

强烈推荐-A (维持)

新希望 000876.SZ

目标估值: 10.64-12.44 元

当前股价: 8.17 元

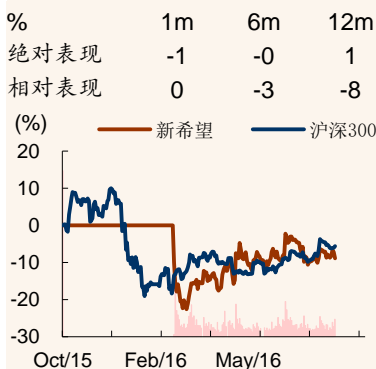
2017年05月01日

主业高增长, 股息率诱人

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	421602
已上市流通股(万股)	345671
总市值(亿元)	344
流通市值(亿元)	282
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	11.4
资产负债率	33.0%
主要股东	南方希望实业有限公司
主要股东持股比例	29.08%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《新希望(000876)——中国的泰森, 世界的新希望》2017-04-13
- 2、《新希望(000876)——改革孕育希望, 食品王国伊始》2016-11-12
- 3、《新希望(000876)——饲料销量喜迎拐点, 基地+终端收获丰收》2016-09-03

周莎

0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

2016年, 公司农牧业务实现净利润9.7亿元, 同比增长达100%。我们预计2017年农牧业务净利润13个亿, 当前市值扣除民生银行股权后对应PE约17倍。此外, 2016年现金分红比例高达80%, 对应的分红收益率为6.18%。

饲料: 养殖扩张带动结构改善

2016年共销售饲料1488.82万吨(+39.39万吨, +2.72%), 禽料销量+7%, 猪料+5% (其中母教乳猪料+30%), 反刍料+12%, 水产料下滑8%。通过大力加强养殖成为打通上下游、增加协同效应, 提升猪料销量占比和饲料业务的盈利能力。预计2017-2019年饲料销量为1540/1617/1698万吨。

养猪: 技术指标优越, 放量复制扩张

2016年, 公司共销售种猪、仔猪、肥猪116.69万头(+29.41万头, +33.70%), 全年平均PSY高达26.8 (代表公司最高水平的夏津猪场PSY达30), 处于国内领先水平。目前, 公司已完成了900万头生猪产能布局, 新好模式将在全国放量复制, 预计2017-19年出栏量为270/550/750万头, 增长迅猛。

种禽: “禽旺”提升效率, 保障食品安全

2016年销售鸡苗、鸭苗共计45859万只(-1646万只, -3.46%), 预计2017-2019年禽苗销售5.0/5.5/6.1亿羽。以温氏为榜样推行“禽旺”模式, 成立养殖服务公司以替代经销商, 加强对农户的控制, 增加对农户的让利, 不仅促进了禽料销量的增长, 并能实现可溯源, 最大程度确保食品安全。

屠宰和肉食: “基地+终端”, 未来的食品巨头

公司致力于转型变革, 坚定贯彻农牧食品产业一体化发展战略。优化产品结构, 加强“生转熟”和“冻转鲜”, 高毛利的深加工肉制品和冷鲜肉销量分别同比增长11%和22%。优化渠道结构, 促进渠道下沉和渠道细分, 加强“贸易转终端”, 生鲜禽肉批市销量占比已经从两年前的近90%下降到当前的不到60%。

盈利预测与估值: 预计17-19年农牧贡献EPS为0.32/0.36/0.44元, 投资贡献EPS为0.40/0.43/0.47元, 给予农牧20-25倍、投资8倍PE, 得出18年目标价10.64-12.44元, 具有30%-52%的空间, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 突发大规模不可控疫病, 重大食品安全事件, 猪价超预期下跌。

