

新希望(000876.SZ)

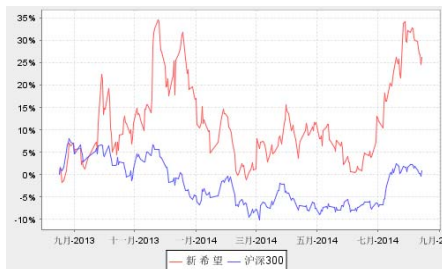
禽链景气高企，战略执行落地，盈利拐点到来

评级: **买入** 前次: 买入
 目标价(元): **19.58**
 分析师: 谢刚 分析师: 陈奇
 S0740510120005 S0740514070005
 021-20315178 021-20315189
 xiegang@r.qlzq.com.cn chenqi@r.qlzq.com.cn
 2014年8月31日

基本状况

总股本(百万股)	1729.51
流通股本(百万股)	1074.65
市价(元)	14.14
市值(百万元)	24455.23
流通市值(百万元)	15195.59

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	73,238.	69,395.	93,845.	114,193.	130,984
营业收入增速	2.23%	-5.25%	35.23%	21.68%	14.70%
净利润增长率	-35.25%	10.88%	22.09%	47.13%	46.92%
摊薄每股收益(元)	0.99	1.10	1.40	1.97	2.05
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	12.61	13.05	10.59	7.20	4.90
PEG	—	1.20	0.48	0.15	0.10
每股净资产(元)	6.47	7.49	8.58	10.56	13.45

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 年半年报**，公司上半年营业收入同比增长 3.8% 至 320.8 亿元，归属于上市公司股东净利润为 9.51 亿元，同比上升 12.03%，扣非后净利润 9.09 亿元，折合 EPS 为 0.55 元。我们对上半年盈利贡献因子的分拆显示，公司民生银行投资收益贡献 EPS 为 0.53 元；农牧业务盈利 0.4 亿元，贡献 EPS 为 0.02 元，亦即 Q2 单季农牧业务盈利 2.1 亿元左右，大幅扭亏为盈。
- Q2 禽链反转确定，同时改革逐步落地，加速公司农牧业务大幅盈利。**(1) 4 月底开始畜禽养殖好转(特别是禽业反转)带动上游苗种价格逐步回升，Q2 养殖业务亏损幅度收窄。4 月底畜禽景气度全面好转，生猪养殖和禽链苗种企业逐步扭亏甚至盈利。我们草根调研得出，上半年公司鸡鸭苗平均单价稳定在 2.3-2.5 元/羽(其中鸭苗均价在 2.5 元/羽以上)，均价在成本线附近；而公司鸡鸭苗总体销量约为 2.3 亿羽，肉禽养殖业务拖累公司业绩约 0.3-0.5 亿元，同时生猪养殖出栏 33 万头左右，亏损 5000 万元。(2) 养殖好转与技术服务带动饲料业务稳步增长。受养殖景气好转与公司技术服务深化的双重利好刺激，饲料业务上半年毛利润达到 13.77 亿元，同比上升 3.96%。公司上半年共销售各类饲料产品近 704.06 万吨，其中猪饲料占比 30-35%，禽料为 50-55%。2013 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 亿元，总计盈利 2.5-3 亿元左右。(3) 下游延伸战略初现成效，屠宰与肉制品业务盈利能力提升显著。公司上半年在终端门店及互联网的布局不断发挥威力，报告期内食品业务销量达 107.50 万吨，同比增长 16.12%，屠宰与肉制品业务整体毛利润达 3.37 亿元，同比上升 8.73%。山东草根调研单羽盈利约 0.1-0.3 元，这块屠宰业务大幅好转，扭亏为盈赚 0.3-0.5 亿元左右。因此，公司农牧业务总计盈利约 2.1 亿元左右。
- 展望下半年，禽链景气度高企和战略改革升级将进一步拉动公司农牧业务盈利水平：**(1) 禽链维持高景气度将保证 2014 全年公司养殖业务实现盈利。我们一直强调禽链是 1 年以上的大型反转周期，并且据调研

显示，祖代鸡场目前现金流仍较紧张，7-8月份引种量基本为零，下半年全产业链景气度必将继续走强。下半年生猪价格维持在15元/公斤以上，鸡苗价格维持在3元/羽以上，全年养殖业务板块实现盈利约0.5-1亿元。(2) 技术服务覆盖面不断扩大，公司饲料产品附加值将持续提升。上半年饲料业务盈利扩张已经初步体现了技术服务的支持效用，下半年公司将依靠不断完善的服务体系实现销量与盈利的双升。我们预计2014年公司共销售各类饲料产品近1760万吨，同比增长10-11%，其中禽料增长11%、猪料增长8%。

