

新希望(000876)/饲料

农牧巨头加速转型，业务板块多点开花

评级：增持(维持)

市场价格：8.15

目标价格：9.00

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

分析师：谢刚

执业证书编号：S0740510120005

Email: xiegang@r.qizq.com.cn

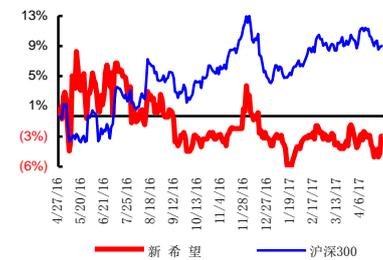
联系人：陈露

电话：010-59013787

Email: chenlu@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,216
流通股本(百万股)	3,457
市价(元)	8.15
市值(百万元)	34,361
流通市值(百万元)	28,172

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 新希望(000876) 三季报点评：农牧板块大放异彩，继续加码养殖布局
- 2 新希望(000876) 半年报点评：农牧板块大幅增长，养殖贡献加速
- 3 新希望(000876) 2016年一季报点评：农牧板块高增长，毛利率与净利率双升

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	61,519.65	60,879.52	68,191.15	78,987.74	90,924.98
增长率 yoy%	-12.13%	-1.04%	12.01%	15.83%	15.11%
净利润(百万元)	2,211.05	2,469.07	2,766.66	3,065.64	3,428.36
增长率 yoy%	8.64%	11.67%	12.05%	10.81%	11.83%
每股收益(元)	1.06	0.59	0.66	0.74	0.82
每股现金流量	1.53	0.75	0.52	0.71	0.86
净资产收益率	11.48%	12.04%	13.05%	14.09%	15.25%
P/E	17.90	13.59	12.28	11.08	9.91
PEG	2.07	1.16	1.17	1.03	0.84
P/B	2.05	1.64	1.60	1.56	1.51

备注：以2017年04月27日收盘价为基准

投资要点

- **事件：**公司发布2016年年报，全年实现营业收入608.80亿元(-1.04%)，归母净利润24.69亿元(+11.67%)，扣非净利润23.69亿元(+19.04%)，拟每10股派发现金红利5.0元；2017年一季度实现营业收入146.14亿元(+19.41%)，归母净利润6.39亿元(-3.12%)，扣非净利润6.34亿元(-0.99%)。
- **饲料主业恢复增长，养殖和食品端加码布局。**公司农牧板块全年实现归母净利润9.7亿元，同比增长100.9%，饲料销量1489万吨(+2.72%)，其中禽料+7%，猪料+5%，反刍+12%，水产-8%，公司通过多种模式发展养殖基地，带动饲料内部销售，但毛利率因高成本原料消化和水产料下降而下滑。养殖业务公司继续淘汰落后产能，种禽销量缩减3.46%，生猪出栏117万头，养殖效率全国领先(PSY 26.8)，截至16年年底，已经完成900万头产能的投资布局，并顺利完成杨凌本香(约30万头出栏量)的收购。屠宰和肉制品业务上，公司持续优化产品结构和渠道，加强高毛利率的深加工肉制品(销量+11%)和生鲜品(同比+22%)的销售，同时加大对大客户、商超、电商等新渠道的开发，并在深加工领域加大并购投资，如参股投资久久丫，收购嘉和一品在北京的中央厨房资产，启动与法国科普利信集团的肉制品合资公司项目等。
- **饲料开局良好，禽养殖拖累一季度利润。**因种禽业务亏损和禽肉业务盈利大幅下滑，一季度农牧板块利润约1.94亿，同比下滑约15%。公司一季度饲料总量增速开局表现优异，草根调研显示，销量同比增长15-20%，其中猪料和水产料增速更快，通过养殖模式带动饲料销量的势头继续走好。生猪养殖板块，公司一季度出栏量超过50万头，实现同比翻倍，通过“公司+农户”模式产能得以快速增加，预计全年出栏量有望达到250-300万头。
- 公司以专业化饲料为基础，以综合养殖为中心，转型成为“基地+终端”的国际农牧食品集团战略方向明确，经过过去两年的组织结构重塑和重新战略定位，农牧板块调整后重回增长轨道。我们预计2017年公司饲料销售总量同比增长15-20%；养殖业务中，种禽发展规模稳定，生猪出栏规划250万头有望超额完成；屠宰和食品业务继续重点发展深加工制品、冰鲜品，并积极通过投资并购为长期转型打下基础。预计新希望2017-18年净利润为27.7亿元、30.7亿元，其中农牧板块17-18年净利润分别为12.0亿元、14.1亿元。按给予农牧板块25倍估值和民生银行股权投资5倍估值，17年利润对应380-400亿市值，维持“增持”评级。
- **风险提示：**猪价、鸡价大幅波动；饲料原料价格大幅波动；疫病、天气灾害。

