

新希望(000876.SZ)

禽链反转临近，战略转型显成效

继续推荐低估值农业价值龙头

评级：**买入**

前次：**买入**

目标价(元)：

32.52

分析师

分析师

谢刚

陈奇

S0740510120005

S0740514070005

021-20315178

021-20315189

xiegang@r.qlzq.com.cn

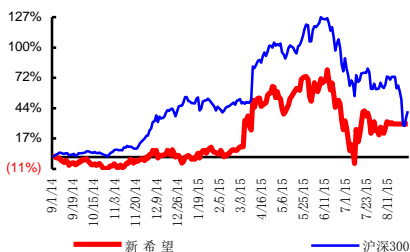
chenqi@r.qlzq.com.cn

2015年08月30日

基本状况

总股本(百万股)	2,084
流通股本(百万股)	2,084
市价(元)	18.99
市值(百万元)	39,577
流通市值(百万元)	39,577

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	69,395.2	70,012.2	95,217.5	113,752.	134,638.
营业收入增速	-5.25%	0.89%	36.00%	19.47%	18.36%
净利润增长率	10.88%	6.68%	25.93%	45.62%	18.46%
摊薄每股收益(元)	1.10	0.98	1.23	1.79	2.12
前次预测每股收益(元)			25.93%	45.62%	
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	13.05	14.34	13.51	9.28	7.83
PEG	1.20	2.15	0.52	0.20	0.42
每股净资产(元)	7.61	8.51	9.49	11.28	13.40
每股现金流量	0.91	0.64	0.96	1.68	1.84
净资产收益率	14.43%	11.47%	12.96%	15.87%	15.83%
市净率	1.88	1.64	1.75	1.47	1.24
总股本(百万股)	1,737.67	2,084.12	2,084.12	2,084.12	2,084.12

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**新希望发布 2015 年半年报，报告期内公司实现营业收入 294.98 亿元，同比下降 8.04%；归属母公司净利润 11.58 亿元，同比增加 21.83%；实现每股收益 0.56 元。其中根据我们上半年盈利因子拆分测算显示，农牧业务上半年实现净利润 2.1 亿（每股收益 0.1 元），同比大幅增加 320%，民生银行贡献 9.48 亿元。公司 Q2 实现营业收入 163.18 亿元，同比下降 5.8%；净利润 6.43 亿元，同比下降 3.7%。
- **产品瘦身，结构优化，成本端控制良好是净利润提升的主要原因。**2015 年上半年公司实现饲料业务营业收入 201.38 亿元，同比下降 8.6%，屠宰及肉制品业务营业收入 94.24 亿元，同比下降 5.3%，贸易板块实现营业收入 33.33 亿元，同比下降 13.65%。在公司主营业务收入均出现不同程度下滑的情况下，公司通过采取产能调整、优化结构，关停低效工厂、缩减饲料产品、完善区域生态圈建设、加强终端服务等一系列措施，压低成本。上半年公司饲料业务毛利率同比提升 4.96%，屠宰及肉制品业务毛利率同比提升 83.7%，贸易业务毛利率同比提升 31.4%。
- **三费方面财务费用大幅减少，管理费用及销售费用基本持平。**公司上半年管理费用以及销售费用支出同比分别上升 0.81% 和 0.98%，财务费用支出 1.6 亿元，同比下降 23.3%，我们认为年初大幅减持民生银行以及上半年运营效率提升使得公司获得充沛的现金流，导致短期借贷减少，利息开支减少是财务费用大幅下降的主因。
- **优化饲料产能布局，实施一体化聚落战略。**公司自 14 年制定《饲料生产体系发展战略规划》至今，在饲料业务上持续优化产能布局，提升研发实力，缩减品种，加强品种市场竞争力，取得了初步成果。同时在农牧端，改变传统的经营方式，以一定半径区域内公司自营的饲料厂、屠宰厂与养殖规模户或养殖合作社结合，打造一体化聚落，通过向下游适度让利，建立与养殖户良好联系，提升粘性。

- **食品战略转型逐步落地，渠道升级显成效。**15 年上半年，公司继续推动屠宰及肉制品业务的产能优化，以及“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略转型，同时改变传统低效营销模式，积极布局商超、电商等多种新型渠道，效果显著。同时公司在 7 月初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，通过引进国外的先进养殖技术与管理经验，打造健康猪肉产品提升下游业务竞争力。
- **互联网战略推进方面，公司继续大力推动“福达计划”，覆盖养殖户、猪场数量得到快速增长，同时公司在 2015 年上半年启动了“福达云养殖系统”禽板块项目，标志着占公司客户较大比例的禽养殖户也将获得更好的技术服务。**农村互联网金融板块，公司通过“云金融”平台，为农牧链条上的养殖户、经销商、供应商提供更加灵活的金融支持。目前，这些平台都开始有序运转，养猪托管平台已达成及将要达成的合作已覆盖 3 万头母猪。对于金融板块贷款资金总需求，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（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），市场目前仅给予农牧资产 266 亿的估值（总市值 396 亿-130 亿持股民生银行市值），约 13x 估值。
- **我们预计新希望 2015-2016 年 EPS 分别为 1.23 元和 1.79 元，同比增长 25.93%、45.62%。**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，继续重申“买入”建议。