- **长期看，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，2015年公司农牧业务至少有15-17亿年度盈利(2000万吨饲料销售+3-4亿羽鸡鸭苗养殖+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145亿的估值(总市值245亿-100亿持股民生银行市值)，相当于农牧资产估值不到10倍PE，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。
- 考虑公司战略调整效果逐步提升，上调2015年盈利预测，预计2014-15年EPS分别为1.40、1.97、2.05元。公司半年报已发出盈利大幅向好的信号，同时随着技术服务、下游延伸及终端布局战略的持续发力，公司各类业务将实现全面盈利增长，维持公司“买入”评级，目标价19.58元，对应2015年农业17倍和银行5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	2013A	2014E	2015E	2016E
禽饲料							
销量(万吨)	866.27	1009.61	1009.58	858	953	1114	1226
销售收入(百万元)	22338	28282	28908	25211	28991	35453	40753
销售成本(百万元)	21502	27252	27832	24389	27930	34130	39213
销售单价(元/吨)	2579	2801	2863	2938	3044	3181	3324
单位成本(元/吨)	2482	2699	2757	2845	2936	3067	3203
毛利润(百万元)	835	1029	1075	822	1061	1322	1540
毛利率(%)	3.74%	3.64%	3.72%	3.26%	3.66%	3.73%	3.78%
占饲料业务收入比重	67%	63%	60%	52%	52%	52%	52%
饲料业务成本占比	68%	65%	61%	53%	53%	53%	55%
水产饲料							
销量(万吨)	66.21	75	80	80	93	110	127
销售收入(百万元)	1978	2341	2595	2663	3200	3946	4783
销售成本(百万元)	1818	2127	2383	2440	2918	3595	4352
销售单价(元/吨)	2988	3116	3234	3318	3438	3592	3754
单位成本(元/吨)	2746	2831	2970	3062	3160	3299	3444
毛利润(百万元)	160	214	212	223	281	351	430
毛利率(%)	8.07%	9.15%	8.17%	8.37%	8.79%	8.89%	9.00%
占饲料业务收入比重	6%	5%	5%	5%	6%	6%	6%
成本占比	6%	5%	5%	5%	6%	6%	6%
猪饲料							
销量(万吨)	301.72	412	551	606	655	772	834
销售收入(百万元)	8486	12509	17252	19509	21828	26916	30290
销售成本(百万元)	7798	11480	15870	17872	19973	24601	27748
销售单价(元/吨)	2812	3035	3131	3219	3335	3485	3631
单位成本(元/吨)	2585	2786	2880	2970	3074	3209	3350
毛利润(百万元)	687	1030	1382	1637	1854	2315	2542
毛利率(%)	8.10%	8.23%	8.01%	8.39%	8.50%	8.60%	8.39%
占饲料业务收入比重	26%	28%	36%	40%	39%	39%	39%
成本占比	25%	27%	35%	39%	38%	38%	39%
其他饲料							
销量(万吨)	39.89	43	45	52	60	69	79
销售收入(百万元)	368	1446	-346	1452	1700	1955	2249
销售成本(百万元)	344	1352	-327	1368	1598	1838	-135
销售单价(元/吨)	2700	2700	2750	2800	2850	2850	2851
单位成本(元/吨)	862	3123	-725	2638	2679	2679	-171
毛利润(百万元)	24	94	-19	84	102	117	2384
毛利率(%)	6.50%	6.50%	5.50%	5.80%	6.00%	6.00%	106.00%
占饲料业务收入比重	1%	3%	-1%	3%	3%	3%	3%
成本占比	1%	3%	-1%	3%	3%	3%	0%
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	1596	1760	2065	2266
YOY		20.88%	9.46%	-5.31%	10.24%	17.36%	9.74%
销售单价(元/吨)	2603	2894	2871	3059	3166	3306	3445
单位成本(元/吨)	2469	2741	2714	2886	2979	3107	3141
销售收入(百万元)	33169	44578	48409	48834	55718	68269	78075
销售成本(百万元)	31463	42211	45759	46068	52420	64164	71178
毛利润(百万元)	1706	2367	2650	2766	3299	4105	6896
YOY		38.73%	11.96%	4.36%	19.27%	24.44%	67.99%
毛利率	5.14%	5.31%	5.47%	5.66%	5.92%	6.01%	8.83%

