

新希望(000876.SZ)

农牧巨舰尚处估值洼地

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **20**
 分析师: 陈奇 联系人: 张斌梅
 S0740514070005
 021-20315189 021-20315115
 chenqi@r.qlzq.com.cn zhangbm@r.qlzq.com.cn
 2016年04月08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)	16.58
市值(百万元)	34,555
流通市值(百万元)	28,655

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.	95,217.	113,752	132,937
营业收入增速	-5.25%	0.89%	36.00%	19.47%	16.87%
净利润增长率	10.88%	6.68%	25.93%	45.62%	18.45%
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)					
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	15.44	10.61	8.95
PEG	1.20	2.15	0.60	0.23	0.49
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	1.86
净资产收益率	14.43%	11.47%	12.96%	15.87%	15.82%
市净率	1.88	1.64	2.00	1.68	1.42
总股本(百万股)	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

- 在刚刚发布的《饲料行业深度报告: 周期之潮, 业绩起舞》中, 我们认为当前饲料股具备三轮业绩增长机遇: 1) 猪价超预期上涨驱动养殖资产重估; 2) 粮价政策变局扩大第二轮业绩向上弹性; 3) 饲料业务在今年四季度有望迎来存栏同比提升带来的量增。基于业绩弹性的考量, 我们梳理了几个重要的饲料公司, 而新希望就是其中极具业绩爆发力, 同时处于估值洼地的一个标的。
- **瘦身只为跑得更快, 三年深度调整成效将待检验。**新希望过去三年一直在进行深度调整, 首先是进行产品、产能、人员收缩与升级, 营业收入的下降, 一部分是原料价格下降, 另一部分就是规模下行。模式调整是公司使用以销定产的模式来调整, 库存低位, 等待禽产业链复苏。结构调整主要就是冻鲜、生跟熟、贸易跟直销渠道的比例进行调整, 目前直销渠道已经占比 50%。经历了痛苦的调整, 公司瘦身效果良好, 三大产业全部实现盈利, 未来农牧板块有望实现更加优质的发展。
- **模式创新、服务驱动、全球联动与品牌战略, 联手打造农牧巨舰。**1) **模式创新。**基地端, 从种到肉的聚落一体化, 三十多个省从种到肉, 内部一体化, 在山东、河南等已经实现了, 川渝等也做了外部一体化整合; 消费端, 自有品牌、合作品牌、购并品牌, 希望做到十个十亿级别的单品品牌; 既要有渠道、终端品牌; 2) **服务做驱动。**长期来看, 农产品本地价格还需要与进口匹配竞争, 必须提高效率、食品安全、消费者认知, 需要公司把能力全部变成服务; 3) **全球联动。**全球战略从布局提升到联动, 把已经布局的资源运转起来, 比如说新加坡贸易平台打造, 公司通过入股蓝星, 共同建立辐射亚洲的贸易公司; 4) **品牌战略。**公司规划未来三年将全力打品牌, 基地端与终端都会做(一个系列是新希望品牌出品, 为自己的基地做背书, 数据、聚落、SHE 等等完成系统整合; 第二个系列, 打造十个十亿级的品牌单品)。

- **福达计划进展顺利，今年目标激活百万客户。**福达计划培养 1000 人专业养殖队伍，现在猪和禽加起来已经有 800 多人；云动保实现全方位的养殖户覆盖，并进行预警；目前在福达二期计划中目标激活 100 万客户，目前已有 25 万客户激活，禽养殖客户已经全部激活；内部有庞大的猪养殖、禽养殖系统，福达计划最重要的是网络化的管理，此外，硬件升级和改造也在同步进行。
- **公司业绩展望乐观，养殖业务贡献占比大幅上升。**公司饲料销售总量稳定，今年有望实现利润贡献约为 10 亿元，毛利在粮价下行下可提升 0.5-1%；养殖业务中，鸡苗 1.5-1.6 亿羽，鸭苗 1.8 亿羽，猪规划出栏 300 万头，其中仔猪 200 万头；屠宰业务已经开始盈利。因此我们预计公司今年农牧板块净利润约为 19.85 亿元，其中养殖业务利润占比为 66%，细项养猪业务利润占比为 45%，均有大幅提升。
- **我们预计新希望 2016-2017 年净利润为 37.32 亿元、44.20 亿元，其中农牧板块 16-17 年净利润分别为 19.85 亿元、28.18 亿元；EPS 分别为 1.23 元和 1.79 元，同比增长 25.93%、45.62%。给予农牧业务 20 倍 16 年 PE 和给予民生银行 6 倍 PE，目标价 23.99 元，对应 500 亿市值，潜在获利空间 45%，“买入”评级。**

