

强烈推荐-A (维持)

新希望 000876.SZ

目标估值: 30-35 元

当前股价: 19.80 元

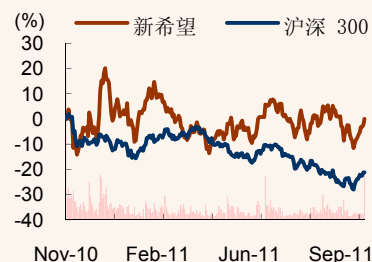
2011 年 11 月 4 日

基础数据

上证综指	2508
总股本(万股)	173767
已上市流通股(万股)	81502
总市值(亿元)	344
流通市值(亿元)	161
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	21.6
资产负债率	44.2%
主要股东	新希望集团有限公司
主要股东持股比例	21.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	6	-7
相对表现	-8	24	15



相关报告

- 1、《新希望(000876) - 出售房地产业务, 即迎重组收官》2011/10/28
- 2、《新希望(000876) - 千亿级航母即将起航》2011/9/13
- 3、《新希望(000876) - 中报靓丽, 重组完成后有望再超预期》2011/8/26
- 4、《新希望(000876) - 行业景气向好, 重组进展顺利》2011/6/24

黄琚

0755-82943241
huangji@cmschina.com.cn
S1090511040040

研究助理

胡乔
010-57601853
huqiao@cmschina.com.cn

重组完成, 六和及新希望农牧业绩再度超预期

新希望发布完成重大资产重组公告, 重组后前三季度备考归属母公司净利润高达 22.57 亿, EPS1.3 元, 六和集团及新希望农牧业绩再度超预期, 明年通过饲料销量、养殖量及屠宰量 20% 的增长, 净利润增长仍可达 20% 左右, 预计今明两年 EPS1.61 和 1.92 元, 农牧业务估值不到今年 15 倍, 重申强烈推荐评级。

- **重组收官, 今日新增股份上市, 前三季度 EPS1.3 元。**公司正式发布新增股份上市、重组完成等公告, 表明重组事项已经全部完成。公司新增 9.05 亿股份将于 11 月 4 日上市, 总股本变更为 17.38 亿股; 公司公布其 2011 年 1-9 月备考财务数据, 销售收入 507.87 亿, 净利润 22.57 亿, 分别较重组前增长 588% 和 162%, 净资产收益率由重组完成前的 19.86% 提高至重组完成后的 27.04%。
- **六和及新希望农牧业绩再次超预期, 预计全年达 1.61 元。**备考合并报表显示, 前三季度除原新希望业绩外(新希望三季报分析见《新希望(000876) - 出售房地产业务, 即迎重组收官》), 公司实现收入和归属母公司净利润 434 亿和 14 亿, 其中六和集团(指包括六和饲料 24% 股权, 下同) 12 亿, 其余 2 亿为新希望农牧和枫澜科技合计盈利。六和集团去年全年仅 7.45 亿, 前三季度业绩同比约增长 140% 及单季度净利润率创新高的 4.23% 成绩再度超预期, 我们将六和集团今年净利润 13 亿的预测提高到 14.5 亿; 同时新希望农牧收入和利润也实现 30% 以上的增长, 将净利润 1.6 亿的预测提高到 2 亿。
- **饲料销量、养殖量和屠宰量在庞大的基数上继续增长, 业务板块整合带来净利润率的提升, 从产业链看重重组后的新希望。**六和集团的三大业务板块为饲料、养殖、屠宰, 今年由于鸡苗、鸭苗的价格高企, 养殖板块利润超预期, 饲料板块由于存栏量的逐步回升, 正在走上坡路, 屠宰业务则因终端肉价的提升和毛鸡价格的回调, 单只盈利也在复苏中, 预计明年除了种苗单只盈利有所下滑, 其余都将迎来量价齐升的局面, 畜禽价格的周期性波动不可避免, 但公司的横向“猪-鸡-鸭”和纵向“种苗-饲料-屠宰”双重产业链将平滑单一环节和单一产品的盈利周期性; 重组正式完成后新希望股份、新希望农牧和六和整合也正式开始, 三百多家分、子公司将按照北中国事业区、南中国事业区、海外事业区设置区块, 在各事业区之下, 归置和强化新希望农牧、六和集团、新希望股份分别运营成熟的片区, 新希望本部国内的饲料和屠宰业务有望从亏损状态提升到六和饲料和屠宰的盈利水平, 为公司未来三年利润增长的重要贡献。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	6797	58990	69608	82138	94458
同比增长	-6%	768%	18%	18%	15%
营业利润(百万元)	518	2098	3922	4734	5665
同比增长	73%	305%	87%	21%	20%
净利润(百万元)	409	1522	2803	3339	3993
同比增长	79%	272%	84%	19%	20%
每股收益(元)	0.24	0.88	1.61	1.92	2.30
PE	84.2	22.6	12.3	10.3	8.6
PB	9.9	3.7	3.1	2.5	2.1

