

## 新希望(000876.SZ)

### 重大事项临时停牌点评

**评级:** 买入

**目标价:**

作者

作者

消费品小组

孙国东

021-58208304

S074020701000

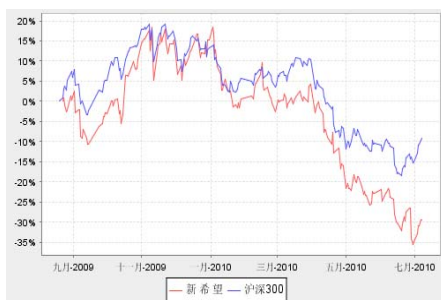
xiegang@qlzq.com.cn

2010年7月26日

#### 基本状况

总股本(百万股)	832.37
流通股本(百万股)	815.49
市价(元)	8.56
市值(百万元)	7125.10
流通市值(百万元)	6980.62

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7263.06	6797.47	9003.15	11397.39	13427.81
营业收入增速	51.57%	-6.41%	32.45%	26.59%	17.81%
净利润增长率	-24.6%	78.7%	5.08%	30.34%	25.60%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.54	0.57	0.74	0.93
前次预测每股收益(元)	0.30	0.54	0.57	0.74	0.93
市场预测每股收益(元)	NA	NA	NA	NA	NA
偏差率(本次-市场/市场)	NA	NA	NA	NA	NA
市盈率(倍)	21.02	27.61	16.99	14.04	9.21
PEG	-0.86	0.32	0.92	0.67	0.36
每股净资产(元)	3.53	4.58	4.67	5.01	5.35
每股现金流量	0.26	-0.28	0.10	0.03	0.05
净资产收益率	8.56%	11.80%	11.27%	12.17%	12.60%
市净率	1.80	3.01	1.92	1.71	1.60
总股本(百万股)	756.70	756.70	756.70	756.70	756.70

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 事件: 因《21世纪经济报道》报道了新希望农业股份有限公司 10 家子公司的上市事宜, 深交所于 7 月 23 日对新希望实施临时停牌, 待重大事项公告后复牌。
- 新希望集团旗下拥有饲料、养殖、肉制品、油脂加工等多项农牧主业, 其中饲料业务和肉制品业务还和上市公司新希望股份形成同业竞争。因此, 我们推测: 寻找合适的时机将体外同业资产注入到上市公司, 借助资本杠杆来实现新希望集团“打造世界级农牧企业”的愿景是刘永好未来的必然选择。
- 根据公开资料, 我们统计了新希望集团旗下四大企业的农牧资产: 饲料产销量约为新希望股份饲料规模的 8.3-10 倍, 肉制品销量约为股份公司的 8 倍, 下辖子公司数量为上市公司的 6.8 倍, 销售额 6.6 倍。
  - 其一, 四川南方希望实业有限公司。旗下拥有 43 家子公司, 主营饲料, 08 年销售额近 80 亿元;
  - 其二, 山东六和集团有限公司。旗下 200 余家子公司, 主营饲料、禽肉养殖和肉制品加工, 09 年预计近 400 亿销售额;
  - 其三, 山西大象禽业集团。旗下 36 家子公司, 主营饲料、禽肉制品等, 08 年预计销售额 5 亿元;
  - 其四, 陕西石羊(集团)股份有限公司。旗下 26 家子公司, 主营饲料、禽肉养殖和肉制品加工、油脂加工等, 08 年销售额达到 27 亿元。
- 如果报道属实的话, 就山东六和的资产质量和盈利水平而言, 资产整体注入的方案以山东六和为核心进行捆绑设计的可能性较大, 这样的话, 注入势必会产生 6 倍以上的乘数倍增效应。
- 我们预计 10-12 年新希望分别实现销售额 90 亿、114 亿、134 亿, 实现净利润 4.3 亿元、5.6 亿元、7.0 亿元, 同比增长 33.35%、30.34%、25.60%, 10-12 年 EPS 分别为 0.567 元、0.740 元、0.929 元。
- 若资产注入成功, 新希望股份有望迎来短期连续涨停的交易型机会, 建议机构投资者积极买入; 若不考虑资产注入事项, 新希望股票估值依然具备吸引力, 维持买入建议。

