

新希望 (000876)

买入/首次评级

股价: RMB18.31

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

wuxd@mail.htlhsc.com.cn

联系人

陈娇

(0755)8253 7967

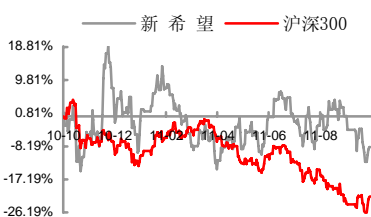
chenjiao2@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	832
流通 A 股 (百万股)	832
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	15,241

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

期待中国畜牧业航母诞生

- 事件:** 公司公布 2011 三季报。1-9 月实现营业收入和利润分别为 73.79 亿元和 8.60 亿元, 同比增长 31.91% 和 108.26%, 全面摊薄 EPS1.03 元。三季度单季度 EPS0.44。
- 利润增长得益于农牧主业景气和投资收益增长。** (1) 前三季度养殖业景气, 养殖业务和肉制品业务实现扭亏为盈。(2) 公司的饲料销量和毛利率均有提升。(3) 乳业方面, 公司调整产品结构和终端销售价格, 毛利率同比增长。(4) 转让房产企业股权收益和民生银行投资增长。参考银行业团队的预测, 预计 11 年民生银行投资收益将达到 9.38 亿元, 同比增长达 42.47%。
- 中国畜牧业航母。** 合并之后公司各主要产品销量大幅增长。(1) 饲料方面, 2010 年合计销量达 1273.7 万吨, 位列全球第三。(2) 养殖方面, 鸡苗、鸭苗的产量分别在 1.09 和 1.20 亿只, 位居全国前列; 祖代种猪、父母代种猪和商品肉猪的销量分别达到 2969、2539 和 17714 头。(3) 肉制品方面, 鸡鸭肉食销量在 49 万吨和 97 万吨左右, 位居全国前三; 高温产品销量 21385 吨, 低温产品销量 5939 吨左右。总营业收入将超过 600 亿元, 实现产业链纵向一体化, 有效降低内部的运营成本, 保障终端食品安全。
- 重组之后仍然具有成长空间。** 重组后 1300 万吨左右的产量占全国 8% 左右, 仍有空间。并且六和的重点市场仅在山东和河南, 山东占 50% 以上, 河南占比 10% 多; 未来凭借“六和模式”向其他养殖大省扩张的空间仍在。按照全国约 7500 万吨的肉产量估算, 公司约 150 万吨的肉制品销量虽然已经是行业龙头, 但市场占有率仅 2%, 养殖方面更是远远未触及天花板。
- 盈利预测与投资建议:** (1) 按持有市值再减去 25% 的少数股东权益计算, 民生银行价值约每股 3.44 元, 将其扣除后, 新希望农牧主业股价约 15.1 元。(2) 2011 年 1-5 月六和集团、新希望农牧和枫澜科技实现净利润合计 6.00 亿元。预计合并之后公司农牧主业 11 年净利润在 15 亿元左右。(3) 按总股本 17.42 亿计算, 对应农牧 EPS0.86, 按照 15.1 元的股价, PE 在 16X 左右, 具有估值优势; 公司的催化剂在于重组完成和并表。
- 风险提示:** 疫病因素; 重组进度低于预期。

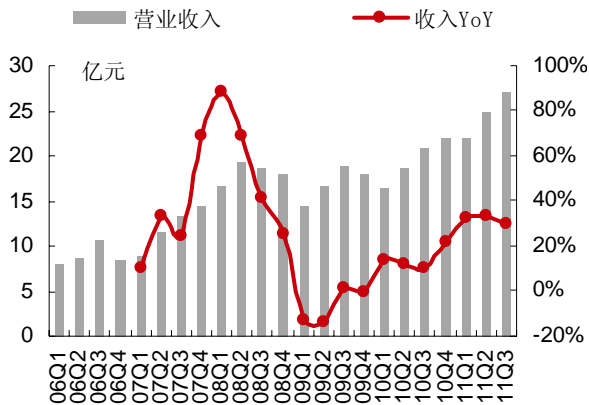
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7785	11566	12678	13901
(+/-%)	15%	49%	10%	10%
归属母公司净利润(百万元)	579	1010	1117	1304
(+/-%)	42%	74%	11%	17%
EPS(元)	0.70	1.21	1.34	1.57
P/E(倍)	26.65	15.28	13.83	11.84

