

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

资产重组获得证监会核准

事件

新希望发布公告：（1）资产重组及公司股东申请豁免要约收购事宜获得证监会核准；（2）公司将按照核准文件要求及公司股东大会的授权，尽快办理本次重大资产重组标的资产交割及定向发行股份的相关事宜。

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資外，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，营业利润占比分别为 71%和 20%。**六和集团将是公司重组后农牧业务的主要盈利来源。**

行业景气回升有望带动六和集团未来盈利趋好，甚至有超预期的可能性。进入下半年以来，在养殖行业高景气的带动之下，7 月份的生猪存栏量和能繁母猪存栏量同比增速分别从年初的-2.18%和-2.67%上升至 4.87%和 3.37%，而从环比趋势来看，生猪和能繁母猪存栏量环比增速在 7 月份也出现了明显的加速迹象，环比增速分别提升至 1.4%和 1.1%。在养殖业高景气 and 生猪存栏明显回升的带动之下，预计公司饲料业务下半年有望进一步趋好。

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。

投资建议

按照重组完成后的资产架构计算，预计公司 2011 年和 2012 年的净利润分别为 1906.93 百万元和 2236.9 百万元，EPS 分别为 1.1 元和 1.29 元。

目前股价对应摊薄后 18.86x11PE/16.08x12PE，在饲料股中处于较低的估值水平，维持对公司“买入”的投资评级，目标价 22.57 元-25.10 元。我们重新前期观点，存栏量可以作为饲料股价的先行指标，近期生猪存栏量的明显回升有望成为饲料股价的催化剂，建议投资者近期积极跟踪存栏量走势和关注饲料股的投资机会。

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	845.28	1,108.97	1,215.65
	其中：民生银行投资收益	348.91	452.99	658.25	908.98	1,158.84	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	1,906.93	2,236.90	2,526.01
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	1.10	1.29	1.45

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-11-01	买入	10.68	N/A
2	2011-03-02	买入	21.70	22.57 ~ 25.10
3	2011-04-29	买入	17.58	N/A
4	2011-07-05	买入	20.93	N/A
5	2011-07-14	买入	21.25	N/A
6	2011-08-26	买入	19.48	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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
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: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B