

新希望(000876.SZ)

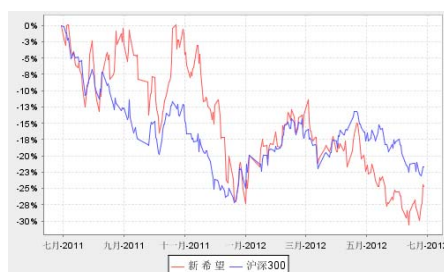
调结构、跨区域的全产业链饲料巨头

评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 23.81
 分析师: 谢刚 联系人: 胡彦超
 S0740510120005 S0740512070001
 021-20315178 021-20315176
 xiegang@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2012年7月15日

基本状况

总股本(百万股)	1737.67
流通股本(百万股)	832.37
市价(元)	15.78
市值(百万元)	27420.43
流通市值(百万元)	13134.82

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	57,197.	65,895.	75,198.	84,598.	93,058.
营业收入增速	741.45	15.21%	14.12%	12.50%	10.00%
净利润增长率	271.01	75.15%	10.09%	8.00%	7.00%
摊薄每股收益(元)	0.87	1.53	1.68	1.82	1.94
前次预测每股收益(元)	0.87	1.53	1.68	1.82	1.94
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	18.09	10.33	9.38	8.69	8.12
PEG	0.07	0.14	0.93	1.09	1.16
总股本(百万股)	1,737.3	1,737.3	1,737.3	1,738.3	1,739.3

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

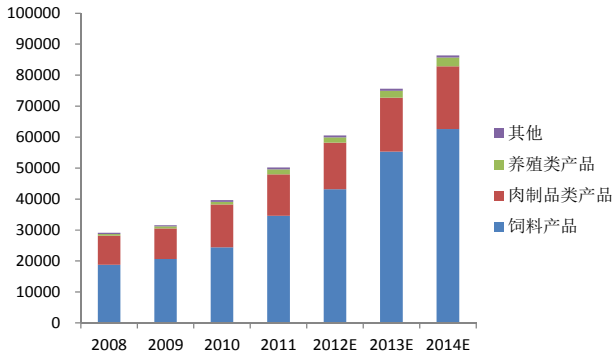
- 自 2010 年新希望实现了六和等农牧资产的整体上市之后,新希望已晋级为国内规模最大、产业链最全且集饲料、畜禽养殖、屠宰及肉制品于一身的农牧上市旗舰。
- 通过资产重组,新希望六和“归核农业”,深入践行“打造世界级农牧企业”的长期战略规划。2011 年公司饲料业务总销售量达 1540.14 万吨,同比增长 20.88%,居全国第一,世界第三;年销售鸡鸭苗 3 亿只,肉食品销量为 202.36 万吨,同比增长 15.46%。从规模上来看,新希望六和已经是世界级的农牧巨头。
- 但换从估值角度看,资本市场对待新希望六和这一元老级饲料龙头,远不如大北农、海大等饲料新贵,新希望六和当前股价对应的 2012 年 PE 不到 10 倍,而大北农和海大均是 20 倍以上。为何市场给予新希望六和在农业公司中几乎最低的 PE?
- 我们认为主要由于:(1)市场普遍觉得新希望六和饲料业务以禽料为主,而一般情况下禽料毛利率不足 5%,远低于猪料和水产料;(2)公司的禽料和养殖业务,因禽类养殖周期短等内在属性造就了其周期性波动剧烈,市场普遍将其看成是周期性强的畜禽养殖类公司,而非成长性确定的饲料类公司;(3)公司饲料业务在山东地区的市场占有率高达 50%,市场接近饱和,优势区域未来成长性可能遭受瓶颈限制。
- 不过有别于市场的看法,我们经过深入研究和持续追踪发现,新希望六和从 2010 年开始逐步进行“调结构、跨区域”的战略微调,以消除公司现有业务的“品类+区域”限制,从而继续保持公司未来成长性和市场领先地位。具体来看,公司的成长性源于:

