



农业/必需消费

首次覆盖

新希望 (000876)

下游转型叠加周期复苏, 1 季报业绩大增

王乾 (分析师)
021-38676675
wangqian@gtjas.com

证书编号 S0880515020001

本报告导读:

公司战略目标清晰, 积极从饲料制造向安全食品制造转型, 推进互联网转型战略、福达计划。公司受益于转型红利以及畜禽养殖景气复苏, 首次覆盖, “增持”评级。

投资要点:

- **投资建议:** 公司在 2014 年确立了“产品领先、服务驱动、全球经营”三大战略主轴, 积极从饲料制造向安全食品制造转型, 推进技术、金融、数据等服务手段, 借助福达计划落地, 积极进行全球化布局。2015 年公司继续积极推进互联网转型战略、福达计划, 大力发展农村金融、推进养殖信息化等创新模式。参考行业平均估值, 同时考虑公司互联网转型、农村金融布局等因素, 给予公司 2016 年 35 倍 PE, 对应农牧业务市值 425 亿。持有民生银行股份对应市值为 121 亿, 合计总市值 546 亿, 对应公司股价为 26.2 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **1 季报业绩靓丽, 超出预期。** 2014 年公司实现营收 700.12 亿元, 同比增长 0.9%, 实现归母净利润 20.2 亿元, 同比增长 6.4%, 扣非为 18.66 亿元, 同比增长 1.8%。民生银行贡献投资收益 20.7 亿元, 其中归属上市公司股东 15.5 亿元 (75%持股新希望投资), 同比基本持平。2015 年 1 季度公司实现营收 131.80 亿元, 同比下降 10.62%; 实现归母净利润 5.15 亿元, 同比增加 81.98%。剔除民生银行投资收益, 1 季度农牧业务同比扭亏, 净利润增长 2.1 亿元。
- **下游转型叠加周期复苏, 看好公司未来业绩增长潜力。** 1 季度业绩大幅增长, 主要源于屠宰及肉制品板块在“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略转型下, 产品溢价提升, 盈利同比大幅上升; 养殖业务受益于畜禽价格回升扭亏为盈; 饲料业务盈利基本稳定。
- **风险提示:** 原料价格上涨风险, 疫病风险等

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	69,395	70,012	90,074	99,158	107,746
(+/-)%	-5%	1%	29%	10%	9%
经营利润 (EBIT)	1,235	1,140	1,585	2,163	2,792
(+/-)%	3%	-8%	39%	36%	29%
净利润	1,908	2,035	2,541	3,021	3,577
(+/-)%	11%	7%	25%	19%	18%
每股净收益 (元)	0.92	0.98	1.22	1.45	1.72
每股股利 (元)	0.12	0.25	0.18	0.18	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	1.8%	1.6%	1.8%	2.2%	2.6%
净资产收益率 (%)	14.7%	11.5%	12.8%	13.4%	13.9%
投入资本回报率 (%)	10.8%	8.2%	11.5%	17.1%	20.3%
EV/EBITDA	21.8	25.3	19.1	13.7	10.3
市盈率	25.5	23.9	19.1	16.1	13.6
股息率 (%)	0.5%	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持
目标价格: 26.20
当前价格: 22.50

2015.05.04

交易数据

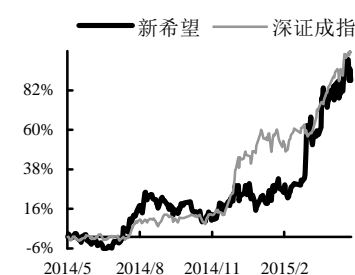
52 周内股价区间 (元)	11.09-24.94
总市值 (百万元)	46,893
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,084/1,728
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	5765.68
日均成交值 (百万元)	1170.12

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	18,122
每股净资产	8.70
市净率	2.6
净负债率	17.06%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.14	0.16
Q2	0.32	0.39
Q3	0.30	0.37
Q4	0.22	0.30
全年	0.98	1.22

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	48%	91%
相对指数	-6%	15%	-12%

相关报告

模型更新时间: 2015.05.04

股票研究

必需消费
农业

新希望 (000876)

首次覆盖

评级: **增持**

目标价格: **26.20**

当前价格: 22.50

2015.05.04

公司网址

www.newhopeagri.com

公司简介

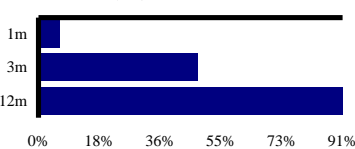
公司是注册于成都的全国性大型民营企业和中国中西部最大的饲料生产商之一。

公司立足农业、稳步发展,业已形成以农业产业为主、适度多元化经营的产业格局。

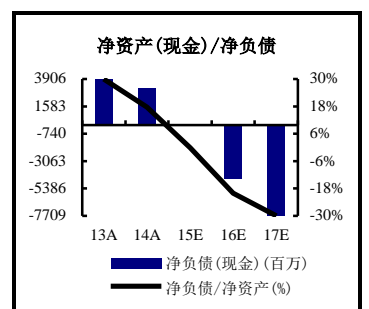
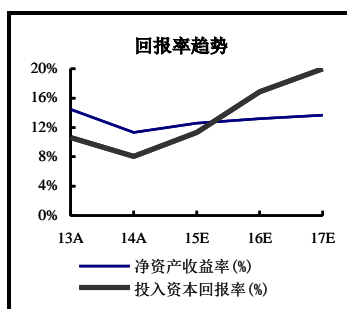
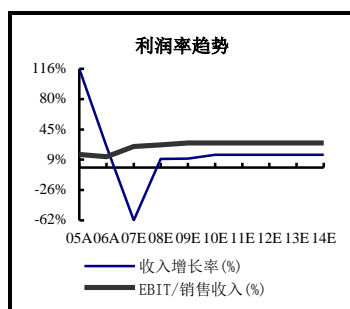
财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	69,395	70,012	90,074	99,158	107,746
营业成本	65,311	65,860	84,673	92,726	100,317
税金及附加	24	21	28	32	34
销售费用	1,314	1,424	1,892	2,082	2,263
管理费用	1,511	1,567	1,896	2,156	2,341
EBIT	1,235	1,140	1,585	2,163	2,792
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	2,135	2,281	2,400	2,500	2,600
财务费用	500	417	303	271	223
营业利润	2,829	2,906	3,681	4,391	5,169
所得税	318	295	402	473	548
少数股东损益	593	594	750	903	1,056
净利润	1,908	2,035	2,541	3,021	3,577
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,408	3,354	5,976	10,136	12,883
其他流动资产	989	1,202	0	0	0
长期投资	10,569	12,664	12,664	12,664	12,664
固定资产合计	6,674	7,566	7,499	7,332	7,063
无形及其他资产	1,426	2,306	1,664	1,780	1,898
资产合计	29,535	33,401	36,794	40,141	44,994
流动负债	12,254	10,299	10,952	10,754	11,398
非流动负债	515	1,213	1,038	1,040	1,043
股东权益	13,021	17,741	19,906	22,545	25,696
投入资本(IC)	10,103	12,501	12,266	11,311	12,324
现金流量表					
NOPLAT	1,095	1,025	1,412	1,930	2,497
折旧与摊销	818	907	954	1,062	1,168
流动资金增量	-462	545	-1,571	898	-1,208
资本支出	-2,194	-2,038	-234	-1,006	-1,007
自由现金流	-743	438	562	2,884	1,451
经营现金流	1,584	1,344	1,558	3,701	2,288
投资现金流	-2,750	-1,024	2,166	1,494	1,593
融资现金流	1,321	-155	-1,102	-1,035	-1,135
现金流净增加额	154	165	2,622	4,160	2,747
财务指标					
成长性					
收入增长率	-5.2%	0.9%	28.7%	10.1%	8.7%
EBIT 增长率	3.5%	-7.7%	39.1%	36.5%	29.1%
净利润增长率	10.9%	6.7%	24.8%	18.9%	18.4%
利润率					
毛利率	5.9%	5.9%	6.0%	6.5%	6.9%
EBIT 率	1.8%	1.6%	1.8%	2.2%	2.6%
净利润率	2.7%	2.9%	2.8%	3.0%	3.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.7%	11.5%	12.8%	13.4%	13.9%
总资产收益率(ROA)	6.5%	6.1%	6.9%	7.5%	7.9%
投入资本回报率(ROIC)	10.8%	8.2%	11.5%	17.1%	20.3%
运营能力					
存货周转天数	24	25	24	24	25
应收账款周转天数	3	2	3	3	3
总资产周转天数	143	164	142	142	144
净利润现金含量	0.83	0.66	0.61	1.23	0.64
资本支出/收入	3%	3%	0%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	43.2%	34.5%	32.6%	29.4%	27.7%
净负债率	30.0%	17.7%	-0.1%	-20.0%	-30.0%
估值比率					
PE	25.5	23.9	19.1	16.1	13.6
PB	3.1	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	21.8	25.3	19.1	13.7	10.3
P/S	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
股息率	0.5%	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 11.09-24.94
市值 (百万) 46,893



