新希望(000876.SZ)

错杀的优质农业白马，战略转型稳步落地

评级：买入 前次：买入
目标价（元）：32.52

分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn
分析师 陈奇 s0740514070005 021-20315189 chenqi@r.qlzq.com.cn
2015 年 7 月 12 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)	16.67
市值(百万元)	28698.30
流通市值(百万元)	23815.32

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

- **经历近期资本市场动荡后，公司当前市值严重被低估。而目前公司在养殖服务、食品业务与国际化三方面持续高效推进战略落地，我们在当前时点强烈推荐农业基本面质地优秀的白马股新希望。**
- 公司 2015 年 7 月 8 日公告收到第一大股东南方希望实业有限公司通知，其拟于未来 6 个月内以不超过人民币 5 亿元增持公司股份。大股东在当前公司股价严重被悲观情绪压制时增持，彰显了对公司未来战略发展、业绩增长的坚定信心。
- **新希望近期继续通过开拓优质资金来源、投资设立新兴业务公司、合作提升养殖技术，保持高速战略落地的良好态势。**
  - **子公司获得低息信贷，国际化扩张之路愈发顺畅。**公司子公司新希望新加坡私人有限公司于 6 月 9 日与世界银行集团成员国际金融公司在北京签署融资协议，由 IFC 向新加坡子公司提供为期 7 年的 6000 万美元优惠贷款，资金将用于公司在亚洲尤其是东南亚市场的农牧业与食品领域的投资和运营。**通过保证长期稳定的低成本资金供给，公司在东南亚的业务预计会顺利扩张，加之综合成本的下移共同贡献新的业绩增长点。**
  - **营销与食品端继续加码四个投资项目。**公司最近根据公司 2015 年投资发展规划，为了促进公司饲料、养殖、屠宰及肉制品加工等业务板块的发展，逐步实现公司的战略目标，决定实施 4 个投资发展项目：1、合资租赁经营食品公司；2、新希望食品控股设立电商公司，并引入员工持股；3、亚洲吃面公司 10%股权投资；4、合资组建吉林新希望六和商贸公司。上述项目投资总额约为人民币 1,950 万元。**公司延续快速有序的务实投资风格，继续在四川、东北两地构建区域优势，并通过独立运营实现电商业务的外部品类采购、产品线扩充与优化。**

此报告专供国泰基金管理有限公司公共邮箱阅读

- **与法国猪链龙头合作，引进先进技术与经验。**公司 7 月 2 日与法国猪产业链一体化运营龙头科普利信集团签署战略合作协议，双方将展开多项合作，包括建立战略合作伙伴关系、探讨在中国成立合资公司、开展商业合作、种猪领域合作等。双方将利用公司在猪肉分销、屠宰、动物饲料供应渠道、产猪能力等方面的经验和科普利信开发的技术以及其能够在不使用抗生素情况下一年饲养一百万头猪的经验，在猪肉产品的品质提升上不断进取。**公司将通过引进国外的先进养殖技术与管理经验，首先降低自有生猪业务的成本，其次通过提升技术内功强化养殖服务供应商环节的优势，最后通过打造健康猪肉产品提升下游业务竞争力，战略合作可谓一举多得。**

- **当前公司继续通过养殖服务与食品业务两方面寻求高盈利空间：**养殖服务端通过线上的云养殖与云服务加快对外服务于对内沟通效率，并通过线下专业的云养殖实施团队快速推进项目辐射面；食品业务段结合销售终端的 020 模式、区域餐厅供配、基于厂商的 O2O 采购模型、基于分销商 O2O 的系统，以传统食品企业渗透率较低的细分需求领域精准发力，通过合理的差异化战略实现弯道超车。

- **实际上，我们一再强调新希望的互联网并不是简单地构建模式与线上平台搭建，而是基于养殖服务与食品业务这两方面转型提升业绩的优质区域，通过各类差异化可执行的细分方案，在投资项目与地推部队快速推进的过程中真正实现传统农牧企业在新形势下的完美转型。**

- **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 10x 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 207 亿的估值（总市值 347 亿-140 亿持股民生银行市值），相当于农牧资产估值不到 8 倍 PE，股价仍处低估状态。

- **我们预计新希望 2015-2016 年 EPS 分别为 1.55 元和 1.93 元，同比增长 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 13.77 元，潜在获利空间 136%左右，重申“买入”建议。**

此报告专供国泰基金管理有限公司公共邮箱阅读

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
销货净收入	**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%*
销货成本	-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	3,998	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

此报告专供国泰基金管理有限公司公共邮箱阅读

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。

此报告专供国泰基金管理有限公司公共邮箱阅读