➤ (1) 向高毛利的猪饲料和水产料进行横向品类扩展。凭借整合后的新希望六和和新希望农牧在

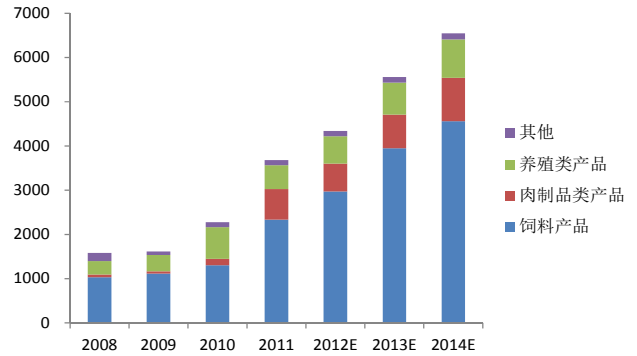
猪饲料以及水产饲料业务上的优势，横向延伸至下游规模化程度和行业集中度“双低”、而且规模更大和毛利更高的猪饲料和水产料行业，进行横向的饲料品类扩张。我们预测 2012 年公司猪饲料销量将达到 600 万吨，远高于鸡鸭料 400 万吨左右销量，08-12 年复合增速达 52%，这与大北农和唐人神等猪饲料企业增长率基本一致。同时公司猪饲料的毛利率通常高达 7% 左右，远高于禽类的 4% 毛利率，从而大幅增长公司毛利率水平。

- (2) 饲料销售区域向国内优势养殖地区扩张，目前正在向辽宁、河北、山西、河南等省快速复制。公司饲料业务可以凭借“微利经营+服务营销+近距离市场密集开发”三项基本经营策略，在区域市场形成强势竞争力和极高的市场占有率，目前正在辽宁、河北、山西、河南等地快速复制。我们草根调研的情况得出，部分区域市场渗透率大幅提升至 15%，我们认为随着国内养殖大省的市场占有率提升，未来中长期看，新希望六和这一饲料巨无霸企业仍有望实现 10-15% 的销量增长。
 - (3) 高盈利的海外业务增长。目前新希望海外业务的收入达到 20 亿的规模，净利润超过 1.2 亿元。由于东南亚国家下游水产和畜禽养殖饲料需求增长迅速，而其本国的饲料产业相对比较落后，因此新希望在当地的竞争优势突出，公司海外饲料毛利率平均在 15-20%，净利率为 3%，分别高于国内 5% 和 1-2%。我们认为公司海外业务将在现有的越南、印尼、菲律宾等市场进一步增加投资以巩固市场，并寻求进军柬埔寨、泰国、印度、土耳其市场的机会。我们预计未来 3 年公司海外业务的收入增速将达到 30%。
 - (4) “基地+农户”新型生猪养殖模式试点，公司有意扩大生猪养殖业务。今年公布的投资项目中“夏津生猪养殖项目”最为惹人注目。该项目计划设立一个养殖公司，下设 2500 头祖代母猪场一处、5000 头父母代猪场 3 处、公猪站 1 处、14400 头/批标准化育肥场三处、养殖服务部一处，发展规模在 1200—2400 头左右的代养农户 60—120 家。项目满负荷运作后，年对外提供商品猪将达 34 万头。公司采用“公司+规模化农场”的模式运作，四分之一由公司自建育肥场做示范养殖，四分之三发展农户代养。生猪养殖虽然一直不是公司优势，但如今公司却大力投资生猪养殖，说明公司看到——生猪养殖规模化快速提升和散户养殖加速退出并存背景下的规模化、集约化养殖的空间巨大。我们认为，公司具有“担保鸡”的宝贵经验，“基地+农户”养殖模式试点成功概率较大，未来公司将有望继续扩大养殖规模，年均增速达 30% 以上。
- 凭借“六和”模式之优势，我们预计新希望六和不但有维持上述成长性的可能性，更具有转化成实际业绩的现实依据。更主要的是，六和模式是在不断演变、与时俱进的，六和进入市场之初采取“微利经营、服务营销、密集开发”基本经营策略，然后在形成一定市场基础后进行产业链一体化的尝试，并最后成功打造“八位一体”的担保鸡模式。
- 总体上，六和模式之所有能够如此成功，本质在于它适应了养殖规模化背景下，规模养殖户不但对高效、低价的饲料产品有需求，更希望的是饲料企业能够提供综合性的养殖技术服务和专业化养殖方案。具体来说：
- “微利经营”降低了养殖户的养殖成本，“服务营销”满足了养殖户的技术服务需求，从而提高了养殖效率，也就增加了对下游的“客户黏性”。公司通过原材料集中采购，增加了原料市场定价权，降低采购成本，同时公司强化管理将每吨饲料的生产和管理等成本由之前的 160-180 元/吨降低到 70-90 元/吨。而且公司利用技术服务优势，向养殖户提供防疫程序，建厂指导，标准化养殖推广。
 - 密集开发保障了公司业务省外复制的成功概率。“近距离密集开发”是指通过近距离布点设厂，密集的、直接针对用户的市场开发过程，使得饲料厂“30 公里内不留死角、50 公里之内的市场销量占到总销量的 70%”，从而降低产品储运成本、贴近终端客户，为“微利经营”和“服务营销”提供市场基础。2011 年，六和集团饲料销量 1514 万吨，占山东市场比例达到 50%，密集开发的成果得到充分体现。我们认为，公司通过复制上述策略，将很快在河南、辽宁等地增加市场渗透率。