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	71,640	73,238	69,395	93,846	114,193	130,984
增长率	34.82%	2.2%	-5.2%	35.2%	21.7%	14.7%
营业成本	-66,550	-69,316	-65,311	-88,638	-106,908	-121,246
%销售收入	92.9%	94.6%	94.1%	94.5%	93.6%	92.6%
毛利	5,090	3,922	4,084	5,208	7,286	9,739
%销售收入	7.1%	5.4%	5.9%	5.5%	6.4%	7.4%
营业税金及附加	-26	-22	-24	-31	-38	-43
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-1,355	-1,316	-1,314	-1,747	-2,138	-2,448
%销售收入	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-1,194	-1,391	-1,511	-1,957	-2,295	-2,666
%销售收入	1.7%	1.9%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	2,515	1,193	1,235	1,473	2,815	4,582
%销售收入	3.5%	1.6%	1.8%	1.6%	2.5%	3.5%
财务费用	-397	-366	-500	-377	-289	27
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.4%	0.3%	0.0%
资产减值损失	-224	-185	-41	0	0	0
公允价值变动收益	-7	9	0	0	0	0
投资收益	1,703	1,811	2,135	2,356	2,663	3,009
%税前利润	46.8%	72.8%	75.7%	68.0%	51.3%	39.5%
营业利润	3,590	2,462	2,829	3,453	5,188	7,618
营业利润率	5.0%	3.4%	4.1%	3.7%	4.5%	5.8%
营业外收支	46	26	-10	11	6	5
税前利润	3,636	2,488	2,819	3,464	5,194	7,623
利润率	5.1%	3.4%	4.1%	3.7%	4.5%	5.8%
所得税	-277	-281	-318	-391	-587	-861
所得税率	7.6%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
净利润	3,359	2,207	2,501	3,073	4,608	6,762
少数股东损益	702	487	593	786	1,191	1,751
归属于母公司的净利润	2,657	1,720	1,908	2,287	3,417	5,011
净利率	3.7%	2.3%	2.7%	2.4%	3.0%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	3,344	2,194	2,491	3,073	4,608	6,762
少数股东损益	0	0	0	786	1,191	1,751
非现金支出	879	949	858	937	1,042	1,126
非经营收益	-1,307	-1,352	-1,596	-1,831	-2,130	-2,746
营运资金变动	-795	261	-170	-603	-660	-528
经营活动现金净流	2,122	2,052	1,584	2,361	4,050	6,366
资本开支	1,596	1,930	2,194	994	1,009	457
投资	-50	-135	-974	0	0	0
其他	149	630	418	2,356	2,663	3,009
投资活动现金净流	-1,496	-1,436	-2,750	1,362	1,654	2,552
股权募资	113	136	105	0	0	0
债权募资	490	1,009	2,131	1,990	-1,912	-5,555
其他	-756	-922	-921	-550	-973	-267
筹资活动现金净流	-153	223	1,315	1,440	-2,885	-5,823
现金净流量	473	838	148	5,163	2,818	3,095

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2,144	2,982	3,131	7,508	9,135	10,479
应收账款	1,060	980	1,026	1,336	1,634	1,876
存货	4,537	4,072	4,535	5,711	6,905	7,842
其他流动资产	676	649	2,129	2,261	2,497	2,685
流动资产	8,417	8,683	10,821	16,816	20,171	22,882
%总资产	38.8%	35.2%	36.6%	47.2%	51.8%	55.8%
长期投资	7,220	8,891	10,569	10,569	10,569	10,569
固定资产	4,847	5,775	6,674	6,666	6,555	5,812
%总资产	22.3%	23.4%	22.6%	18.7%	16.8%	14.2%
无形资产	1,154	1,310	1,426	1,503	1,587	1,666
非流动资产	13,273	16,016	18,714	18,783	18,756	18,092
%总资产	61.2%	64.8%	63.4%	52.8%	48.2%	44.2%
资产总计	21,690	24,699	29,535	35,598	38,928	40,974
短期借款	3,272	4,792	6,984	8,974	7,062	1,506
应付账款	4,055	3,920	4,236	5,259	6,372	7,245
其他流动负债	536	492	1,033	1,446	967	934
流动负债	7,864	9,204	12,254	15,679	14,400	9,685
长期贷款	581	92	325	325	325	325
其他长期负债	877	915	190	190	190	190
负债	9,321	10,212	12,769	16,194	14,916	10,200
普通股股东权益	9,585	11,243	13,021	14,873	18,290	23,301
少数股东权益	2,783	3,244	3,745	4,531	5,721	7,473
负债股东权益合计	21,690	24,699	29,535	35,598	38,928	40,974

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	1.529	0.990	1.098	1.316	1.966	2.884
每股净资产(元)	5.516	6.470	7.493	8.559	10.526	13.409
每股经营现金净流(元)	1.221	1.181	0.911	0.906	1.646	2.655
每股股利(元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	27.72%	15.30%	14.65%	15.38%	18.68%	21.50%
总资产收益率	12.25%	6.97%	6.46%	6.42%	8.78%	12.23%
投入资本收益率	30.42%	12.79%	10.84%	12.62%	21.86%	36.02%
增长率						
营业总收入增长率	34.82%	2.23%	-5.25%	35.23%	21.68%	14.70%
EBIT增长率	81.30%	-52.56%	3.47%	19.33%	91.05%	62.80%
净利润增长率	84.09%	-35.25%	10.88%	19.88%	49.41%	46.64%
总资产增长率	13.65%	13.87%	19.58%	20.53%	9.35%	5.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.0	3.1	2.8	2.9	2.9	2.9
存货周转天数	23.2	22.7	24.1	23.4	23.5	23.6
应付账款周转天数	10.1	10.0	11.5	10.8	10.9	10.9
固定资产周转天数	21.7	23.3	29.0	22.9	18.3	14.6
偿债能力						
净负债/股东权益	20.09%	18.47%	23.27%	7.80%	-8.44%	-29.00%
EBIT利息保障倍数	6.3	3.3	2.5	3.9	9.7	-170.1
资产负债率	42.98%	41.34%	43.23%	45.49%	38.32%	24.89%

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。