

新希望(000876.SZ)

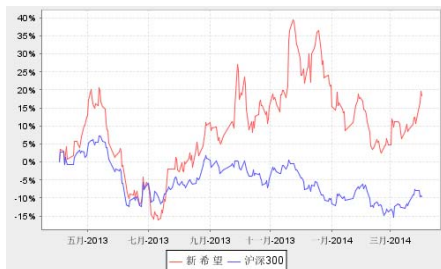
禽链景气向上、战略转型深化，公司迎来盈利拐点

评级: **买入** 前次: 买入
 目标价(元): **16.73-18.65**
 分析师: 研究支持
 谢刚: 陈奇
 S0740510120005: 021-20315189
 021-20315178: chenqi@r.qlzq.com.cn
 xiegang@r.qlzq.com.cn
 2014年4月18日

基本状况

总股本(百万股)	1737.67
流通股本(百万股)	1074.65
市价(元)	12.94
市值(百万元)	22485.44
流通市值(百万元)	13906.01

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013A	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	1.09	1.50	1.89
前次预测每股收益(元)	1.52	0.98	1.09	1.50	1.89
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 年年报，公司全年营业收入下滑 5.25% 至 694 亿元，归属于上市公司股东净利润为 18.9 亿元，同比增长 11.2%，扣非后净利润 18.3 亿元，折合 EPS 为 1.09 元，与我们预期的 1.10 元基本一致。其中四季度单季公司盈利 5 亿元（对应 EPS0.29 元），同比大幅增长 110%。**
- 我们也对全年盈利贡献因子的分拆显示，公司投资收益贡献 EPS 同比增长 17.9% 至 0.92 元，农牧业务 EPS 下滑 22.7% 至 0.17 元（但农牧业务逐季改善趋势明显，Q1-2/3/4 业绩分布是 0、0.08、0.09）。同时公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税）。
- **2013 年畜禽链景气下滑，主业虽同比下滑，但公司新领导层战略调整效果逐步显现，致使环比改善明显：**
- **（1）行业景气下滑致使上游苗种价格大幅下滑，公司养殖业务继续亏损。**2013 年禽流感肆虐和行业整体供大于求，从而带动上游苗种企业巨亏。我们草根调研得出，全年公司鸡鸭苗平均单价稳定在 1.5-1.6 元/羽（其中鸭苗均价在 2.5 元/羽以上），单只亏损近 1.0 元；而公司鸡鸭苗总体销量为 3-4 亿羽，这块肉禽养殖业务拖累公司业绩 3 亿元。**（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。**下游养殖低迷拖累饲料景气同比下滑，我们预计公司共销售各类饲料产品近 1500 万吨，其中猪饲料占比 30-35%，同比增长 -5%-0%；禽料下滑 10-15%。但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 40-50 元/吨，从而增加净利近 6-7 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。**其中公司屠宰量下滑 11.8% 至 208 万吨。合计上述三项，公司 2013 年全年农牧业务盈利近 2.9 亿元，同比下滑 23%，但却呈现环比逐季改善之状。

- **展望 2014 年，禽链景气向上和战略改革升级推动公司农牧业务业绩同比好转：（1）禽链景气好转带动 2014 年公司养殖业务扭亏为盈。**2011 年开始禽链出现大幅亏损，行业产能逐步消化，按最新跟踪祖代鸡引种数据发现，2013 年 Q2-3 开始下滑 25%，同时国内祖代鸡联盟实行限产和引种配额方案，从而导致 2014 年行业景气于中期逐步恢复甚至望反转向，所以我们判断禽苗业务有望逐步扭亏，全年有望减亏至 1 亿元甚至持平。**（2）继续战略调整产品结构、加强技术服务，公司饲料业务延续增利趋势。**二季度畜禽链景气环比改善好转带动公司饲料景气恢复，我们预计 2014 年公司共销售各类饲料产品近 1600 万吨，同比增长 4-5%，其中禽料增长 2-3%、猪料增长 5%。同时继续提升公司饲料综合服务能力，拉动饲料整体销量，并减少了饲料销售的中间环节，提升单吨盈利。
- **中期来看，2013 年公司积极探寻战略转型、修炼内功、布局长远增长，2014 年开始将逐步进入收获期。（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。**
- 综合来看，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，市场目前仅给予农牧资产 110 亿的估值（总市值 220 亿-110 亿持股民生银行市值），相当于农牧资产 2014-15 年盈利不到 10-15 倍 PE，我们认为股价被低估。而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。
- 我们维持新希望 2014-15 年盈利预测，预计 2014-15 年 EPS 分别为 1.50、1.89 元。考虑到公司战略调整逐步执行到位以及禽链景气恢复，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，向各位投资者积极推荐，维持公司“买入”评级，目标价 16.73-18.65 元，对应 2014 年农业 22 倍和银行 6 倍以及 2015 年农业 16 倍和银行 6 倍。