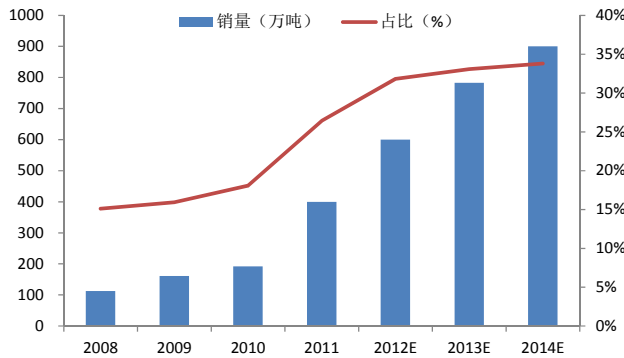
- 公司产业链一体化经营的“担保鸡”模式完全就是综合性养殖方案的集中体现。“八位一体”的“担保鸡”模式解决了养殖户除定期喂养以外的所有养殖环节的问题：1、提供优质的种苗，签订回收合同，降低养殖户的风险；2、提供金融支持，贷款及贷款担保，解决养殖户资金短缺的问题；3、畜产品的回收，解决养殖户销售难的问题，树立养殖信心。同时通过产业链的打造有效的控制食品安全和终端市场。“担保鸡”模式还将资金流和物流捆绑在一起，其中担保公司作为资金链的枢纽，掌管着农户、公司与银行的资金流，防止农户违约。
- 此外，除了新希望饲料与养殖业务的长期成长性确定之外，短期我们看好 3-4 季度的猪价反弹也将拉动公司禽类产品价格整体性上涨，公司下半年农牧业务盈利有望环比提升，这也将成为股价催化剂。因 1-5 月份鸡价震荡下跌，公司种禽、肉鸡鸭等产品价格均出现相应下滑，所以上半年公司业绩较为平淡，乐观预计增长 0-10%。不过去年 12 月-3 月全国地区爆发严重流行性腹泻疫情，最严重地区如河南死亡率高达 50-70%，我们判断疫情导致的生猪阶段性供不应求将驱动猪价在 6-8 月快速反弹，进而拉动畜禽养殖行业二季度景气度反弹，当前鸡鸭苗已经较前期低点增长 100%左右，至 2.5 元/羽。受益于行业景气上行，公司种禽和禽类业务盈利有望环比提升，我们预计下半年业绩增长 10-20%，全年平均增长也在 10%左右。
- 维持新希望前期盈利预测。我们预计 2012 年新希望实现销售收入 752 亿元，同比增长 14.1%，实现净利润 29.3 亿元，增长 10.1%，对应 2012 年 EPS 为 1.68 元，其中民生银行投资收益贡献 EPS 为 0.70 元（按齐鲁银行最新预测民生银行 2012 年 346 亿元净利润假定），农业贡献 EPS 为 0.98 元。
- 公司估值处于饲料业最底端，作为行业景气下行、企业盈利下修盛行背景下的防御佳品，建议中长期投资者积极关注，短期关注确定性成长造成的当前估值修复机会，重申“买入”评级，目标价 23.81 元，对应 2012 年农业 20 倍和银行 6 倍 PE。

