新 希 望(000876)/饲料

畜禽养殖业绩分化，产业链闭环稳步推进

评级：增持(维持)

市场价格：7.55

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.qlzq.com.cn

联系人：陈露

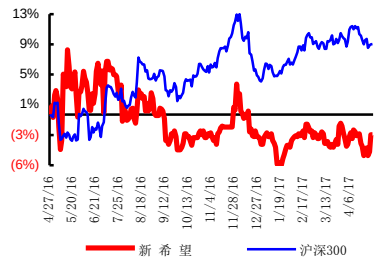
电话：010-59013787

Email：chenlu@r.qlzq.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)	7.55
市值(百万元)	31,831
流通市值(百万元)	26,098

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 新希望（000876）2016 年年报和 2017 年一季报点评：农牧巨头加速转型，业务板块多点开花

2 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

3 新希望（000876）半年报点评：农牧板块大幅增长，养殖贡献加速

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	2,497.72	2,888.68	3,148.29
增长率 yoy%	8.64%	11.67%	1.16%	15.65%	8.99%
每股收益（元）	1.06	0.59	0.59	0.69	0.75
每股现金流量	1.53	0.75	0.44	0.64	0.77
净资产收益率	11.48%	12.04%	11.92%	13.55%	14.49%
P/E	17.90	13.59	12.74	11.02	10.11
PEG	2.07	1.16	10.98	0.70	1.13
P/B	2.05	1.64	1.52	1.49	1.47

备注：以 2017 年 09 月 01 日收盘价为准

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年半年报，全年实现营业收入 297.88 亿元（+7.20%），归母净利润 11.31 亿元（-20.94%），扣非净利润 11.52 亿元（-15.83%），利润下降的主要原因是 H7N9 流感影响了禽养殖与禽肉业务的利润。
- **农牧板块业绩短期承压，饲料板块销量增速提高。**公司农牧板块上半年净利润约 2.51 亿元（Q1 约 1.94 亿元，Q2 约 0.57 亿元），同比下滑 56.5%。从各业务板块看，饲料销量 743 万吨，同比增长 8.88%，其中猪料增速 19%，禽料 7%，毛利率保持在 6%左右。公司的饲料业务依托养殖板块协同发展，直供合同料和内部料同比增长 13%，占总销量比重提升至 27%。借助下游养殖基地和渗透周边的技术服务，饲料销量得以持续稳定增长。
- **受禽板块景气低迷，畜禽养殖业绩分化。**生猪养殖上，公司上半年出栏 111.4 万头，,超过六成为商品肥猪，同比增长 121.20%，预计全年出栏量有望达到 250-300 万头。今年上半年，通过多个项目的签约及收购杨凌本香资产的并表，公司又新增了超过 260 万头的生猪产能布局，产能逐步在未来两年释放。此外，公司生产效率保持高水准，PSY 26.6，因新六模式（外购仔猪、委托代养）上半年亏损，整体肥猪的完全成本大约在 13 元/公斤。禽养殖上，公司共销售鸡苗、鸭苗约 3.1 亿只，同比增加 31.2%，自养和委托代养商品鸡鸭约 9000 万只，因种禽价格、商品鸡鸭价格低迷，整体禽养殖亏损约 2 亿元。
- **食品业务产品结构继续优化，渠道下沉稳步推进。**今年公司在肉制品上继续推进“生转熟”和“冻转鲜”，上半年高毛利的深加工制品销量 7.57 万吨，同比增长 17.7%，但因禽流感导致禽肉价格在 3 月后大幅下挫，禽屠宰业绩拖累该业务板块利润，毛利率下滑 1.45%。销售渠道上，批发市场销量占比进一步下滑至 55%，而凭借着食品安全有保障，产业链闭环优势加强等竞争力，终端餐饮店等新客户数量也得以增加。
- 公司以专业化饲料业务为基础，经过两年的组织结构重塑和重新战略定位，畜禽养殖与食品业务占比逐步提升，以打造“新希望六合制造”品牌为宗旨，朝着一流农牧集团继续前行。**展望下半年，畜禽养殖盈利环比恢复，禽肉产品价格也有所好转，我们预计公司 2017-18 年净利润为 25.0 亿元、28.9 亿元，其中农牧板块净利润分别为 9.3 亿元、12.1 亿元。按农牧板块 25 倍估值和民生银行股权投资 5 倍估值，18 年利润对应 380 亿市值，维持“增持”评级。**
- **风险提示：**猪价、鸡价大幅下滑；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	-6,298,433	-7,284,755	-8,373,054
%销售收入	*94.1%*	*93.0%*	*92.0%*	*92.4%*	*92.2%*	*92.1%*
毛利	415,222	427,712	485,204	520,681	614,020	719,444
%销售收入	*5.9%*	*7.0%*	*8.0%*	*7.6%*	*7.8%*	*7.9%*
营业税金及附加	-2,135	-2,440	-8,958	-10,229	-11,848	-9,092
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.1%*	*0.2%*	*0.2%*	*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	-203,210	-221,166	-254,590
%销售收入	*2.2%*	*2.7%*	*2.9%*	*3.0%*	*2.8%*	*2.8%*
息税前利润（EBIT）	113,953	116,354	157,079	146,994	199,334	246,634
%销售收入	*1.6%*	*1.9%*	*2.6%*	*2.2%*	*2.5%*	*2.7%*
财务费用	-41,745	-31,184	-22,162	-1,826	592	3,051
%销售收入	*0.6%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
资产减值损失	-9,834	-14,047	-21,558	-17,969	-21,135	-26,937
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%*	*58.4%*	*50.7%*	*44.4%*
营业利润	290,624	314,225	323,098	335,827	387,420	421,444
营业利润率	*4.2%*	*5.1%*	*5.3%*	*4.9%*	*4.9%*	*4.6%*
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**	**339,827**	**391,420**	**425,444**
利润率	*4.2%*	*5.2%*	*5.4%*	*5.0%*	*5.0%*	*4.7%*
所得税	-29,470	-22,073	-13,857	-15,292	-16,440	-17,018
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	324,534	374,980	408,426
少数股东损益	59,365	74,862	66,337	74,762	86,112	93,598
归属于母公司的净利润	**203,516**	**221,105**	**246,907**	**249,772**	**288,868**	**314,829**
净利率	*2.9%*	*3.6%*	*4.1%*	*3.7%*	*3.7%*	*3.5%*