### 背靠新希望集团，新希望股份的规模扩张之路充满了联想和期待

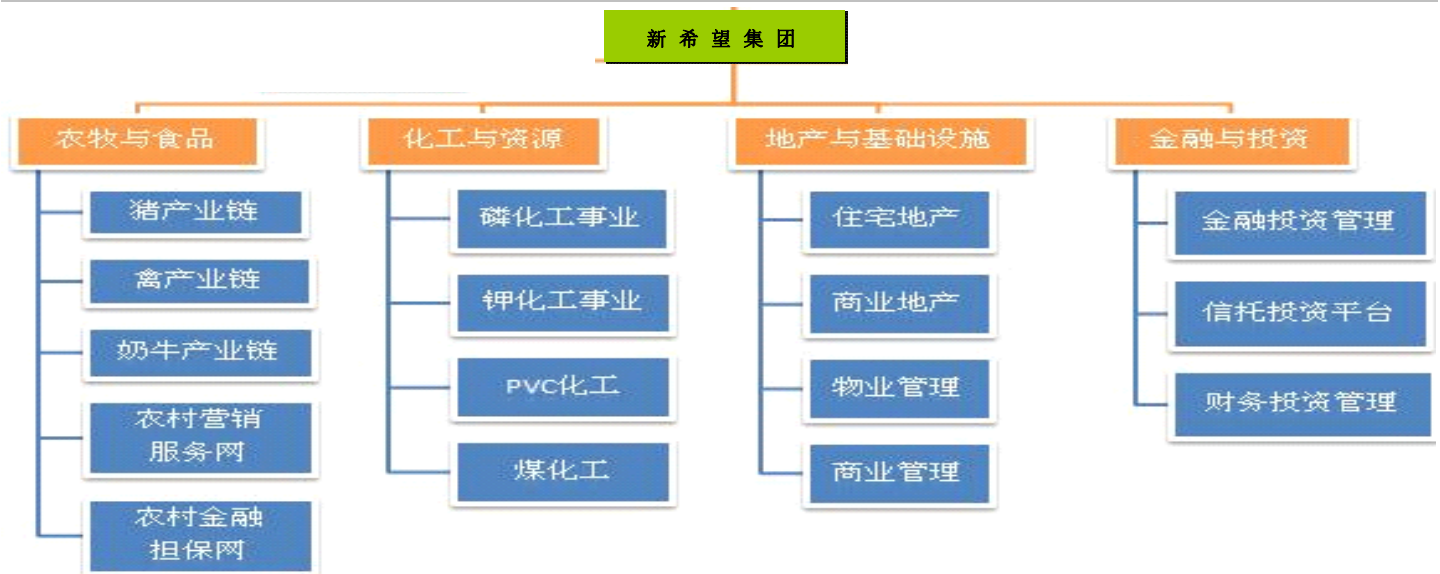
- 希望集团是刘氏四兄弟于1982年开始创建的民营企业，主要从事饲料及食品生产。新希望集团董事长刘永好占有其中1/4的股权。
- 希望集团在1995年由国家工商局和中国企业评价协会评定为“中国最大的500家私营企业之第一位”，此后多年被美国《福布斯》杂志评选为中国大陆私营资产最大的企业。
- 新希望集团下设四个事业部，分别是农牧事业部、化工事业部、地产与基础设施事业部和金融投资事业部。各事业部直接对集团总裁班子负责，指导所属企业研发、推广、宣传和销售本专业产品，并根据授权实施本专业板块的其他经营和管理工作。
- 新希望已成为中国最大的饲料企业之一，中国西部最大的乳制品、肉食品企业，同时在房地产开发和化工产业也有相当的规模。