图表 1: 新希望六和农牧业务销售收入 (百万元)


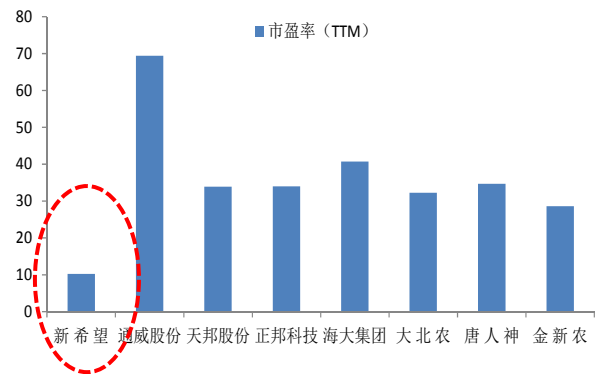
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 新希望六和农牧业务毛利润 (百万元)


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 新希望猪饲料销量预测 (万吨)


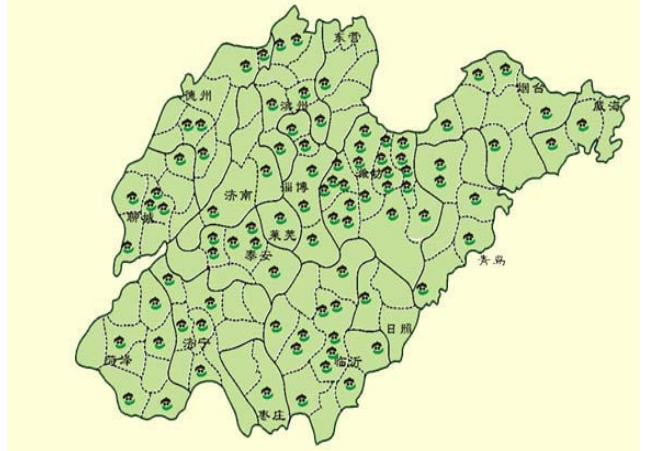
来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 饲料股中新希望估值处于最底端


