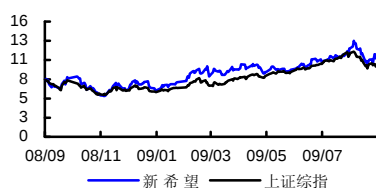


动态报告
农林牧渔
畜牧业
新希望(000876)
09 年中期财报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 8 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	10.77
总股本/流通 A 股(百万股)	756.70/740.83
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	8,149.67/7,978.79
上证综指/深圳成指	2,860.69/11,450.08
12 个月最高/最低 (元)	13.15/5.60

财务数据

净资产值(百万元)	2,794.98
每股净资产(元)	3.69
市净率	2.92
资产负债率	50.56%
息率	

相关研究报告:

《昨日的泥潭,明日的希望》——2009-4-27

分析师: 张如

电话: 021-68866233

E-mail: zhangru@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

主业经营好转, 业绩超预期

●09 年中期业绩同比增长 40%, 超出预期

09 年 1~6 月新希望主营收入 31.09 亿, 同比下降 13.36%; 营业利润 3.42 亿, 同比增长 44.06%; 实现净利润 2.66 亿元, 同比增长 40.66%。上半年公司业绩超出我们的预期 52% (091H1E: 0.23 元)。公司盈利能力大幅提升的原因主要有二: 民生银行股权收益超预期、主业经营情况好转。

●民生银行股权收益仍是主要利润增长动力

目前, 公司控股子公司新希望投资有限公司持有民生银行总股本 5.90% 的股票。09 年上半年度民生银行实现净利润 73.74 亿元。公司来自民生银行的投资收益为 3.27 亿元, 同比增加 0.59 亿元, 增长 22.16%。公司上半年业绩增长的主要动力仍然源于此。

●主业经营情况持续好转

整体上, 09 年上半年公司的主业经营情况出现好转。饲料和肉制品业务减亏明确, 乳业持续稳健成长。上半年乳业的营业收入和毛利率均有明显提升。是公司所有主业中唯一实现同比双增长的业务。上半年公司饲料成本的有效降低促使母公司盈利明显好转, 并实现扭亏。净利润贡献同比增加 0.07 元/股。下半年公司业绩能否有持续超预期的表现, 持续深度亏损的千禧鹤减亏幅度将是一大看点。

●风险提示

北京千禧鹤公司经营能力持续好转存在现实困难, 09 年难以实现大幅减亏; 公司海外饲料厂受到汇率波动影响收益。

●上调 09 年盈利 21%, 维持谨慎推荐评级

我们上调公司 09~11 年度的投资收益至 5.88、6.74、7.85 亿元, 另外我们假设千禧鹤肉制品公司将在 2010 年之后才重新进入正常经营。根据这些假设, 我们上调公司 09-11 年的 EPS 分别至 0.52、0.68 和 0.88 元, 维持评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4,791.77	7,263.06	6,572	7,686	8,766
(+/-%)	34.09%	51.57%	-9.5%	17.0%	14.1%
净利润(百万元)	303.06	228.61	394	515	664
(+/-%)	38.07%	-24.57%	72.3%	30.8%	28.9%
每股收益 (元)	0.48	0.30	0.52	0.68	0.88
EBIT Margin	10.84%	7.21%	1%	2%	3%
净资产收益率 (ROE)	11.57%	8.56%	14%	17%	20%
市盈率 (PE)	22.41	35.65	20.7	15.8	12.3
EV/EBITDA	13.39	16.83	52.5	40.0	32.1
市净率 (PB)	2.59	3.05	2.9	2.7	2.5

09 年中期业绩同比增长 40%，超出预期

09 年 1~6 月新希望主营收入 31.09 亿，同比下降 13.36%；营业利润 3.42 亿，同比增长 44.06%；实现净利润 2.66 亿元，同比增长 40.66%。上半年公司业绩超出我们的预期 52%（091H1E：0.23 元）。公司盈利能力大幅提升的原因主要有二：民生银行股权收益超预期、主业经营情况好转。

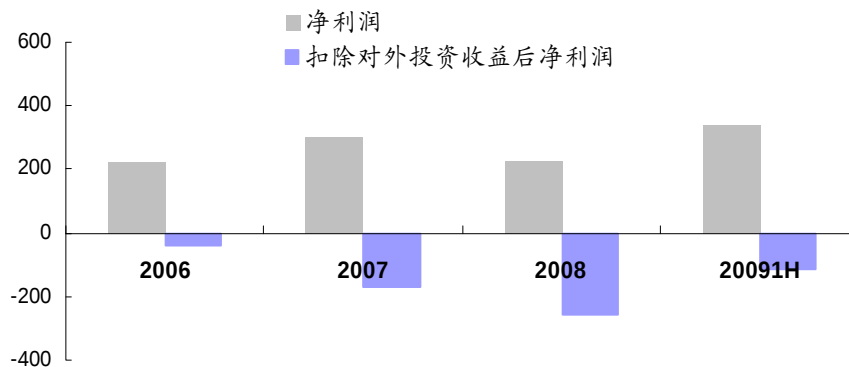
09 年中期 EPS 为 0.35 元，同比增长 40%，2Q 实际盈利 0.24 元。

