

## 新希望(000876.SZ)

### Q1 业绩大幅增长，互联网转型加速落地

**评级: 买入**      前次: 买入  
**目标价(元): 29.52**  
 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  
 2015年4月8日

#### 基本状况

总股本(百万股)	2084.12
流通股本(百万股)	1729.51
市价(元)	15.25
市值(百万元)	31782.79
流通市值(百万元)	26374.99

#### 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.	83,038.	98,749.	117,043
营业收入增速	2.23%	-5.25%	19.66%	18.92%	18.53%
净利润增长率	-35.25%	10.88%	20.45%	41.03%	24.92%
摊薄每股收益(元)	0.99	1.10	1.10	1.55	1.93
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	12.93	9.17	7.34
PEG	—	1.20	0.63	0.22	0.29
每股净资产(元)	6.47	7.49	8.46	10.01	11.94
每股现金流量(元)	1.18	0.91	0.90	1.26	1.53
净资产收益率	15.30%	14.65%	12.98%	15.47%	16.20%
市净率	1.93	1.91	1.68	1.42	1.19
总股本(百万元)	1,737.6	1,737.6	2,092.2	2,092.2	2,092.2

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 事件: 新希望公布 2014 年和 2015 年 Q1 业绩快报。**其中 2014 年营业总收入 700.1 亿元, 同比增 0.89%, 净利润 20.17 亿元, 同比增 6.26%; **2015 年一季度净利润同比增 50%-100%, 盈利 4.25 亿-5.66 亿。**
- 战略转型逐步落地+畜禽景气低迷, Q1 公司农牧业务大幅盈利近 3 亿元, 超出市场预期。**(1) 行业景气上行致使上游苗种价格维持较高位置, 公司养殖业务开始盈利。我们草根调研得出, Q1 公司鸡鸭苗平均单价稳定在 2.5-3.2 元/羽(其中鸭苗均价在 3.2 元/羽以上), 单只盈利近 0.6-0.8 元; 而公司鸡鸭苗总体销量为 0.6 亿羽, 肉禽养殖业务拖累公司业绩 0.4-0.5 亿元, 但生猪养殖出栏 15 万头左右, 亏损约 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 万吨, 同比约下滑 5%。近年饲料业务变革效果逐步显现, 其中饲料肉食融合以及关停并转导致亏损分公司数量下降, 提升饲料业务单吨盈利至 70 元/吨以上, 从而增加净利 2.1 亿元。(3) 屠宰业务因产品结构优化以及关停亏损厂商逆市盈利。其中 Q1 公司屠宰量 2 亿羽, 批发渠道占比下降至 85%, 整体盈利约 3000 万。
- 新希望农村互联网金融战略正在加速落地, 短期估值提升仍有空间。**未来新希望农村互联网金融的推进模式: 通过技术输出打造开放的新型养殖生态链, 多渠道寻找低成本资金, 对接和导入已有体系内的养殖户资金需求, 打造类似于 P2P 的模式, 进而驱动农村金融业务扩张。现在已经有 3.6 万家养殖户, 未来随着技术服务的福达计划二期推进, 将增加至 10 万户。同时将会利用类似于养猪技术服务公司进行技术输出, 打破先前单纯的新希望养殖链闭环, 用开放的思维塑造养殖生态链, 增加覆盖客户数量, 同样也将会有类似的线上管理服务, 从而将闭环 P2P 模式扩张到非新希望自有猪场中。对于贷款资金总需求, 我们判断将在 600-800 亿以上(禽链资金需求约 500 亿以上, 按照 20%市占率测算, 禽链负债率较高; 猪链未来市占率约 5%, 资金需求 100-200 亿), 按照正常 2-3%收益率, 可挖掘利润空间在 12-20 亿。

- 中期来看，景气提升背景下，新希望属于低估值、稳增长品种，即使不考虑互联网金融逻辑，我们依然认为被低估：对应 2016 年农牧约 20 亿净利润，不到 15x 估值。
  - 1) 2015-16 年主业景气度逐步回升，带动销售利润增加。随着 2015 年畜禽产业链景气度明显回升，公司养殖业务亏损也逐渐收窄并将逐步转为盈利。按 2011 年养殖景气高点测算，2015-16 年景气高点中公司农牧业务至少有 20 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 220 亿的估值（总市值 340 亿-120 亿持股民生银行市值），相当于农牧资产估值不到 15 倍 PE，股价仍处低估状态。
  - 2) 组织结构优化，传统业务深耕细作。对于“陈春花、刘畅、李兵”的三叉戟组合，市场高度认同，这为公司“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”打下基础，实际上 2013-14 年内部挖潜、战略转型逐步落地，已初见成效。例如，随“福达计划”等技术服务覆盖面不断扩大，公司饲料产品附加值在提高，整体收入增速和毛利率都在提升。
  - 3) 食品战略转型开始落地，未来考核是规模和利润双向驱动。公司未来对于食品端的渠道将转变成：商超 30%（现在只有 15%），机关大客户等（30%），批发之前是 90%（要降到 40-45%）。同时公司肉食将逐步从规模至上变成考核规模+利润双向驱动，将提高屠宰场有效产能，进行精细化经营管控，来实现溢价销售。
- 我们预计新希望 2014-2016 年 EPS 分别为 1.09 元、1.55 元和 1.93 元，同比增长 26.79%、34.34%、24.45%。按照当前市场中农业 20 倍 16 年 PE 和银行 5 倍 PE、再加上 100 亿互联网金融市值，对应目标价 29.52 元，对应 600 亿市值。当前股价 21.84 元，潜在获利空间 45%左右，重申“买入”建议。