来源: 齐鲁证券研究所

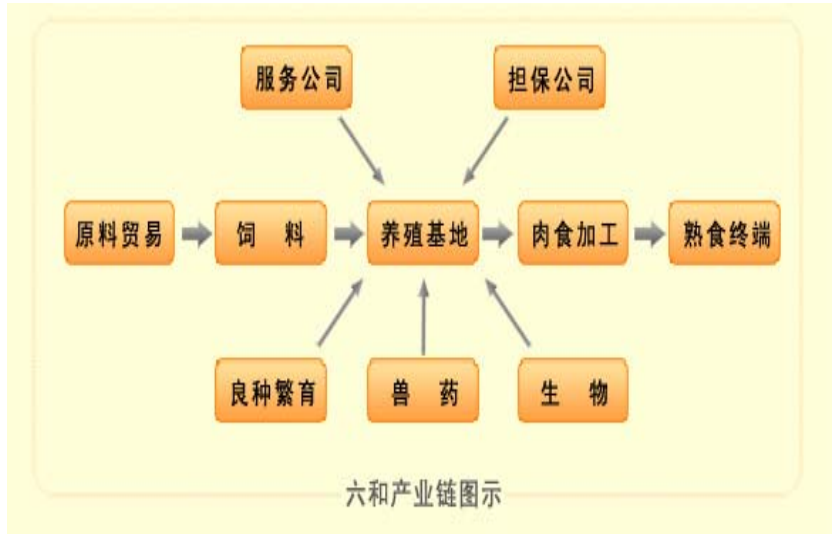
图表 5: 新希望业务区域分布图


来源: 公司网址、齐鲁证券研究所

图表 6: 新希望六和密集开发下的山东地区


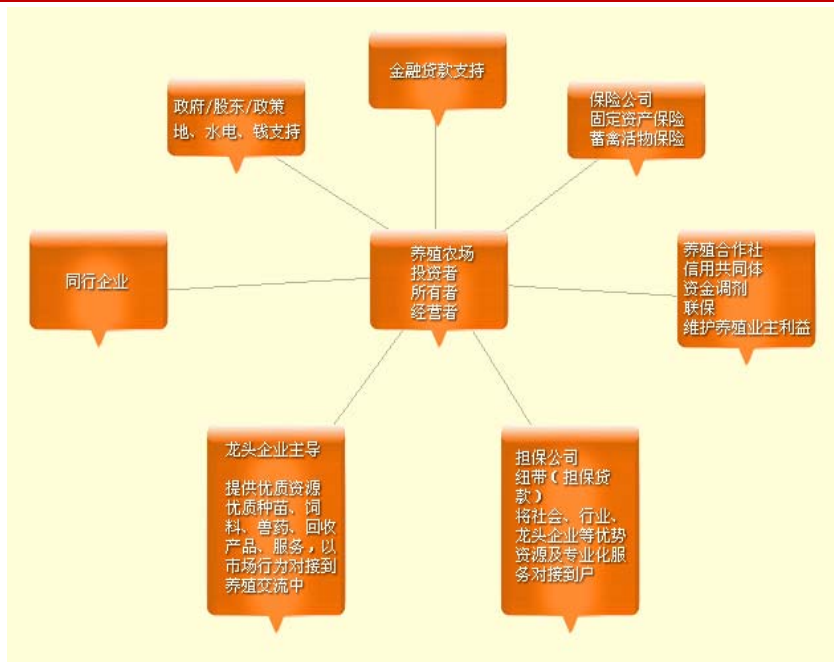
来源: 公司网址、齐鲁证券研究所

图表 7: 六和全产业链经营模式

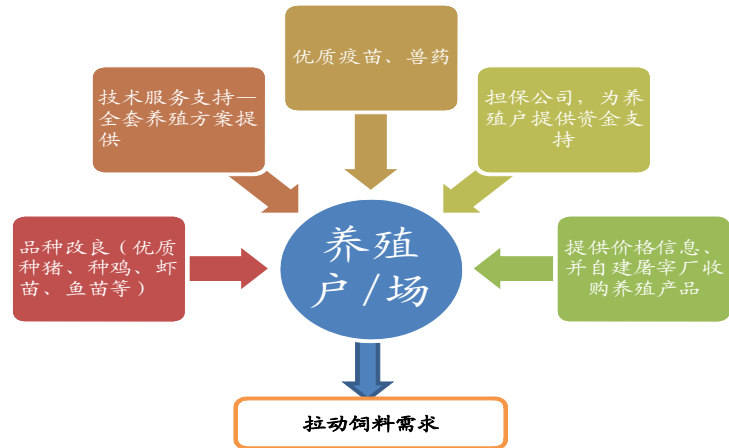


来源：公司网址、齐鲁证券研究所

图表 8: “八位一体”的担保鸡养殖模式



来源：公司网址、齐鲁证券研究所

图表 9: 优秀饲料企业的典型综合服务提供方案


来源: 齐鲁证券研究所

图表 10: 民生银行投资收益预测

民生银行	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
持股数(百万股)	206.34	268.24	362.13	434.55	608.37	854.86	1111.32	1111.32	1333.59	1333.59	1333.59
持股比例(%)	7.980%	7.400%	6.985%	5.987%	5.984%	5.900%	5.900%	5.900%	4.990%	4.701%	4.701%
净利润(百万元)	872	1391	2038	2673	3758	6335	7885	12100	17581	25873	34620
投资收益(百万元)	52.18	77.21	106.79	120.04	168.67	280.33	348.91	535.43	657.97	912.29	1220.71

