

新希望(000876.SZ)

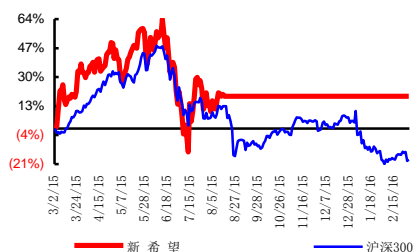
战略转型生猪养殖，农牧巨头二次创业

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**23**
 分析师：陈奇 分析师：谢刚
 S0740514070005 S0740510120005
 021-20315189 021-20315178
 chenqi@r.qlzq.com.cn xiegang@r.qlzq.com.cn
 2016年02月29日

基本状况

总股本(百万股)	2,084
流通股本(百万股)	1,728
市价(元)	18.99
市值(百万元)	39,577
流通市值(百万元)	32,821

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.	70,012.	69,969.	81,164.	93,339.
营业收入增速	-5.25%	0.89%	-0.06%	16.00%	15.00%
净利润增长率	10.88%	6.68%	11.84%	38.60%	30.13%
摊薄每股收益(元)	1.10	0.98	1.09	1.51	1.97
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)	13.05	14.34	17.39	12.55	9.64
PEG	1.20	2.15	1.47	0.33	0.32
每股净资产(元)	7.61	8.51	9.35	10.87	12.84
每股现金流量(元)	0.91	0.64	1.06	1.34	1.74
净资产收益率	14.43%	11.47%	11.68%	13.93%	15.34%
市净率	1.88	1.64	2.03	1.75	1.48
总股本(百万元)	1,737.6	2,084.1	2,084.1	2,084.1	2,084.1

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 日前新希望发布公告，公司拟投资 88 亿元通过 1000 万头合作养殖、2000 万头托管模式发展生猪养殖业务，并收购本香、蓝星等推进养殖链整合。同时公司通过收购久久丫等方式继续完善食品端规划。我们近期调研了新希望，公司在饲料主业的基础上积极战略转型生猪养殖，不断通过基地+终端的模式推进农业与食品两条产业链整合，农牧食品巨头的雏形已现。**
- 战略转型一：1000 万头合作养殖、2000 万头技术托管打造高效的养殖巨头。**
- 随着饲料行业集中度不断提升、养殖效率的不断提升，饲料拼营销逐渐转变为拼成本与技术。大型企业纯营销投入方式的成长路径缩窄，成长速度也趋缓。在这过程中，产业链整合成为饲料企业转型的共同趋势，新希望在其本身食品巨头目标定位的基础上，通过养殖端的扩大及整合，为打造农业与食品两个产业链而迈出坚实的一步。**
- 依托高效母猪场，建立 1000 万头规模的合作养殖业务。**公司以新 6 模式为载体推进合作养殖，即建设自动化欧美高端母猪场（收购本香的猪场即公司团队帮助改造的高效母猪场，未来母猪场单头固定资产投资在 1 万元）的基础上，通过公司+农户的经营模式开拓养殖业务，因此从技术水平角度看是温氏的升级版。公告核心团队拥有较高的养殖技术，通过猪场改造（母猪群的净化等）能使得 psy 平均达到 25，最高达到 30 以上。公司养殖业务核心通过四个模式：**新 6 模式（公司+农户，模式与温氏类似），新好模式（买猪苗，让农户育肥，公司无母猪场），新道路托管模式（欧美 pipestone 的模式），福达计划模式（公司自创，移动互联手段来提升养殖效率）。**
- 2000 万头技术托管模式打开服务性收入空间。**公司依托福达计划等方式，筛选出具备一定资质的养殖场，通过新道路托管模式进行技术改造。从效率上看，团队能够通过 1-2 年将 psy 从 17 提升至 23 以上，以

