

## 新希望(000876.SZ)

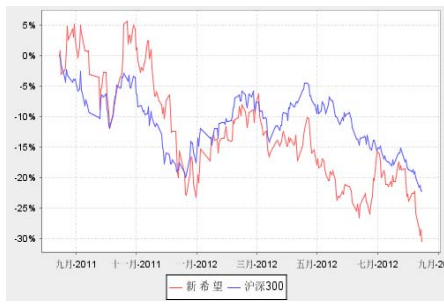
### 饲料大象仍可起舞，静待养殖回暖

**评级： 买入**      **前次： 买入**  
**目标价(元)： 16.76**  
 分析师                      分析师  
 谢刚                          胡彦超  
 S0740510120005          S0740512070001  
 021-20315178              021-20315176  
 xiegang@r.qlzq.com.cn    huyc@r.qlzq.com.cn  
 2012年8月31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)	14.18
市值(百万元)	24640.16
流通市值(百万元)	11803.03

#### 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.	70,637.	79,467.	87,414.
营业收入增速	741.45	15.21%	7.20%	12.50%	10.00%
净利润增长率	271.01	75.15%	-10.67%	15.00%	8.00%
摊薄每股收益(元)	0.87	1.53	1.37	1.47	1.59
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)					
市盈率(倍)	18.09	10.33	11.56	10.70	9.91
PEG	0.07	0.14	-1.08	0.71	1.24
总股本(百万元)	1,737.3	1,737.3	1,737.3	1,738.3	1,739.3

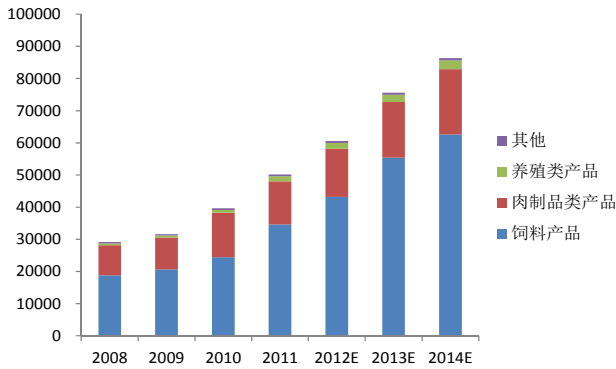
备注：市场预测取聚源一致预期致预期

#### 投资要点

- 新希望公布 2012 年半年报，上半年公司实现营业收入 358.67 亿元，按并表调整后口径计算同比增长 24.98%，实现归属于上市公司股东净利润 9.97 亿元，同比下降 10.29%，折合 EPS 约 0.57 元，扣非后 10.07 亿元，同比下降 5.56%，折合 EPS0.58 元。**
- 养殖景气下滑拖累上半年公司业绩：**受宏观经济影响，国内畜禽产品市场需求疲软、价格持续低位运行，加之饲料成本持续上涨，致使公司畜禽养殖和肉制品业务受上下游两头挤压，毛利率下降分别下降 20.65 和 3.25 个百分点，此一项就对公司净利润产生将近 5-6 个亿负面影响。我们草根调研得出，当前公司鸡鸭苗业务基本处于亏损状况，平均单价 1 元/羽，成本达到 2.2 元/羽。
- 饲料业务大象起舞。**作为国内饲料龙头，新希望六和饲料年产销规模过千万吨，但上半年公司饲料仍实现销量 20-30% 的增长，其中猪饲料增速预计达到 35% 以上，同时由于公司积极调整产品结构和加强集中原料集中采购，饲料业务毛利率提升 0.37%。公司跨区域的省外扩张成果显著，其中华北、华中和东北增速分别为 83.69%、35.01% 和 31.9%。高盈利海外饲料业务维持稳步增长态势，上半年增速达 6.11%。公司饲料业务增长对冲了养殖盈利下滑之风险。
- 第三季度的猪价反弹将拉动公司禽类产品价格整体性上涨，公司三季度农牧业务盈利有望环比改善。**受今年年初严重的仔猪腹泻影响，Q3 生猪供给阶段性不足，近期可出栏育肥大猪库存下降，8-9 月份猪价有内生性的反弹需要，本周猪价已由前期的 13 元/公斤反弹至 14 元/公斤以上。同时随着 8 月-9 月猪价持续性反弹行情启动，猪肉价格上涨将对禽产业链上的相关产品价格产生正面拉动，毛鸡和鸡苗价格也将逐渐走高。但需要提示的是由于目前经济下滑背景下的终端需求疲软，向上反弹幅度将受限。