民生银行股权收益仍是主要利润增长动力

目前，公司控股子公司新希望投资有限公司持有民生银行总股本 5.90% 的股票。09 年上半年度民生银行实现净利润 73.74 亿元。公司来自民生银行的投资收益为 3.27 亿元，同比增加 0.59 亿元，增长 22.16%。公司上半年业绩增长的主要动力仍然源于此。

根据国信银行小组《业务表现平稳，利润增长趋势明显——民生银行 2009 年中报点评》对民生银行 09 年下半年的判断“预计下半年资产规模的增速将有所放缓，但息差将开始上升，而且手续费收入环比快速增长。未来宏观经济持续回暖将支撑公司的收入继续增长。公司的经营费用控制较为平稳。在拨备支出方面，在货币政策没有方面性逆转之前，其资产质量的风险还不会暴露，加上目前已经高企的拨备覆盖率，未来不会有明显的拨备支出的上升的压力。总体而言，民生银行业绩的向上弹性较大，未来上调业绩的空间也较大。”我们认为新希望 09 年下半年的股权投资将继续保持增长，并实现同比增长。

图 1：公司净利润与扣除对外投资收益的净利润对比（百万元）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

主业经营：微现曙光

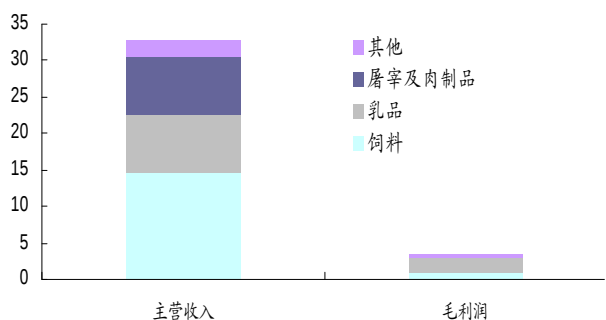
整体上，09 年上半年公司的主业经营情况出现好转。饲料和肉制品业务减亏明确，乳业持续稳健成长。

上半年乳业的营业收入和毛利率均有明显提升。收入同比增长 14.56%，毛利率同比增长 3.74%。是公司所有主业中唯一实现同比双增长的业务。公司乳业在经过多年的规模扩张、内部结构治理之后，逐渐走向持续稳健经营的方向，虽然品牌知名度、产品毛利率与国内一流乳制品企业仍然有距离，但是持续盈利的能力在不断提高。

上半年公司饲料业务营业收入同比下降 2.76%，但是毛利率同比提升 1%，其中，国内饲料业务收入虽然同比下降 15%，但是成本的有效降低促使母公司盈利明显好转，并实现扭亏。净利润贡献同比增加 0.07 元/股。对于一家以饲料为主业的公司而言，营业收入负增长的事实是低于我们预期的，公司海外饲料业务开展的进度和经营成果虽然令人满意，但是考虑项目建设周期以及融资成本，实际该项业务每年为公司的利润贡献为负。“主业经营持续亏损”是阻碍我们提升公司评级及相对估值的重要原因。

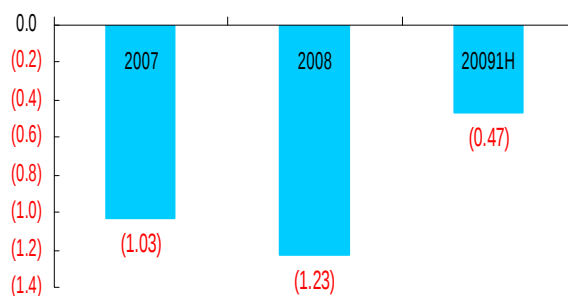
下半年公司业绩大幅提升的一大潜力点仍在肉制品“浪子回头”。曾被我们在年初寄予厚望的下游肉制品加工业务减亏提升业绩的预期并没有在 09 年上半年实现，公司肉制品业务的改善进度低于预期。公司目前暂停部分肉制品深加工业务，力争下半年能够减亏见效。我们判断下半年猪肉制品行业环比的景气好转将为千禧鹤艰难的治理整顿送去一袭顺风。下半年公司业绩能否有持续超预期的表现，千禧鹤将是一大看点。

