

新希望 (000876) \农林牧渔

——业绩略有下滑，生猪产能布局加快步伐

事件：

公司披露2017年年报和2018年一季度报，2017年实现营业收入625.67亿元，同比增加2.77%，实现归属于上市公司股东的净利润22.80亿元，同比减少7.66%；2018年一季度实现营业收入148.07亿元，同比增加1.32%，实现归属于上市公司股东的净利润6.04亿元，同比减少5.51%。

投资要点：

➤ 业绩略有下滑，抗风险能力强

公司持续推进“基地+终端”的布局，得益于全产业链的布局，公司对于行业景气波动的抗风险能力不断增强。农牧板块分别在2017年、2018年一季度实现营业利润10.16亿元、2.20亿元，同比下降10.32%、11.15%，在畜禽养殖大幅波动的背景下，盈利波动远低于养殖板块公司。凭借着公司在农牧产业布局的雄心和决心，板块间的协调性得到增强，内部优化，有望在下一轮景气周期中大放光彩。

➤ 养殖低成本叠加高授信空间，上半年产能规划步伐加快

公司养殖水平在行业内处在领先水平，全年PSY达到26.5，出栏存活率也超过94%，高养殖水平保证了生猪养殖的低成本。根据年报披露信息，新好模式下全年平均销售成本仅11元/公斤，并且存在继续下降的空间。公司目前的资产负债率较低，授信使用率仅20%，是对养猪事业发展的有力保障。生猪板块从2018年起将进入产能释放阶段，并且公司在行业景气低谷时，加快了产能规划的步伐。今年上半年新规划的生猪项目投资额合计达到93亿元，产能合计达到668万头，超过去年全年水平。

➤ 饲料端重回增长轨道，呈量利齐升的良性发展

2017年销售饲料1572万吨，同比增长5.61%，毛利润、营业收入分别同比增长15.96%、11.80%。在原料采购上，公司提升供应链管理，和中粮、中储粮、吉林酒业等优秀原料采购商建立战略合作伙伴关系，优化采购成本；在产品端，公司组建了饲料研究院，先后推出“月子餐”、“羊羊得益”、“渔鱼欢”等饲料新品，完善产品结构。受生猪出栏扩张的驱动，内部料的增加，也将成为饲料板块不可忽视的增量，从而继续推动销量扩张和盈利改善。

➤ 食品端平缓景气波动，肉制品业务销量增速高

终端作为公司发展战略的另一极，近年来通过产品结构优化、渠道结构优化、外延收购等措施，食品板块的吨毛利改善明显。子板块肉制品业务发展一枝独秀，从销量上看，去年公司销售肉制品15.87万吨，同比增幅为20.14%，同时盈利贡献不容小觑。我们认为，食品作为公司重要的布局方向，可以预期肉制品业务的扩张。食品的终端价格变化小于养殖端的价格

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	7.18元
目标价格：	元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4,216/4,166
流通A股市值 (百万元)	29,911
每股净资产 (元)	5.10
资产负债率 (%)	39.71
一年内最高/最低 (元)	8.62/7.05

一年内股价相对走势



王承 分析师

执业证书编号：S0590513090004

电话：0510-85630532

邮箱：wangc@glsc.com.cn

马立研究助理

电话：0510-85630532

邮箱：mal@glsc.com.cn

相关报告

- 《新希望 (000876) \农林牧渔行业》
《生猪出栏有望高增，转型初显成效》
- 《新希望 (000876) \农林牧渔行业》
《禽养殖低迷拖累业绩，生猪出栏有望提速》

变化，在行业景气波动较大的背景下，也有望平缓农牧板块业绩波动。

► 盈利预测与估值

我们认为，公司借助“基地+终端”的战略转型，全产业链的布局逐渐成型，在下一轮周期将大放光彩。预计 2018 年、2019 年、2020 年净利润为 23.73、25.90、35.36 亿元，对应 2018 年、2019 年、2020 年的估值为 12.72、11.65、8.53 倍。维持“推荐”评级。

► 风险提示

产品价格超预期调整，重大疫情发生

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	60879.52	62566.85	70750.59	81009.43	91103.20
增长率（%）	-1.04%	2.77%	13.08%	14.50%	12.46%
EBITDA（百万元）	4402.50	4557.18	3878.86	4081.14	5279.37
净利润（百万元）	2469.07	2199.35	2373.22	2590.42	3536.92
增长率（%）	11.67%	-10.92%	7.91%	9.15%	36.54%
EPS（元/股）	0.59	0.52	0.56	0.61	0.84
市盈率（P/E）	12.23	13.73	12.72	11.65	8.53
市净率（P/B）	1.47	1.45	1.33	1.23	1.10
EV/EBITDA	8.80	9.57	10.69	9.92	7.10