图表 1：新希望三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	73,238	69,395	70,012	95,218	113,752	132,938	货币资金	2,982	3,131	3,296	7,617	9,100	11,315
增长率	2.23%	-5.2%	0.9%	36.0%	19.5%	16.9%	应收账款	980	1,026	1,019	1,381	1,656	1,935
营业成本	-69,316	-65,311	-65,860	-89,528	-106,191	-123,966	存货	4,072	4,535	4,614	6,018	7,199	8,405
% 销售收入	94.6%	94.1%	94.1%	94.0%	93.4%	93.3%	其他流动资产	649	2,024	1,880	2,157	2,328	2,492
毛利	3,922	4,084	4,152	5,689	7,561	8,972	流动资产	8,683	10,716	10,808	17,174	20,283	24,147
% 销售收入	5.4%	5.9%	5.9%	6.0%	6.6%	6.7%	% 总资产	35.2%	35.6%	32.4%	43.2%	47.4%	52.5%
营业税金及附加	-22	-24	-21	-30	-36	-42	长期投资	8,891	10,569	12,664	12,664	12,664	12,664
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	5,775	6,674	7,566	7,505	7,338	6,545
营业费用	-1,316	-1,314	-1,424	-1,742	-2,116	-2,486	% 总资产	23.4%	22.2%	22.7%	18.9%	17.1%	14.2%
% 销售收入	1.8%	1.9%	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	无形资产	1,310	1,426	1,561	1,636	1,720	1,799
管理费用	-1,391	-1,511	-1,567	-2,095	-2,275	-2,925	非流动资产	16,016	19,408	22,593	22,607	22,524	21,810
% 销售收入	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.0%	2.2%	% 总资产	64.8%	64.4%	67.6%	56.8%	52.6%	47.5%
息税前利润 (EBIT)	1,193	1,235	1,140	1,822	3,135	3,520	资产总计	24,699	30,124	33,401	39,781	42,807	45,958
% 销售收入	1.6%	1.8%	1.6%	1.9%	2.8%	2.6%	短期借款	4,792	6,984	5,447	6,973	4,289	307
财务费用	-366	-500	-417	-331	-202	96	应付款项	3,920	4,236	4,062	5,485	6,544	7,655
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.3%	0.2%	-0.1%	其他流动负债	492	1,622	790	1,299	938	1,026
资产减值损失	-185	-41	-98	0	0	0	流动负债	9,204	12,843	10,299	13,757	11,770	8,988
公允价值变动收益	9	0	1	0	0	0	长期贷款	92	325	1,037	1,037	1,037	1,037
投资收益	1,811	2,135	2,281	2,346	2,651	2,995	其他长期负债	915	14	4	4	4	4
% 税前利润	72.8%	75.7%	78.0%	61.0%	47.4%	45.2%	负债	10,212	13,182	11,340	14,799	12,811	10,029
营业利润	2,462	2,829	2,906	3,836	5,583	6,611	普通股股东权益	11,243	13,219	17,741	19,782	23,514	27,935
营业利润率	3.4%	4.1%	4.2%	4.0%	4.9%	5.0%	少数股东权益	3,244	3,745	4,291	5,171	6,452	7,965
营业外收支	26	-10	17	9	9	10	负债股东权益合计	24,699	30,146	33,372	39,752	42,778	45,929
税前利润	2,488	2,819	2,924	3,846	5,592	6,621	比率分析						
利润率	3.4%	4.1%	4.2%	4.0%	4.9%	5.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-281	-318	-295	-403	-579	-688	每股指标						
所得税率	11.3%	11.3%	10.1%	10.5%	10.3%	10.4%	每股收益 (元)	0.990	1.098	0.977	1.230	1.791	2.121
净利润	2,207	2,501	2,629	3,442	5,013	5,933	每股净资产 (元)	6.470	7.607	8.512	9.492	11.283	13.404
少数股东损益	487	593	594	879	1,281	1,513	每股经营现金流 (元)	1.181	0.911	0.645	0.965	1.680	1.856
归属于母公司的净利润	1,720	1,908	2,035	2,563	3,732	4,420	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
净利率	2.3%	2.7%	2.9%	2.7%	3.3%	3.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.30%	14.43%	11.47%	12.96%	15.87%	15.82%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	6.97%	6.33%	6.10%	6.45%	8.72%	9.62%
净利润	2,194	2,491	2,613	3,442	5,013	5,933	投入资本收益率	12.79%	10.63%	8.20%	12.91%	20.86%	23.88%
少数股东损益	0	0	0	879	1,281	1,513	增长率						
非现金支出	949	858	1,005	993	1,102	1,180	营业总收入增长率	2.23%	-5.25%	0.89%	36.00%	19.47%	16.87%
非经营收益	-1,352	-1,596	-1,834	-1,860	-2,206	-2,795	EBIT 增长率	-52.56%	3.47%	-7.70%	59.86%	72.08%	12.29%
营运资金变动	261	-170	-440	-565	-408	-450	净利润增长率	-35.25%	10.88%	6.68%	25.93%	45.62%	18.45%
经营活动现金净流	2,052	1,584	1,344	2,890	4,782	5,381	总资产增长率	13.87%	22.05%	10.70%	19.10%	7.61%	7.36%
资本开支	1,930	2,194	2,038	998	1,010	456	资产管理能力						
投资	-135	-974	130	0	0	0	应收账款周转天数	3.1	2.8	2.4	2.7	2.6	2.6
其他	630	418	884	2,346	2,651	2,995	存货周转天数	22.7	24.1	25.4	24.5	24.7	24.7
投资活动现金净流	-1,436	-2,750	-1,024	1,348	1,641	2,539	应付账款周转天数	10.0	11.5	12.6	11.8	12.0	12.1
股权募资	136	105	3,074	0	0	0	固定资产周转天数	23.3	29.0	32.9	25.3	20.5	16.0
债权募资	1,009	2,131	-1,625	1,525	-2,685	-3,982	偿债能力						
其他	-922	-921	-1,631	-561	-974	-210	净负债/股东权益	18.47%	23.00%	14.22%	1.34%	-12.79%	-27.94%
筹资活动现金净流	223	1,315	-182	964	-3,659	-4,192	EBIT 利息保障倍数	3.3	2.5	2.7	5.5	15.5	-36.6
现金净流量	838	148	138	5,201	2,764	3,727	资产负债率	41.34%	43.73%	33.98%	37.23%	29.95%	21.84%

来源：中泰证券研究所

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。