

新希望(000876.SZ)

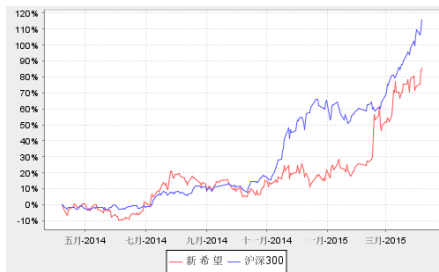
转型战略初见成效，继续开启重估之路

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 32.5
 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24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)	23.10
市值(百万元)	48143.11
流通市值(百万元)	39951.62

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:** 新希望发布公告4月22至25日,在中国猪业“山河”论坛暨第二届山东猪业发展大会上,公司发布了2015年关于互联网转型战略以及福达计划(即农场成长计划 Farm Development Plan)框架下的希望金融、云养殖、云学堂、养猪大学、聚落化养猪模式等创新项目的进展情况。与此同时,我们也有幸参加上述猪业论坛,和部分产业内人士沟通了新希望最新的战略转型创新业务进展。
- 新希望金融服务模式、养殖技术信息化及人才培养等取得较大突破,转型战略推进顺利,具体情况如下:**
 - 云金融:** 2015年3月18日,公司“希望金融”正式上线,上线第1个月的交易额就已达1,732万元。该平台是公司定向服务于三农的农业互联网金融平台,利用信息技术创新手段,开展农村市场的互联网金融业务,推动解决广大农村地区农业从业者融资难等问题,为农村小微企业及优质农户提供更低成本、更高效率、更可靠、安全的融资渠道,填补了传统金融在农村市场的空白。
 - 云养殖:** 福达云养殖管理系统,于2015年2月正式向广大规模化猪场用户开放,该系统在2个月推广时间内,已上线猪场几十家。同时公司也在全国各区组建了专业的云养殖实施团队,为猪场提供高质量的农场数据管理服务,帮助猪场启用云养殖猪场管理系统。从实施云养殖管理系统的猪场的反馈信息来看,效果显著。
 - 云教育:** 云教育是公司利用线下和线上(O2O)双重培训体系,创建的猪场现场生产培训的养猪大学和福达云学堂,旨在为农牧企业和社会培训养殖人才。目前,养猪大学现已展开技能培训49期,培训516人次,培训内容为配怀、分娩、保育育肥,教练培训效果评估满意度达到90%以上;公司自主研发和推广E-Learning互联网在线学习系统,该系统作为福达计划中云系统的一部分,能够承载

大量用户进行在线学习，辅助福达计划升级内部员工对外普及农牧知识，为线下培训做准备。

- **云服务：**公司推出云服务系统—福达在线，其核心功能之一就是通过提升业务人员与技术人员的有效沟通，减少由于信息沟通不畅带来的时间浪费，降低四项费用，提升服务的边际效应，为未来降低饲料成本提出了创造性的解决方案。目前，在广大业务人员和技术服务人员的努力下，福达在线系统应用状况良好，客户数据大量汇集，养殖地图已经初步建立，福达在线系统已在公司的各大业务区域全面推广。
- **云动保：**公司在青岛设立了两大中心实验室，在山东及周边省市养殖密集区设立多个卫星实验室，通过中心实验室与卫星实验室联动，构建动保技术的“云系统”。目前，公司已建立 2 个中心实验室和 33 个卫星实验室，服务范围覆盖二十多个省，可以为养殖户提供免疫抗体的检测，病原检测，环境、水质、饲料、种蛋等微生物检测等。
- **云平台：**公司以新成立的北京新道路农业科技有限公司为载体建立云平台，是 2014 年底推出的四大创新平台之一，其突出的特点是在全球范围内聚合养猪行业优秀人才、技术、产品、资金等资源，通过对上下游产业资源的链接和优化组合，搭建“投资基金+种猪+养殖场+营养饲料+兽药疫苗+肉食加工”的产业运营合作平台，致力于成为全球领先的具有全产业链能力的养猪管理服务公司。目前，新道路公司管理的母猪群规模已超过 5 万头，猪场 PSY 指标最高超过 28 头。
- 以上各个项目均有明确进展，有些已经开始为公司贡献收益，公司农村互联网金融战略落地之迅速，与市场对公司拥有的各方面资源与执行力的预期相比还更有惊喜，短期估值应有上升空间。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。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，即使不考虑互联网转型逻辑，我们依然认为被低估：对应 2016 年农牧约 20 亿净利润，约 15x 估值。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 310 亿的估值（总市值 450 亿-140 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
- 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 8 倍 PE、再加上 100 亿互联网金融市值，维持目标价 32.52 元，对应 650 亿市值，中期市值目标为 1000 亿。当前股价 23 元，潜在获利空间 50%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。