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

利润增长得益于农牧主业景气和投资收益增长

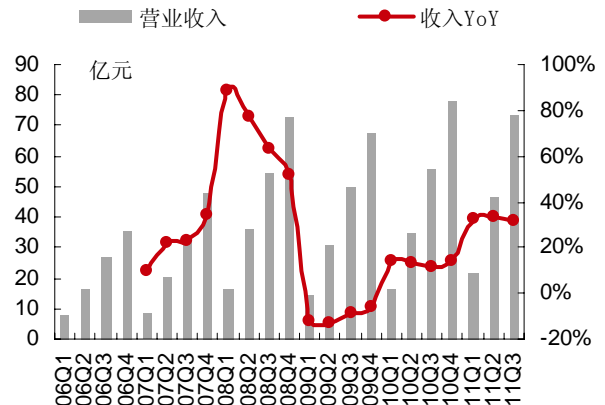
本报告期业绩较上年同期大幅增加，主要原因是：（1）前三季度养殖业景气，生猪、猪肉价格维持高位，公司养殖业务和肉制品业务实现扭亏为盈。养殖业务毛利率同比增长 35.49 个百分点；公司肉制品营业收入和毛利也得到大幅增长。（2）受养殖景气拉动，饲料行业景气向好，公司的饲料业务利润增加，销量和毛利率均有提升，其中上半年饲料业务提升 1 个百分点。（3）乳业方面，公司调整产品结构和终端销售价格，毛利率同比增长，上半年的增幅是 3.39 个百分点。（4）转让房产企业股权收益和民生银行投资增长。民生银行的投资收益是公司主要利润来源，根据华泰联合银行业团队的研究，11 年民生银行净利润将达到 250.47 亿元，对应的投资收益为 12.50 亿元，扣除少数股东权益后约为 9.38 亿，同比增长 42.47%。

图 1： 公司单季度收入情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 公司季度累计收入情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

毛利率上升，前三季度费用率稳定

公司毛利率上升。前三季度毛利率 9.19%，同比上升 0.78 个百分点（三季度单季 9.29%，同比上升 0.75 个百分点）。毛利率上升主要是因为公司养殖相关行业处于景气周期，以及乳制品产品结构的调整和终端提价。前三季度公司管理费用和销售费用保持稳定。前三季度销售+管理费用率 7.27%，同比上升 0.01 个百分点（三季度单季 7.43%，同比上升 0.57 个百分点）。

图 3： 公司单季度毛利率情况

图 4： 公司累计季度毛利率情况

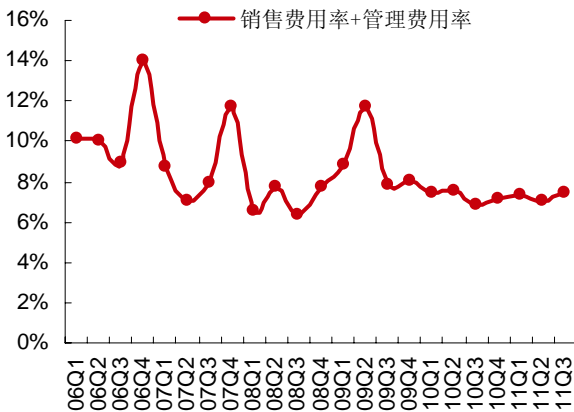


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所



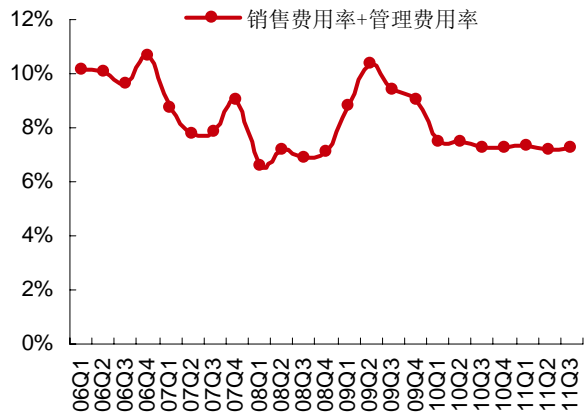
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图5： 公司单季度销售+管理费用率情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图6： 公司累计季度销售+管理费用率情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

中国畜牧业航母

合并之后公司各主要产品销量大幅增长。(1) 饲料方面，2010 年新希望股份、六和集团和新希望农牧的饲料销量分别达到 131.7 万吨、945 万吨和 197 万吨，合计 1273.7 万吨，位列全球第三。根据饲料工业协会统计，2010 年全国饲料产量 16200 万吨，重组后市场占有率 7.86%。(2) 养殖方面，六和集团 2010 年鸡苗、鸭苗的产量分别在 1.09 和 1.20 亿只，位居全国前列；新希望农牧 2010 点祖代种猪、父母代种猪和商品肉猪的销量分别达到 2969、2539 和 17714 头。(3) 肉制品方面，2010 年六和集团鸡鸭肉食销量在 49 万吨和 97 万吨左右，位居全国前三；新希望农牧肉食业务高温产品销量 21385 吨，低温产品销量 5939 吨左右。总营业收入将超过 600 亿元，将形成巨大的规模效应和对上下游的议价能力。

合并之后将实现产业链纵向一体化。公司业务将囊括饲料生产、种苗生产、养殖、屠宰和肉类加工等。成为了国内产业一体化的畜牧业航母，将有效降低产业链内部的运营成本，保障终端食品安全，企业品牌竞争力。

