

## 新希望(000876.SZ)

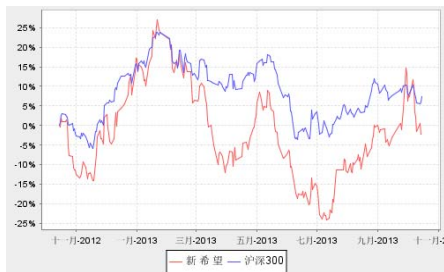
战略调整叠加景气回升，盈利继续逐季改善

评级: **买入**      前次: **买入**  
 目标价(元): **14.3-15.68**  
 分析师: 研究团队  
**谢刚**      胡彦超 S0740512070001  
 S0740510120005      021-20315176  
 021-20315178      huyc@r.qlzq.com.cn  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      陈奇 021-20315189  
 2013年10月31日      chenqi@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1737.67
流通股本(百万股)	1074.65
市价(元)	11.69
市值(百万元)	20313.36
流通市值(百万元)	12562.69

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	71,412.	73,237.	80,233.	91,064.	108,367
营业收入增速	24.85%	2.56%	9.55%	13.50%	19.00%
净利润增长率	74.67%	-35.56%	12.02%	36.00%	22.00%
摊薄每股收益(元)	1.52	0.98	1.10	1.50	1.83
前次预测每股收益(元)	1.52	0.98	1.08	1.50	1.83
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	6.95	10.78	9.63	7.08	5.80
PEG	0.09	-0.30	0.80	0.20	0.26
总股本(百万元)	1,737.6	1,737.6	1,737.6	1,737.6	1,737.6

备注: 市场预测取聚源一致预期致预期

### 投资要点

- 新希望发布 2013 年三季报, 公司前三季营业收入下滑 8.69% 至 508.26 亿元, 归属于上市公司股东净利润为 13.9 亿元, 同比下滑 5.58%, 扣非后净利润 13.6 亿元, 折合 EPS 为 0.8 元。其中三季度单季公司盈利 5.42 亿元(对应 EPS0.31 元), 同比增长 13.81%。我们也对盈利贡献因子的分拆显示, 公司 Q3 投资收益贡献 EPS 同比增长 18.2% 至 0.23 元, 农牧业务 EPS 增长至 0.08 元, 环比大幅改善(上半年农牧业务基本盈亏平衡)。Q3 公司业绩大部分来源于民生银行等投资收益, 但农牧业务已扭亏为盈, 环比大幅改善。
- 三季度畜禽产业链景气度明显回升, 同时公司新领导层战略调整效果逐步显现, 致使公司业绩环比大幅改善。(1) 行业景气好转带动上游苗种逐步恢复, 公司养殖业务亏损缩窄。禽流感冲击渐逝和消费旺季逐步到来, 三季度终端鸡肉消费需求开始季节性回升, 屠宰场库存正进入加速去化通道, 从而带动上游苗种企业盈利恢复。我们草根调研得出, 三季度公司鸡鸭苗平均单价稳定在 2.2-2.5 元/羽(其中鸭苗均价在 2.5 元/羽以上), 单只亏损近 0.2-0.3 元; 而 Q3 公司鸡鸭苗总体销量为 1-1.2 亿羽, 这块肉禽养殖业务拖累公司业绩 3000 万元, 亏损环比缩窄。(2) 饲料行业战略调整产品结构, 高毛利猪料占比提升, 整体公司饲料量减但利不减。公司禽料仍处于景气恢复状态, 我们预计三季度公司共销售各类饲料产品近 400 万吨, 其中猪饲料占比 30-35%, 同比增长-5%-0%; 禽料下滑 10-15%。同时新领导层变革组织架构, 六和集团被划分为 5 大特区, 同时促进饲料与肉食业务全融合, 提升了合同饲料的销量, 减少了饲料销售的中间环节, 提升饲料业务单吨盈利至 50 元/吨, 从而增加净利近 2 亿元。(3) 屠宰业务受益于产业链一体化, 成本大幅下降, 毛利率环比提升, 但下游景气度仍恢复缓慢, 总体亏损收窄。合计上述三项, 公司三季度单季农牧业务盈利近 1.4 亿元, 环比大幅改善, 而且 4 季度趋势继续向好。
- 展望四季度及明年, 畜禽价格有望优于上半年, 同时叠加成本下降, 公司业绩环比及同比均将好转。(1) 我们判断本轮猪价的最低点在 11.6-12 元/公斤, 目前猪价属于走出底部的反弹征途之中; 虽然猪价反弹可

能会一波三折，但反弹趋势业已明确，后面每一波低点都会比前低要高，预计 11-12 月会再次加速回升；同时受畜禽价格联动效应作用，猪价反弹也将拉动禽价回升。(2) 依据最新美国农业部大宗农产品的供需，我们判断四季度以及明年饲料原料价格大幅上涨概率不大，还维持稳中趋降的态势。(3) 基于上述对于畜禽价格和饲料成本的判断，我们预计行业最低点(2013 年 2 季度)已过，公司业绩将逐季好转。

