



分析师

苏静然

电话: 010-88085978

Email: sujingran@hysec.com

食品、饮料
中性（首次）



公司点评

新希望：依靠金融投资收益贡献净利润

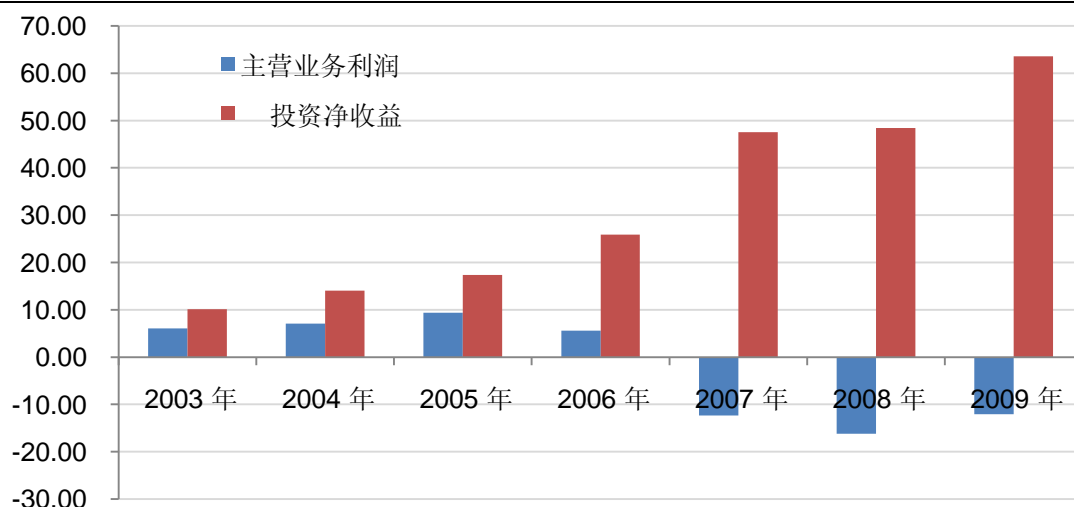
新希望（000876）公布 2009 年年报：主营业务收入、净利润和归属于母公司所有的净利润分别为 67.97 亿元、4.08 亿元和 3.82 亿元，增长率为-6.41%、78.74%和 72.69%，每股收益 0.54 元。我们对公司业绩进行拆解，主要观点有两点：（1）税后利润 5.27 亿元主要由持有的民生银行（11.1 亿股）和民生人寿股权（2.03 亿股）所得，扣除这一部分，主营业务利润自 2006 年之后一直为负。（2）公司主营业务大而不强，整合效应尚未体现，整体尚未扭亏。

估值建议：我们认为按照目前公司盈利状况，以类金融企业进行估值更为合理。公司每股收益 0.54 元，静态市盈率达到 21 倍。与 A 股市场银行类企业估值相比不具优势，给与“中性”评级。

1 金融资产投资收益成利润贡献的主力军

新希望是一家由饲料业务起家的农业产业化龙头企业，目前已发展为集饲料，生猪屠宰、养殖和肉制品生产，乳业、以及金融投资为一身的综合性企业。为突出主业，公司从 2007 年剥离非农产业华融化工，并致力于对旗下农业产业进行整合，包括以新希望乳业控股公司为平台，整合旗下 9 家乳业公司；收购北京千喜鹤食品公司，并在河北宽城和徐水大午等地建设生猪规模化养殖基地，形成“饲料、养殖、屠宰、制造”等产业链一体化。但从近年发展情况看，整合效应尚未体现，公司净利润仍然主要来自金融股权投资。2009 年公司税前利润 5.38 亿中投资收益达到 6.35 亿。公司公告来自民生银行投资收益达到 4.53 亿，同比增长 30%。

图 1：2003-2009 年公司主营业务利润与投资收益比较



资料来源：公司公告

2 主营业务大而不强，整合效应尚未体现

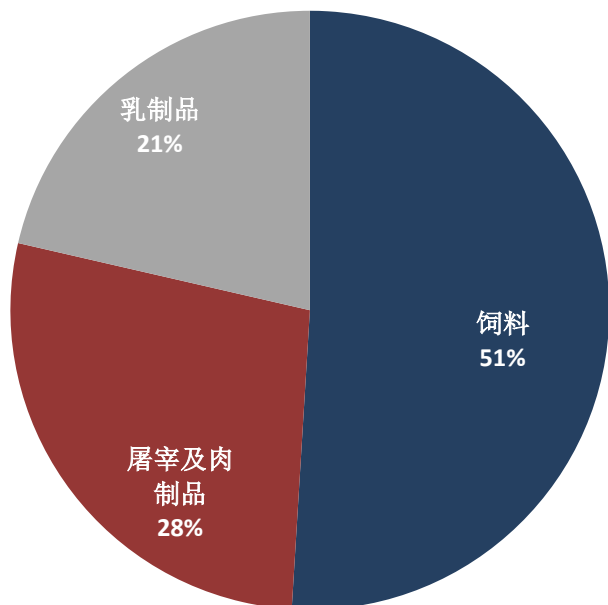
我们感觉虽然公司是我国西南最大农业综合化大型生产企业，但其主营业务大而不强，盈利能力不高且持续滑坡：