目 录

1. 下游转型叠加周期复苏, 1 季报业绩大增	4
2. 打造全产业链航母级公司	4
3. 推进“福达计划”, 升级养殖户服务支持体系	7
4. 盈利预测	8
5. 风险提示	9

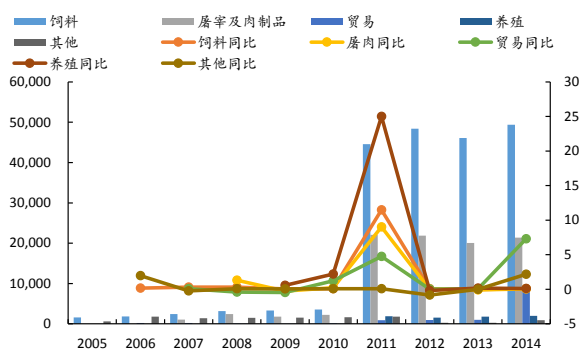
1. 下游转型叠加周期复苏，1季报业绩大增

业绩概览：2014年，公司实现营收700.12亿元，同比增长0.9%，实现归母净利润20.2亿元，同比增长6.4%，扣非为18.66亿元，同比增长1.8%。其中，饲料业务收入494亿元，同比增长0.55%，毛利率6.24%，同比下降0.05个百分点；肉食品业务收入214亿元，同比增长6.33%，毛利率2.88%，同比增长0.01个百分点；养殖业务收入19.8亿，同比增长3.25%，毛利率6.2%，同比上升3.12个百分点。民生银行贡献投资收益20.7亿元，其中归属上市公司股东15.5亿元（75%持股新希望投资），同比基本持平。

2015年Q1，公司实现营收131.80亿元，同比下降10.62%；实现归母净利润5.15亿元，同比增加81.98%。剔除民生银行投资收益，1季度农牧业务同比扭亏，净利润增长2.1亿元。1季度业绩大幅增长，主要源于屠宰及肉制品板块在“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略转型下，产品溢价提升，盈利同比大幅上升，同时养殖业务受益于畜禽价格回升，扭亏为盈，饲料业务盈利基本稳定。1季度民生银行贡献投资收益6.25亿，归属上市公司股东4.7亿。

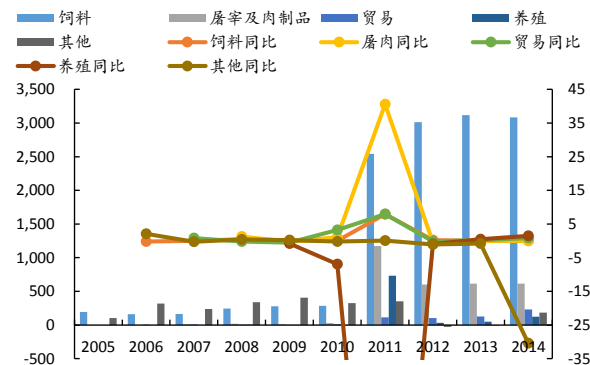
分部利润：2014年饲料业务实现毛利润30.84亿元，同比减少1.1%，屠宰及肉制品业务实现毛利润6.16亿元，同比增长0.1%；贸易业务实现毛利润2.31亿元，同比增长81.6%，养殖业务实现毛利润1.23亿元，同比增长147%。

