安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 04 月 28 日

新希望（000876.SZ）

公司快报

证券研究报告

饲料

三年磨一剑 收获在路上

■事件：

1）4 月 27 日，公司发布 2015 年年报。报告期内，实现营业收入 615.19 亿元，同比减少 12.13%，实现归属于上市公司股东净利润 22.11 亿元，同比增长 9.47%，其中农牧业务实现净利润 6.7 亿元，同比增长约 49.2%%，持有民生银行股权投资收益 20.6 亿元，贡献归母净利润 15.45 亿元；对应 EPS 为 1.06 元。

2）公司公告发布利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.5 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，超市场预期。

3）公司公告近期通过“第七届董事会非独立董事议案”，本次提名非独立董事候选人包括刘永好、刘畅、李兵、王航、李建雄。

我们的分析和判断：

■产能去化叠加业务结构优化继续推进，公司整体盈利能力提升。

1）**饲料业务：**受国内饲料行业产能过剩影响，公司主动淘汰落后产能，饲料销量及收入同比下降，2015 年公司饲料产品销量 1449.43 万吨，同比下降 121.12 万吨，降幅为 7.71%，饲料业务收入 416.8 亿元，同比下降 15.62%。公司通过优化饲料产能布局，关闭效率较低工厂，饲料业务整体毛利率同比提升 0.73%，为 6.97%。

2）**畜禽养殖：**养殖整体改善，养禽业务受行业低迷拖累销量下降，养猪业务受益于本轮猪周期上行，报告期内实现业务收入 23.4 亿元，同比增长 18.28%。其中，养禽业务受去年禽链产品价格低迷影响，公司养禽业务承压，控制产能后 2015 年销售鸭苗、鸡苗、商品鸡 4.97 亿只，同比下降 2.5%。2015 年山东夏津生猪生产项目顺利投产，公司共销售种猪、仔猪、肥猪 87.28 万头，同比增长 30 万头，增幅达 52.4%。生猪养殖业务正逢猪价上行带动养殖板块整体盈利能力提升，实现毛利润 1.67 亿元，同比增长 36.38%。

3）**屠宰肉食品：**食品深加工转型继续推进，线上电商及直销店渠道开展顺利，“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”战略推动肉食产品升级，肉食品销量虽有所减少，但整体成本竞争力得到提高。报告期内共销售肉食品 213.05 万吨，实现收入 193.3 亿元，同比下降 9.53%，实现毛利润 11.38 亿元，同比增长 84.73%。

■改革三年初见成效，国内第一食材商雏形显现。

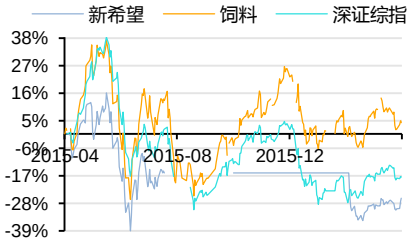
陈春花重返新希望六和后，对公司进行了调整改革，目标一是着眼于贴近消费者，将产品进一步向消费终端下沉，获取品牌溢价，第二目标是控制养殖规模，平滑养殖周期带来的业绩波动。在陈春花老师的改革下，公司屠宰及肉食品加工业务取得明显提高。在养殖行业低迷的背景下，公司屠宰加工业务仍能取得 84.73%的毛利润增幅，是对陈

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	26.32 元
股价（2016-04-27）	16.72 元

交易数据

总市值（百万元）	34,846.44
流通市值(百万元)	28,897.31
总股本（百万股）	2,084.12
流通股本(百万股)	1,728.31
12 个月价格区间	13.77/26.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.67	-22.33	-16.23
绝对收益	3.21	-11.95	-27.75

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515030003
wuli1@essence.com.cn
010-83321079

刘哲铭 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515030002
liuzm1@essence.com.cn
010-83321078

相关报告

新希望：战略聚焦“生猪养殖+食品终端” 打造中国龙头食材品牌	2016-03-02
新希望：2015 年迎养殖全面拐点，公司创新升级加速推进	2015-08-30
新希望：新希望：打造农业领域的“滴滴打车”+“大众点评网”	2015-05-14