饲料业：饲料为公司主业，占据主营业务收入近一半。受金融危机影响，2009 年公司饲料销量达到 125.2 万吨，增长 15.50%；销售价格下降导致主营业务收入 33 亿元，同比仅增长 4.57%；由于原材料价格下降，毛利率同比上升 0.61 个百分点，达到 8.38%，仍处于较低水平。

乳业：公司是西南地区最大的乳制品生产企业之一，在四川和云南等区域市场占有率很高。三聚氰胺事件爆发对地方乳制品企业腾出发展空间，加之原奶价格下降，公司销售收入和毛利都有较好的增长：乳制品销量达到 28.59 万吨，同比增长 15.10%；主营业务收入 13.9 亿元，同比增长 11.90%；毛利润 3.66 亿元，同比增长 43.14%。但由于乳业竞争激烈，公司宣传和营销等费用一直居高不下。乐观估计乳业在 2010 和 2011 年有望微利。

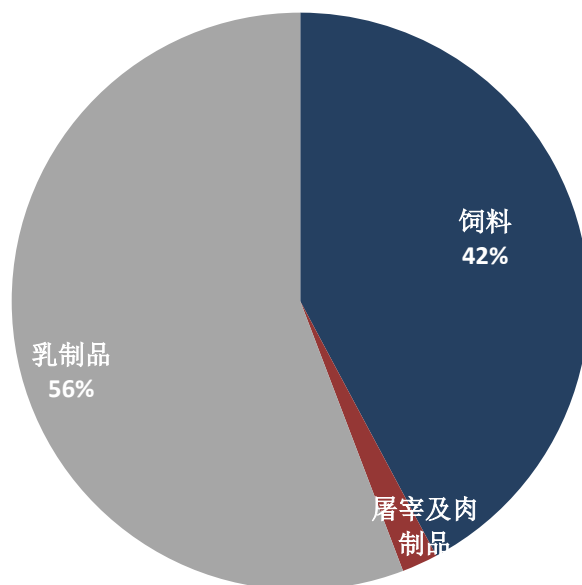
屠宰及肉制品业务：公司屠宰及肉制品业务以北京千禧鹤公司为主。河北宽城和徐水大午的养殖基地也在快速发展中。公司“养殖—屠宰—制造”的完整产业链基本搭建完毕。2009 年由于受 H1N1 型流感影响，生猪销售价格大幅下降，北京千禧鹤经营一度陷于停滞状态，2009 年经营仍然出现亏损：2009 年公司生猪屠宰量为 173.17 万头，同比下降 4.85%，销售冷鲜肉 16.24 万吨，同比下降 5.86%，实现主营业务收入 17.9 亿元，同比下降 26.46%；毛利润为 1,329.37 万元，同比降幅 25.59%。

图 2：三项主营业务收入构成



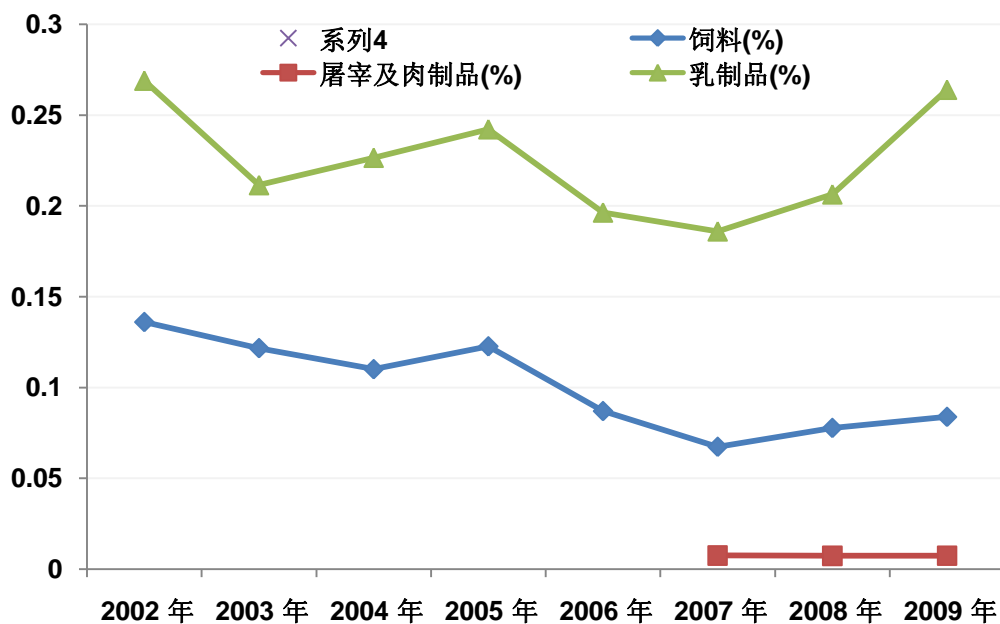
资料来源：公司公告

图 3：三项主营业务毛利构成



资料来源：公司公告

图 4：三项主营业务毛利率走势图



资料来源：公司公告

3 估值建议

我们认为公司主营业务仍处于整合阶段，盈利能力依然较弱。按照公司目前的经营和利润结构，更类似于一家类金融企业。2009年每股收益0.54元，静态市盈率为21倍。与A股市场银行类企业相比估值不低，给与“中性”投资评级。

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanweil@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上