

新希望 (000876.SZ) 饲料行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈振志

分析师 SAC 执业编号：S1130511030027

(8621)61038213

chenzhzh@gjzq.com.cn

资产重组获得有条件通过

事件

新希望发布公告：（1）公司的资产重组获得证监会有条件通过；（2）公司目前尚未收到证监会的相关核准文件，待收到相关核准文件后将另行公告。

评论

事件对公司影响正面：（1）资产重组完成后，公司除继续保留对民生银行的投资外，其主营业务将全部集中于农牧业务，并将形成饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品的产业一体化经营，成为国内规模最大的农牧上市公司。

（2）在重组完成后，各项资产对上市公司收入贡献的排序依次为六和集团（并表六合股份）>新希望农牧>上市公司原有农牧资产>枫澜科技。六和集团是收入贡献比重最大的一块资产，主营收入约占 74%，主营毛利约占 68%。从业务细分来看，饲料业务将是公司未来收入的主要来源，其次是屠宰及肉制品业务，营业利润占比约分别为 71%和 20%。在目前时点投资新希望，很大程度上就是投资六和集团未来的成长。

六和集团是行业的领导者与整合者。六和集团饲料业务在山东的市场份额为 46%，全国市场份额为 7.2%，是国内最大的饲料生产企业。凭借规模优势和成本优势，公司饲料业务过去的年平均增速高达 40%，大幅高于 7.7%的行业平均水平，市场份额不断提升，是行业的领导者与整合者。

六和集团未来的成长性主要体现在：

（一）可以继续做大的山东市场。饲料产品的销售半径平均为 150-200 公里。由于销售半径和原料资源等限制，山东区域外的竞争对手进入山东市场要比公司承担更高的成本，从而给该市场构筑了进入壁垒。我们认为公司目前在山东市场已形成合围之势，凭借规模优势和价格优势，继续做大山东市场指日可待。

（二）河南、河北和辽宁等市场与山东市场同质性强，六和集团在上述市场成功复制山东模式的概率很大。（1）相似的原料产地和终端市场资源，利于公司复制成本优势和微利策略；（2）相似的禽畜养殖密度和交通运输密度，利于公司复制密集开发策略；（3）较低的市场集中度利于公司发挥规模领先优势；（4）河南、河北与山东三省接壤，相似的养殖习惯利于公司复制服务营销的策略。

从行业的角度来看，今年饲料行业景气回升为六和集团业绩增长营造了良好的经营环境。从 2010 年 3 季度开始，饲料行业的平均增速已经开始逐步回升。截止今年 3 月，饲料加工行业收入同比增长 32%。而上市饲料企业今年 1 季度的营业收入也同比增长 25.2%（其中新希望增长 33%），已经高于去年全年 20.8%的平均增速。我们保守预计今年的行业平均增速有望达到 35%-40%。

投资建议

按公司重组后的架构测算，公司 2011-2013 年的净利润分别为 18.28 亿元、21.32 亿元和 25.22 亿元，EPS 分别为 1.05 元、1.23 元和 1.45 元。

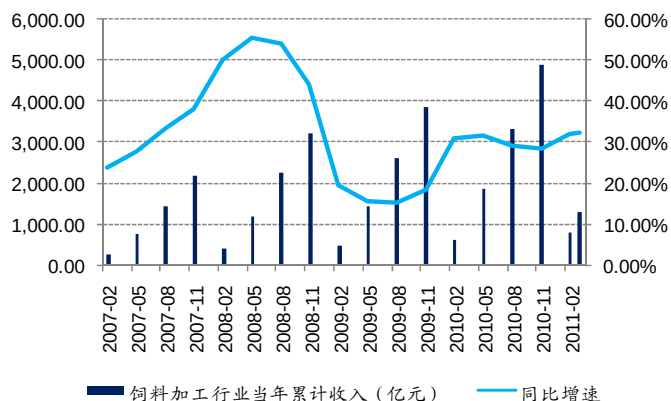
我们重申对公司“买入”的投资评级，目标价 22.57 元-25.10 元，对应 2011 年 21.45-23.86 倍 PE。

图表1：新希望按重组后架构测算的盈利情况

	净利润（单位：百万元）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
原有	原新希望股份净利润	228.61	408.61	579.48	766.45	1,004.05	1,211.64
	其中：民生银行投资收益	348.91	452.99	658.25	827.85	1,052.42	1,299.33
置入	六和集团（100%）	556.45	427.69	637.19	784.50	852.98	995.53
	六和股份（其中76%的净利润已经算进六和集团）	437.43	314.55	344.99	374.40	381.70	420.19
	新希望农牧（100%）	109.48	115.73	140.68	182.22	175.02	204.23
	枫澜科技（75%）		5.60	6.28	6.97	9.67	10.64
	置入合计	770.91	623.11	865.38	1,061.81	1,126.87	1,308.58
剥离	原新希望乳业（100%）	(19.61)	4.27	(8.07)	(9.15)	(10.38)	(11.08)
	成都新希望实业（51%）	28.33	18.42	18.42	18.42	18.42	18.42
	四川新希望实业（51%）	(0.22)	(0.17)	(0.17)	(0.17)	(0.17)	(0.17)
	剥离合计	(5.27)	13.58	1.24	0.16	(1.07)	(1.78)
	按照重组后的架构合计	1,004.79	1,018.14	1,443.62	1,828.10	2,131.99	2,522.00
	重组后的总股本（百万股）			1,737.67	1,737.67	1,737.67	1,737.67
	按照重组后的架构EPS			0.83	1.05	1.23	1.45

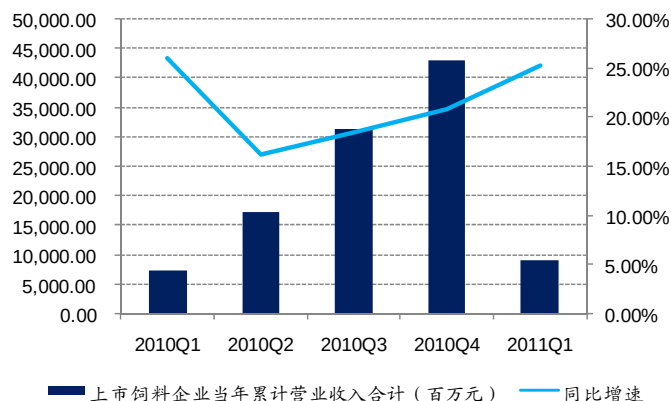
来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：饲料加工行业今年前3月收入同比增长32%，增速从去年下半年开始持续回升



来源：聚源数据、公司公告、国金证券研究所、注：此处统计的上市公司含新希望、天康生物、天邦股份、正邦科技、正虹科技、海大集团、大北农和通威股份

图表3：上市饲料公司今年1季度的营业收入同比增长25%，增速持续回升



历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-08-31	买入	9.83	N/A
2	2009-11-01	买入	10.68	N/A
3	2011-03-02	买入	21.70	22.57 ~ 25.10
4	2011-04-29	买入	17.58	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室