图表 1：希望集团旗下业务布局图



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：新希望集团旗下业务布局图



来源：齐鲁证券研究所

### 新希望集团资产规模及盈利能力约为新希望股份的 6 倍以上

- 自 2004 年以来，中央加大了对第一产业的扶持力度，实施“工业反哺农业”、“城市支持农村”的惠农强农政策，通过扶持一批农牧行业的旗舰企业做大做强来提升我国农牧产业竞争力将是不二选择，面临行业快速发展契机，因此合理推测为：**新希望集团必然会利用资本市场平台来实现其“世界级农牧企业”的愿景。**
- 由于新希望集团旗下的饲料、乳业、肉制品业务与新希望股份公司存在同业竞争，因此，这些集团业务未来单独 IPO 上市将很难通过证监会的审核，同时新希望集团利用上市公司平台做大做强农牧主业的战略在未来不会改变，因此业内普遍认为，新希望集团同业资产注入到新希望股份将是**大势所趋**，只是资产打包方案及整合注入的具体时点很难精确评估。
- 据公开资料，我们对新希望集团下属的农牧业资产进行不完全统计，我们发现，新希望集团农牧主业资产规模及盈利能力为新希望股份的 6 倍以上，一旦全部注入，将会产生几何级数的市值乘数效应。

图表 3：新希望集团资产规模平均相当于新希望股份的 6 倍左右

控股子公司统计	主营范围及产能	下辖分子公司数量	2006年销售额	2007年销售额	2008年销售额	备注
四川南方希望实业有限公司	饲料	43家	50亿元	52亿元	预计78亿元	南方希望08年上半年增长70%
山东六和集团有限公司	饲料、养殖、肉制品、生物制品及兽药制造	200余家	102.75亿元	200亿元	预计320亿元	六和发展模式不断创新是其业绩高增长的源泉，08年预计超过320亿元。
山西大象禽业集团	饲料、养殖、肉制品、分级洁蛋生产	36家	3.6亿元	4.3亿元	预计5亿元	05年销售额3.56亿
陕西石羊（集团）股份有限公司	饲料、养殖、肉制品、油脂加工	26家	预计略少于18亿元	18亿元	预计27亿元	计划2010年实现销售额42亿元，净利润1.5亿元。
<b>新希望集团（汇总）</b>	饲料总产能2000万吨，08年销量1000万吨；禽屠宰产能7.5亿只，08年肉制品销量120万吨。	320家	170亿元	275亿元	预计430亿元	上半年实现销售额226亿元，同比增长103%。
新希望股份有限公司	饲料产能240万吨，08年销量100万吨；乳业产能50万吨，08年销量26.5万吨；生猪屠宰产能700万头，08年屠宰180万头，销量15万吨。	控股47家，参股3家	29亿元	50.86亿元	65.36亿元	为口径一致，新希望股份只统计了饲料、乳业、肉制品三块业务
<b>新希望集团/新希望股份（倍）</b>	<b>饲料产能：8.3倍，08年饲料销量：10倍，肉制品销量：8倍。</b>	<b>6.8倍</b>	<b>5.86倍</b>	<b>5.41倍</b>	<b>6.58倍</b>	<b>平均：5.4-6.8倍</b>

来源：齐鲁证券研究所（注：我们的统计没有包括化工、房地产、金融投资等业务）

### 资产注入若成功，新希望将迎来短期巨大的交易型机会

- 盈利预测进行了微调。预计 10-12 年新希望有望实现销售额 90 亿、114 亿、134 亿，同比增长 19%、26.6%和 17.8%；预计实现净利润 4.3 亿元、5.6 亿元、7.0 亿元，同比增长 33.35%、30.34%、25.60%，10-12 年 EPS 分别为 0.57 元、0.74 元、0.93 元。
- 其中，我们假定民生银行 10-12 年分别实现净利润 140.9 亿元、171.7 亿元、206.8 亿元。每股新希望股份包含 1.1 股民生银行股权，作为“民生银行影子股”的新希望股份，有望随着近期银行股的走强而出现补涨。
- 我们看好新希望集团农牧资产的倍增效应，若资产注入成功，新希望股票有望迎来短期连续涨停的交易型机会，建议机构投资者积极买入；若不考虑资产注入事项，新希望股票估值依然具备吸引力，维持买入建议。



