



农业/必需消费

新希望 (000876)

变身最大的全产业链农业上市公司

资产出售、资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案点评



秦军

021-38676768

qinjun@gtjas.com

S0880206080312

本报告导读:

本次发行本质上是高 PE 股票收购低 PE 资产，对现有流通股是重大利好！合理股价区间 13.02-16.91 元，均衡股价区间很可能接近上限，12-13 元区间有较大参与价值。

摘要:

- **变身最大的全产业链农业公司。**发行完成后的新希望相当于发行前的饲料、屠宰加上六和、南方希望的业务，预计 2010 年收入 520 亿，成为 A 股农业板块的巨无霸！
- **对流通股是重大利好。**新希望将以 8 元发行 9.125 亿股新股支付资产置换的对价，置入资产市盈率 11 倍，显著低于目前市场交易市盈率，是高 PE 股票收购低 PE 资产的案例，对目前的流通股是重大利好。
- **合理股价测算思路。**民生银行始终是新希望估值的重要因素，我们采取分部估值，以新希望发行后主业利润为基础对主业估值，加上其持有的民生银行股份市值，得到总市值。
- **均衡股价可能接近上限。**根据谨慎、乐观两种测算，得到新希望复牌后合理股价区间为 13.02-16.91 元，由于停牌期间农业股连续上涨、通胀预期强化等因素，我们认为均衡价格区间将显著高于谨慎测算的结果，可能为 15-16 元或者更高。
- **短期参与价值何在？**如果新希望在 12-13 元区间附近打开涨停板，具有较大的短期参与价值

评级: **增持**

上次评级: 首次

目标价格: **16.91**

上次预测:

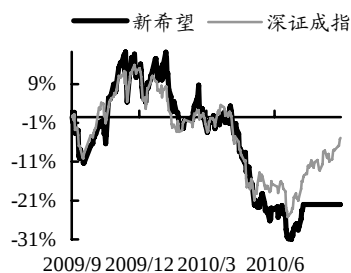
当前价格: 9.42

2010.09.13

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.78-14.90
总市值 (百万元)	7,841
总股本/流通 A 股 (百万股)	832/815
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	15

52 周内股价走势图



1. 预案主要内容

新希望自 7 月 22 日停牌一个多月后，推出一个规模庞大、内容庞杂的资产出售、资产置换及发行股份购买资产的方案。其主要内容包含三方面：

- 1、发行股份收购六和集团 100% 股份及六和股份 24% 股份，使其成为新希望的全资子公司、孙公司；
- 2、将新希望乳业 100% 权益与新希望农牧 100% 权益进行置换，差额部分发行股份补足；
- 3、剥离房地产业务，将相关公司股权出售；购买枫澜科技 75% 权益。

其中上述 1、2 为本次交易的核心

2. 复牌股价区间测算

2.1. 谨慎预期

- 1、主要思路：我们用预案中提供的备考利润，减去民生银行的利润贡献，给予相应的估值倍数，得出主业市值。再加上目前新希望所持民生银行股份的市值，得出总市值。除以本次发行后预计的总股份数量，得出合理股价。
- 2、基础假设：新希望发行后 2011 年备考净利润 12.5 亿元；民生银行业绩预测采用国泰君安研究员的预测 2010/11 年分别为 0.65/0.80 元；新希望主业估值给予 2011 年 35 倍 PE，这是目前重点农业股估值的上限区间。
- 3、基于备考利润的基础上，我们测算的合理股价依赖于两大变量：民生银行业绩贡献、主业估值倍数。如下表，我们得出新希望复牌后的合理股价为 13 元，较停牌时 8.56 元股价有 51% 的上涨空间。

