮周期高点，公司生猪养殖板块有望迎来量价齐升。

图 7：猪价走势



资料来源：猪易数据、财富证券

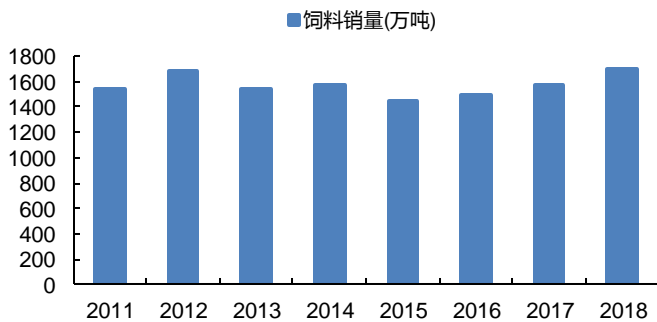
3 饲料、禽产业是公司传统优势产业，有望贡献稳健增长的利润

3.1 饲料销量稳健，结构优化带动毛利率提升

公司的饲料业务经过长期发展，已经在国内饲料行业多年保持规模第一的地位，其中禽料全国第一，猪料、水产料及反刍料也位列全国三甲。公司禽饲料和猪饲料除向外部销售外，还供公司的禽产业链及生猪养殖业务使用。

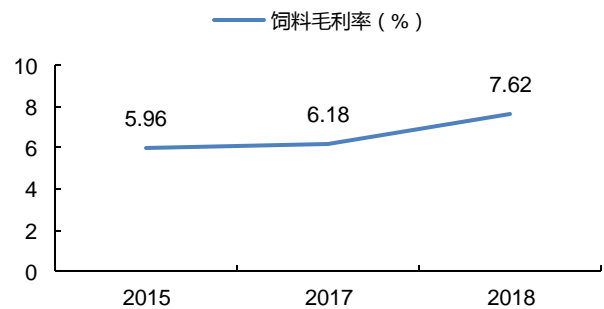
2018 年公司共销售各类饲料产品 1704 万吨，同比增长 8.37%（重点 180 同比下降约 2%），实现营业收入 394.1 亿元，实现毛利润 30.02 亿元，同比增长 13.63%。产品结构方面，公司饲料产品结构进一步优化，其中禽料销量为 1089 万吨，占饲料总量比重为 63.9%，销量同比增长 10%（重点 180 同比增长约 2%）；猪料销量达 440 万吨，占饲料总量比重为 25.8%，销量同比增加约 8%（重点 180 同比下降约 6%）；水产料销量近 106 万吨，占饲料总量比重为 6.2%，销量同比增长约 23%（重点 180 同比增长约 1%）。在国内饲料行业进入成熟阶段、整体增速放缓背景下，公司饲料业务凭借规模、专业采购及养殖协同优势实现了优于行业平均水平的增速，且高毛利猪料及水产料占比的增加带动了饲料产品毛利率逐步提升。2016-2018 年，公司饲料业务毛利率分别为 5.96%、6.18%、7.62%。

图 8：公司饲料销量



资料来源：公司年报、财富证券

图 9：饲料毛利率稳步提升



资料来源：公司年报、财富证券

公司在 2017 年推出的 2017-2021 五年战略规划中，饲料业务将按照“做强饲料业绩”的战略来发展，计划 2022 年饲料销量突破 2500 万吨，实现途径我们认为有两种：一是外部销量的增长，主要表现为猪料、蛋禽料市场空间进一步挖掘带来的份额提升。根据中国饲料行业信息网的初统数据显示，2018 年全国猪料销量 7036.38 万吨，公司 2018 年 440 万吨的猪料销量占市场份额的 6%，若考虑猪料 50% 的一体化销售以后，公司销量仅占剩余市场份额的 12%，因此猪料的覆盖率仍有提升空间；2018 年全国蛋禽料产量 3133.06 万吨，因蛋禽一体化程度较低，因此蛋禽外购比例较大，即使 50% 的市场小一体化以后，剩余 1500 万吨的市场空间仍有待充分挖掘；另一种是下游养殖业务快速发展带来的内部协同增长。2018 年公司猪料内销占比约 15% 左右，具备较大提升空间。截至 2018 年底，公司已在全国实现与储备了约 2500 万头的产能布局，2019 年将逐步进入产能释放阶段，在下游养殖基地带动下，公司饲料业务有望实现与养殖业务的协同增长。

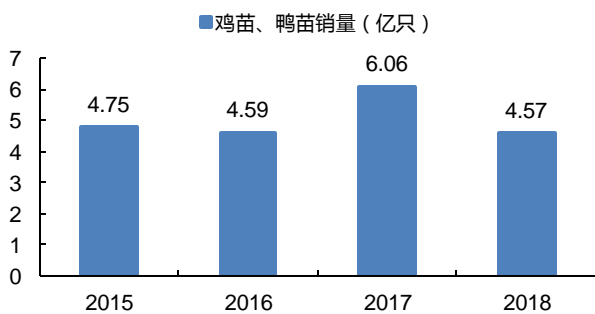
3.2 做精白羽肉禽，提升商品代养殖比例降低盈利波动性

公司白羽肉禽业务包括了白羽肉鸡、肉鸭的种禽繁育、商品代禽养殖、以及禽屠宰。公司在种禽养殖环节是国内第一大父母代鸭苗，第二大商品代鸡苗、鸭苗供应商，特别在种鸭繁育领域具有行业领先的技术。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，做精白羽肉禽，重点推动从过去“种禽+传统合同养殖+屠宰”的松散合作模式转型为“种禽+商品代自养/委托代养+屠宰”的一体化贯通模式，实现在 2022 年冲击 10 亿只屠宰量的目标。通过自建和代养并举，加强基地掌控，既确保效率及质量，也更加追