图表 1：三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	73,238	69,395	70,012	95,218	113,752	134,638
增长率	2.23%	-5.2%	0.9%	36.0%	19.5%	18.4%
营业成本	-69,316	-65,311	-65,860	-89,528	-106,191	-125,597
% 销售收入	94.6%	94.1%	94.1%	94.0%	93.4%	93.3%
毛利	3,922	4,084	4,152	5,689	7,561	9,041
% 销售收入	5.4%	5.9%	5.9%	6.0%	6.7%	6.7%
营业税金及附加	-22	-24	-21	-30	-36	-42
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-1,316	-1,314	-1,424	-1,742	-2,116	-2,518
% 销售收入	1.8%	1.9%	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%
管理费用	-1,391	-1,511	-1,567	-2,095	-2,275	-2,962
% 销售收入	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.0%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	1,193	1,235	1,140	1,822	3,135	3,519
% 销售收入	1.6%	1.8%	1.6%	1.9%	2.8%	2.6%
财务费用	-366	-500	-417	-331	-202	98
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.3%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	-185	-41	-98	0	0	0
公允价值变动收益	9	0	1	0	0	0
投资收益	1,811	2,135	2,281	2,346	2,651	2,995
% 税前利润	72.8%	75.7%	78.0%	61.0%	47.4%	45.2%
营业利润	2,462	2,829	2,906	3,836	5,583	6,612
营业利润率	3.4%	4.1%	4.2%	4.0%	4.9%	4.9%
营业外收支	26	-10	17	9	9	10
税前利润	2,488	2,819	2,924	3,846	5,592	6,622
利润率	3.4%	4.1%	4.2%	4.0%	4.9%	4.9%
所得税	-281	-318	-295	-403	-579	-688
所得税率	11.3%	11.3%	10.1%	10.5%	10.3%	10.4%
净利润	2,207	2,501	2,629	3,442	5,013	5,934
少数股东损益	487	593	594	879	1,281	1,513
归属于母公司的净利润	1,720	1,908	2,035	2,563	3,732	4,421
净利率	2.3%	2.7%	2.9%	2.7%	3.3%	3.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2,194	2,491	2,613	3,442	5,013	5,934
少数股东损益	0	0	0	879	1,281	1,513
非现金支出	949	858	1,005	993	1,102	1,180
非经营收益	-1,352	-1,596	-1,834	-1,860	-2,206	-2,795
营运资金变动	261	-170	-440	-565	-408	-491
经营活动现金净额	2,052	1,584	1,344	2,890	4,782	5,340
资本开支	1,930	2,194	2,038	998	1,010	456
投资	-135	-974	130	0	0	0
其他	630	418	884	2,346	2,651	2,995
投资活动现金净额	-1,436	-2,750	-1,024	1,348	1,641	2,539
股权筹资	136	105	3,074	0	0	0
债权筹资	1,009	2,131	-1,625	1,525	-2,685	-3,982
其他	-922	-921	-1,631	-561	-974	-210
筹资活动现金净额	223	1,315	-182	964	-3,659	-4,192
现金净流量	838	148	138	5,201	2,764	3,686

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,982	3,131	3,296	7,617	9,100	11,274
应收款项	980	1,026	1,019	1,381	1,656	1,960
存货	4,072	4,535	4,614	6,018	7,199	8,516
其他流动资产	649	2,024	1,880	2,157	2,328	2,508
流动资产	8,683	10,716	10,808	17,174	20,283	24,258
% 总资产	35.2%	35.6%	32.4%	43.2%	47.4%	52.7%
长期投资	8,891	10,569	12,664	12,664	12,664	12,664
固定资产	5,775	6,674	7,566	7,505	7,338	6,545
% 总资产	23.4%	22.2%	22.7%	18.9%	17.1%	14.2%
无形资产	1,310	1,426	1,561	1,636	1,720	1,799
非流动资产	16,016	19,408	22,593	22,607	22,524	21,810
% 总资产	64.8%	64.4%	67.6%	56.8%	52.6%	47.3%
资产总计	24,699	30,124	33,401	39,781	42,807	46,068
短期借款	4,792	6,984	5,447	6,973	4,289	307
应付款项	3,920	4,236	4,062	5,485	6,544	7,755
其他流动负债	492	1,622	790	1,299	938	1,036
流动负债	9,204	12,843	10,299	13,757	11,770	9,098
长期贷款	92	325	1,037	1,037	1,037	1,037
其他长期负债	915	190	176	176	176	176
负债	10,212	13,358	11,512	14,970	12,983	10,311
普通股股东权益	11,243	13,219	17,741	19,782	23,514	27,935
少数股东权益	3,244	3,745	4,291	5,171	6,452	7,965
负债股东权益合计	24,699	30,322	33,544	39,924	42,950	46,211

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.990	1.098	0.977	1.230	1.791	2.121
每股净资产(元)	6.470	7.607	8.512	9.492	11.283	13.404
每股经营现金流(元)	1.181	0.911	0.645	0.965	1.680	1.836
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	15.30%	14.43%	11.47%	12.96%	15.87%	15.83%
总资产收益率	6.97%	6.29%	6.07%	6.42%	8.69%	9.57%
投入资本收益率	12.79%	10.63%	8.20%	12.91%	20.86%	23.80%
增长率						
营业总收入增长率	2.23%	-5.25%	0.89%	36.00%	19.47%	18.36%
EBIT增长率	-52.56%	3.47%	-7.70%	59.86%	72.08%	12.25%
净利润增长率	-35.25%	10.88%	6.68%	25.93%	45.62%	18.46%
总资产增长率	13.87%	22.77%	10.62%	19.10%	7.61%	7.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.1	2.8	2.4	2.7	2.6	2.6
存货周转天数	22.7	24.1	25.4	24.5	24.7	24.7
应付账款周转天数	10.0	11.5	12.6	11.8	12.0	12.1
固定资产周转天数	23.3	29.0	32.9	25.3	20.5	15.8
偿债能力						
净负债/股东权益	18.47%	23.00%	14.22%	1.34%	-12.79%	-27.82%
EBIT利息保障倍数	3.3	2.5	2.7	5.5	15.5	-35.9
资产负债率	41.34%	44.05%	34.32%	37.50%	30.23%	22.31%

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。