**图表 1: 新希望三张报表**

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售净收入	71,640	73,238	69,395	83,038	98,749	117,044
增长率	34.82%	2.2%	-5.2%	19.7%	18.9%	18.5%
销售成本	-65,894	-68,552	-64,494	-77,418	-91,436	-108,283
%收入	92.0%	93.6%	92.9%	93.2%	92.6%	92.5%
毛利	5,746	4,687	4,901	5,620	7,313	8,761
%收入	8.0%	6.4%	7.1%	6.8%	7.4%	7.5%
销售及行政费用	-2,575	-2,729	-2,849	-3,224	-3,854	-4,560
%收入	-3.6%	-3.7%	-4.1%	-3.9%	-3.9%	-3.9%
EBITDA	3,170	1,958	2,052	2,396	3,458	4,200
%收入	4.4%	2.7%	3.0%	2.9%	3.5%	3.6%
折旧与摊销	-655	-765	-818	-937	-1,042	-1,126
%收入	0.9%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
EBIT	2,515	1,193	1,235	1,459	2,417	3,074
%收入	3.5%	1.6%	1.8%	1.8%	2.4%	2.6%
利息费用	-397	-366	-500	-277	-81	154
投资收益	1,703	1,811	2,135	2,287	2,585	2,921
税前经营收益	3,821	2,638	2,870	3,469	4,920	6,149
%收入	5.3%	3.6%	4.1%	4.2%	5.0%	5.3%
其他非经营收益	-185	-150	-51	11	6	10
税前利润	3,636	2,488	2,819	3,481	4,926	6,159
%收入	5.1%	3.4%	4.1%	4.2%	5.0%	5.3%
所得税	-277	-281	-318	-393	-556	-695
所得税率	7.6%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
少数股东损益	702	487	593	790	1,129	1,415
归属于普通股股东净利润	2,657	1,720	1,908	2,298	3,241	4,048
净利率	3.7%	2.3%	2.7%	2.8%	3.3%	3.5%

  

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	3,087	4,370	5,463
少数股东损益	0	0	0	790	1,129	1,415
非现金支出	879	949	858	937	1,042	1,126
非经营收益	-1,307	-1,352	-1,596	-1,874	-2,276	-2,797
营运资金变动	-795	261	-170	-266	-510	-598
经营活动现金净流	2,122	2,052	1,584	2,673	3,755	4,609
资本开支	1,596	1,930	2,194	994	1,009	452
投资	-50	-135	-974	0	0	0
其他	149	630	418	2,287	2,585	2,921
投资活动现金净流	-1,496	-1,436	-2,750	1,293	1,576	2,469
股权募资	113	136	105	2,907	0	0
债权募资	490	1,009	2,131	-1,097	-1,889	-3,106
其他	-756	-922	-921	-437	-838	-133
筹资活动现金净流	-153	223	1,315	1,373	-2,727	-3,240
现金净流量	473	838	148	5,339	2,604	3,838

  

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	7,680	9,155	11,578
应收款项	1,060	980	1,026	1,182	1,413	1,677
存货	4,537	4,072	4,535	5,047	5,969	7,074
其他流动资产	676	649	2,129	2,146	2,331	2,546
流动资产合计	8,417	8,683	10,821	16,055	18,867	22,875
%总资产	38.8%	35.2%	36.6%	46.1%	50.1%	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
无形资产	1,154	1,310	1,426	1,503	1,587	1,666
非流动资产合计	13,273	16,016	18,714	18,783	18,756	18,092
%总资产	61.2%	64.8%	63.4%	53.9%	49.9%	44.2%
资产总计	21,690	24,699	29,535	34,838	37,623	40,967
短期借款	3,272	4,792	6,984	5,887	3,988	892
应付款项	4,055	3,920	4,236	4,648	5,511	6,528
其他流动负债	536	492	1,033	1,549	991	961
流动负债	7,864	9,204	12,254	12,085	10,501	8,381
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	12,600	11,016	8,896
普通股股东权益	9,585	11,243	13,021	17,703	20,944	24,992
少数股东权益	2,783	3,244	3,745	4,535	5,664	7,079
负债股东权益合计	21,690	24,699	29,535	34,838	37,623	40,967

  

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	1.098	1.549	1.935
每股净资产(元)	5.516	6.470	7.493	8.461	10.010	11.945
每股经营现金净流(元)	1.221	1.181	0.911	0.900	1.255	1.527
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%	12.98%	15.47%	16.20%
总资产收益率	12.25%	6.97%	6.46%	6.60%	8.61%	9.88%
投入资本收益率	30.42%	12.79%	10.84%	13.04%	19.61%	25.09%
增长率						
主营业务收入增长率	34.82%	2.23%	-5.25%	19.66%	18.92%	18.53%
EBIT增长率	81.30%	-52.56%	3.47%	18.21%	65.59%	27.20%
净利润增长率	84.09%	-35.25%	10.88%	20.45%	41.03%	24.92%
总资产增长率	13.65%	13.87%	19.58%	17.95%	8.00%	8.89%
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	25.9	21.2	16.3
偿债能力						
净负债/股东权益	20.09%	18.47%	23.27%	-7.85%	-19.20%	-33.17%
EBIT利息保障倍数	8.0	5.4	4.1	5.7	11.0	31.5

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。