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

春花老师三年工作的最大肯定。

■养殖景气全面回升，公司饲料及养殖业务将全面受益。

随着养殖景气向后周期传导，2016 年饲料行业将迎接成本下降以及销量提升的双重推动，迎来盈利最好时期。一方面，随着临储政策改革，作为饲料主要原材料的玉米降价将继续下行，另一方面，随着养殖持续高景气，饲料销量将进一步增长，预计公司饲料业务将充分受益。养殖方面，禽链产品价格在 2016-2017 年上涨已具备高度确定性，而景气反转将会带动公司养殖业务的盈利增长。2015 年公司正式进军生猪养殖业务，公司的生猪养殖景气低迷时开始布局并在本轮周期上升阶段开始投产，我们预计 2016 年生猪均价将创历史新高，上涨趋势或将超预期，公司将充分受益于猪价上涨。

■投资建议：预计 2016-2018 年公司农牧业务净利润约为 14.69 亿元、19.31 亿元、22.76 亿元，同比增长 711.85%、31.42%、17.85%，给予农牧业务 2017 年 20 倍 PE，对应市值约 380 亿元。

综合公司所持民生银行的股权，预计 2016-2018 年，公司实现净利润约为 35.16 亿元、40.79 亿、45.06 亿元。EPS 分别为 1.69、1.96、2.16 元，参照行业估值水平，给予 2017 年 13.5 倍市盈率，对应 6 个月目标价 26.32 元，加上公司所持有的其他银行股权价值 120 亿，对应市值 500 亿，给予“买入-A”评级。

■风险提示：养殖行业价格上涨不达预期；生猪养殖模式推广不达预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	70,012.2	61,519.6	76,284.4	83,805.8	92,895.6
净利润	2,019.8	2,211.0	3,516.0	4,079.7	4,506.6
每股收益(元)	0.97	1.06	1.69	1.96	2.16
每股净资产(元)	8.44	9.24	10.69	12.37	14.32

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	17.3	15.8	9.9	8.5	7.7
市净率(倍)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
净利润率	2.9%	3.6%	4.6%	4.9%	4.9%
净资产收益率	11.5%	11.5%	15.8%	15.8%	15.1%
股息收益率	1.5%	0.0%	1.6%	1.6%	1.3%
ROIC	14.5%	13.5%	18.2%	19.3%	24.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	70,012.2	61,519.6	76,284.4	83,805.8	92,895.6
减:营业成本	65,860.0	57,242.5	70,944.5	77,423.4	85,765.3
营业税费	21.4	24.4	26.5	29.3	33.8
销售费用	1,424.1	1,414.0	1,502.8	1,651.0	1,811.5
管理费用	1,567.2	1,654.1	1,525.7	1,718.0	1,904.4
财务费用	417.4	311.8	-	-	-
资产减值损失	98.3	140.5	140.5	126.4	135.8
加:公允价值变动收益	1.3	-1.7	93.9	-52.0	3.4
投资和汇兑收益	2,281.2	2,432.7	2,603.0	2,720.1	2,856.1
营业利润	2,890.8	3,142.3	4,841.4	5,525.9	6,104.4
加:营业外净收支	17.3	38.1	15.0	23.5	25.5
利润总额	2,908.1	3,180.4	4,856.4	5,549.3	6,129.9
减:所得税	294.7	220.7	337.0	385.1	425.4
净利润	2,019.8	2,211.0	3,516.0	4,079.7	4,506.6

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,295.7	3,727.0	6,102.7	12,227.3	15,714.9
交易性金融资产	58.1	26.8	120.9	68.6	72.1
应收帐款	957.0	905.3	1,262.2	1,145.6	1,561.2
应收票据	61.9	16.0	96.5	27.8	103.0
预付帐款	619.6	265.9	1,169.7	332.5	1,242.9
存货	4,613.6	3,320.3	6,359.0	4,324.1	7,483.5
其他流动资产	1,202.4	1,641.7	1,641.7	1,495.3	1,592.9
可供出售金融资产	348.3	332.5	332.5	332.5	332.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	12,314.9	14,388.6	14,388.6	14,388.6	14,388.6
投资性房地产	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产	6,691.1	7,082.7	6,610.1	5,895.4	5,059.8
在建工程	874.2	859.2	429.6	214.8	107.4
无形资产	937.9	1,049.2	1,011.1	972.9	934.8
其他非流动资产	1,426.1	1,601.4	1,552.4	1,451.5	1,465.5
资产总额	33,401.2	35,217.1	41,077.5	42,877.5	50,059.5
短期债务	5,140.6	4,953.2	5,162.3	4,000.0	4,000.0
应付帐款	3,572.5	2,974.2	4,706.1	3,841.4	5,679.3
应付票据	30.1	59.0	254.6	123.7	138.5
其他流动负债	1,555.9	2,096.8	2,073.9	2,081.0	2,212.9
长期借款	1,037.2	779.2	589.2	-	-
其他非流动负债	176.0	218.6	194.9	196.5	203.3
负债总额	11,512.2	11,081.0	12,980.9	10,242.5	12,234.0
少数股东权益	4,291.2	4,869.4	5,822.6	6,852.8	7,990.9
股本	2,084.1	2,084.1	2,084.1	2,084.1	2,084.1
留存收益	15,656.5	17,244.4	20,189.9	23,698.1	27,750.5
股东权益	21,889.0	24,136.0	28,096.6	32,635.1	37,825.5