- 行业低谷期，公司积极探寻战略转型、修炼内功、布局长远增长，致力于打造世界级农牧企业。(1) 依据公司制定的战略规划，公司将以创新变革为战略主轴，推动经营转型，通过品牌整合价值链资源，联合求发展；通过无限贴近养殖端、消费端，打造食品全供应链；通过价值联盟实现全球行业优质资源聚合；致力于打造世界级的农牧企业。(2) 在公司实现战略转型的过程中，将加大养殖终端与消费终端的投入，加快海外发展的步伐，着力打造核心技术能力，并通过并购、合作等方式加强与行业优秀企业的互动。(3) 我们认为，对优势企业而言，行业低谷期既是挑战也是机遇，是逆势布局的最佳时机，一旦行业周期反转，公司逆势战略布局的价值与经济意义将凸显出来。公司目前正在进行的定增若能顺利实施，公司可获得很好的资金支持，将凭借规模优势及完整的产业链布局，在行业低谷期实现规模扩张、战略布局和抢占市场份额。
- 自 2012 年初以来，作为强周期的畜禽养殖行业景气持续下行，市场也对新希望的股价进行了盈利和估值的戴维斯双杀，按 2011 年养殖景气高点时 17 亿年度盈利(1540 万吨饲料销售+3 亿羽鸡鸭苗养殖+7.5 亿羽鸡鸭屠宰+202 万吨肉制品销售+31 家有盈利的海外公司资产)计算，市场目前仅给予农牧资产 65 亿的估值(总市值 185 亿-120 亿持股民生银行市值)，相当于农牧资产估值不到 0.1 倍 PS，股价被严重低估。前期公告新希望实际控制人刘永好参与定增可理解为产业资本的“变相增持”，实际上是产业资本对二级市场错误估值的一次自我修正；对机构投资者来说，对于新希望六和这种处于行业谷底且盈利有弹性兼具成长的农牧企业而言，目前也是安全边际相对较好的配置时点，行业景气向上将提供盈利和估值的戴维斯双升。
- 考虑公司战略调整执行到位以及畜禽景气度环比改善，我们上调新希望 2013 年盈利预测，预计 2013-15 年 EPS 分别为 1.10、1.50、1.83 元。我们预计 2013 年新希望实现销售收入 802 亿元，同比增长 9.5%，实现净利润 19.11 亿元，同比增长 12.02%，对应 2013 年 EPS 为 1.1 元，其中民生银行投资收益贡献 EPS 为 0.87 元(按齐鲁银行分析师假定)，饲料、畜禽养殖等农业合计贡献 EPS 为 0.23 元。
- 公司饲料业务和民生银行投资收益延续稳健增长，养殖景气 4 季度将继续好转，同时前期大股东全额认购定增股票显示其对公司未来增长充满信心，建议中长期投资者积极关注，维持公司“买入”评级，上调目标价 14.3-15.68 元，对应 2013 年农业 40 倍和银行 6 倍 PE 以及 2014 年农业 20 倍和银行 6 倍。

图表 1: 民生银行投资收益预测

民生银行	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
持股数(百万股)	434.55	608.37	854.86	1111.32	1111.32	1333.59	1333.59	1333.59	1333.59
持股比例(%)	5.987%	5.984%	5.900%	5.900%	5.900%	4.990%	4.701%	4.701%	4.701%
净利润(百万元)	2673	3758	6335	7885	12100	17581	27920	37563	43053
投资收益(百万元)	120.04	168.67	280.33	348.91	535.43	657.97	984.46	1324.48	1518.04

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 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	2012	2013E
销售额(亿元)	47.92	72.63	67.97	571.97	714.13	732.38	802.33
净利润(亿元)	3.03	2.29	4.09	15.16	26.48	17.06	19.11
增发后总股本(亿股)	7.57	7.57	7.57	17.3767	17.38	17.38	17.38
摊薄后EPS	0.40	0.30	0.54	0.87	1.52	0.98	1.10

来源：齐鲁证券研究所

**图表 3：新希望六和分拆估值结果：14.3-15.68 元**

新希望	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
银行EPS	0.38	0.57	0.76	0.87	1.02
农牧业EPS	0.49	0.96	0.22	0.23	0.48
汇总EPS	0.87	1.52	0.98	1.10	1.50
银行PE	10.00	6.00	6.00	6.00	6.00
农牧业PE	40.00	22.00	22.00	40.00	20.00
银行估值	3.79	3.40	4.57	5.24	6.10
农牧主业估值	19.75	21.06	4.83	9.06	9.58
汇总估值	23.54	24.46	9.41	14.30	15.68

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。