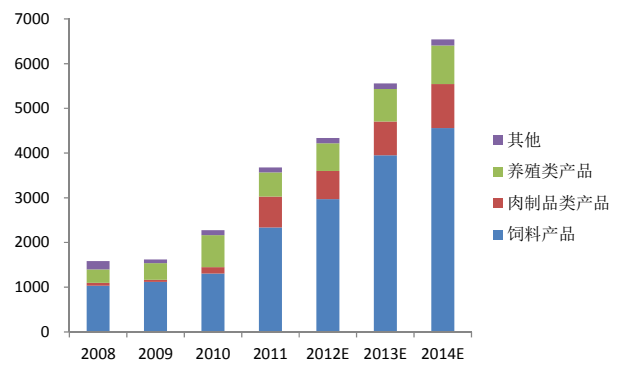
- 抛开短期业绩波动，我们更加看好不断演化的“六和”模式之巨大优势，使得公司具有未来成长性的可能性，和转化成实际业绩的现实依据。六和模式是在不断演变、与时俱进的，六和进入市场之初采取“微利经营、服务营销、密集开发”基本经营策略，然后在形成一定市场基础后进行产业链一体化的尝试，并最后成功打造“八位一体”的担保鸡模式。六和模式之所有能够如此成功，本质在于它适应了养殖规模化背景下，规模养殖户不但对高效、低价的饲料产品有需求，更希望的是饲料企业能够提供综合性的养殖技术服务和专业化养殖方案。具体来说：“微利经营”降低了养殖户的养殖成本，“服务营销”满足了养殖户的技术服务需求，从而提高了养殖效率，也就增加了对下游的“客户黏性”。密集开发保障了公司业务省外复制的成功概率。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。
- 考虑到今年养殖行业处于周期性波谷和原料价格上涨，我们下调新希望盈利预测。我们预计 2012 年新希望实现销售收入 706 亿元，同比增长 7.2%，实现净利润 23.72 亿元，下降 10.67%，对应 2012 年 EPS 为 1.37 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 0.66 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，维持“买入”评级，目标价 16.76 元，对应 2012 年农业 20 倍和银行 5 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: 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 4: 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	706.38
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	23.72
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	1.37

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 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	0.66
汇总EPS	0.87	1.53	1.37
银行PE	10.00	6.00	5.00
农牧业PE	40.00	22.00	20.00
银行估值	3.79	3.15	3.51
农牧主业估值	19.75	22.07	13.25
汇总估值	23.54	25.22	16.76

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 6: 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	16876	20251	24301
销量(万只)	6595	8830	10958	15342	19177	23972	29964
产销率	100%	100%	100%	100%	114%	118%	123%
销售收入(百万元)	160	160	228	506	249	479	599
销售成本(百万元)	128	180	206	253	237	384	479
销售单价(元/只)	2.43	1.81	2.08	3.3	1	2	2
单位成本(元/只)	1.94	2.03	1.88	1.7	1.2	1.6	1.6
毛利润(百万元)	32	-20	21	253	12	96	120
毛利率(%)	20.10%	-12.41%	9.41%	50%	5%	20%	20%
占养殖业务收入比重	30%	24%	26%	32%	29%	29%	30%
<b>鸭苗</b>							
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	286	767	959
销售成本(百万元)	126	230	243	346	229	537	671
销售单价(元/只)	2.46	2.44	3.10	4.7	1.4	3	3
单位成本(元/只)	2.10	1.98	2.08	2.1	1.1	2.1	2.1
毛利润(百万元)	22	54	120	423	57	230	288
毛利率(%)	14.76%	18.92%	33.01%	55%	20%	30%	30%
占养殖业务收入比重	28%	43%	42%	49%	33%	46%	47%
<b>商品鸡</b>							
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	248	321	369
销售成本(百万元)	136	146	219	233	243	311	358
销售单价(元/只)	16.67	17.86	19.37	18	16	18	18
单位成本(元/只)	16.83	16.75	18.70	17.3	15.7	17.5	17.5
毛利润(百万元)	-1	10	8	10	5	10	11
毛利率(%)	-0.97%	6.19%	3.41%	4%	2%	3%	3%
占养殖业务收入比重	26%	23%	26%	15%	29%	19%	18%
<b>猪(仔猪、种猪、商品猪)</b>							
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%	9%	5%	5%
<b>养殖类产品</b>							
销售收入(百万元)	525	664	865	1585	859	1652	2022
销售成本(百万元)	462	616	721	896	781	1312	1598
毛利润(百万元)	63	49	145	689	78	340	423
毛利率	11.96%	7.33%	16.72%	43.48%	9.13%	20.58%	20.94%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 7: 六和集团饲料业务销售详细表**