图表 1: 新希望六和分拆估值结果: 18.35 元

新希望	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
银行EPS	0.38	0.57	0.76	0.92	1.02	1.16
农牧业EPS	0.49	0.96	0.22	0.17	0.48	0.73
汇总EPS	0.87	1.52	0.98	1.09	1.50	1.89
银行PE	10.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
农牧业PE	40.00	22.00	22.00	40.00	22.00	16.00
银行估值	3.79	3.40	4.57	5.52	6.10	6.96
农牧主业估值	19.75	21.06	4.83	6.80	10.63	11.69
汇总估值	23.54	24.46	9.41	12.32	16.73	18.65

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 新希望饲料业务盈利预测

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
禽饲料						
销量(万吨)	866.27	1009.61	1009.58	848	873	943
销售收入(百万元)	22338	28282	28908	25035	26624	30020
销售成本(百万元)	21502	27252	27832	24093	25609	28890
销售单价(元/吨)	2579	2801	2863	2952	3048	3182
单位成本(元/吨)	2482	2699	2757	2845	2936	3067
毛利润(百万元)	835	1029	1075	942	1015	1130
毛利率(%)	3.74%	3.64%	3.72%	3.76%	3.81%	3.76%
占饲料业务收入比重	67%	63%	60%	53%	52%	50%
饲料业务成本占比	68%	65%	61%	54%	54%	51%
水产饲料						
销量(万吨)	66.21	75	80	80	88	100
销售收入(百万元)	1978	2341	2595	2668	3031	3580
销售成本(百万元)	1818	2127	2383	2439	2768	3265
销售单价(元/吨)	2988	3116	3234	3325	3434	3589
单位成本(元/吨)	2746	2831	2970	3062	3160	3299
毛利润(百万元)	160	214	212	229	263	315
毛利率(%)	8.07%	9.15%	8.17%	8.58%	8.69%	8.79%
占饲料业务收入比重	6%	5%	5%	6%	6%	6%
成本占比	6%	5%	5%	6%	6%	6%
猪饲料						
销量(万吨)	301.72	412	551	556	584	719
销售收入(百万元)	8486	12509	17252	17947	19448	24973
销售成本(百万元)	7798	11480	15870	16403	17754	22825
销售单价(元/吨)	2812	3035	3131	3225	3328	3475
单位成本(元/吨)	2585	2786	2880	2970	3062	3199
毛利润(百万元)	687	1030	1382	1544	1693	2149
毛利率(%)	8.10%	8.23%	8.01%	8.60%	8.71%	8.60%
占饲料业务收入比重	26%	28%	36%	38%	38%	41%
成本占比	25%	27%	35%	37%	37%	40%
饲料产品汇总						
产能(万吨/年)	2212	2514	2738			
产能利用率(%)	57.76%	61.45%	61.41%			
销量(万吨)	1274	1540	1686	1537	1606	1830
YOY		20.88%	9.46%	-8.85%	4.49%	13.99%
销售单价(元/吨)	2603	2894	2871	3065	3164	3307
单位成本(元/吨)	2469	2741	2714	2883	2972	3104
销售收入(百万元)	33169	44578	48409	47103	50803	60527
销售成本(百万元)	31463	42211	45759	44304	47729	56817
毛利润(百万元)	1706	2367	2650	2799	3074	3710
YOY		38.73%	11.96%	5.61%	9.82%	20.70%
毛利率	5.14%	5.31%	5.47%	5.94%	6.05%	6.13%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 新希望养殖业务盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售净收入	53,139	71,640	73,238	70,770	79,150	94,125
增长率	681.75%	34.8%	2.2%	-3.4%	11.8%	18.9%
销售成本	-49,113	-65,894	-68,552	-66,219	-73,748	-87,797
%收入	92.4%	92.0%	93.6%	93.6%	93.2%	93.3%
毛利	4,026	5,746	4,687	4,551	5,402	6,328
%收入	7.6%	8.0%	6.4%	6.4%	6.8%	6.7%
销售及行政费用	-2,011	-2,575	-2,729	-2,880	-3,126	-3,539
%收入	3.8%	3.6%	3.7%	4.1%	4.0%	3.8%
EBITDA	2,015	3,170	1,958	1,671	2,276	2,789
%收入	3.8%	4.4%	2.7%	2.4%	2.9%	3.0%
折旧与摊销	-628	-655	-765	-789	-823	-839
%收入	1.2%	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%
EBIT	1,387	2,515	1,193	881	1,453	1,950
%收入	2.6%	3.5%	1.6%	1.2%	1.8%	2.1%
利息费用	-301	-397	-366	-123	3	109
投资收益	956	1,703	1,811	2,073	2,388	2,776
税前经营收益	2,043	3,821	2,638	2,831	3,844	4,834
%收入	3.8%	5.3%	3.6%	4.0%	4.9%	5.1%
其他非经营收益	34	-185	-150	0	20	20
税前利润	2,076	3,636	2,488	2,831	3,864	4,854
%收入	3.9%	5.1%	3.4%	4.0%	4.9%	5.2%
所得税	-218	-277	-281	-269	-348	-437
所得税率	10.5%	7.6%	11.3%	9.5%	9.0%	9.0%
少数股东损益	415	702	487	665	908	1,141
归属于普通股股东净利润	1,443	2,657	1,720	1,897	2,608	3,277
净利率	2.7%	3.7%	2.3%	2.7%	3.3%	3.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,852	3,344	2,194	2,562	3,516	4,418
少数股东损益	0	0	0	665	908	1,141
非现金支出	646	879	949	789	823	839
非经营收益	-615	-1,307	-1,352	-1,898	-2,382	-2,790
营运资金变动	-552	-795	261	-358	-121	-442
经营活动现金净流	1,331	2,122	2,052	1,761	2,744	3,165
资本开支	952	1,596	1,930	930	930	780
投资	-586	-50	-135	-1,210	-1,000	-800
其他	144	149	630	2,053	2,388	2,776
投资活动现金净流	-1,395	-1,496	-1,436	-87	458	1,196
股权募资	398	113	136	0	0	0
债权募资	69	490	1,009	-3,781	-601	0
其他	-50	-756	-922	-209	-26	-6
筹资活动现金净流	417	-153	223	-3,991	-627	-6
现金净流量	353	473	838	-2,317	2,574	4,355

