

新希望(000876.SZ)

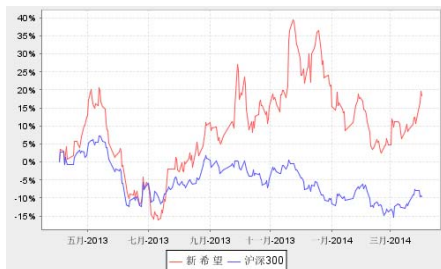
禽链景气反转, Q2 农牧将扭亏为盈

评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 14.48-17.19
 分析师: 研究支持
谢刚 陈奇
 S0740510120005 农林牧渔行业团队
 021-20315178 021-20315189
 xiegang@r.qlzq.com.cn chenqi@r.qlzq.com.cn
 2014年4月30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	1.40	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 2014 年一季报, 公司 Q1 营业收入同比增长 6.9%, 环比下降 1.7 亿元, 归属于上市公司股东净利润为 2.83 亿元, 同比下滑 38%, 扣非后净利润 2.53 亿元, 折合 EPS 为 0.16 元。我们对 Q1 盈利贡献因子的分拆显示, 公司投资收益贡献 EPS 同比增长 24% 至 0.28 元; 农牧业务亏损 2.04 亿元, 贡献 EPS 为 -0.12 元。**
- 畜禽景气低迷, Q1 公司农牧业务大幅亏损。(1) 行业景气下滑致使上游苗种价格维持低迷, 公司养殖业务继续亏损。2014 年畜禽景气度低迷, 从而带动生猪养殖和禽链苗种企业亏损。我们草根调研得出, Q1 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 0.6 亿羽, 这块肉禽养殖业务拖累公司业绩 0.6 亿元, 同时生猪养殖出栏 10 万头左右, 亏损 2000 万元。(2) 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 300-350 万吨, 其中猪饲料占比 30-35%、同比下滑 10%, 禽料下滑 15%。但 13 年组织变革后, 促进饲料与肉食业务全融合, 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 1.3-1.6 亿元。(3) 屠宰业务因下游需求低迷慢, 总体亏损环比扩大。其中 Q1 公司屠宰量约为 50-60 万吨, 亦即屠宰 2.3-2.5 亿羽, 单月亏损为 1.3 元, 亏损近 3 亿元。**
- 展望二季度, 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 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 4-5 月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。

- 因 2104 年猪链景气低迷，我们下调新希望 2014-15 年盈利预测，预计 2014-15 年 EPS 分别为 1.40、1.89 元。考虑到公司战略调整逐步执行到位以及畜链景气恢复，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，季报风险释放后市年内较好布局时点，维持公司“买入”评级，目标价 14.48-17.19 元，对应 2014 年农业 22 倍和银行 6 倍以及 2015 年农业 14 倍和银行 6 倍。
- 风险提示：畜禽养殖行业强波动带来产销数据及盈利水平不稳定。

图表 1：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 2: 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
营业总收入	53,139	71,640	73,238	70,770	75,782	90,117
增长率	681.75%	34.8%	2.2%	-3.4%	7.1%	18.9%
营业成本	-49,741	-66,550	-69,316	-67,008	-71,604	-84,758
%销售收入	93.6%	92.9%	94.6%	94.7%	94.5%	94.1%
毛利	3,398	5,090	3,922	3,761	4,178	5,359
%销售收入	6.4%	7.1%	5.4%	5.3%	5.5%	5.9%
营业税金及附加	-23	-26	-22	-21	-23	-27
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-1,038	-1,355	-1,316	-1,352	-1,455	-1,649
%销售收入	2.0%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%
管理费用	-950	-1,194	-1,391	-1,507	-1,516	-1,712
%销售收入	1.8%	1.7%	1.9%	2.1%	2.0%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	1,387	2,515	1,193	881	1,185	1,971
%销售收入	2.6%	3.5%	1.6%	1.2%	1.6%	2.2%
财务费用	-301	-397	-366	-123	0	104
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.2%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-18	-224	-185	0	0	0
公允价值变动收益	-5	-7	9	-20	0	0
投资收益	956	1,703	1,811	2,073	2,388	2,776
%税前利润	46.0%	46.8%	72.8%	73.2%	66.5%	57.0%
营业利润	2,019	3,590	2,462	2,811	3,573	4,850
营业利润率	3.8%	5.0%	3.4%	4.0%	4.7%	5.4%
营业外收支	57	46	26	20	20	20
税前利润	2,076	3,636	2,488	2,831	3,593	4,870
利润率	3.9%	5.1%	3.4%	4.0%	4.7%	5.4%
所得税	-218	-277	-281	-269	-323	-438
所得税率	10.5%	7.6%	11.3%	9.5%	9.0%	9.0%
净利润	1,858	3,359	2,207	2,562	3,270	4,432
少数股东损益	415	702	487	665	844	1,145
归属于母公司的净利润	1,443	2,657	1,720	1,897	2,425	3,288
净利率	2.7%	3.7%	2.3%	2.7%	3.2%	3.6%

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	1,516	4,769
应收款项	885	1,060	980	1,215	1,176	1,399
存货	3,922	4,537	4,072	4,228	4,513	5,341
其他流动资产	726	676	649	707	752	884
流动资产	7,204	8,417	8,683	6,149	7,957	12,393
%总资产	37.7%	38.8%	35.2%	26.1%	30.1%	39.1%
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
%总资产	24.6%	22.3%	23.4%	25.3%	22.6%	18.7%
无形资产	1,195	1,154	1,310	1,298	1,383	1,418
非流动资产	11,880	13,273	16,016	17,377	18,504	19,265
%总资产	62.3%	61.2%	64.8%	73.9%	69.9%	60.9%
资产总计	19,084	21,690	24,699	23,526	26,461	31,658
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	4,268	5,053
其他流动负债	96	536	492	463	456	436
流动负债	6,913	7,864	9,204	5,469	5,134	5,899
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	6,142	6,906
普通股股东权益	7,497	9,585	11,243	13,140	15,565	18,853
少数股东权益	2,300	2,783	3,244	3,910	4,754	5,899
负债股东权益合计	19,084	21,690	24,699	23,526	26,461	31,658

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	1.396	1.892
每股净资产 (元)	9.006	5.516	6.470	7.562	8.958	10.850
每股经营现金净流 (元)	1.599	1.221	1.181	0.631	0.970	1.188
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%	15.58%	17.44%
总资产收益率	7.56%	12.25%	6.97%	8.06%	9.17%	10.38%
投入资本收益率	17.18%	30.42%	12.79%	9.03%	12.00%	19.15%
增长率						
营业总收入增长率	681.75%	34.82%	2.23%	-3.37%	7.08%	18.92%
EBIT增长率	1624.98%	81.30%	-52.56%	-26.16%	34.49%	66.30%
净利润增长率	253.24%	84.09%	-35.25%	10.26%	27.86%	35.55%
总资产增长率	125.68%	13.65%	13.87%	-4.75%	12.48%	19.64%
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	24.3	19.7
偿债能力						
净负债/股东权益	34.41%	20.09%	18.47%	10.95%	-1.23%	-14.15%
EBIT利息保障倍数	4.6	6.3	3.3	7.2	-3,701.2	-18.9
资产负债率	48.67%	42.98%	41.34%	27.53%	23.21%	21.82%

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	3,270	4,432
少数股东损益	0	0	0	665	844	1,145
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	-26	-418
经营活动现金净流	1,331	2,122	2,052	1,761	2,529	3,208
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	-3,990	-627	-6
现金净流量	353	473	838	-2,317	2,360	4,398

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。