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	0.9%	-12.1%	24.0%	9.9%	10.8%
营业利润增长率	2.5%	8.7%	54.1%	14.1%	10.5%
净利润增长率	6.4%	9.5%	59.0%	16.0%	10.5%
EBITDA 增长率	2.1%	4.3%	31.9%	12.3%	9.1%
EBIT 增长率	-0.2%	4.6%	39.3%	14.1%	10.5%
NOPLAT 增长率	1.0%	8.1%	40.2%	14.1%	10.5%
投资资本增长率	15.9%	4.0%	7.9%	-12.6%	7.1%
净资产增长率	30.6%	10.3%	16.4%	16.2%	15.9%
利润率					
毛利率	5.9%	7.0%	7.0%	7.6%	7.7%
营业利润率	4.1%	5.1%	6.3%	6.6%	6.6%
净利润率	2.9%	3.6%	4.6%	4.9%	4.9%
EBITDA/营业收入	6.0%	7.1%	7.6%	7.7%	7.6%
EBIT/营业收入	4.7%	5.6%	6.3%	6.6%	6.6%
运营效率					
固定资产周转天数	33	40	32	27	21
流动营业资本周转天数	12	11	12	12	11
流动资产周转天数	56	61	63	78	92
应收帐款周转天数	5	5	5	5	5
存货周转天数	24	23	23	23	23
总资产周转天数	162	201	180	180	180
投资资本周转天数	114	142	121	107	94
投资回报率					
ROE	11.5%	11.5%	15.8%	15.8%	15.1%
ROA	7.8%	8.4%	11.0%	12.0%	11.4%
ROIC	14.5%	13.5%	18.2%	19.3%	24.4%
费用率					
销售费用率	2.0%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	2.2%	2.7%	2.0%	2.1%	2.1%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	4.9%	5.5%	4.0%	4.0%	4.0%
偿债能力					
资产负债率	34.5%	31.5%	31.6%	23.9%	24.4%
负债权益比	52.6%	45.9%	46.2%	31.4%	32.3%
流动比率	1.05	0.98	1.37	1.95	2.31
速动比率	0.60	0.65	0.85	1.52	1.69
利息保障倍数	7.96	11.14			
分红指标					
DPS(元)	0.25	-	0.27	0.27	0.22
分红比率	25.8%	0.0%	16.2%	14.0%	10.1%
股息收益率	1.5%	0.0%	1.6%	1.6%	1.3%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,613.4	2,959.7	3,516.0	4,079.7	4,506.6
加:折旧和摊销	906.5	952.5	940.4	967.6	981.2
资产减值准备	98.3	140.5	-	-	-
公允价值变动损失	-1.3	1.7	93.9	-52.0	3.4
财务费用	457.6	351.2	-	-	-
投资损失	-2,281.2	-2,432.7	-2,603.0	-2,720.1	-2,856.1
少数股东损益	593.6	748.6	1,003.3	1,084.5	1,197.9
营运资金的变动	-1,722.7	1,457.0	-2,799.6	2,464.4	-2,662.0
经营活动产生现金流量	1,344.0	3,187.8	151.0	5,824.1	1,171.0
投资活动产生现金流量	-1,024.2	-1,561.2	2,414.8	2,824.7	2,849.1
融资活动产生现金流量	-154.8	-1,174.9	-190.0	-2,524.2	-532.6

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.97	1.06	1.69	1.96	2.16
BVPS(元)	8.44	9.24	10.69	12.37	14.32
PE(X)	17.3	15.8	9.9	8.5	7.7
PB(X)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
P/FCF	-16.8	65.9	17.6	6.3	12.4
P/S	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.4	10.3	6.8	5.0	4.2
CAGR(%)	25.5%	24.4%	22.0%	25.5%	24.4%
PEG	0.7	0.6	0.5	0.3	0.3
ROIC/WACC	1.6	1.5	2.0	2.2	2.7
REP	0.9	1.2	0.7	0.6	0.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

吴立、刘哲铭声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。