**附录2: 财务预测简表**

损益表 (人民币百万元)								资产负债表 (人民币百万元)							
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,513</b>	<b>4,792</b>	<b>7,263</b>	<b>7,559</b>	<b>9,003</b>	<b>11,397</b>	<b>13,428</b>	货币资金	501	614	553	1,000	900	1,000	1,000
增长率		36.4%	51.6%	4.1%	19.1%	26.6%	17.8%	应收账款	188	192	160	308	367	464	547
主营业务成本	-3,027	-4,357	-6,640	-6,936	-8,231	-10,398	-12,233	存货	463	681	660	855	1,015	1,282	1,508
% 销售收入	86.2%	90.9%	91.4%	91.8%	91.4%	91.2%	91.1%	其他流动资产	386	193	120	217	256	321	376
毛利	485	434	623	623	772	1,000	1,195	流动资产	1,537	1,679	1,492	2,380	2,537	3,067	3,431
% 销售收入	13.8%	9.1%	8.6%	8.2%	8.6%	8.8%	8.9%	% 总资产	34.6%	24.4%	21.2%	29.3%	30.9%	35.4%	38.3%
营业税金及附加	-5	-5	-29	-37	-45	-57	-68	长期投资	1,423	3,450	3,628	3,629	3,628	3,628	3,628
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,208	1,382	1,524	1,594	1,535	1,470	1,397
营业费用	-226	-290	-329	-381	-471	-597	-703	% 总资产	27.2%	20.1%	21.7%	19.6%	18.7%	16.9%	15.6%
% 销售收入	6.4%	6.0%	4.5%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%	无形资产	138	351	367	516	510	505	500
管理费用	-156	-142	-187	-179	-214	-271	-312	非流动资产	2,907	5,197	5,533	5,742	5,676	5,605	5,527
% 销售收入	4.4%	3.0%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	% 总资产	65.4%	75.6%	78.8%	70.7%	69.1%	64.6%	61.7%
息税前利润 (EBIT)	99	-2	78	26	42	75	112	<b>资产总计</b>	<b>4,444</b>	<b>6,877</b>	<b>7,025</b>	<b>8,122</b>	<b>8,213</b>	<b>8,672</b>	<b>8,959</b>
% 销售收入	2.8%	n.a	1.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	短期借款	381	1,690	2,666	3,031	2,314	1,772	1,070
财务费用	-52	-111	-219	-218	-239	-265	-312	应付款项	392	696	613	655	778	983	1,157
% 销售收入	1.5%	2.3%	3.0%	2.9%	2.7%	2.3%	2.3%	其他流动负债	631	813	71	55	62	114	122
资产减值损失	0	-10	-21	0	0	0	0	流动负债	1,403	3,199	3,351	3,741	3,154	2,870	2,348
公允价值变动收益	0	23	-22	0	0	0	0	长期贷款	348	213	130	430	630	830	1,030
投资收益	254	475	484	624	710	811	887	其他长期负债	4	16	28	0	0	0	0
% 税前利润	81.4%	119.6%	156.2%	141.3%	135.7%	128.1%	126.8%	<b>负债</b>	<b>1,755</b>	<b>3,428</b>	<b>3,510</b>	<b>4,171</b>	<b>3,784</b>	<b>3,700</b>	<b>3,378</b>
营业利润	301	375	300	431	513	621	687	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,976</b>	<b>2,619</b>	<b>2,670</b>	<b>3,012</b>	<b>3,382</b>	<b>3,792</b>	<b>4,255</b>
营业利润率	8.6%	7.8%	4.1%	5.7%	5.7%	5.4%	5.1%	少数股东权益	713	830	846	938	1,047	1,179	1,325
营业外收支	11	22	10	10	10	12	13	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,444</b>	<b>6,877</b>	<b>7,025</b>	<b>8,122</b>	<b>8,213</b>	<b>8,672</b>	<b>8,959</b>
税前利润	312	397	310	442	523	633	699								
利润率	8.9%	8.3%	4.3%	5.8%	5.8%	5.6%	5.2%	<b>比率分析</b>							
所得税	-14	-15	-21	-28	-33	-39	-44		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税率	4.6%	3.8%	6.7%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	<b>每股指标</b>							
净利润	298	382	289	414	490	593	656	每股收益	0.278	0.401	0.302	0.426	0.504	0.610	0.929