资料来源: 招商证券

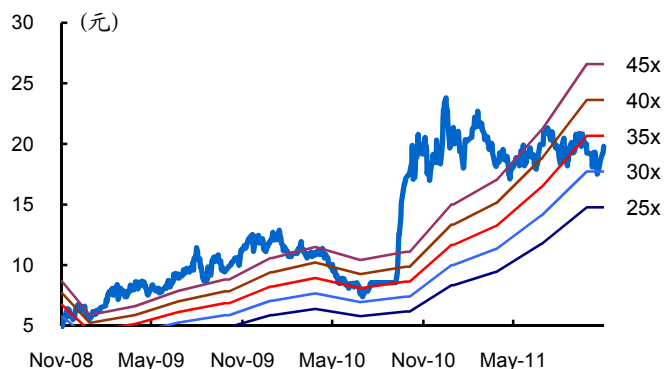
- 上调盈利预测至 1.61、1.92 和 2.30 元，上调目标区间至 30-35 元，维持“强烈推荐-A”投资评级：我们将 2011-13 年 EPS 从 1.38、1.63 和 1.93 元上调至 1.61、1.92 和 2.30 元，分别上调 16%、18%、19%。其中民生银行投资收益为 0.57、0.73、0.85 元（因民生银行三季报超预期，从原预测 0.51、0.59、0.68 元分别上调 12%、23%、26%），农牧业务为 1.03、1.19、1.44 元（原预测为 0.87、1.04、1.25 元，分别上调 19%、15%、15%），给予银行 8 倍和农牧业务 25 倍 PE，对应 11、12 年 EPS 计算出合理估值区间为 30-35 元，目前金融业务及农牧业务估值均低于行业平均，重申强烈推荐 A 的评级。
- 风险提示：重组后整合与管理难度加大；畜禽养殖利润波动加大。

表 1、新希望重组前后分业务盈利预测简表

净利润（单位：亿元）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
1、原新希望股份	2.29	4.09	5.79	11.35	13.30	15.83
其中：民生银行投资收益	2.94	4.13	6.17	9.95	12.60	14.83
原农牧业务	0.13	0.49	0.47	0.50	0.70	0.80
肉食品加工	(0.84)	(0.64)	(0.39)	(0.10)	0.00	0.20
新希望地产（出售）	0.28	0.18	0.01	1.00	-	-
新希望乳业（置出）	(0.23)	(0.08)	(0.47)	-	-	-
2、六和集团（包括六和股份）	6.61	5.03	7.63	14.49	17.39	20.87
4、新希望农牧	1.09	1.16	1.40	1.96	2.55	3.06
5、枫澜科技（75%）	0.04	0.04	0.04	0.10	0.11	0.12
重组后新希望股份	10.04	10.32	15.16	27.91	33.35	39.88
股本	17.37	17.37	17.37	17.37	17.37	17.37
EPS	0.58	0.59	0.87	1.61	1.92	2.30
其中：民生银行投资收益	0.17	0.24	0.36	0.57	0.73	0.85
农牧业务	0.41	0.36	0.52	1.03	1.19	1.44

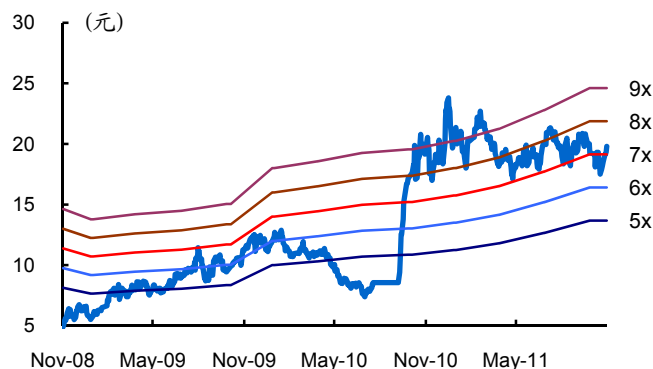
资料来源：公司公告，招商证券，注：“民生银行投资收益”一项经过调整，此数为扣除投资民生银行资金利息后的投资收益。

图 1、新希望历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 2、新希望历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

参考报告:

- 1、《新希望（000876）- 出售房地产业务，即迎重组收官》2011/10/28
- 2、《新希望（000876）- 千亿级航母即将起航》2011/9/13
- 3、《新希望（000876）- 中报靓丽，重组完成后有望再超预期》2011/8/26
- 4、《新希望（000876）- 行业景气向好，重组进展顺利》2011/6/24
- 5、《新希望（000876）跌停点评暨担保鸡模式解析》2010/10/18
- 6、《新希望（000876）- “担保鸡”模式，革命性创举》2010/9/27
- 7、《新希望（000876）- 世界级农牧企业浮出水面》2010/9/20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1667	9203	10898	11544	14553
现金	641	3148	4500	4000	5888
交易性投资	53	27	27	27	27
应收票据	1	13	15	18	21
应收款项	108	590	626	739	850
其它应收款	41	481	568	670	771
存货	717	3733	4491	5300	6088
其他	107	1210	669	790	907
非流动资产	6789	12300	14811	15915	16965
长期股权投资	4861	6815	7496	7496	7496
固定资产	1375	3632	5775	6934	8034
无形资产	195	532	479	431	388
其他	359	1321	1060	1053	1046
资产总计	8457	21503	25709	27459	31518
流动负债	1794	7087	8540	7010	7146
短期借款	1109	2585	3687	1503	1000
应付账款	274	1697	1970	2325	2671
预收账款	113	510	592	698	802
其他	298	2297	2291	2484	2672
长期负债	2038	2501	2501	2501	2501
长期借款	1200	1652	1652	1652	1652
其他	838	850	850	850	850
负债合计	3832	9589	11041	9511	9647
股本	757	1738	1738	1738	1738
资本公积金	1317	1216	1216	1216	1216
留存收益	1388	6241	8203	10540	13336
少数股东权益	1162	2719	3511	4453	5581
母公司所有者权益	3463	9195	11157	13494	16290
负债及权益合计	8457	21503	25709	27459	31518

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	156	12	3253	3109	3724
折旧摊销	409	1522	2803	3339	3993
财务费用	0	0	312	392	446
投资收益	0	0	315	180	143
营运资金变动	0	0	(1138)	(1257)	(1508)
其它	0	0	103	(508)	(497)
投资活动现金流	(252)	(1510)	858	962	1146
资本支出	(182)	(280)	(2831)	(1500)	(1500)
其他投资	0	0	(2400)	(1500)	(1500)
筹资活动现金流	(182)	(280)	(431)	0	0
借款变动	113	342	930	(2109)	(335)
普通股增加	0	0	947	(2184)	(503)
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	0	0	(841)	(1002)	(1198)
现金净增加额	113	342	823	1077	1365

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6797	58990	69608	82138	94458
营业成本	6088	55440	64388	75977	87279
营业税金及附加	14	0	0	0	0
营业费用	400	960	1133	1337	1537
管理费用	216	880	988	1166	1341
财务费用	187	258	315	180	143
资产减值损失	14	30	0	0	0
公允价值变动收益	2	(4)	(4)	0	0
投资收益	636	680	1142	1257	1508
营业利润	518	2098	3922	4734	5665
营业外收入	33	172	180	150	160
营业外支出	13	80	70	80	80
利润总额	538	2190	4032	4804	5745
所得税	7	238	438	522	624
净利润	531	1952	3594	4282	5121
少数股东损益	122	430	791	943	1127
母公司所有者净利润	409	1522	2803	3339	3993
EPS (元)	0.24	0.88	1.61	1.92	2.30

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-6%	768%	18%	18%	15%
营业利润	73%	305%	87%	21%	20%
净利润	79%	272%	84%	19%	20%
获利能力					
毛利率	10.4%	6.0%	7.5%	7.5%	7.6%
净利率	6.0%	2.6%	4.0%	4.1%	4.2%
ROE	11.8%	16.6%	25.1%	24.7%	24.5%
ROIC	10.0%	12.9%	18.9%	20.8%	21.1%
偿债能力					
资产负债率	45.3%	44.6%	42.9%	34.6%	30.6%
流动比率	0.9	1.3	1.3	1.6	2.0
速动比率	0.5	0.8	0.8	0.9	1.2
营运能力					
资产周转率	0.8	2.7	2.7	3.0	3.0
存货周转率	8.8	24.9	15.7	15.5	15.3
应收帐款周转率	62.5	168.9	114.4	120.3	118.9
应付帐款周转率	22.2	56.3	35.1	35.4	34.9
每股资料(元)					
每股收益	0.24	0.88	1.61	1.92	2.30
每股经营现金	0.09	0.01	1.87	1.79	2.14
每股净资产	1.99	5.29	6.42	7.77	9.37
每股股利	0.10	0.10	0.48	0.58	0.69
估值比率					
PE	84.2	22.6	12.3	10.3	8.6
PB	9.9	3.7	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	59.4	19.7	10.8	9.2	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，6年证券从业经验，现于招商证券从事农业研究。

胡乔：上海交通大学生物专业学士、硕士，先正达公司两年农业行业经历，2010年加入招商证券从事农业研究。

张伟伟：中国人民大学金融学硕士，两年中粮集团工作经验，2011年加入招商证券从事农业研究。

招商证券农业研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师农林牧渔行业 2005 年度第三名、2006 年度第五名，《证券市场周刊》卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业 2010 年度第五名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。