序号	项目	单位	2010 年	2011 年
(1)	持有民生银行股份	亿股	13.34	13.34
(2)	民生银行 EPS	元	0.65	0.80
(3)	民生银行权益利润((1)*(2)*75%) (注 1)	亿元	6.50	8.00
(4)	新希望备考利润	亿元	10.65	12.50
(5)	新希望主业利润((3)-(4))	亿元	4.15	4.50
(6)	主业估值倍数			35.00
(7)	新希望主业市值((5)*(6))	亿元		157.45
(8)	民生银行股价	元		5.22
(9)	持有民生股份市值((8)*(1))	亿元		69.61
(10)	新希望总市值((7)+(9))	亿元		227.06
(11)	本次发行后总股本	亿股		17.45
(12)	合理股价((10)/(11))	元		13.02

注 1：新希望持有新希望投资 75% 权益，新希望投资为民生银行第一大股东

2.2. 乐观预期

- 1、基本思路：使用公告中对置入资产的盈利预测，加上原饲料、屠宰的盈利，减去置出的乳业、地产盈利，得到发行后的主业盈利，乘以估值倍数之后，加上所持有民生银行股份市值，得到总市值。
- 2、置入资产 10/11 年盈利使用公告的 6.5/7.6 亿元，饲料、屠宰盈利根据中报预测为 -1.0/-0.8 亿元，乳业、地产盈利 -0.11/0.36 亿元，主业 2011 年估值倍数仍采用 35 倍。
- 3、此种预测方法，实际上对民生银行的利润贡献采取了更加保守的预测，但由于民生银行权益采取市值估价，对最终结果没有影响。
- 4、乐观预期的测算如下表所示，结果基于两大变量：原饲料、屠宰业务的盈利预测，主业的估值倍数，我们得出合理股价为 16.91 元，较停牌前股价翻倍。

序号	项目	单位	2010 年	2011 年
(1)	置入资产盈利预测	亿元	6.50	7.60
(2)	置出资产 (地产+乳业) 盈利	亿元	-0.11	0.36
(3)	盈利净增加((1)-(2))	亿元	6.61	7.24
(4)	原饲料、屠宰肉制品盈利	亿元	-1.00	-0.80
(5)	发行后主业盈利((3)+(4))	亿元	5.61	6.44
(6)	估值倍数			35.0
(7)	主业市值((5)*(6))	亿元		225.40
(8)	民生银行股价	元		5.22
(9)	持有民生银行股份	亿股		13.34
(10)	持有民生股份市值((8)*(9))	亿元		69.61
(11)	新希望总市值((7)+(10))	亿元		295.01
(12)	本次发行后总股本	亿股		17.45
(13)	合理股价((11)/(12))	元		16.91

3. 我们的观点

- 1、根据对置入、置出资产的估价，新希望需支付 73 亿元的对价，按 8 元发行价，需定向发行 9.125 亿股。发行新股对应的资产 2010 年市盈率为 11 倍，显著低于目前农业股的交易市盈率。从本质上看，这是一个高 PE 股票收购低 PE 资产的案例，对目前的流通股是显著利好！
- 2、本次交易完成后的新希望，相当于交易前的“原饲料、屠宰+南方希望+六和”的组合，其业务涵盖饲料、养殖、食品等产业链主要环节，收入规模超过 500 亿元，将成为 A 股收入规模最大的农业类上市公司，但仍然没有从根本上扭转业绩依赖民生银行的局面，即便是在乐观预期下，民生银行投资收益占净利润比例仍然接近一半。
- 3、在农业股持续上涨 2 个多月之后，估值较低的农业股已几近绝迹，复牌后的新希望肯定会成为新的热点。上述两种测算方法，我们倾向于认为乐观预期更能得到市场的认可。我们认为复牌后的新希望的股价水平会明显高于谨慎测算结果（13.02 元），最终的均衡交易价格很可能在 15-16 元的区间或者更高。
- 4、从上述结论出发，我们认为如果新希望在 12-13 元区间附近打开涨停板的话，具有较大的短期参与价值。

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，需在允许的范围内使用，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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		