少数股东损益	87	79	60	92	109	132	146	每股净资产	3.134	4.153	3.528	3.981	4.469	5.012	5.623
归属于母公司的净利润	211	303	229	322	381	461	510	每股经营现金净流	0.167	0.087	0.261	-0.282	0.098	0.029	0.124
净利率	6.0%	6.3%	3.1%	4.3%	4.2%	4.0%	3.8%	每股股利	0.060	0.050	0.012	0.017	0.015	0.067	0.067
								<b>回报率</b>							
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>								净资产收益率	10.66%	11.57%	8.56%	10.69%	11.27%	12.17%	12.60%
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	4.74%	4.41%	3.25%	3.96%	4.64%	5.32%	7.85%
净利润	211	382	289	414	490	593	656	投入资本收益率	3.07%	-0.04%	1.16%	0.32%	0.53%	0.93%	0.93%
少数股东损益	87	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>							
非现金支出	135	132	140	162	175	181	187	主营业务收入增长率	13.38%	36.41%	51.57%	4.07%	19.11%	26.59%	17.81%
非经营收益	-191	-390	-231	-391	-465	-542	-570	EBIT增长率	-26.09%	-101.90%	-3856.05%	-67.24%	63.92%	78.90%	48.79%
营运资金变动	-137	-68	0	-398	-126	-211	-179	净利润增长率	16.46%	43.86%	-24.57%	40.85%	18.37%	21.06%	10.46%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>105</b>	<b>55</b>	<b>198</b>	<b>-213</b>	<b>74</b>	<b>22</b>	<b>93</b>	总资产增长率	15.59%	54.74%	2.16%	15.61%	1.13%	5.58%	0.00%
资本开支	-473	-296	-259	-373	-99	-98	-97	<b>资产管理能力</b>							
投资	-57	-787	44	-1	0	0	0	应收账款周转天数	9.4	7.6	5.4	7.5	7.5	7.5	7.5
其他	0	-2	53	624	710	811	887	存货周转天数	49.6	47.9	36.8	45.0	45.0	45.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-530</b>	<b>-1,085</b>	<b>-161</b>	<b>250</b>	<b>611</b>	<b>713</b>	<b>789</b>	应付账款周转天数	17.6	18.4	15.2	15.5	15.5	15.5	15.5
股权募资	12	71	5	0	0	0	0	固定资产周转天数	102.6	95.4	73.5	78.1	63.2	47.8	47.8
债权募资	555	1,319	150	637	-517	-342	-503	<b>偿债能力</b>							
其他	-146	-247	-253	-227	-268	-293	-380	净负债/股东权益	-3.22%	36.25%	63.61%	62.13%	46.00%	32.09%	35.00%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>422</b>	<b>1,143</b>	<b>-98</b>	<b>410</b>	<b>-785</b>	<b>-635</b>	<b>-883</b>	EBIT利息保障倍数	2.1	0.0	0.4	0.1	0.2	0.3	0.4
<b>现金净流量</b>	<b>-4</b>	<b>113</b>	<b>-61</b>	<b>447</b>	<b>-100</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	资产负债率	39.49%	49.85%	49.96%	51.36%	46.07%	42.67%	45.63%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**
**买入:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

**增持:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

**减持:** 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人: 王莉本  
电话: 021-58303470  
手机: 13641659577  
传真: 021-58318543  
邮编: 200122  
地址: 上海市浦电路 438 号双  
    鹤大厦 19 楼

深圳  
联系人: 李霖  
电话: 0755-23819303  
手机: 15816898448  
传真: 0755-82717806  
邮编: 518048  
地址: 深圳市福田区深南大  
    道 4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人: 张哲  
电话: 021-58206173  
手机: 18621368050  
传真: 021-58318543  
邮编: 200122  
地址: 上海市浦电路 438 号双  
    鹤大厦 19 楼

济南  
联系人: 韩丽萍  
电话: 0531-81283786  
手机: 15806668226  
传真: 0531-81283791  
邮编: 250010  
地址: 山东济南经十路 17703  
    号华特广场 B501