来源: 齐鲁证券研究所

图表 11: 重组后的新希望六和盈利预测

重组后:新希望六和	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
销售额(亿元)	47.92	72.63	67.97	571.97	658.95	751.98
利润总额(亿元)	3.97	3.10	5.38			
净利润(亿元)	3.03	2.29	4.09	15.16	26.55	29.23
增发后总股本(亿股)	7.57	7.57	7.57	17.3767	17.38	17.38
摊薄后EPS	0.40	0.30	0.54	0.87	1.53	1.68

来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 新希望六和分拆估值结果: 23.81 元

新希望	2010A	2011A	2012E
银行EPS	0.38	0.53	0.70
农牧业EPS	0.49	1.00	0.98
汇总EPS	0.87	1.53	1.68
银行PE	10.00	6.00	6.00
农牧业PE	40.00	22.00	20.00
银行估值	3.79	3.15	4.21
农牧主业估值	19.75	22.07	19.59
汇总估值	23.54	25.22	23.81

来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 六和集团养殖类业务销售详细表

鸡苗	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
产量(万只)	6595	8830	10958	15342	19177	23013	27615
销量(万只)	6595	8830	10958	15342	19177	23972	29964
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	104%	109%
销售收入(百万元)	160	160	228	506	594	743	959
销售成本(百万元)	128	180	206	253	357	431	547
销售单价(元/只)	2.43	1.81	2.08	3.3	3	3	3
单位成本(元/只)	1.94	2.03	1.88	1.7	1.9	1.8	1.8
毛利润(百万元)	32	-20	21	253	238	312	412
毛利率(%)	20.10%	-12.41%	9.41%	50%	40%	42%	43%
占养殖业务收入比重	30%	24%	26%	32%	33%	33%	34%
鸭苗							
产量(万只)	6008	11616	11688	16363	20454	24545	29454
销量(万只)	6008	11616	11688	16363	20454	25568	31959
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	104%	109%
销售收入(百万元)	148	284	363	769	839	1074	1374
销售成本(百万元)	126	230	243	346	461	644	825
销售单价(元/只)	2.46	2.44	3.10	4.7	4.1	4.2	4.3
单位成本(元/只)	2.10	1.98	2.08	2.1	2.3	2.5	2.6
毛利润(百万元)	22	54	120	423	377	430	550
毛利率(%)	14.76%	18.92%	33.01%	55%	45%	40%	40%
占养殖业务收入比重	28%	43%	42%	49%	47%	48%	49%
商品鸡							
产量(万只)	807	869	1171	1347	1549	1781	2048
销量(万只)	807	869	1171	1347	1549	1781	2048
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销售收入(百万元)	135	155	227	242	279	321	369
销售成本(百万元)	136	146	219	233	268	308	354
销售单价(元/只)	16.67	17.86	19.37	18	18	18	18
单位成本(元/只)	16.83	16.75	18.70	17.3	17.3	17.3	17.3
毛利润(百万元)	-1	10	8	10	11	13	15
毛利率(%)	-0.97%	6.19%	3.41%	4%	4%	4%	4%
占养殖业务收入比重	26%	23%	26%	15%	16%	14%	13%
生猪(仔猪、种猪、商品猪)							
产量(头)	88879	92155	125413	140463	157318	176197	197340
销量(头)	91012	87265	88043	112370	125855	140957	157872
产销率	102%	95%	70%	80%	80%	80%	80%
销售收入(百万元)	82	66	48	67	76	85	95
销售成本(百万元)	72	61	52	64	72	80	90
销售单价(百万元/头)	925.19	714.67	380.82	600	600	600	600
单位成本(元/头)	793.19	694.09	591.53	570.0	570.0	570.0	570.0
毛利润(百万元)	10	5	(4)	3	4	4	5
毛利率(%)	12.21%	8.03%	-9.05%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
占养殖业务收入比重	16%	10%	6%	4%	4%	4%	3%
养殖类产品							
销售收入(百万元)	525	664	865	1585	1787	2222	2797
销售成本(百万元)	462	616	721	896	1157	1463	1815
毛利润(百万元)	63	49	145	689	630	759	981
毛利率	11.96%	7.33%	16.72%	43.48%	35.25%	34.14%	35.10%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 14: 六和集团饲料业务详细假定