图 2：公司主营收入与毛利润对比（亿元）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 3：北京千禧鹤净利润贡献（亿元）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

上调 09 年盈利 21%，维持谨慎推荐评级

根据国信银行小组对民生银行 09~11 年的净利润预测：121.66、141.09、166.13 亿元，我们上调公司 09~11 年度的投资收益至 5.88、6.74、7.85 亿元，另外我们假设公司 09 年下半年千禧鹤肉制品公司以减产减收（假设减幅为 28%）为代价进行内部治理，将在 2010 年之后才重新进入正常经营，根据这些假设，我们上调公司 09-11 年的 EPS 分别至 0.52、0.68 和 0.88 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	553	600	600	600	营业收入	7263	6572	7686	8766
应收款项	160	180	316	480	营业成本	6640	5900	6852	7762
存货净额	660	634	830	1152	营业税金及附加	29	30	38	53
其他流动资产	113	197	231	263	销售费用	329	361	423	482
流动资产合计	1492	1611	1976	2495	管理费用	187	204	230	243
固定资产	1461	1729	1859	1984	财务费用	219	151	138	128
无形资产及其他	200	193	186	180	投资收益	484	588	674	785
投资性房地产	245	250	0	0	资产减值及公允价值变动	(44)	10	10	10
长期股权投资	3628	3928	4228	4528	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	7025	7711	8249	9186	营业利润	300	524	689	893
短期借款及交易性金融负债	2666	2479	2183	2121	营业外净收支	10	10	10	10
应付款项	275	243	283	321	利润总额	310	534	699	903
其他流动负债	409	951	1475	2090	所得税费用	21	36	48	63
流动负债合计	3351	3673	3941	4532	少数股东损益	60	104	136	176
长期借款及应付债券	130	284	284	284	归属于母公司净利润	229	394	515	664
其他长期负债	29	39	49	59					
长期负债合计	159	323	333	343					
负债合计	3510	3996	4273	4875					
少数股东权益	846	888	942	1012					
股东权益	2670	2827	3033	3299					
负债和股东权益总计	7025	7711	8249	9186					
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E	现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.30	0.52	0.68	0.88	净利润	229	394	515	664
每股红利	0.31	0.31	0.41	0.53	资产减值准备	12	(21)	0	0
每股净资产	3.53	3.74	4.01	4.36	折旧摊销	117	155	168	179
ROIC	3%	3%	6%	10%	公允价值变动损失	44	(10)	(10)	(10)
ROE	9%	14%	17%	20%	财务费用	219	151	138	128
毛利率	10%	12%	12%	13%	营运资本变动	(681)	420	459	145
EBIT Margin	1%	1%	2%	3%	其它	(14)	63	54	70
EBITDA Margin	3%	4%	4%	5%	经营活动现金流	(294)	1000	1186	1048
收入增长	52%	-10%	17%	14%	资本开支	(204)	(391)	(281)	(288)
净利润增长率	-25%	72%	31%	29%	其它投资现金流	32	7	0	0
资产负债率	62%	63%	63%	64%	投资活动现金流	(375)	(684)	(581)	(588)
息率	2.9%	2.9%	3.8%	4.9%	权益性融资	5	0	0	0
P/E	35.6	20.7	15.8	12.3	负债净变化	(83)	154	0	0
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5	支付股利、利息	(236)	(236)	(309)	(398)
EV/EBITDA	59.7	52.5	40.0	32.1	其它融资现金流	1240	(187)	(296)	(62)
					融资活动现金流	607	(269)	(605)	(460)
					现金净变动	(61)	47	0	0
					货币资金的期初余额	614	553	600	600
					货币资金的期末余额	553	600	600	600
					企业自由现金流	(690)	255	479	246
					权益自由现金流	467	82	54	65

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵谦	021-68866295		
银行		房地产		计算机	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	凌晨	021-68866233
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	电子元件	
谈煊	010-82254212	黄道立	0755-82130833	王俊峰	010-82254205
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
		张栋梁	0755-82130532		
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
				陈栋	021-68866235
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程峰	021-68864599				
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	廖绪发	021-68866237
		徐蔚昌	021-68866233	刘智景	021-68866233
中小股票		食品饮料		农业	
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476	张如	021-68866233
陈爱华	0755-82133397	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		固定收益与基金	
李然	0755-82130681	邱波	0755-82133390	李怀定	021-68866233
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	张旭	010-82254210
				杨涛	0755-82133339
金融工程		金融工程		金融工程	
葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297	焦健	0755-82131822
董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532	赵学昂	0755-82131822
戴军	021-68864585	林晓明	021-68866946		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn				