

[table_main]
农业综合 II

公司点评

新希望 (000876.SZ) / 19.18 元

六和盈利超预期，未来持续增长仍可待

事项

六和集团发布 2011 年三季度财务报表：1-9 月份实现营业收入 379.12 亿元，实现归属上市公司净利润 10.06 亿元，前三季度贡献新希望 EPS0.57 元。

主要观点

1. 六和集团前三季度盈利大幅增长 174%，

2011 年前三季度，六和集团实现税前利润 15.9 亿元，少数股东损益 4.2 亿，归属母公司净利 10.06 亿元，同比增长 174%，其中三季度单季盈利创历史新高，与上半年整体盈利（4.93 亿）持平，符合我们此前预测，我们认为六和业绩大幅增长的主要原因在于（1）饲料业务量利齐升，预计 1-9 月份六和集团饲料销量达到 900 万吨，单吨净利突破 65 元/吨；（2）苗种业务价格高位运行，盈利激增，预计贡献净利 4 亿元；（3）肉食业务受益成本下降，盈利继续好转。

2. 养殖规模化进程推进继续为六和饲料提供巨大增长空间

如根据进口豆粕量使用量反推，我国饲料总需求量在 3.5 亿吨左右，而 2010 年工业化饲料产量仅 1.62 亿吨，缺口来自于我国中小养殖户仍在大量使用自配料，与大型养殖厂通过长期使用工业化饲料来提升养殖效益不同，中小养殖户仅在养殖利润比较好的时候使用工业化饲料，因此从这个角度而言，饲料企业的发展与养殖规模化的密切相关，实际上饲料行业从 2007-2008 年开始增速明显加快，即受 2007 年肉鸡规模化（05 年年底和 06 年年初禽流感泛滥）和 2008 年生猪养殖规模化（06 至 07 年高致病性蓝耳病泛滥）提速的直接推动。

六和发展模式决定了其最为受益养殖规模化，六和赖以制胜的法宝“密集开发+保姆式服务”本质是强调对规模化养殖户的扶植和占领，六和“密集开发”战略与白酒中的洋河股份极为类似，并不片面追求全国市场占有率，而是强调每个市、每个县、每个乡 60-70% 甚至更高的占有率，从而使得公司的基地市场特别夯实，同时，依托自身强大的执行力和到位的销售激励，使得他们的基地市场稳扎稳打层层推进，而“保姆式服务”则通过技术、金融、市场等多重支持来保证养殖户专注于养殖本身而没有后顾之忧，从而孵化出规模化养殖厂。我们认为养殖规模化进程的推进将为六和饲料发展提供广阔的空间，未来六和饲料销量增速取决于六和模式下养殖户自身的扩张能力和六和模式对新养殖户的占领。

3. 完整产业链平滑周期性盈利波动

畜禽产品价格的周期性波动不可避免，我们预计 2012 年畜禽产品整体价格将面临回落风险，但行业盈利周期波动不代表六和盈利不增长，六和盈利的本质在于通过产业链的协同效应来平滑单个环节的利润波动，并通过占领和培育规模化养殖户来分享养殖户成长的收益。一般而言，产业链上饲料环节较为独立，我们认为饲料规模扩张和猪料占比提高将带动未来饲料单吨净利的进一步提升，而山东省内对农户自配料的替代和山东省外六和模式的快速异地复制将保证饲料销量的持续增长，我们预计这两部分的叠加将驱动六和饲料盈利能力

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：盛夏
Tel: 010-66500887
Email: shengxia@hczq.com

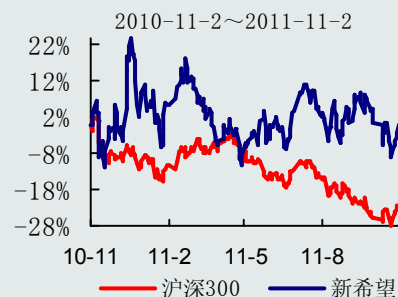
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	83237
流通 A 股/B 股(万股)	81502/0
资产负债率(%)	44.19
每股净资产(元)	5.70
市盈率(倍)	18.56
市净率(倍)	3.36
12 个月内最高/最低价	24.39/16.5

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《六和三季度盈利再创新高》	2011-10-28
《窗口已开，旗舰起航》	2011-09-15

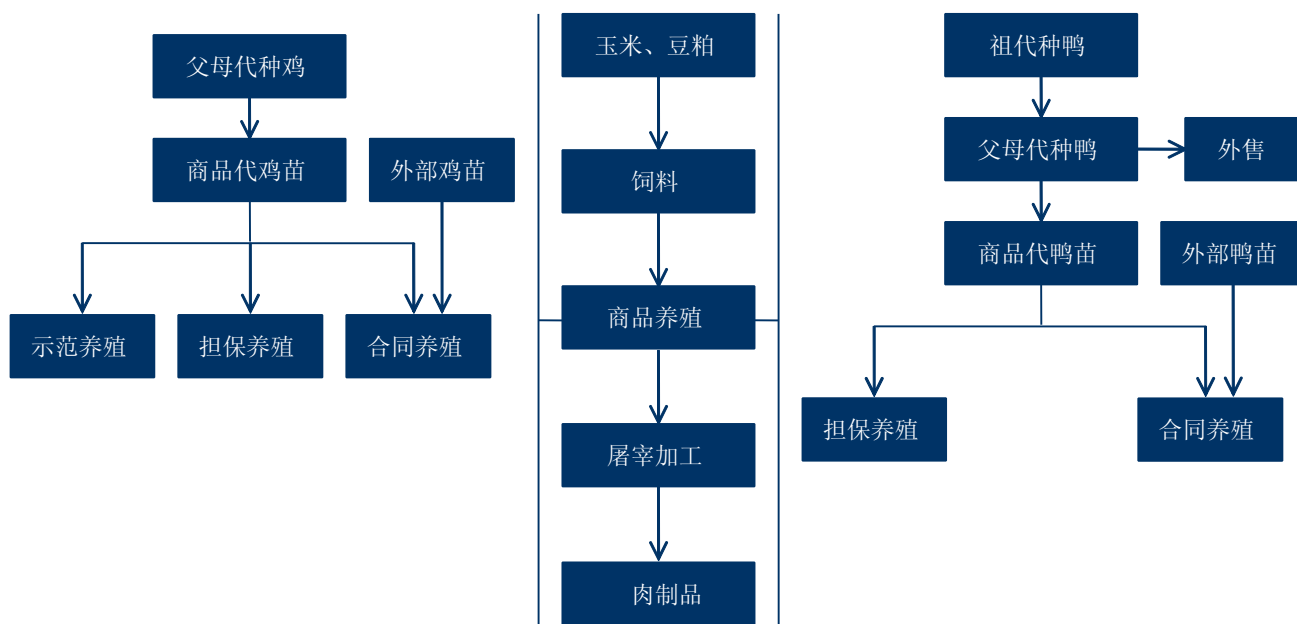
未来仍能保持20%以上的增长；苗种与肉食业务一般呈负相关的关系，我们预计2012年苗种价格将面临大幅下跌的风险，但是苗种价格下跌将通过成本下降来推动肉食业务盈利的上升。总体来看，我们预计未来六和总体盈利增速将不低于30%。

4. 维持“强烈推荐”评级

2010年六和集团的ROE(含少数股东损益和权益)为26.6%；2011年前三季度已达29.4%。如此高的ROE，源于饲料行业极高的周转率，以及六和采取的“质优价廉（低成本低价格）+近距离销售”策略，使得自身周转率快于行业。对于饲料行业的投资，我们认为1%-2%净利率并不能完全表达其投资价值，ROE或许是更恰当的观点。我们继续维持新希望2011-2013年EPS分别为1.4/1.6/1.85元，其中农牧主业EPS为0.85/1.00/1.15元，预计六和集团饲料总销量分别为1200/1400/1600万吨，维持“强烈推荐”评级。

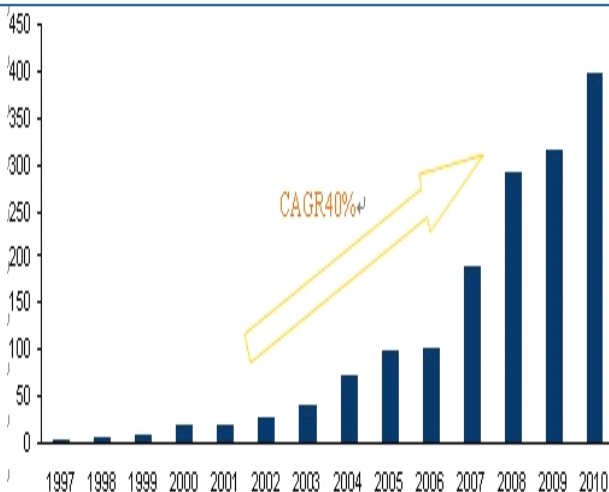
风险提示：1.养殖疫病风险；2.原料成本上升风险。

图表1 六和集团肉食产业链示意图



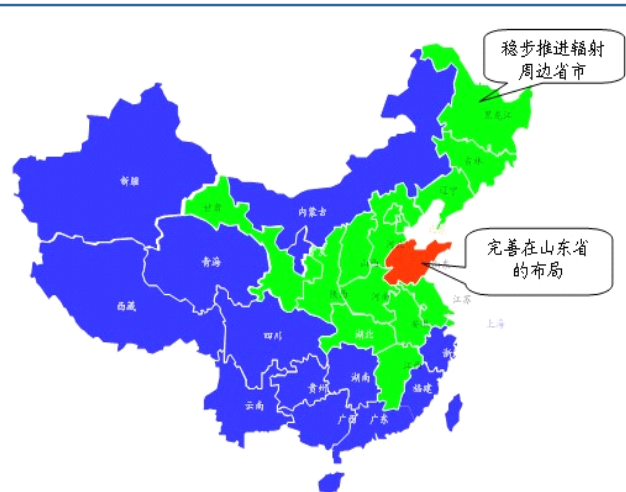
资料来源：公司公告、华创证券

图表2 六和销售收入复合增速高达40%



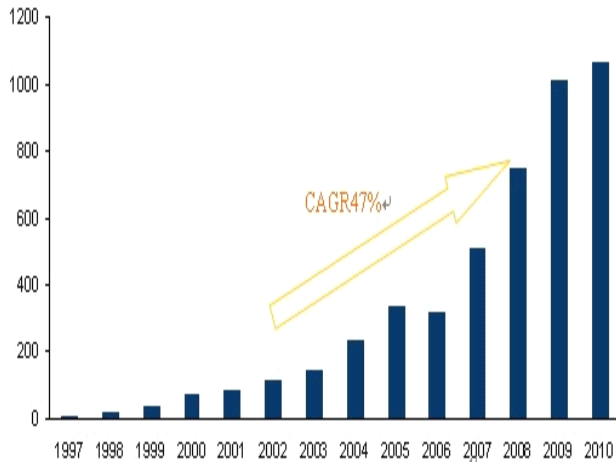
资料来源：公司公告、华创证券

图表3 六和集团深耕山东市场，布局“五北”



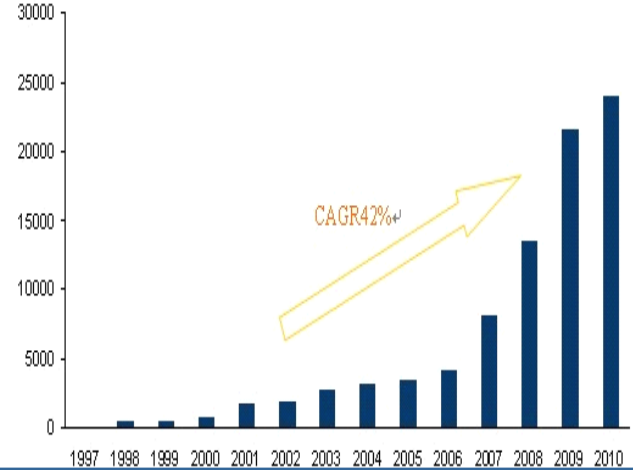
资料来源：公司公告、华创证券

图表 4 六和饲料销量复合增长率达到 47%



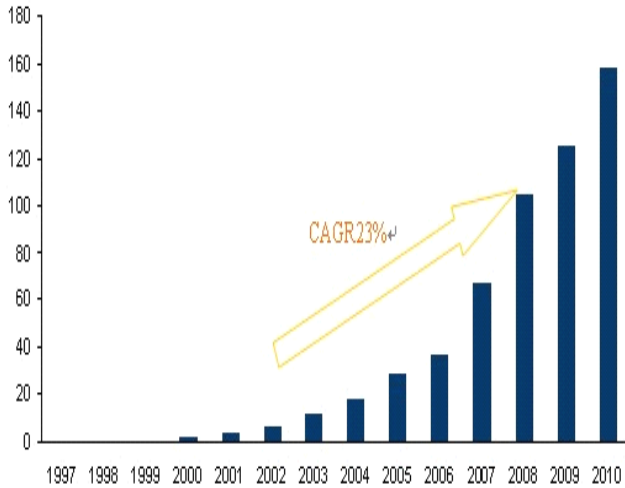
资料来源：公司公告、华创证券

图表 5 六和种苗销量复合增长率高达 42%



资料来源：公司公告、华创证券

图表 6 六和肉制品复合增长率高达 23%



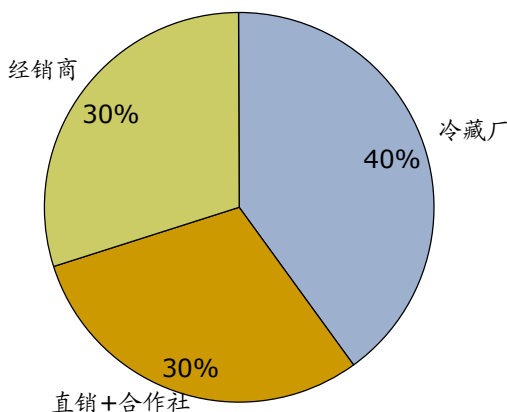
资料来源：中国人口发展中心、华创证券

图表 7 六和肉制品全国销售网络



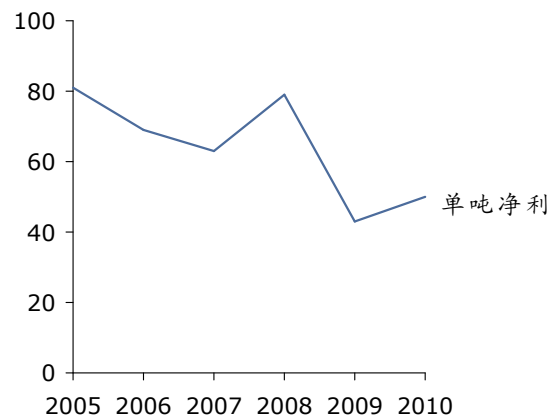
资料来源：国家统计局、华创证券

图表8 六和饲料直销占比70%



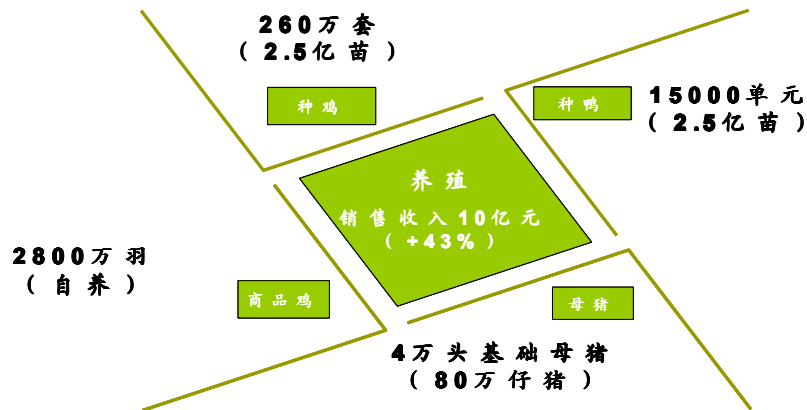
资料来源：公司公告、华创证券

图表9 六和饲料单吨净利润走势



资料来源：公司公告、华创证券

图表 10 六和集团养殖业务产能



资料来源：公司介绍、华创证券

图表11 六和集团肉禽加工产能

	生产线	日屠宰	日产量
肉鸡	19 条	75 万	1700 吨
肉鸭	40 条	170 万	4700 吨

资料来源：公司公告、华创证券

图表 12 六和发展战略目标（2014 年）

业务单元	战略目标
饲料业务	实现饲料销量翻一倍，即达到 2000 万吨，其中猪饲料占比要达到三分之一，即约 600 万吨
屠宰业	产能总规模至少达到 280 万吨（年屠宰肉禽 13—14 亿羽），熟食深加工产品销量 22 万吨
种苗业务	苗种屠宰自给率达到 50%，即 6-7 亿羽

资料来源：公司公告、华创证券

说明：因新希望注入资产暂未并表，我们报告中详细三表待并表后再附。

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558