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
鸡饲料							
产能(万吨/年)	936	1235	1750	2000	2400	2700	3000
产量(万吨)	263	288	322	400	432	540	600
产能利用率(%)	28%	23%	18%	20%	18%	20%	20%
销量(万吨)	262	287	322	400	432	540	600
产销率(%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销售收入(百万元)	6904	6961	8554	10600	11534	14526	16260
销售成本(百万元)	6651	6791	8358	10335	11246	14163	15854
销售单价(元/吨)	2634	2429	2657	2650	2670	2690	2710
单位成本(元/吨)	2538	2366	2596	2584	2603	2623	2642
毛利润(百万元)	253	170	197	265	288	363	407
毛利率(%)	3.66%	2.44%	2.30%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
占饲料业务收入比重	37%	34%	35%	31%	27%	26%	26%
饲料业务成本占比	37%	35%	36%	32%	28%	28%	27%
鸭饲料							
产能(万吨/年)	936	1235	1750	2000	2400	2700	3000
产量(万吨)	327	371	370	440	480	540	600
产能利用率(%)	34.94%	30.04%	21.14%	22%	20%	20%	20%
销量(万吨)	326	370	370	440	480	540	600
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销售收入(百万元)	7671	8178	9403	11000	12240	14040	15900
销售成本(百万元)	7384	7928	9130	10648	11861	13619	15423
销售单价(元/吨)	2350	2209	2541	2500	2550	2600	2650
单位成本(元/吨)	2265	2143	2468	2420	2471	2522	2571
毛利润(百万元)	287	250	273	352	379	421	477
毛利率(%)	3.74%	3.06%	2.90%	3.20%	3.10%	3.00%	3.00%
占饲料业务收入比重	41%	40%	38%	32%	28%	25%	25%
成本占比	42%	41%	39%	33%	30%	27%	27%
猪饲料							
产能(万吨/年)	936	1235	1750	2000	2400	2700	3000
产量(万吨)	114	163	192	400	600	810	900
产能利用率(%)	12.18%	13.20%	10.97%	20.00%	25.00%	30.00%	30.00%
销量(万吨)	113	161	192	400	600	810	900
产销率	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%
销售收入(百万元)	3100	4161	5164	10800	16500	22680	25650
销售成本(百万元)	2873	3890	4896	10098	15477	21297	24085
销售单价(元/吨)	2745	2585	2690	2700	2750	2800	2850
单位成本(元/吨)	2543	2416	2550	2525	2580	2629	2676
毛利润(百万元)	226	271	268	702	1023	1383	1565
毛利率(%)	7.30%	6.51%	5.18%	6.50%	6.20%	6.10%	6.10%
占饲料业务收入比重	16%	20%	21%	31%	38%	41%	41%
成本占比	16%	20%	21%	31%	39%	41%	41%
饲料产品							
产能(万吨/年)	946	1250	1770	2020	2427	2736	3045
产量(万吨)	748	1010	1063	1514	1886	2394	2663
产能利用率(%)	79.07%	80.80%	60.06%	74.95%	77.69%	87.50%	87.44%
销量(万吨)	748	1010	1063	1514	1886	2394	2663
YOY		35.03%	5.25%	42.43%	24.54%	26.97%	11.22%
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销售单价(元/吨)	2512	2044	2299	2286	2289	2312	2351
单位成本(元/吨)	2374	1934	2176	2131	2131	2145	2180
销售收入(百万元)	18788	20647	24441	34607	43159	55343	62603
销售成本(百万元)	17756	19529	23135	32271	40188	51348	58042
毛利润(百万元)	1032	1118	1306	2337	2971	3994	4561
毛利率	5.49%	5.42%	5.34%	6.75%	6.88%	7.22%	7.29%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。