图表 1: 新希望三大报表预测

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,001,223	6,151,965	6,087,952	6,819,115	7,898,774	9,092,498
增长率	0.89%	-12.1%	-1.0%	12.0%	15.8%	15.1%
营业成本	-6,586,001	-5,724,253	-5,602,749	-6,278,005	-7,269,826	-8,346,233
% 销售收入	94.1%	93.0%	92.0%	92.1%	92.0%	91.8%
毛利	415,222	427,712	485,204	541,110	628,948	746,265
% 销售收入	5.9%	7.0%	8.0%	7.9%	8.0%	8.2%
营业税金及附加	-2,135	-2,440	-8,958	-6,819	-7,899	-9,092
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-142,414	-141,404	-144,719	-160,249	-181,672	-209,127
% 销售收入	2.0%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%
管理费用	-156,721	-167,514	-174,448	-190,935	-217,216	-245,497
% 销售收入	2.2%	2.7%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	113,953	116,354	157,079	183,106	222,161	282,548
% 销售收入	1.6%	1.9%	2.6%	2.7%	2.8%	3.1%
财务费用	-41,745	-31,184	-22,162	-1,377	1,735	4,928
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-9,834	-14,047	-21,558	-17,941	-21,127	-26,881
公允价值变动收益	126	-169	657	10,000	10,000	10,000
投资收益	228,123	243,272	209,082	198,628	198,628	188,697
% 税前利润	78.0%	76.5%	63.9%	52.8%	47.8%	40.7%
营业利润	290,624	314,225	323,098	372,416	411,398	459,291
营业利润率	4.2%	5.1%	5.3%	5.5%	5.2%	5.1%
营业外收支	1,727	3,814	4,002	4,000	4,000	4,000
税前利润	292,351	318,039	327,100	376,416	415,398	463,291
利润率	4.2%	5.2%	5.4%	5.5%	5.3%	5.1%
所得税	-29,470	-22,073	-13,857	-16,939	-17,447	-18,532
所得税率	10.1%	6.9%	4.2%	4.5%	4.2%	4.0%
净利润	262,881	295,966	313,244	359,477	397,951	444,760
少数股东损益	59,365	74,862	66,337	82,811	91,387	101,924
归属于母公司的净利润	203,516	221,105	246,907	276,666	306,564	342,836
净利率	2.9%	3.6%	4.1%	4.1%	3.9%	3.8%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	261,341	295,966	313,244	359,477	397,951	444,760
少数股东损益	0	0	0	82,811	91,387	101,924
非现金支出	100,484	109,296	119,916	129,923	150,437	164,695
非经营收益	-183,396	-218,739	-187,156	-204,199	-207,321	-197,618
营运资金变动	-44,035	132,253	65,141	-67,193	-46,816	-52,053
经营活动现金净流	134,395	318,776	311,146	300,820	385,639	461,708
资本开支	203,815	157,102	182,268	190,196	121,978	38,093
投资	13,002	-29,648	79,983	-90,000	-90,000	-90,000
其他	88,397	30,629	48,373	208,628	208,628	198,697
投资活动现金净流	-102,416	-156,122	-53,912	-71,568	-3,350	70,603
债权募资	307,368	15,770	507	0	0	0
债务募资	-162,462	-26,762	-127,292	-192,871	-15,239	0
其他	-163,087	-106,709	-189,112	-16,251	-213,719	-255,173
筹资活动现金净流	-18,180	-117,701	-315,897	-209,122	-228,958	-255,173
现金净流量	13,799	44,953	-58,663	20,130	153,330	277,138