图1：公司分部营业收入（单位：百万）及增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图2：公司分部利润（单位：百万）及增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

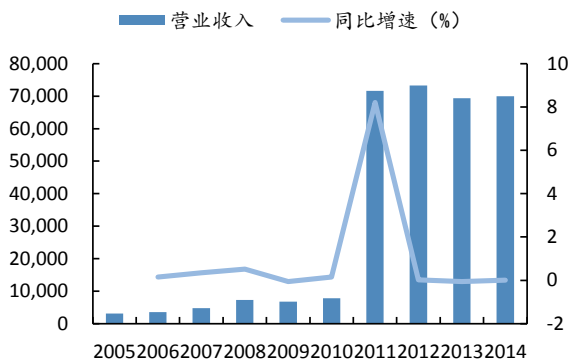
分红预案：每10股派发现金2.5元（含税），不进行资本公积金转增股本。

2. 打造全产业链航母级公司

2011年，原新希望集团与山东六和集团进行重大资产重组，重组完成后公司饲料生产规模大幅提升，形成“饲料生产-畜禽养殖-屠宰-肉制

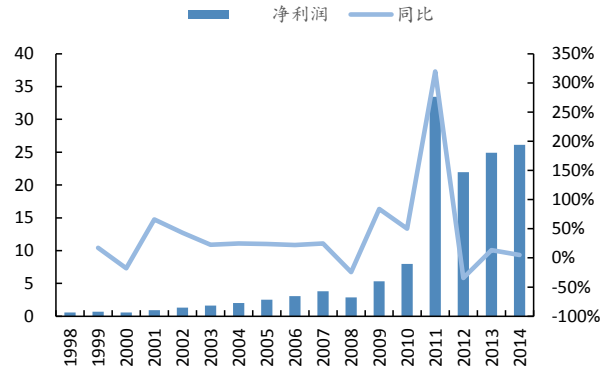
品加工”的产业一体化经营格局。2005 年到 2014 年，公司营业收入年均复合增长率达 38.25%。

图3: 2014年公司营业收入(百万元)同比增长0.9%



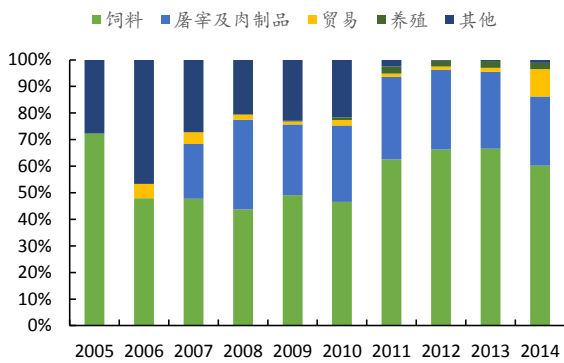
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图4: 2014年公司净利润(百万元)同比增长6.4%



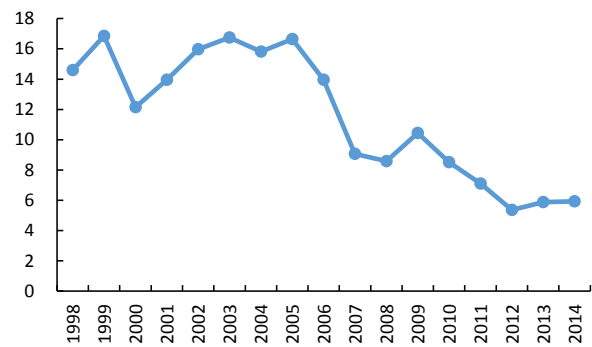
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图5: 公司产品以饲料为主