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2557.91	2226.84	2122.52	2430.28	5674.36	营业收入	60879.52	62566.85	70750.59	81009.43	91103.20
应收账款+票据	1015.33	1311.59	1319.69	1693.12	1695.09	营业成本	56027.49	57468.20	64878.29	74285.65	82448.40
预付账款	326.56	386.03	418.44	502.67	519.66	营业税金及附加	89.58	133.52	94.38	108.07	121.53
存货	4281.73	5111.37	5492.90	6648.98	6827.09	营业费用	1447.19	1540.77	1768.76	2025.24	2277.58
其他	406.39	1177.37	1177.37	1177.37	1177.37	管理费用	1710.00	1938.30	2193.27	2511.29	2824.20
流动资产合计	8598.74	10218.72	10536.46	12457.96	15899.10	财务费用	221.62	300.47	463.37	416.23	415.74
长期股权投资	15830.97	17644.59	17644.59	17644.59	17644.59	资产减值损失	215.58	153.51	169.85	169.85	169.85
固定资产	7963.62	8649.14	9571.75	9310.85	9049.96	公允价值变动收	6.57	0.13	0.00	0.00	0.00
在建工程	846.49	1183.50	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1997.50	2157.92	0.00	0.00	0.00
无形资产	1232.33	1395.53	1395.53	1395.53	1395.53	其他	-34.47	-15.51	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2104.64	2281.24	2197.95	2114.65	2114.65	营业利润	3137.66	3174.62	1182.65	1493.10	2845.89
非流动资产合计	27978.06	31154.00	30809.81	30465.62	30204.73	营业外净收益	133.35	-61.21	2200.00	2200.00	2200.00
资产总计	36576.80	41372.72	41346.27	42923.59	46103.83	利润总额	3271.00	3113.41	3382.65	3693.10	5045.89
短期借款	2081.10	6130.68	2902.18	1123.53	0.00	所得税	138.57	261.85	295.96	323.90	445.66
应付账款+票据	2984.44	3326.46	3798.19	4359.53	4694.58	净利润	3132.44	2851.56	3086.69	3369.19	4600.24
其他	3112.28	3066.91	3264.21	3293.98	3487.63	少数股东损益	663.37	652.21	713.47	778.77	1063.32
流动负债合计	8177.82	12524.05	9964.57	8777.04	8182.21	归属于母公司净	2469.07	2199.35	2373.22	2590.42	3536.92
长期带息负债	2843.76	2613.97	2613.97	2613.97	2613.97						
长期应付款	6.14	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	2849.90	2613.97	2613.97	2613.97	2613.97						
负债合计	11027.73	15138.02	12578.55	11391.02	10796.18						
少数股东权益	5033.65	5402.30	6115.77	6894.54	7957.86						
股本	4168.23	4216.02	4216.02	4216.02	4216.02						
资本公积	2140.40	2426.85	2426.85	2426.85	2426.85						
留存收益	14206.79	14189.54	16009.09	17995.16	20706.92						
股东权益合计	25549.08	26234.70	28767.72	31532.57	35307.65						
负债和股东权益	36576.80	41372.72	41346.27	42923.59	46103.83						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1038.18	714.94	1076.22	1358.72	2589.76
折旧摊销	983.58	1243.71	174.34	174.34	91.04
财务费用	271.82	381.82	321.87	213.71	142.43
存货减少	-966.49	-604.53	-381.54	-1156.08	-178.11
营运资金变动	1617.90	824.87	628.51	133.45	509.75
其它	240.16	251.78	169.85	169.85	169.85
经营活动现金流	3185.16	2812.60	1989.25	893.99	3324.73
资本支出	2103.18	2496.21	0.00	0.00	0.00
长期投资	1188.06	1400.34	0.00	0.00	0.00
其他	2752.12	1339.62	2010.47	2010.47	2010.47
投资活动现金流	-539.12	-2556.93	2010.47	2010.47	2010.47
债权融资	-1272.92	2691.65	-3228.5	-1778.65	-1123.5
股权融资	5.07	19.58	0.00	0.00	0.00
其他	-1909.18	-2878.03	-875.54	-818.06	-967.60
筹资活动现金流	-3177.03	-166.79	-4104.0	-2596.70	-2091.1
现金净增加额	-512.94	-5.37	-104.32	307.77	3244.08

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-1.04%	2.77%	13.08%	14.50%	12.46%
EBIT	0.33%	-3.08%	11.80%	5.46%	32.80%
EBITDA	0.97%	3.51%	-14.88%	5.21%	29.36%
归属于母公司净	9.47%	-10.92%	7.91%	9.15%	36.54%
获利能力					
毛利率	7.97%	8.15%	8.30%	8.30%	9.50%
净利率	5.15%	4.56%	4.36%	4.16%	5.05%
ROE	12.04%	10.56%	10.48%	10.51%	12.93%
ROIC	11.44%	10.78%	4.02%	4.60%	7.81%
偿债能力					
资产负债	30.15%	36.59%	30.42%	26.54%	23.42%
流动比率	1.05	0.82	1.06	1.42	1.94
速动比率	0.48	0.31	0.39	0.53	0.96
营运能力					
应收账款周转率	114.04	112.00	104.54	109.80	106.80
存货周转率	13.09	11.24	11.81	11.17	12.08
总资产周转率	1.66	1.51	1.71	1.89	1.98
每股指标(元)					
每股收益	0.59	0.52	0.56	0.61	0.84
每股经营现金流	0.76	0.67	0.47	0.21	0.79
每股净资产	4.87	4.94	5.37	5.84	6.49
估值比率					
市盈率	12.23	13.73	12.72	11.65	8.53
市净率	1.47	1.45	1.33	1.23	1.10
EV/EBITDA	8.80	9.57	10.69	9.92	7.10
EV/EBIT	11.33	13.17	11.19	10.36	7.22

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064