财务数据与估值

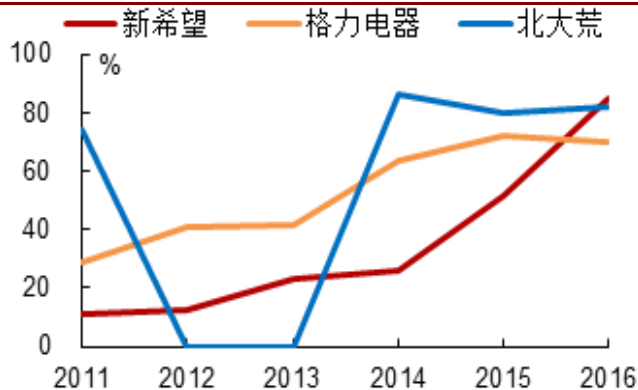
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	61520	60880	64527	73103	81457
同比增长	-12%	-1%	6%	13%	11%
营业利润(百万元)	3142	3231	4444	4818	5490
同比增长	9%	3%	38%	8%	14%
净利润(百万元)	2211	2469	3010	3325	3817
同比增长	9%	12%	22%	10%	15%
每股收益(元)	1.06	0.59	0.71	0.79	0.91
PE	7.7	13.8	11.4	10.4	9.0
PB	0.9	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2015-2017的股本分别为20.84、41.68、42.16亿股。

一、高股息率，傲视群雄

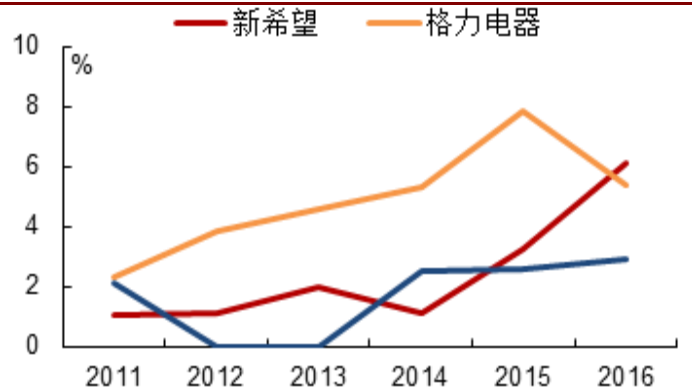
我们预计 2017 年农牧业务净利润 13 个亿，当前市值扣除民生银行股权后对应 PE 约 17 倍。此外，2016 年现金分红比例高达 80%，对应的分红收益率为 6.18%，已经高于格力和北大荒，极具吸引力。

图 1：现金分红比例对比



资料来源：公司资料、招商证券

图 2：股息率对比

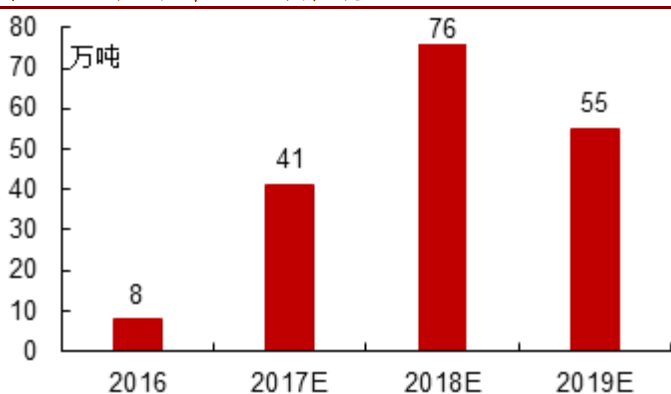


资料来源：公司资料、招商证券

二、饲料：养殖扩张带动结构改善

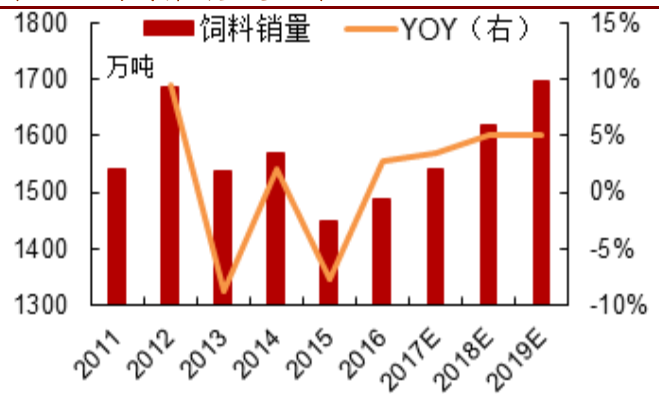
2016 年，公司共销售饲料 1488.82 万吨，同比上升 39.39 万吨，增幅为 2.72%。禽料销量同比增长 7%，猪料增长 5%（其中母猪教乳猪料增长 30%），反刍料增长 12%，水产料下降 8%。通过大力加强养殖成为打通上下游、增加协同效应，提升猪料销量占比和饲料业务的盈利能力，2017/18/19 年我们预计公司生猪出栏量分别为 270/550/750 万头，因此增加猪料销量为 41/76/55 万吨。2017-2019 年我们预计公司饲料销量为 1540/1617/1698 万吨。