重组之后仍然具有成长空间

养殖和饲料行业规模巨大。重组后 1200 万吨的产量占全国 8%左右，国内 10 家企业占到饲料市场 30%以上的份额。若按照美国市场 CR4 达到 80%的水平来看，行业整合的空间仍然无比巨大。并且，六和的重点市场仅在山东和河南，山东占 50%以上，河南占比 10%多；未来凭借“六和模式”向其他养殖大省扩张的空间仍在。按照全国约 7500 万吨的肉类产量估算，公司约 150 万吨的肉制品销量虽然已经是行业龙头，但市场占有率仅 2%，养殖方面更是远远未触及天花板。

盈利预测与投资建议

(1) 民生银行股价目前约 6 元，公司持有民生银行 1,333,586,825 股，持有市值 80.015 亿元，扣除 25%新希望投资的少数股东权益，再按照新希望 17.42 亿的股本，每股价值 3.44 元。新希望股价 18.5 元，扣去民生银行股票价值后，农牧主业股价约 15.1 元。

(2) 2011 年 1-5 月六和集团、新希望农牧和枫澜科技分别实现净利润 5.39 亿，0.58 亿和 351 万元，合计 6.00 亿元。预计合并之后 11 年公司农牧主业全年实现净利润 15.00 亿元左右。

(3) 再按总股本 17.42 亿计算，对应 EPS0.86，按照 15.1 元的股价，PE 在 16X 左右，具有估值优势；公司近期的催化剂在于重组完成以及六和的实际业绩并表。

由于重组仍在进行中，相关子公司的销售数据有待进一步披露，本报告最后一页所附盈利预测仍然是上市公司重组之前的预测。

风险提示

疫病因素；重组进度低于预期。

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	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1987	4237	5525	7119	营业收入	7785	11566	12678	13901
现金	698	2475	3552	4956	营业成本	7123	10369	11417	12518
应收账款	160	209	235	260	营业税金及附加	14	21	23	25
其他应收款	42	69	74	81	营业费用	366	544	596	653
预付账款	195	231	265	296	管理费用	197	301	330	361
存货	864	1207	1350	1479	财务费用	189	133	135	128
其他流动资产	29	45	49	48	资产减值损失	-7	9	5	2
非流动资产	7757	6738	7025	7258	公允价值变动收	-5	0	0	0
长期投资	5683	5066	5238	5255	投资净收益	894	1187	1359	1581
固定资产	1356	1365	1487	1685	营业利润	793	1377	1532	1793
无形资产	195	197	199	201	营业外收入	70	41	48	53
其他非流动	523	110	101	117	营业外支出	29	17	20	22
资产总计	9745	10975	12550	14376	利润总额	834	1401	1561	1824
流动负债	2378	3073	3150	3225	所得税	36	56	62	73
短期借款	967	1302	1302	1302	净利润	797	1345	1498	1751
应付账款	372	498	559	615	少数股东损益	218	335	382	448
其他流动负	1039	1273	1290	1308	归属母公司净利	579	1010	1117	1304
非流动负债	2141	1321	1323	1323	EBITDA	1122	1645	1819	2103
长期借款	1292	1292	1292	1292	EPS (元)	0.70	1.21	1.30	1.52
其他非流动	849	29	31	31					
负债合计	4518	4394	4473	4548	主要财务比率				
少数股东权	1312	1646	2028	2476	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	832	832	856	856	成长能力				
资本公积	1303	1303	1279	1279	营业收入	14.5%	48.6%	9.6%	9.6%
留存收益	1838	2848	3965	5269	营业利润	53.2%	73.7%	11.3%	17.0%
归属母公司	3915	4935	6049	7352	归属母公司净利	41.8%	74.3%	10.5%	16.7%
负债和股东	9745	10975	12550	14376	获利能力				
					毛利率(%)	8.5%	10.3%	9.9%	9.9%
					净利率(%)	0.0%	1.5%	1.6%	7.4%
					ROE(%)	14.8%	20.5%	18.5%	17.7%
					ROIC(%)	47.7%	77.2%	75.4%	75.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	46.4%	40.0%	35.6%	31.6%
					净负债比率(%)	52.24	63.96	62.83	61.79
					流动比率	0.84	1.38	1.75	2.21
					速动比率	0.47	0.99	1.33	1.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.86	1.12	1.08	1.03
					应收账款周转率	47	52	47	46
					应付账款周转率	22.05	23.84	21.61	21.33
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.70	1.21	1.34	1.57
					每股经营现金流	0.01	0.23	0.35	0.44
					每股净资产(最	4.70	5.93	7.27	8.83
					估值比率				
					P/E	26.65	15.28	13.83	11.84
					P/B	3.94	3.13	2.55	2.10
					EV/EBITDA	12	8	7	6

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
 增持 股价超越基准10%-20%
 中性 股价相对基准波动在±10%之间
 减持 股价弱于基准10%-20%
 卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。