

## 行业景气度反转，公司迎来战略性买点

核心观点：

### 1. 事件

公司发布了2014年一季报。公司2014Q1实现收入147.45亿元，同比增1.61%，归属于上市公司股东净利润2.83亿元，同比负增长38.79%，扣非后净利润为2.53亿元，同比负增长45.21%，EPS为0.16元。其中公司投资净收益为6.49亿元，民生银行贡献直接投资收益约为4.6亿元，因此公司一季度农牧业务依然亏损1.77亿元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 一季度行业整体低迷致农牧板块亏损

1、受到禽类养殖行业景气度低迷的影响，14Q1全行业蛋禽饲料同比下降10%，肉禽饲料同比下降12%，猪料同比下降2%，因此公司禽类饲料销量也受到一定影响。由于原料价格一直走低，公司饲料价格也有约10%以内的降幅，但3月份饲料的总体利润较1-2月份有所好转。2、禽苗价格1-2月份大幅走低，虽然3月份鸡苗价格上涨至3元/羽，但是一季度依然亏损。3、屠宰环节受到猪价持续低迷的影响，鸡鸭肉冻品价格也有所下降，1-2月份公司屠宰业务亏损，3月份基本实现盈亏平衡。

公司14Q1毛利率为4.36%，较去年同期下降了1.88个百分点，主要是由于屠宰和养殖环节亏损所致。公司加大了销售服务力度，使销售费用率较去年同期上升了0.21个百分点，达到2.28%；公司管理费用率较去年同期上升了0.32个百分点至2.77%，财务费用率为0.74%，和去年基本持平。

公司14Q1应收账款为7.4亿，较去年年末增加2.37亿元，增幅为47.23%，主要是由于下游养殖景气度低，公司给优质客户一定的赊销所致。由于应收的增加，公司计提资产减值损失较去年同期增加432.25%。

#### (二) 禽链景气度开始反转，公司改革成效显著

随着能繁母猪存栏大幅下滑和禽类产能的逐渐淘汰，我们预计畜禽养殖行业景气度将逐渐好转，3-4月份鸡苗已经开始盈利，冻品价格也略有盈利。上周百胜餐饮公布了一季报，净利润为3.99亿美元，同比去年增长18%，主要增长来自于中国肯德基同店销售增长11%，必胜客增长8%，而去年同期中国肯德基同店销售比例下滑24%，这表明禽类消费已经在逐渐在恢复。从供给端看，目前几大祖代鸡企业按照协定的109套引种量在引种，并且还在持续淘汰50周以上的祖代鸡，目前祖代鸡的价格已经从前期5元/套回升至8元/套，如果鸡苗价格持续上涨，二季度祖代鸡价格有望回升至成本线以上，我们禽类产业链已经开始反转，下半年畜禽价格将会提升。

公司同时从各个方面进行了改革：1)、设立片联制，各个片联具有

新希望 (000876.SZ)

推荐 维持评级

分析师：吴立

☎：010-83574546

✉：wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090001

分析师：张婧

☎：010-66568757

✉：zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

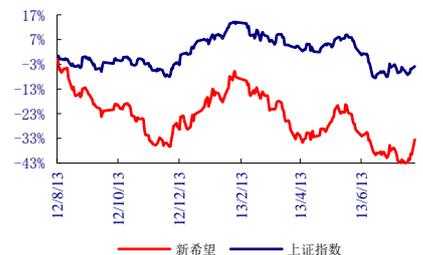
执业证书编号：S0130513070001

#### 市场数据

时间 2014.04.29

A股收盘价(元)	11.93
A股一年内最高价(元)	15.40
A股一年内最低价(元)	8.81
上证指数	2020.34
市净率	1.64
总股本(万股)	173766.96
实际流通A股(万股)	107412.94
限售的流通A股(万股)	66354.02
流通A股市值(亿元)	128

#### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

#### 相关研究

《公司点评-新希望(000876)年报及一季报点评：公司经营仍处于低谷，预计下半年好转》

监督权、赋能权（协同能力、系统能力和战略制定能力）。总体目标是要聚焦区域、优化区域生态产业链，提升区域系统运营能力和打造“片联+区域+基地”运营架构。六和未来工作主要有两个重点：一个是提升养殖服务（教他们养好鸡），二个是聚焦消费端，加强品牌渠道建设，给消费者有所表达。2）、**淘汰落后产能**。公司目前已经淘汰了原料基地薄弱的、毛鸡毛鸭成本较高、屠宰加工设备设施落后的工厂。并开始把原来的养殖基地向周边分子公司分流。在 2013 年，公司已经关停了 10 家左右的食品加工厂，肉鸡年加工能力缩减至 7500 万只，肉鸭加工能力为 7200 万只。未来公司仍然将保持或者缩减目前的苗种养殖规模，2014 年公司鸡鸭苗的养殖总量将会在 3 亿只左右。3）**减员增效**。公司针对招工难，一线员工流动大；岗位区隔及职责界定模糊，效率低等问题，进行了减员，制定分公司定岗定编统一标准，根据标准进行考核，精简冗员，提升效率。如果超出编制需要说明合理原因。明晰岗位职责后，提升了有价值的岗位收入，减少无效劳动岗位，提升工作效率。目标：1、降低费用 10%。通过精益管理和标准设立，使四费下降 10%；2、效率提升 10%。通过流程创新和激励，使全员人均效率提升 10%。3、优员合岗 10%。实现后勤及生产辅助岗位人员优化 10%。

