

2020年04月01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

生猪养殖板块加速扩张，利润持续释放可期 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	82051	119298	142564	160963
同比(%)	18.80%	45.40%	19.50%	12.91%
归母净利润(百万元)	5042	15197	19180	20204
同比(%)	195.78%	201.41%	26.21%	5.34%
每股收益(元/股)	1.20	3.60	4.55	4.79
P/E(倍)	26.28	8.72	6.91	6.56

投资要点

■ **公司公告:** 1) FY19 实现营收 820.5 亿元同增 18.8%，归母净利 50.4 亿元同增 195.8%，其中 19Q4 实现营收 251.3 亿元同增 37.7%，归母净利 19.7 亿元同增 676.0%。2) 拟向控股股东新希望集团及其控制企业南方希望非公开发行股票，发行数量不超过 175,978,882 股（含本数），发行价格 22.73 元/股，募资总额预计不超过 40 亿元，扣除发行费用后 32 亿元将投资于生猪养殖项目。3) 公开发行可续期公司债券，发行规模不超过 100 亿元（含），首期不超过 30 亿元（含）。4) 20.3 亿投资建设 4 个生猪养殖项目，合计增加出栏 124 万头。

■ **生猪养殖:** 顺利完成年度计划，多轮投资持续加速扩张。

19 年全年来看，公司生猪出栏 355 万头，其中种猪、仔猪出栏 38.5 万头，全年没有下调出栏计划，顺利达成预定目标。生物安全防控体系日趋成熟，上市率达 90%，保障成本管控，综合成本约 16 元/kg，其中自有仔猪成本约 13 元/公斤，保持行业领先水平，外购仔猪成本 17.3 元/公斤，外购占比约 70%。测算正常运营的养猪项目合计盈利 22.1 亿元，扣除筹建费用 6.7 亿元后，归母净利 15.4 亿元。此外，养猪板块存在杨凌本香的少数股东权益约 2 亿元。

单 Q4 来看，生猪出栏 118 万头，自有仔猪成本约 13 元/公斤，外购仔猪成本约 20.5 元/公斤，外购占比约 16%。测算正常运营的养猪项目合计盈利约 15.7 亿元，扣除筹建费用 2.5 亿元后，归母净利 13.2 亿元。

人才资金储备来看，公司猪产业员工已超过 1 万人，可支撑 1200 万头的生产规模。同时拥有全球范围内合计授信额度超 600 亿元，目前用信比例不超过 30%，全年平均融资成本控制在 3.8% 以下。此外，40 亿元可转债于 20 年 1 月初顺利完成发行与上市。

财务数据来看，FY19 存货生产性生物资产 25.1 亿元同增 384%/环增 155%，存货 93 亿元同增 73%/环增 19%，固定资产 138 亿元同增 58%/环增 24%，在建工程 47 亿元同增 85%/环增 15%，全年资本开支 93 亿元较 18 年增加 56 亿元，各项数据均验证了公司持续快速扩张的态势。

未来出栏规划来看，随着公司自产仔猪逐步上量，及新冠疫情趋稳，预计 Q2 起出栏将逐级增加，实现快速放量，20 年确保生猪出栏 800+ 万头，其中自产仔猪 500+ 万头，自育肥占比 50%+，将进一步改善完全成本。22 年 2500 万头。此外，公司公告 20.3 亿投资建设 4 个生猪养殖项目，合计增加出栏 124 万头，加上 19 年 12 月起公布的 3 次合计 191 亿共 1424.5 万头的建设项目，新增产能已超过 1500 万头，加速扩张，2022 年 2500 万头的出栏目标进度可期。此次大股东 40 亿定增及 100 亿永续债进一步体现了公司对生猪养殖的重视程度及信心。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.43
一年最低/最高价	13.30/31.43
市净率(倍)	5.08
流通 A 股市值(百万元)	132374.79