图 3：生猪出栏带动的猪料销量



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司饲料销量变化图

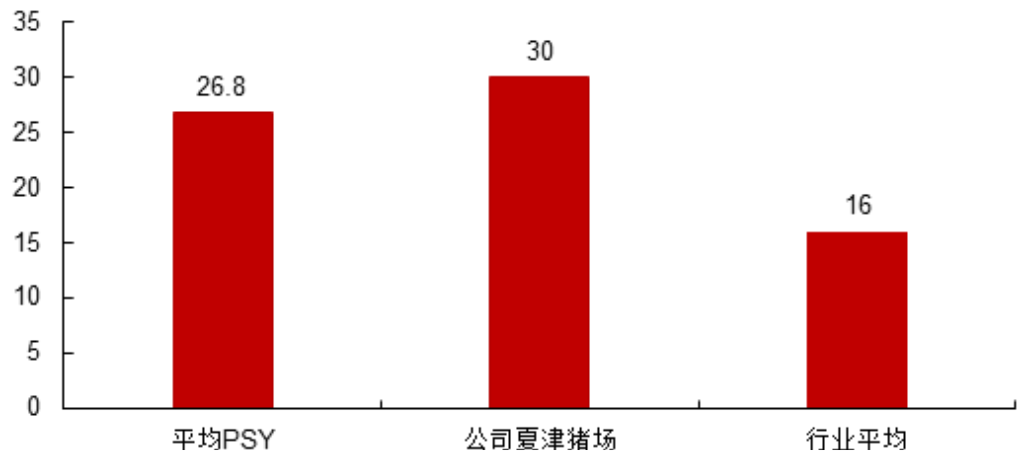


资料来源：公司公告、招商证券

三、养猪：技术指标优越，放量复制扩张

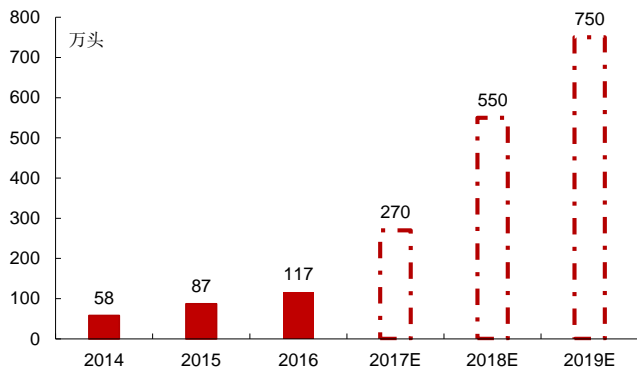
2016 年，公司共销售种猪、仔猪、肥猪 116.69 万头 (+29.41 万头, +33.70%)，全年平均 PSY 高达 26.8（代表公司最高水平的夏津猪场 PSY 达 30），处于国内领先水平。目前，公司已完成了 900 万头生猪产能布局，新好模式将在全国放量复制，预计 2017-19 年出栏量为 270/550/750 万头，增长迅猛。

图 5：2016 年公司和行业 PSY 对比



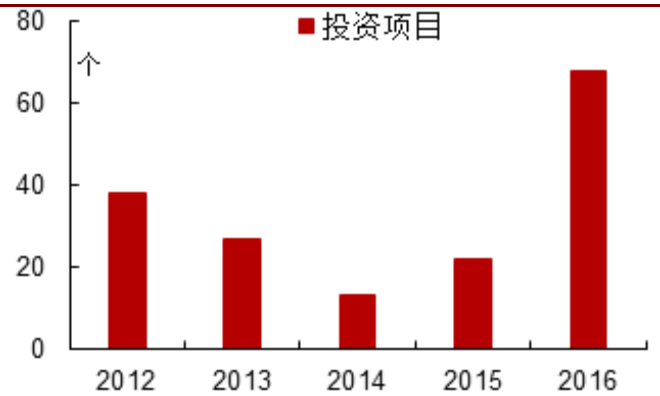
资料来源：招商证券

图 6：新希望生猪销量



资料来源：公司年报、招商证券

图 7：新希望投资项目状况



资料来源：公司年报、招商证券

表 1：2016 年各养殖企业技术指标对比

项目	温氏股份	牧原股份	雏鹰农牧	正邦科技	行业水平
PSY	21	23	20	N.A	16-18
料肉比	2.3-2.4	2.6-2.7	2.7-2.8	N.A	3