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

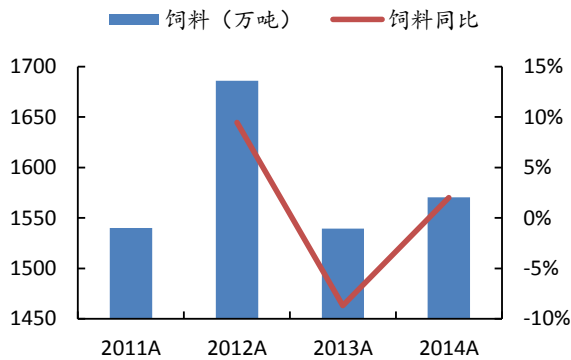
图6: 2014年公司毛利率同比增加0.05个百分点



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

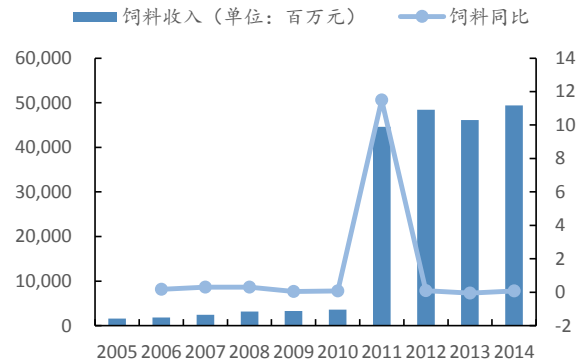
饲料作为公司传统核心业务，盈利基本保持稳定。公司饲料产品仍以禽料为主，2013 年受“H7N9 流感”等因素影响，饲料板块的整体销量有所下降，2014 年公司重点优化产品结构，关停部分低效率工厂，同时加大对国外市场的开拓，促进了饲料业务的迅速发展。2014 年公司共销售各类饲料产品 1,570.55 万吨，同比上升 31.07 万吨，升幅为 2.02%；饲料业务收入 494 亿元，同比增长 0.55%；毛利率 6.24%，同比下降 0.05 个百分点。

图7: 2014年公司饲料产品销量同比增长2.02%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

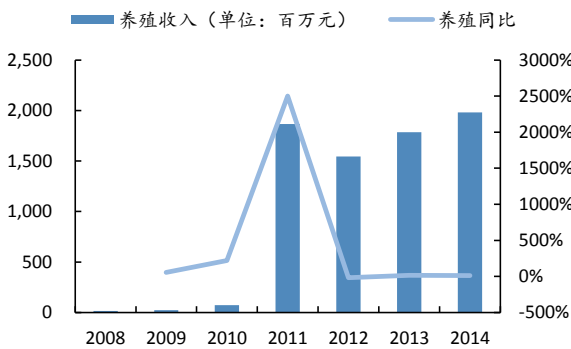
图8: 2014年公司饲料业务收入同比增长0.55%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

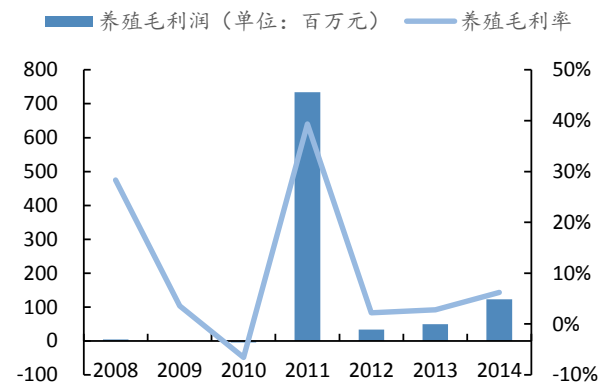
养殖业务贡献业绩弹性。公司养殖业务受周期影响大, 呈现大幅波动状态, 2011 年的高景气行情时, 养殖贡献了约 30% 的净利润, 鸡鸭苗价格、猪价决定公司板块盈利。2014 年养殖业务收入 19.8 亿, 同比增长 3.25%, 毛利率 6.2%, 同比上升 3.12 个百分点。