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	329,570	372,697	313,410	250,728	312,671	487,885
应收款项	101,893	92,131	101,533	109,573	126,921	146,103
存货	461,358	332,032	428,173	430,000	497,933	571,660
其他流动资产	188,007	193,446	74,581	83,315	98,274	113,656
流动资产	1,080,828	990,305	917,697	873,616	1,035,800	1,319,304
% 总资产	32.4%	28.1%	24.5%	22.7%	25.3%	30.2%
长期投资	1,266,360	1,472,153	1,616,986	1,696,986	1,776,986	1,856,986
固定资产	756,603	794,207	881,011	955,132	939,817	840,273
% 总资产	22.7%	22.6%	23.6%	24.8%	22.9%	19.3%
无形资产	156,122	169,228	199,334	207,427	219,410	223,234
非流动资产	2,259,291	2,531,402	2,820,807	2,983,021	3,059,689	3,043,969
% 总资产	67.6%	71.9%	75.5%	77.3%	74.7%	69.8%
资产总计	3,340,119	3,521,708	3,738,504	3,856,637	4,095,489	4,363,273
短期借款	544,730	496,437	278,981	86,110	70,871	70,871
应付款项	406,215	360,501	528,288	487,277	544,171	613,469
其他流动负债	78,953	151,381	68,341	269,290	318,631	343,292
流动负债	1,029,898	1,008,319	875,610	842,677	933,672	1,027,632
长期贷款	103,720	77,923	84,645	84,645	84,645	84,645
其他长期负债	3,313	21,861	223,342	223,342	223,342	223,342
负债	1,136,931	1,108,103	1,183,596	1,150,664	1,241,659	1,335,618
普通股股东权益	1,774,065	1,926,662	2,051,543	2,119,797	2,176,266	2,248,167
少数股东权益	429,122	486,943	503,365	586,176	677,564	779,488
负债股东权益合计	3,340,119	3,521,708	3,738,504	3,856,637	4,095,489	4,363,273

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.977	1.061	0.592	0.664	0.735	0.822
每股净资产 (元)	8.512	9.244	4.922	5.086	5.221	5.394
每股经营现金净流 (元)	0.645	1.530	0.746	0.523	0.706	0.863
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.500	0.600	0.650
回报率						
净资产收益率	11.47%	11.48%	12.04%	13.05%	14.09%	15.25%
总资产收益率	6.09%	6.28%	6.60%	7.17%	7.49%	7.86%
投入资本收益率	8.18%	9.49%	12.65%	15.61%	19.33%	26.87%
增长率						
营业总收入增长率	0.89%	-12.13%	-1.04%	12.01%	15.83%	15.11%
EBIT 增长率	-7.70%	2.11%	35.00%	16.57%	21.33%	27.18%
净利润增长率	6.68%	8.64%	11.67%	12.05%	10.81%	11.83%
总资产增长率	10.88%	5.44%	6.16%	3.16%	6.19%	6.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.4	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	25.4	25.3	24.8	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	12.6	12.4	14.8	14.0	13.0	12.5
固定资产周转天数	32.9	40.8	45.0	44.5	39.7	32.2
偿债能力						
净负债/股东权益	14.22%	8.25%	9.74%	4.02%	0.75%	-5.41%
EBIT 利息保障倍数	2.7	3.7	7.1	133.0	-128.0	-57.3
资产负债率	34.04%	31.46%	31.66%	29.84%	30.32%	30.61%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。