资料来源：招商证券

四、种禽：“禽旺”提升效率，保障食品安全

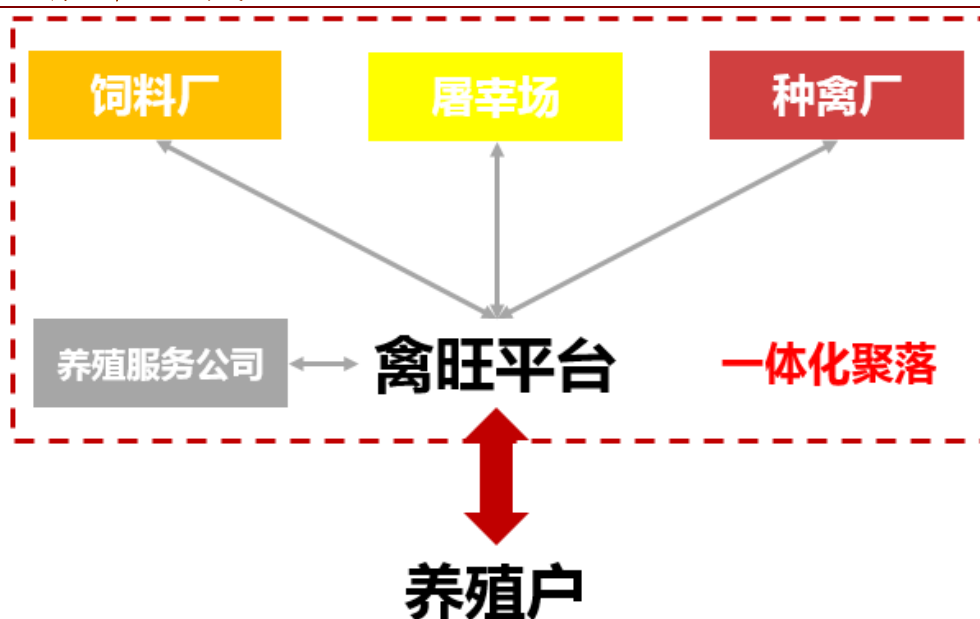
2016 年销售鸡苗、鸭苗共计 45859 万只 (-1646 万只, -3.46%)，预计 2017-2019 年禽苗销售 5.0/5.5/6.1 亿羽。以温氏为榜样推行“禽旺”模式，成立养殖服务公司以替代经销商，加强对农户的控制，增加对农户的让利，不仅促进了禽料销量的增长，并能实现可溯源，最大程度确保食品安全。

表 2: 商品代鸡、鸭苗成本下降情况及预计

元/只	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年*	2017E
鸡苗	2.78	2.5	2.39	2.29	2.20	2.15
下降		-0.28	-0.11	-0.10	-0.09	-0.05
鸭苗	2.65	2.78	2.53	2.24	2.10	2.05
下降		0.13	-0.25	-0.29	-0.14	-0.05

资料来源: 公司资料、招商证券 * 注: 2016 年为预测值

图 8: 禽旺平台的构成



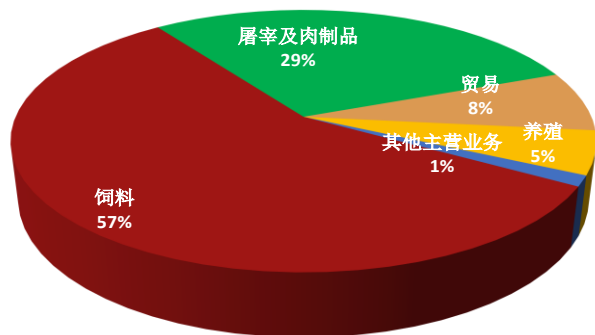
资料来源: 招商证券

五、屠宰和肉食：“基地+终端”，未来的食品巨头

公司致力于转型变革，坚定贯彻农牧食品产业一体化发展战略。优化产品结构，加强“生转熟”和“冻转鲜”，高毛利的深加工肉制品和冷鲜肉销量分别同比增长 11%和 22%。优化渠道结构，促进渠道下沉和渠道细分，加强“贸易转终端”，生鲜禽肉批市销量占比已经从两年前的近 90%下降到当前的不足 60%。

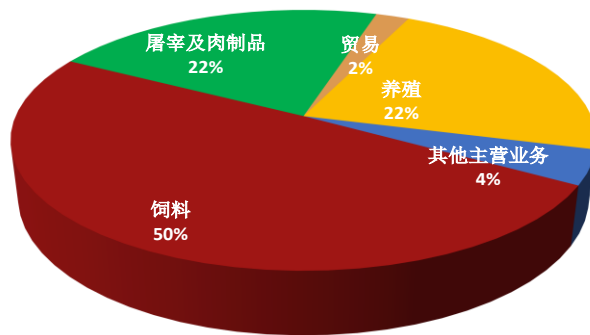
新希望未来的战略中，将逐步加大养殖、肉食品的收入及毛利占比，饲料将仅作为内部生产资料使用。

图 9: 2016 年公司收入构成



资料来源: 公司年报、招商证券

图 10: 2016 年公司毛利构成



资料来源: 公司年报、招商证券

六、盈利预测与估值

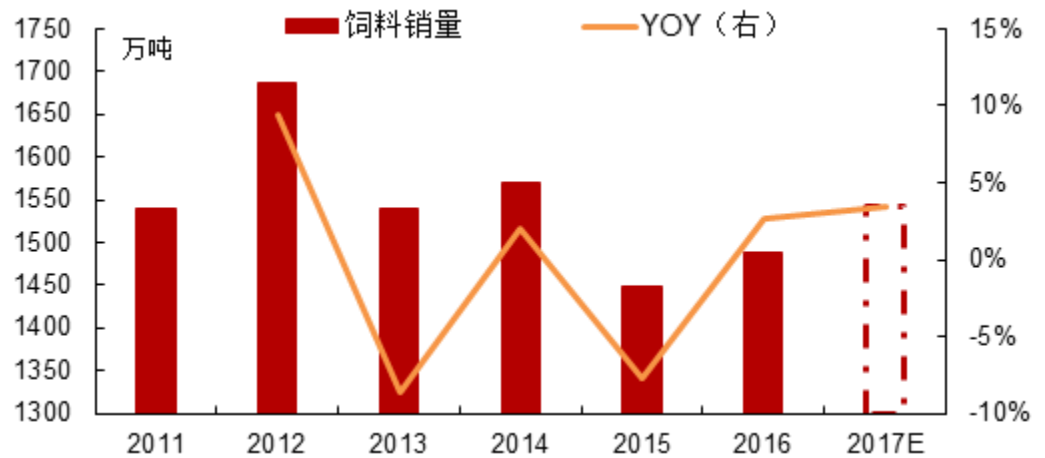
通过三年的不懈努力，公司的农牧主业出现了积极的反转迹象，饲料销量触底回升，农牧业务净利润大幅增长，行业回暖叠加成本及费用管控，共促业绩反转。随着高成本饲料原料消化进入尾声，落后产能淘汰和先进产能替代稳步推进，产品结构不断优化，公司饲料销量有望受益养殖后周期而维持温和增长，我们预计 2017 年饲料销量为 1540 万吨。

1、盈利预测

预计公司 2017/18/19 年饲料销量为 1540/1617/1698 万吨，生猪出栏 270/550/750 万头，禽苗养殖 5.0/5.5/6.1 亿羽，屠宰 247/277/310 万吨。预计 17-19 年农牧贡献 EPS 为 0.32/0.36/0.44 元，投资贡献 EPS 为 0.40/0.43/0.47 元，给予农牧 20-25 倍、投资 8 倍 PE，得出 18 年目标价 10.64-12.44 元，具有 30%-52% 的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

注：投资收益方面参考了招商证券金融组（17-18）和一致预期（19）对民生银行的盈利预测。

图 11：公司饲料销量及同比变化图



资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	14938	12239	15550	16549	16542	14614
营业毛利	84	295	398	381	72	249
营业费用	349	335	354	370	388	359
管理费用	454	393	418	444	455	452
财务费用	21	68	8	22	124	54
投资收益	388	606	599	540	345	616
营业利润	485	906	994	920	425	863
归属母公司净利润	437	659	769	684	369	640
EPS (元)	0.21	0.32	0.37	0.33	0.18	0.31
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	6.5%	9.2%	7.9%	7.4%	7.7%	8.2%
营业费用率	2.3%	2.7%	2.3%	2.2%	2.3%	2.5%
管理费用率	3.0%	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%	3.1%
营业利润率	3.2%	7.4%	6.4%	5.6%	2.6%	5.9%
有效税率	-8.4%	4.8%	4.7%	5.4%	-0.6%	6.4%
净利率	2.9%	5.4%	4.9%	4.1%	2.2%	4.4%
Yoyo	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	-21.7%	-7.1%	-4.7%	-3.1%	10.7%	19.4%
归属母公司净利润	-3.6%	27.6%	19.2%	10.8%	-15.5%	-2.9%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 4：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计	60880	64527	73103	81457
饲料	40876	41605	43524	46006
屠宰及肉制品	20979	22555	25261	28293
贸易	5357	4875	4485	4575
养殖	3849	6136	10957	14206
其他	948	1043	1147	1262
内部抵消	-11130	-11686	-12270	-12884
收入增长率	-1.04%	5.99%	13.29%	11.43%
饲料	-1.94%	1.78%	4.61%	5.70%
屠宰及肉制品	8.50%	7.51%	12.00%	12.00%
贸易	-26.66%	-9.00%	-8.00%	2.00%
养殖	64.33%	59.43%	78.58%	29.65%
其他	31.43%	10.00%	10.00%	10.00%
内部抵消	-12.77%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	7.97%	9.19%	9.12%	9.32%
饲料	5.96%	7.59%	6.69%	6.94%
屠宰及肉制品	5.16%	4.40%	4.40%	4.40%
贸易	2.02%	5.00%	5.00%	5.00%
养殖	28.19%	22.47%	20.43%	19.18%
其他	22.20%	22.20%	22.20%	22.20%
内部抵消	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
投资收益	2091	2225	2386	2597
长期股权投资收益 (民生银行)	1998	2112	2253	2444
减持民生银行股权获 得投资收益	0	0	0	0
其他	93	113	133	153

资料来源：公司数据、招商证券

新希望通过持股 75%的新希望投资有限公司持有民生银行的股权，投资收益按民生银行的净利润乘以股权比例 4.18%计入利润表的投资收益，同时分出 25%计入少数股东损益，同时也增加了资产负债表的长期股权投资与少数股东权益项。

表 5：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	61520	60880	64527	73103	81457
营业成本	57243	56027	58596	66440	73865
营业税金及附加	24	90	95	108	120
营业费用	1414	1447	1534	1738	1936
管理费用	1654	1710	1812	2053	2288
财务费用	312	222	277	339	360
资产减值损失	162	216	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	7	7	7	7
投资收益	2433	2091	2225	2386	2597
营业利润	3142	3231	4444	4818	5490
营业外收入	186	225	225	225	225
营业外支出	148	185	185	185	185
利润总额	3180	3271	4484	4858	5530
所得税	221	139	768	791	939
净利润	2960	3132	3716	4067	4592
少数股东损益	749	663	706	742	775
归属于母公司净利润	2211	2469	3010	3325	3817
EPS (元)	1.06	0.59	0.71	0.79	0.91

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

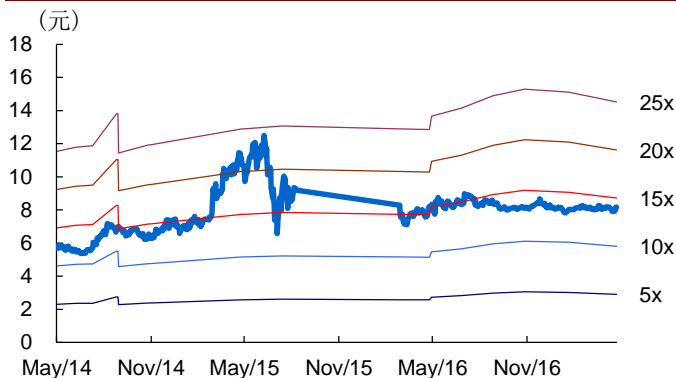
表 6：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
新希望	8.17	1.06	0.60	0.76	9%	13%	27%	8	8	14	1.64	12.04%	344
海大集团	17.25	0.51	0.55	0.77	44%	10%	43%	34	31	22	4.11	15.15%	273
正邦科技	5.01	0.52	0.52	0.49	265%	209%	8%	10	10	10	2.31	18.01%	115
牧原股份	27.90	1.23	2.25	2.63	643%	290%	31%	23	12	11	4.25	41.01%	323
平均					240%	131%	27%	18	15	14	3.08	21.55%	

资料来源：公司数据、招商证券

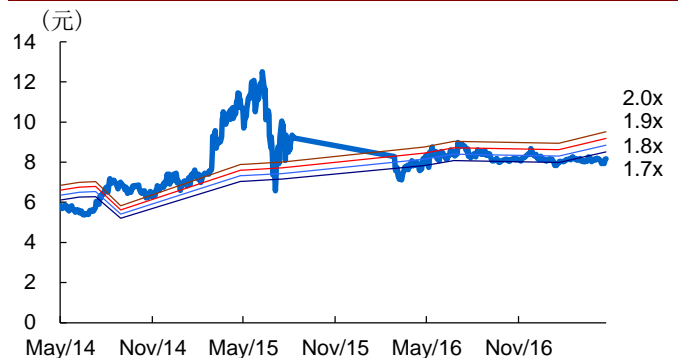
3、PE-PB Band

图 12: 新希望历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 13: 新希望历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

风险提示

突发大规模不可控疫病, 重大食品安全事件, 猪价超预期下跌, 饲料原料价格超预期上涨, 项目建设进度低于预期。

参考报告:

- 1、《新希望(000876.SZ)深度报告-中国的泰森, 世界的新希望》2017-04-13, 本文从行业发展大背景的角度来看新希望的转型, 经过三十多年的发展, 我国饲料工业正处于一个长周期的大拐点, 新希望转型的成功与否, 不仅关乎企业自身的命运, 更将成为中国饲料行业兴衰的风向标。 <http://t.cn/RXVrifp>
- 2、《新希望-改革孕育希望, 食品王国伊始》2016-11-12, 公司围绕“基地+终端”坚定转型, 饲料销量触底回升, 生猪养殖快速扩张, 农牧业务景气反转, 预计今年农牧板块贡献净利润 12.21 亿, 同比大增 216%。 <http://t.cn/Rfoywtf>
- 3、《新希望-千万头出栏计划快速推进》2016-08-24, 8 月 19 日, 公司发布董事会决议公告, 拟投资 26.98 亿元新建聚落式猪场项目共 7 个, 全部达产后将形成年出栏约 230 万头商品猪的产能。 <http://t.cn/RtenkKD>
- 4、《新希望-农牧食品巨头, 坚定转型之路》2016-07-06, 基于对未来趋势的合理判断, 公司启动了转型和变革, 包含海外、终端、基地。行业必须应对产能过剩, 养殖端的结构、效率变化、消费端需求对饲料企业提出新的挑战。半年内目标价 11.70-13.51 元, 具有 38%-60%空间, 给予“强烈推荐-A”评级。 <http://t.cn/RtlOoyw>
- 5、《新希望-禽业龙头进军生猪, 农牧食品巨头启航》2016-03-02, 若自然灾害导致国内粮价飞涨, 新希望将是最大的受益者。利用其全球化的原料布局, 发挥规模优势, 提升产业链定价权。预计 2015-17 年 EPS (摊薄后) 为 1.02/1.21/1.57 元, 给予 2017 年 18-22 倍 PE 得出一年内目标价为 28-35 元。 <http://t.cn/Rtlrxx6>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9903	9177	11478	13013	15780
现金	3727	3134	5193	5890	7857
交易性投资	27	11	11	11	11
应收票据	16	51	54	61	68
应收款项	387	483	500	566	631
其它应收款	518	481	510	578	644
存货	3320	4282	4435	5029	5591
其他	1908	735	774	878	977
非流动资产	25314	28208	30180	32343	34744
长期股权投资	14389	15831	18056	20442	23039
固定资产	6738	7494	7396	7309	7234
无形资产	1049	1232	1109	998	898
其他	3139	3650	3619	3593	3573
资产总计	35217	37385	41657	45356	50524
流动负债	10083	8756	11348	11883	13457
短期借款	4953	2081	5208	5209	6278
应付账款	1666	2870	3001	3403	3783
预收账款	572	701	733	831	924
其他	2892	3105	2407	2440	2472
长期负债	998	3080	3080	3080	3080
长期借款	779	846	846	846	846
其他	219	2233	2233	2233	2233
负债合计	11081	11836	14428	14963	16536
股本	2084	4168	4216	4216	4216
资本公积金	4246	2026	2026	2026	2026
留存收益	12937	14321	15248	17670	20489
少数股东权益	4869	5034	5739	6481	7256
归属于母公司所有者权益	19267	20515	21489	23912	26731
负债及权益合计	35217	37385	41657	45356	50524