图9: 2014年公司养殖业务收入同比增长3.25%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

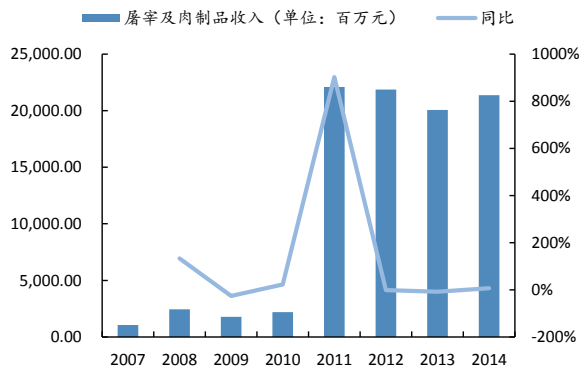
图10: 2014年毛利率同比上升3.12个百分点



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

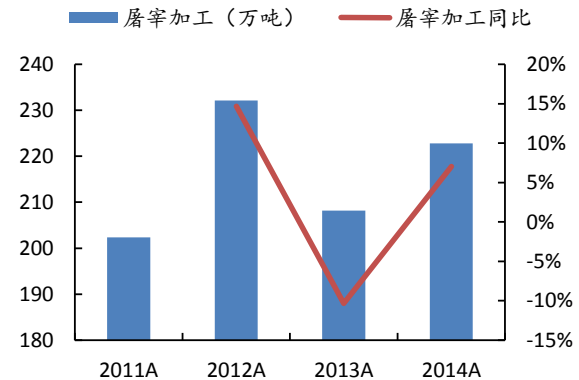
屠宰肉制品业务战略转型, 借助“新希望六和+”模式拓展销售。公司整合旗下的“美好”“千喜鹤”肉制品品牌成立了新希望六和食品控股公司, 促进肉制品业务“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”转型。借助“新希望六和+”在渠道方面积极拓展, 综合发展电商、连锁商超、餐饮企业、自营连锁店等多层次的销售渠道, 推动屠宰肉制品业务的高速增长。2014 年, 公司肉品销量 223 万吨, 同比增长 7%; 肉食品业务收入 214 亿元, 同比增长 6.33%, 毛利率 2.88%, 同比增长 0.01 个百分点。

图11: 2014年公司屠宰肉制品业务同比增长6.33%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图12: 2014年公司屠宰加工量同比增长7%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 推进“福达计划”，升级养殖户服务支持体系

2013年10月公司开始推进“福达计划”，打造互联网云技术能力体系，努力帮助养殖户提升养殖效率。公司借助福达计划落地实现转型，包含云金融、云养殖、云教育、云服务、云动保、云平台等创新项目，公司从单纯的产品提供商，向综合产品、技术、服务提供商转型。“福达计划”有助于提升养殖户的养殖效率，更有助于增强与客户的粘性，推动公司自身发展。

表 1: 福达计划各模块及推进情况

模块简介		推进情况
云金融	云金融（“希望金融”）是定向服务于三农的农业互联网金融平台，利用信息技术创新手段，开展农村市场的互联网金融业务，推动解决广大农村地区农业从业者融资难等问题。	2015年3月18日，公司“希望金融”正式上线，上线1个月的交易额就已达1,732万元。
云养殖	“云养殖”即猪场管理信息化，是由公司的首席科学家、国内最早运用农场数据管理的闫之春博士带队，在云技术平台上开发的一套规模猪场数据管理系统。	云养殖系统已于2015年2月正式向广大规模化猪场用户开放。同时，公司在全国各区组建实施团队为猪场提数据管理服务，帮助猪场启用云系统。该系统在2个月推广时间内，已上线猪场几十家。
云教育	云教育是公司利用线下和线上（O2O）双重培训体系，创建的猪场现场生产培训的养猪大学（线下培训）和福达云学堂（互联网在线学习系统），旨在为农牧企业规模化、标准化、为企业和社会培训养殖人才。	养猪大学现已展开技能培训49期，培训516人次，培训内容为配怀、分娩、保育育肥，教练培训效果评估满意度达到90%以上。
云服务	云服务（福达在线）是国内农牧业创造性的养殖户服务体系，为有效保障饲料品质和技术服务，全面提升客户的养殖水平和经济效益，帮助公司业务员、专家迅速与养殖户沟通相关信息。	福达在线系统已在公司的各大业务区域全面推广，应用状况良好，客户数据大量汇集，养殖地图已初步建立。
云动保	云动保是公司创立的动保实验室云系统，将青岛两大中心实验室与山东及周边省市的卫星实验室联动，构建动保技术的“云系统”。在现有实验室系统的基础上，公司还将打造线上的云动保体系，全方位对接养殖基地，确保食品产业链全程可控。	公司已建立2个中心实验室和33个卫星实验室，服务范围覆盖二十多个省，可以为养殖户提供免疫抗体的检测，病原检测，环境、水质、饲料、种蛋等微生物检测等。
云平台	云平台是以公司新成立的北京新道路农业科技有限公司为载体，在全球范围内聚合养猪行业优秀人才、技术、产品、资金等资源，打造投资基金+种猪+养殖场+营养饲料+兽药疫苗+肉食加工”的产业运营平台，致力于成为全球领先的具有全产业链能力的养猪管理服务公司。主要服务模式包括：经营服务、生产服务、技术服务、融资服务、咨询与培训等。	目前，新道路公司管理的母猪群规模已超过5万头，猪场PSY指标最高超过28头。