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	324,534	374,980	408,426
少数股东损益	0	0	0	74,762	86,112	93,598
非现金支出	100,484	109,296	119,916	129,951	150,445	164,751
非经营收益	-183,396	-218,739	-187,156	-203,750	-206,872	-197,618
营运资金变动	-44,035	132,253	65,141	-66,978	-47,055	-52,087
经营活动现金净流	**134,395**	**318,776**	**311,146**	**258,519**	**357,610**	**417,070**
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**
股权募资	307,368	15,770	507	4,778	0	0
债权募资	-162,462	-26,762	-127,292	-162,949	-45,161	0
其他	-163,087	-106,709	-189,112	-16,700	-216,557	-258,040
筹资活动现金净流	**-18,180**	**-117,701**	**-315,897**	**-174,871**	**-261,718**	**-258,040**
现金净流量	**13,799**	**44,953**	**-58,663**	**12,080**	**92,542**	**229,633**

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	257,158	393,193
应收款项	101,893	92,131	101,533	109,573	126,921	146,103
存货	461,358	332,032	428,173	431,400	498,956	573,497
其他流动资产	188,007	193,446	74,581	83,417	98,348	113,790
流动资产	1,080,828	990,305	917,697	875,118	981,383	1,226,583
%总资产	*32.4%*	*28.1%*	*24.5%*	*22.7%*	*24.3%*	*28.7%*
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%*	*23.3%*	*19.7%*
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%*	*75.7%*	*71.3%*
资产总计	**3,340,119**	**3,521,708**	**3,738,504**	**3,858,138**	**4,041,072**	**4,270,552**
短期借款	544,730	496,437	278,981	116,032	70,871	70,871
应付款项	406,215	360,501	528,288	488,919	545,204	615,339
其他流动负债	78,953	151,381	68,341	271,781	321,572	346,532
流动负债	1,029,898	1,008,319	875,610	876,733	937,647	1,032,742
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**	**1,184,719**	**1,245,634**	**1,340,728**
普通股股东权益	1,774,065	1,926,662	2,051,543	2,095,293	2,131,200	2,171,987
少数股东权益	429,122	486,943	503,365	578,127	664,239	757,837
负债股东权益合计	**3,340,119**	**3,521,708**	**3,738,504**	**3,858,138**	**4,041,072**	**4,270,552**

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	0.592	0.685	0.747
每股净资产(元)	8.512	9.244	4.922	4.970	5.055	5.152
每股经营现金净流(元)	0.645	1.530	0.746	0.436	0.644	0.767
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%	11.92%	13.55%	14.49%
总资产收益率	6.09%	6.28%	6.60%	6.47%	7.15%	7.37%
投入资本收益率	8.18%	9.49%	12.65%	12.56%	17.39%	23.53%
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%	-6.42%	35.61%	23.73%
净利润增长率	6.68%	8.64%	11.67%	1.16%	15.65%	8.99%
总资产增长率	10.88%	5.44%	6.16%	3.20%	4.74%	5.68%
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%	5.18%	2.75%	-2.36%
EBIT利息保障倍数	2.7	3.7	7.1	80.5	-336.4	-80.8
资产负债率	34.04%	31.46%	31.66%	30.71%	30.82%	31.39%

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。