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3188	3111	2779	2762	3080
净利润	2211	2469	3010	3325	3817
折旧摊销	952	984	1084	1053	1026
财务费用	351	272	277	339	360
投资收益	(2433)	(2091)	(2231)	(2392)	(2604)
营运资金变动	1481	862	(69)	(312)	(301)
其它	624	616	708	749	782
投资活动现金流	(1561)	(539)	(3055)	(3216)	(3427)
资本支出	(1767)	(2103)	(830)	(830)	(830)
其他投资	206	1564	(2225)	(2386)	(2597)
筹资活动现金流	(1175)	(3177)	2336	1152	2314
借款变动	(2714)	(5763)	2418	1	1069
普通股增加	0	2084	48	0	0
资本公积增加	(102)	(2220)	0	0	0
股利分配	(521)	(1146)	(2084)	(903)	(998)
其他	2162	3868	1954	2053	2243
现金净增加额	452	(605)	2059	697	1967

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	61520	60880	64527	73103	81457
营业成本	57243	56027	58596	66440	73865
营业税金及附加	24	90	95	108	120
营业费用	1414	1447	1534	1738	1936
管理费用	1654	1710	1812	2053	2288
财务费用	312	222	277	339	360
资产减值损失	162	216	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	7	7	7	7
投资收益	2433	2091	2225	2386	2597
营业利润	3142	3231	4444	4818	5490
营业外收入	186	225	225	225	225
营业外支出	148	185	185	185	185
利润总额	3180	3271	4484	4858	5530
所得税	221	139	768	791	939
净利润	2960	3132	3716	4067	4592
少数股东损益	749	663	706	742	775
归属于母公司净利润	2211	2469	3010	3325	3817
EPS (元)	1.06	0.59	0.71	0.79	0.91

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-12%	-1%	6%	13%	11%
营业利润	9%	3%	38%	8%	14%
净利润	9%	12%	22%	10%	15%
获利能力					
毛利率	7.0%	8.0%	9.2%	9.1%	9.3%
净利率	3.6%	4.1%	4.7%	4.5%	4.7%
ROE	11.5%	12.0%	14.0%	13.9%	14.3%
ROIC	8.1%	10.4%	9.4%	9.6%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	31.5%	31.7%	34.6%	33.0%	32.7%
净负债比率	16.3%	9.7%	14.5%	13.4%	14.1%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6
存货周转率	14.4	14.7	13.4	14.0	13.9
应收帐款周转率	149.8	140.0	131.3	137.1	136.0
应付帐款周转率	29.6	24.7	20.0	20.7	20.6
每股资料 (元)					
每股收益	1.06	0.59	0.71	0.79	0.91
每股经营现金	1.53	0.75	0.66	0.66	0.73
每股净资产	9.24	4.92	5.10	5.67	6.34
每股股利	0.55	0.50	0.21	0.24	0.27
估值比率					
PE	7.7	13.8	11.4	10.4	9.0
PB	0.9	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.8	12.8	9.5	8.9	8.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。