人员工资和服务费（psy 多出 1 头收费 20 元等）为主要收入。

- **而公司目前在养殖链的人才与技术储备能够充分支持：**（1）种猪：公司当前拥有 PIC 和海波尔两大育种公司的原种猪场，优质种源持续供应；（2）防疫：公司在核心场会持续进行种群净化工作，福达计划的云动保也会为防疫方案制定提供支持；（3）原料：公司收购的美国蓝星是世界除 ABCD 外的第二梯队大粮商，未来采购粮价按到岸 3 天市场价灵活定价，能够保证大宗原料成本更加优化；（4）营养：依托公司多年的饲料技术与经验，单头至少可节省饲料成本 30-40 元。而福达计划在其中重要的作用就是为其他三种模式提供合作对象、业务目标，提升产能扩张速度。福达计划 2016 年目标覆盖母猪存栏量达 1500 万头，家禽存栏 2.5 亿只，为产业培训技术及技能人才达到 3500 人。
- **其中公告收购本香收购本香农业，是加快生猪产业布局的第一步。**新希望通过发行股票和现金相结合的方式收购本香农业 70% 的股权（6.16 亿元），其中，拟通过非公开发行股份支付交易对价的 65%、以现金支付交易对价的 35%。本香农业在西北拥有完整的“饲料-养殖-屠宰加工”产业链，生猪养殖是其核心业务。本香拥有 30 万头的生猪产能，母猪存栏量 1.75 万头，其去年生猪出栏量 21 万头。在生猪养殖成本上优势明显，完全成本在 13 元/公斤以内，同时具备很高的养殖效率，去年平均 PSY 达 24.8 头。未来三年，本香的生猪规模将有望达到 100 万头。
- **战略转型二：在养殖端基础上，通过两条路径打造品牌肉，最终目标成为世界级的头制品巨头。**
- **主要路径：**公司品牌打造将通过两条路径来做，首先通过并购等方式打造若干个子品牌（收购的久久丫等），在各区域、各食品领域做到细分市场的龙头。然后通过新希望制造的方式，统一各个品牌，以安全食品源供应的方式提升产业溢价。因此公司在养殖端的核心布局仍是为了之后的肉制品品牌溢价给与一定保证。
- 而公司在渠道上的拓展仍将持续，通过预制菜、菜品供应链、个性化定制、美食研发中心等模式，在餐馆、家庭、商超等多个渠道渗透，在新希望制造大品牌、各个食品子品牌的内容基础上为消费者提供多样化的食品供应与服务。**终端方面**，过去超市买东西很难看到是公司的产品，公司目前也在加速研发，争取在 KA、商超等渠道入货，公司目前有 200 万吨原料肉，足够开发出很多产品。
- **最新进展：收购久久丫加速终端食品业务布局。**公司投资 1.73 亿元，收购了拥有久久丫品牌的浙江顶誉食品 20% 的股权，成为其第一大股东。久久丫是国内最早做卤味的休闲食品企业，在全国有近 1000 家门店。而新希望是全球最大的鸭肉供应商，与久久丫有上下游合作关系。通过此次收购，新希望将更进一步地与终端对接，实现向终端战略的跨越。
- **在上述战略转型过程中，我们依然看到新希望在内功和外功上都做了很多调整和升级。**在内生增长方面，公司主要做四件事：（1）提升产能有效性，关停一些工厂（落后产能）；（2）聚焦内部一体化，先从禽的调整开始做，在组织模式、内部核算模式等方面进行调整；（3）加大食品终端渠道的调整，食品品牌、渠道、研发上发力；（4）打造公司整体的转型能力，从公司+农户到基地+终端，核心是三个能力：（4.1）养殖技术：养殖数据、养殖覆盖农户、养殖整体情况把控，最终提升养殖技术服务与提升；（4.2）食品安全：组建了 SHE（环境健康安全部门），有专业能力和专业体系；（4.3）养猪的专业能力打造，通过专业队伍、组织激励等方式；（4）下游建设，通过与渠道对话、与消费者沟通，增强下游品牌溢价能力。在外延方面，公司主要在并购、战略合作、国际化等方面进行布局。
- **中期来看，景气提升背景下，新希望属于低估值、稳增长、高景气品种，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 13-14x 估值。**随着 2016-17 年畜禽产业链景气度反转，公司养殖业务逐步转为大幅盈利。按 2011 年养殖景气高点测算，2016-17 年景气高点中公司农牧业务至少有 20 亿年度盈利（1800 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 280 亿的估值（总市值 396 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。
- **我们预计新希望 2016-2017 年 EPS 分别为 1.51 元和 1.97 元，同比增长 38.5%、30.6%。**按照当前市场中

农业 18 倍 17 年 PE 和银行 5 倍 PE，**维持目标价 23 元，对应 460 亿市值。维持“买入”评级。**

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。