求单只利润。目前，公司在养殖端的改革举措已有成效，商品代养殖量明显提升，并与上游苗种、下游屠宰端的匹配度进一步提升，禽产业链的盈利波动幅度也有望不断下降。

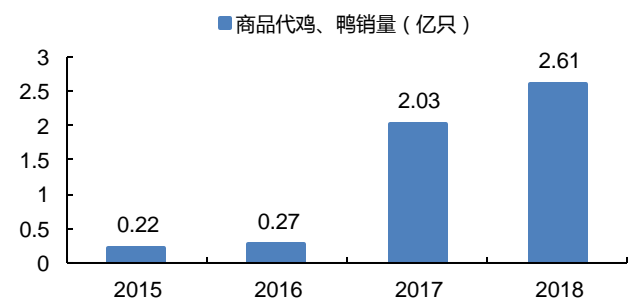
2018 年公司共销售鸡苗、鸭苗 4.57 亿只，同比下降 24.63%；销售自养商品鸡、委托代养商品鸡鸭 2.61 亿只，同比增加 28.75%；销售鸡肉、鸭肉产品 179.13 万吨，同比下降 5.63%。白羽肉禽业务实现营业收入 186.47 亿元，同比增长 9.46%；实现毛利润 15.92 亿元，同比增长 51.48%，创近 7 年以来的历史新高。2019 年一季度白羽肉禽高景气行情持续，公司白羽肉禽业务盈利能力进一步提升。我们预计白羽肉禽供给偏紧以及生猪出栏下降带来的禽肉需求性需求提升，2019 年全年白羽肉禽高景气行情有望持续，公司禽产业盈利有望维持。

图 10：公司鸡苗、鸭苗销量



资料来源：公司年报、财富证券

图 11：公司商品代鸡、鸭销量



资料来源：公司年报、财富证券

4 食品业务有望通过产品升级与渠道升级打开新的空间

食品业务是公司长期转型发展的方向，公司在 2018 年底进行了组织架构调整，将禽屠宰划归白羽肉禽业务，以使其加强与上游养殖环节的产销联动，调整后的食品业务只包含猪屠宰、肉制品深加工、中央厨房等细分领域。2018 年公司共计销售猪肉产品 27.83 万吨，同比增长 4.94%；销售各类深加工肉制品和预制菜 14.97 万吨，同比下降 7.59%，下降原因主要是禽肉原料上涨导致深加工业务成本升高、产量有所削减。全年食品业务共实现营业收入 54.35 亿元，同比下降 5.98%；实现毛利润 7.02 亿元，同比增长 29.08%，毛利率持续提升。

从未来的发展方向上，公司食品领域将同时关注存量市场和新兴赛道，一方面公司继续关注产品结构和渠道结构上的持续优化。另一方面，公司也将继续保持对食品领域的投资，为今后的发展奠定基础。

5 盈利预测与投资评级

未来三年是公司养猪业务快速发展的时期，叠加本轮猪周期上行的时间和高点都是前所未有的，我们认为养猪板块对公司的利润贡献将不断提升，而公司传统业务饲料、禽产业及食品有望贡献稳健增长的利润。我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 778.89/888.56/978.84 亿元，净利润分别为 30.98/53.91/49.81 亿元，EPS 为 0.76/1.28/1.18

元。

由于公司所涵盖业务较多，我们按照分部估值法分析：饲料、禽产业、食品等稳健业务每年贡献的利润在 12 亿左右，给予其 2020 年 13-15 倍估值，该块业务合理市值为 156-180 亿；生猪养殖板块，基于公司出栏规划，假设公司 2020 年生猪出栏量（包含外购仔猪）为 800 万头，头均盈利 550 元（因公司需外购仔猪，成本增加导致头均盈利减少），则生猪养殖板块贡献利润 44 亿元，给予其 10-13 倍估值，养猪业务合理估值为 440-572 亿；另外，公司拥有民生银行 4.176% 股权，约合 110 亿市值。综和不同板块市值分析，我们认为公司合理市值为 706-862 亿，股价合理区间为 16.74-20.45 元，维持公司“推荐”评级。

6 风险提示

疫情及自然灾害风险：2018 年 8 月以来爆发的非洲猪瘟疫情对生猪养殖行业产生了重大的影响，如果上市公司疫病防控体系执行不力，或将可能面临生猪发生疫病所引致的产量下降、盈利下降、甚至亏损等风险。同时，养殖业的生产经营会受到风灾、水灾、雪灾、地震等自然灾害的影响。如若发生自然灾害，可能造成生猪养殖场建筑及设施的损坏，并可能导致生猪死亡，由此给企业带来直接损失。

畜禽价格波动风险：畜禽产品市场价格的周期性波动导致养殖行业的毛利率呈现周期性波动，如果畜禽产品销售价格出现大幅下降，则养殖企业或将面临业绩难以保持增长，甚至大幅下降、亏损的风险。

原材料价格波动的风险：饲料生产的主要原料成本占饲料生产总成本的 90% 以上，且小麦、玉米、豆粕等主要原材料成本合计占养猪企业营业成本比重在 60% 以上，因此原材料价格大幅波动会对企业的主营业务成本、净利润均产生较大影响。

生猪出栏不达预期风险：目前公司产能、资金储备足以支撑未来生猪出栏规划，但若因不可抗因素导致出栏不及预期，则会对公司利润产生较大影响。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438