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,670	2,144	2,982	-0	1,666	4,881
应收款项	885	1,060	980	1,215	1,228	1,461
存货	3,922	4,537	4,072	4,228	4,700	5,585
其他流动资产	726	676	649	707	782	923
流动资产合计	7,204	8,417	8,683	6,149	8,377	12,850
%总资产	37.7%	38.8%	35.2%	26.1%	31.2%	40.0%
长期投资	5,950	7,220	8,891	10,091	11,091	11,891
固定资产	4,698	4,847	5,775	5,948	5,990	5,916
无形资产	1,195	1,154	1,310	1,298	1,383	1,418
非流动资产合计	11,880	13,273	16,016	17,377	18,504	19,265
%总资产	62.3%	61.2%	64.8%	73.9%	68.8%	60.0%
资产总计	19,084	21,690	24,699	23,526	26,881	32,115
短期借款	2,769	3,272	4,792	1,011	410	410
应付款项	4,049	4,055	3,920	3,995	4,447	5,283
其他流动负债	96	536	492	463	451	431
流动负债	6,913	7,864	9,204	5,469	5,308	6,124
长期贷款	1,492	581	92	92	92	92
其他长期负债	883	877	915	915	915	915
负债	9,288	9,321	10,212	6,476	6,315	7,132
普通股股东权益	7,497	9,585	11,243	13,140	15,748	19,025
少数股东权益	2,300	2,783	3,244	3,910	4,818	5,958
负债股东权益合计	19,084	21,690	24,699	23,526	26,881	32,115

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益(元)	1.734	1.529	0.990	1.092	1.501	1.886
每股净资产(元)	9.006	5.516	6.470	7.562	9.063	10.948
每股经营现金净流(元)	1.599	1.221	1.181	0.631	1.056	1.165
每股股利(元)	0.000	0.000	0.120	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.25%	27.72%	15.30%	14.44%	16.56%	17.22%
总资产收益率	7.56%	12.25%	6.97%	8.06%	9.70%	10.20%
投入资本收益率	17.18%	30.42%	12.79%	9.03%	14.56%	18.71%
增长率						
主营业务收入增长率	681.75%	34.82%	2.23%	-3.37%	11.84%	18.92%
EBIT增长率	1624.98%	81.30%	-52.56%	-26.16%	64.89%	34.22%
净利润增长率	253.24%	84.09%	-35.25%	10.26%	37.48%	25.64%
总资产增长率	125.68%	13.65%	13.87%	-4.75%	14.26%	19.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.1	3.0	3.1	3.6	3.5	3.5
存货周转天数	17.0	23.2	22.7	23.0	23.0	23.0
应付账款周转天数	7.0	10.1	10.0	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	19.5	21.7	23.3	26.2	23.2	18.9
偿债能力						
净负债/股东权益	34.41%	20.09%	18.47%	10.95%	-1.95%	-14.47%
EBIT利息保障倍数	6.7	8.0	5.4	9.5	86.8	480.8

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。