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>鸡饲料</b>							
产能(万吨/年)	936	1235	1750	2000	2400	2700	3000
产量(万吨)	263	288	322	400	432	486	540
产能利用率(%)	28%	23%	18%	20%	18%	18%	18%
销量(万吨)	262	287	322	400	432	486	540
产销率(%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销售收入(百万元)	6904	6961	8554	10600	11534	13073	14634
销售成本(百万元)	6651	6791	8358	10335	11246	12747	14268
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	327	366
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%	27%	27%
<b>鸭饲料</b>							
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	11873	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	2474	2522	2571
毛利润(百万元)	287	250	273	352	367	421	477
毛利率(%)	3.74%	3.06%	2.90%	3.20%	3.00%	3.00%	3.00%
占饲料业务收入比重	41%	40%	38%	32%	28%	28%	28%
成本占比	42%	41%	39%	33%	30%	29%	29%
<b>猪饲料</b>							
产能(万吨/年)	936	1235	1750	2000	2400	2700	3000
产量(万吨)	114	163	192	400	600	675	750
产能利用率(%)	12.18%	13.20%	10.97%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%
销量(万吨)	113	161	192	400	600	675	750
占比(%)	15.11%	15.94%	18.06%	26.42%	31.82%	30.61%	30.58%
产销率	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%
销售收入(百万元)	3100	4161	5164	10800	16500	18900	21375
销售成本(百万元)	2873	3890	4896	10098	15477	17766	20093
销售单价(元/吨)	2745	2585	2690	2700	2750	2800	2850
单位成本(元/吨)	2543	2416	2550	2525	2580	2632	2679
毛利润(百万元)	226	271	268	702	1023	1134	1283
毛利率(%)	7.30%	6.51%	5.18%	6.50%	6.20%	6.00%	6.00%
占饲料业务收入比重	16%	20%	21%	31%	38%	38%	38%
成本占比	16%	20%	21%	31%	38%	38%	38%
<b>饲料产品</b>							
产能(万吨/年)	946	1250	1770	2020	2427	2736	3045
产量(万吨)	748	1010	1063	1514	1886	2205	2453
产能利用率(%)	79.07%	80.80%	60.06%	74.95%	77.69%	80.59%	80.54%
销量(万吨)	748	1010	1063	1514	1886	2205	2453
YOY		35.03%	5.25%	42.43%	24.54%	16.95%	11.22%
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销售单价(元/吨)	2512	2044	2299	2286	2289	2273	2312
单位成本(元/吨)	2374	1934	2176	2131	2132	2104	2139
销售收入(百万元)	18788	20647	24441	34607	43159	50110	56702
销售成本(百万元)	17756	19529	23135	32271	40201	46402	52463
毛利润(百万元)	1032	1118	1306	2337	2958	3709	4238
YOY		8.33%	16.82%	78.86%	26.61%	25.37%	14.28%
毛利率	5.49%	5.42%	5.34%	6.75%	6.85%	7.40%	7.47%

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。