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4. 盈利预测

公司在 2014 年确立了“产品领先、服务驱动、全球经营”三大战略主轴, 积极从饲料制造向安全食品制造转型, 推进技术、金融、数据等服务手段, 借助福达计划落地, 积极进行全球化布局。2015 年公司继续积极推进互联网转型战略、福达计划, 大力发展农村金融、推进养殖信息化、在线养殖技术教育等创新模式。公司将继续推进“饲料转食品”战略, 我们看好公司未来的盈利能力。

综合考虑公司农牧业务板块盈利及民生银行投资收益, 进行估值预测。民生银行 2015-2017 年市场预期归属母公司净利润为 480 亿、515 亿、514 亿, 对应新希望母公司投资收益为 16.85 亿、18.08 亿、18.04 亿。考虑养殖行业景气度复苏带来公司盈利能力提升, 我们预计公司 2015-2017 年归母净利润为 25.31 亿、30.21 亿、35.86 亿, 对应农牧业务板块净利润 8.46 亿、12.13 亿、17.82 亿。参考行业平均估值, 同时考虑公司互联网转型、农村金融布局等因素, 给予公司 2016 年 35 倍 PE, 对应农牧业务板块市值 425 亿。持有民生银行股份对应市值为 121 亿, 合计总市值 546 亿, 对应公司股价为 26.2 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

从绝对估值角度出发, 运用 DCF 估值 (FCFE) 模型绝对估值法, 在股权成本为 9.25%, TV 增长率 3% 背景下, 公司每股价值为 26.2 元。

表 2: 可比上市公司 (收盘价为 2015 年 4 月 29 日, 可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期)

代码	名称	收盘价	EPS				PE			
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
000048.SZ	康达尔	15.98	0.32	0.50	0.71	1.84	49.95	31.70	22.62	8.68
002311.SZ	海大集团	20.17	0.50	0.69	0.91	1.17	40.34	29.08	22.19	17.25
002385.SZ	大北农	24.27	0.48	0.64	0.88	1.12	50.56	37.98	27.62	21.59
002548.SZ	金新农	10.84	0.20	0.30	0.40	0.48	54.20	35.67	26.96	22.57
002567.SZ	唐人神	13.86	0.19	0.39	0.53	0.63	71.81	35.89	26.37	22.16
600438.SH	通威股份	10.84	0.40	0.52	0.67	0.84	26.90	20.71	16.15	12.85
603609.SH	禾丰牧业	18.68	0.50	0.55	0.71	0.90	37.36	33.75	26.32	20.86
	均值						47.30	32.11	24.03	17.99
000876.SZ	新希望	23.30	1.09	1.22	1.45	1.72	21.30	15.94	13.80	13.55

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 3: 运用绝对估值法, 公司每股价值为 26.2 元

假设	数值
无风险利率	4.5%
股票市场溢价	5.0%
BETA	0.95
税率	10.89%
股权成本 Ke	9.25%
永续	3%
每股价值 (元)	26.2

5. 风险提示

原料价格上涨风险：原材料价格上涨导致饲料业务成本上升，会带来公司盈利能力下降的风险。

疫病风险等：发生疾病导致畜禽大量死亡，影响畜禽产品销售及屠宰肉制品业务的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		