### 3. 投资建议

经过去年大刀阔斧改革后，公司的战略和发展路线逐渐清晰。未来随着公司加大食品的比例和加强饲料（禽料和猪料）销售，逐渐缩减养殖业务比例和淘汰生产能力低下的屠宰厂后，公司业绩将趋于稳定。另外在控制费用上面，公司采取减员增效、生产线技改等措施来提高效率和降低费用率。我们认为随着行业景气度不断好转，公司今年业绩将比去年有较大提升。我们预计公司 14/15/16 年 EPS 为 1.52/1.83/2.01 元，其中农牧业务贡献 EPS 为 0.46/0.70/0.82 元，给予“推荐”评级。

**表 1: 公司财务报表预测**

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3131	1000	6038	8520	营业收入	69395	82025	95477	105025
应收款项	1026	1124	1308	1477	营业成本	65311	76981	89577	98240
存货净额	4535	5443	5955	6780	营业税金及附加	24	27	31	35
其他流动资产	1851	1211	1589	2033	销售费用	1314	1476	1719	1890
流动资产合计	10821	9055	15168	19088	管理费用	1511	1681	1760	1931
固定资产	6330	6104	5835	5612	财务费用	500	247	183	252
无形资产及其他	819	779	739	699	投资收益	2135	2300	2500	2500
投资性房地产	1026	1026	1026	1026	资产减值	(40)	(20)	(79)	(46)
长期股权投资	10539	10539	10539	10539	其他收入	(9)	0	0	0
资产总计	29535	27503	33307	36964	营业利润	2820	3893	4630	5130
短期借款及交易性金融负债	6984	2030	4292	4126	营业外净收支	(10)	10	10	10
应付款项	2559	2931	3213	3712	利润总额	2810	3903	4640	5140
其他流动负债	2710	2804	3331	3769	所得税费用	318	429	510	565
流动负债合计	12254	7766	10836	11607	少数股东损益	593	824	979	1085
长期借款及应付债券	325	325	325	325	归属于母公司净利润	1899	2650	3150	3490
其他长期负债	190	237	290	349					
长期负债合计	515	562	616	674	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	12769	8328	11452	12281	净利润	1899	2650	3150	3490
少数股东权益	3745	4299	4837	5464	资产减值准备	(144)	(11)	(1)	(1)
股东权益	13021	14876	17018	19219	折旧摊销	785	634	682	718
负债和股东权益总计	29535	27503	33307	36964	公允价值变动损失	40	20	79	46
					财务费用	500	247	183	252
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(1000)	161	(214)	(443)
每股收益	1.09	1.52	1.81	2.01	其它	448	565	538	628
每股红利	0.53	0.46	0.58	0.74	经营活动现金流	2027	4019	4235	4439
每股净资产	7.49	8.56	9.79	11.06	资本开支	(1432)	(401)	(451)	(501)
ROIC	9%	14%	20%	26%	其它投资现金流	(252)	0	0	0
ROE	15%	18%	19%	18%	投资活动现金流	(3366)	(401)	(451)	(501)
毛利率	6%	6%	6%	6%	权益性融资	105	0	0	0
EBIT Margin	2%	2%	3%	3%	负债净变化	233	0	0	0
EBITDA Margin	3%	3%	3%	3%	支付股利、利息	(927)	(795)	(1008)	(1289)
收入增长	-5%	18%	16%	10%	其它融资现金流	2769	(4954)	2262	(167)
净利润增长率	11%	40%	19%	11%	融资活动现金流	1487	(5749)	1254	(1456)
资产负债率	56%	46%	49%	48%	现金净变动	148	(2131)	5038	2482
息率	4.2%	3.6%	4.5%	5.8%	货币资金的期初余额	2982	3131	1000	6038
P/E	11.7	8.4	7.1	6.4	货币资金的期末余额	3131	1000	6038	8520
P/B	1.7	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	(552)	2049	2146	2380
EV/EBITDA	17.3	12.3	11.0	9.5	权益自由现金流	2451	(3124)	4245	1990

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**吴立、张婧，农林牧渔行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**吴立，农林牧渔行业分析师。2012 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。**

**2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年-2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。**

### 覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：高兴 83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)  
北京地区：李笑裕 83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)