基础数据

每股净资产(元)	6.18
资产负债率(%)	49.16
总股本(百万股)	4216.02
流通 A 股(百万股)	4211.73

相关研究

1、《新希望 (000876): 养猪板块利润释放，饲料及禽板块盈利改善》2020-01-23

2、《新希望 (000876): 版图加速扩张，农牧巨头成长进行时》2019-11-15

- **饲料：基石业务增速稳健，20年销量将突破2000万吨。**19年公司饲料板块收入424.3亿元，同增7.6%/占比51.7%，销量1872万吨同增9.9%，外销占比86%，其中：1)禽料受益下游养殖高景气，销量1319万吨同增21.2%；2)猪料保持竞争力，在下游产能大幅去化的情况下销量398万吨，同比降幅仅9.5%，远远好于全国26.6%的同比降幅；3)水产料持续追赶态势，销量119万吨同增11.3%。由于非洲猪瘟影响对饲料行业带来了新一轮的洗牌，公司把握发展机遇，不断加强饲料产品研发、市场开发与服务，持续优化产品结构，提高自身的產品力、采购力、制造力、服务力，19年饲料毛利率8.1%同增0.5pct，综合单吨净利达到70元，同比大幅提高约20元，测算饲料板块全年归母净利约11亿元。20年来看，公司将继续稳扎稳打，规划全年饲料销量同增10%，将率先成为中国第一家饲料销量超2000万吨的企业。
- **禽：禽板块景气度高，盈利能力大幅增长。**19年公司禽板块收入213.6亿元，同增14.5%/占比26.0%，毛利率10.7%同增2.1pct。量上来看，销售鸡鸭苗5.0亿只同增9.4%，自养与委托代养商品代鸡鸭3.2亿只同增24.3%。按屠宰口径统计销量7.3亿羽，只均利润1.42元，同比提高约0.6元，测算禽板块整体盈利13亿元，扣除少数股东权益约2.3亿元，归母净利约11亿元。
- **食品：完善产业链布局，渠道结构持续优化。**19年公司生鲜猪肉非批市渠道占比从46%提升至58%，餐饮渠道销售额同增133%。此外，推出明星产品小酥肉，从年中开始发力，销售额突破1.4亿元，并进驻海底捞、盒马鲜生等知名餐饮终端。19年公司食品板块收入71.5亿元，占比仅8.7%，贡献利润1亿元，尚在孵化培育中，未来有望持续向食品终端延展，版图格局不断扩大。
- **盈利预测与投资评级：**短期来看，公司20年业绩确定性高，有望持续释放弹性；长期来看，此轮周期下产能深度去化，龙头企业将凭借出色的防疫能力、成本、资金、土地、人才储备等优势实现快速扩张，伴随行业一同成长。我们预计20-22年公司实现营收119.3/142.6/161.0亿元，同增45.4%/19.5%/12.9%，归母净利152.0/191.8/202.0亿元，同增201.4%/26.2%/5.3%，当前股价对应PE为8.7/6.9/6.6X，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，维持“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

新希望三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	17179	24663	29748	29273	营业收入	82051	119298	142564	160963
现金	5777	5698	12647	5669	减:营业成本	72150	96257	113640	129609
应收账款	958	1211	1381	1545	营业税金及附加	142	206	246	278
存货	9308	14756	13654	18749	营业费用	1813	2505	3136	3541
其他流动资产	1135	2998	2066	3311	管理费用	2702	3698	4419	4990
非流动资产	47039	56157	69857	89419	财务费用	434	596	713	805
长期股权投资	21122	22178	23287	24451	资产减值损失	-166	-242	-289	-326
固定资产	13825	20738	31106	46660	加:投资净收益	2379	1500	1500	1500
在建工程	4746	6170	8021	10427	其他收益	113	0	0	0
生产性生物资产	2511	2762	3038	3342	营业利润	6669	17538	21913	23245
无形资产	1389	1305	1262	1218	加:营业外净收支	-238	-170	-261	-375
其他非流动资产	5957	5767	6182	6664	利润总额	6431	17369	21652	22870
资产总计	64218	80820	99605	118692	减:所得税费用	250	976	1217	1285
流动负债	26196	27678	28769	28045	少数股东损益	1139	1195	1255	1381
短期借款	13621	14302	11441	10869	归属母公司净利润	5042	15197	19180	20204
应付账款	5513	6519	7686	8515	EBIT	6865	17965	22365	23674
其他流动负债	7063	6857	9642	8660	EBITDA	8220	18858	23402	24843
非流动负债	5372	5512	4208	4013					
长期借款	4954	5202	3902	3707	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	417	310	306	306	每股收益(元)	1.20	3.60	4.55	4.79
负债合计	31568	33190	32977	32058	每股净资产(元)	6.18	9.58	13.91	18.47
少数股东权益	6588	7247	7972	8769	发行在外股份(百万股)	4216	4216	4216	4216
归属母公司股东权益	26062	40383	58657	77866	ROIC(%)	14.8%	28.3%	28.5%	24.2%
负债和股东权益	64218	80820	99605	118692	ROE(%)	20.6%	40.8%	35.8%	28.2%
					毛利率(%)	12.1%	19.3%	20.3%	19.5%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	6.1%	12.7%	13.5%	12.6%
经营活动现金流	4437	9355	26218	15080	资产负债率(%)	49.2%	41.1%	33.1%	27.0%
投资活动现金流	-8737	-6375	-5916	-8239	收入增长率(%)	18.8%	45.4%	19.5%	12.9%
筹资活动现金流	4695	-3059	-13352	-13820	净利润增长率(%)	195.8%	201.4%	26.2%	5.3%
现金净增加额	321	-80	6950	-6979	P/E	26.28	8.72	6.91	6.56
折旧和摊销	1355	893	1037	1168	P/B	5.08	3.28	2.26	1.70
资本开支	9346	7524	6876	9426	EV/EBITDA	1.56	0.73	0.12	0.36
营运资本变动	782	6828	-5827	6642					

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>

