



东兴证券
DONGXING SECURITIES

重组获批 饲养高景气下农牧旗舰腾飞

——新希望（000876）重大资产重组获批公告点评

2011年9月15日

强烈推荐/首次

新希望

事件点评

刘家伟	执业证书编号：S1480510120001		
联系人：王昕	wangxin@dxzq.net.cn	010-66554015	wangxin200810@hotmail.com

事件：

公司公告收到中国证券监督管理委员会《关于核准四川新希望农业股份有限公司重大资产重组及向四川南方希望实业有限公司等发行股份购买资产的批复》，重大资产重组获得中国证监会核准。

观点：

1. 资产重组获通过 农牧产业巨头浮出水面

公司通过乳业与农牧置换；发行股份购买六和集团、六和股份和枫澜科技；出售成都新希望实业和四川新希望实业等，实现了集团旗下主要农牧资产的强强联合，使得上市公司成为国内规模最大，具备国际竞争力的行业龙头企业。

表 1：公司重大资产重组项目

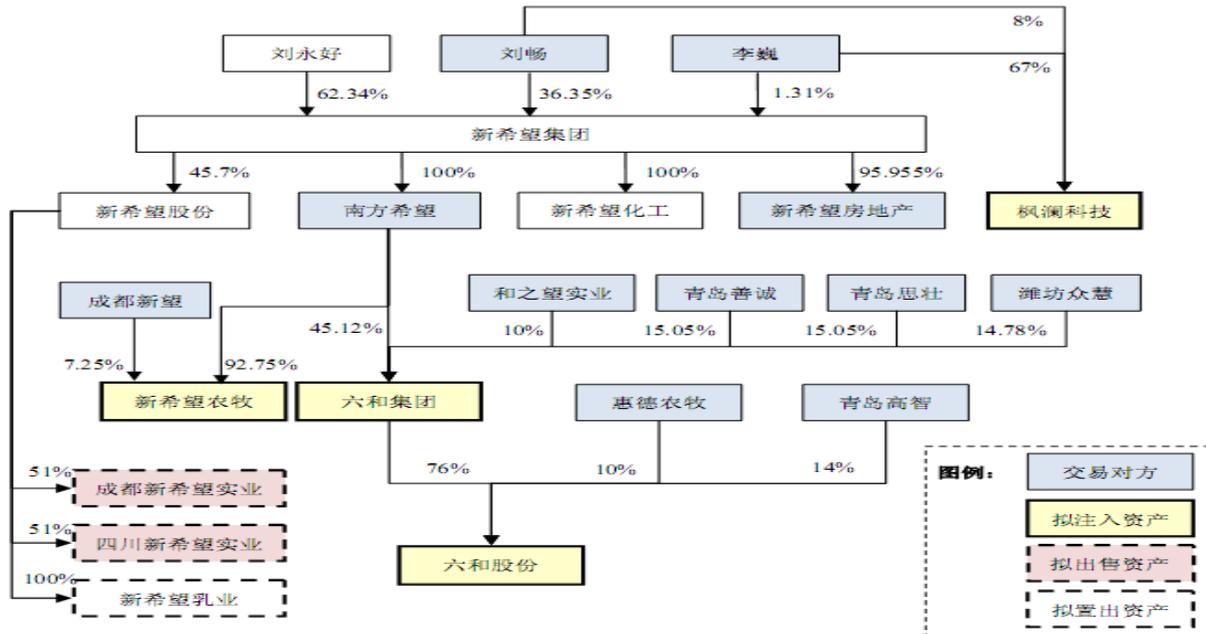
	发行股份数量（股）	涉及公司及个人	重组后效果
资产置出		公司拟以持有的新希望乳业控股有限公司 100%股权与四川南方希望实业有限公司合法持有的四川新希望农牧有限公司 92.75%股权进行资产置换，资产置换差额由本公司向南方希望发行股份支付	
发行股份	403916262	四川南方希望事业有限公司	发行股份购买该等公司合计拥有的山东六和集团 100%股权
购买资产，	99059312	青岛善诚投资咨询有限公司	
（拟向特	99059312	青岛思壮投资咨询有限公司	
定对象发	65820141	青岛和之望实业有限公司	
行不超过	97282168	潍坊众慧投资管理有限公司	
9.1 亿股人	13755873	成都新旺投资有限公司	发行股份购买新希望农牧 7.25%的股权，取得对其 100%股权
民币普通	5663024	李巍	购买其合计拥有的成都枫澜科技有限公司 75%股权
股)	676182	刘畅	
	70038381	青岛高智事业投资有限公司	发行股份购买其合计拥有的六和饲料股份有限公司 24%的股份
	50027415	山东惠德农牧科技有限公司	
资产出售		公司拟将拥有的成都新希望实业投资有限公司 51%股权、四川新希望实业有限公司 51%股权出售给四川新希望房地产开发有限公司，四川新希望房地产开发有限公司以现金支付	

资料来源：东兴证券研究所

我们认为此次重大资产重组获批将有如下三点积极效应：一是解决了公司与南方希望的潜在同业竞争，实现了上市公司的可持续发展。原上市公司与南方希望下属的新希望农牧、六和集团均从事饲料生产及屠宰肉制品加工业务，本次重组的实施将南方希望下属全部农牧资产注入上市公司，彻底解决了南方希望与上市公司之间存在的潜在同业竞争问题，同时也打开了上市公司进一步发展的市场空间。二是新希望农牧、六和集团

和原有上市公司均涉及饲料、养殖屠宰和肉制品加工，重组的实施有利于上市公司打造“饲料加工-养殖-屠宰-肉制品加工”完整产业链，形成国内规模最大、产业链最完整、产品覆盖面最广的农牧类上市公司，公司的行业竞争力和抗风险能力将得到极大的提升。三是房地产业务资产和盈利能力较弱的乳业资产的剥离，有利于公司合理调配资源，专注于农牧行业发展，提高整体盈利水平。

图 1：资产重组相关分子公司结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：公司重大资产重组前后主要股东持股变化

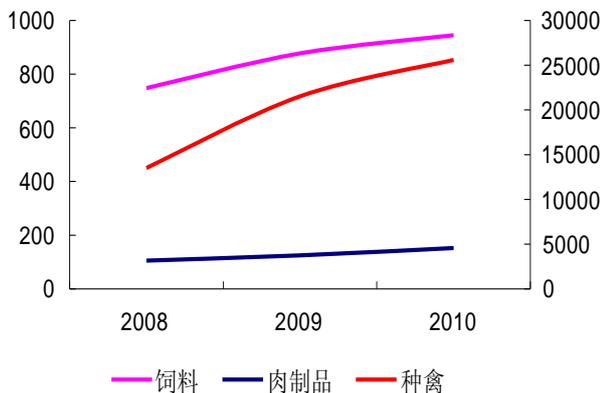
股东名称	重组前		重组后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
新希望集团	38035	45.70%	38035	21.85%
南方希望	-	-	40586	23.32%
李巍	70	0.08%	656	0.38%
刘畅	40	0.05%	11	0.06%
成都新望	-	-	1387	0.80%
青岛善诚	-	-	9914	5.70%
青岛思壮	-	-	9914	5.70%
潍坊众慧	-	-	9736	5.59%
和之望实业	-	-	6588	3.78%
青岛高智	-	-	7018	4.03%
惠德农牧	-	-	5013	2.88%
其他股东	45202	54.30%	45202	25.97%
股份合计	83237	100.00%	174048	100.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 六和集团是国内饲料龙头 重组将加强饲养一体化格局

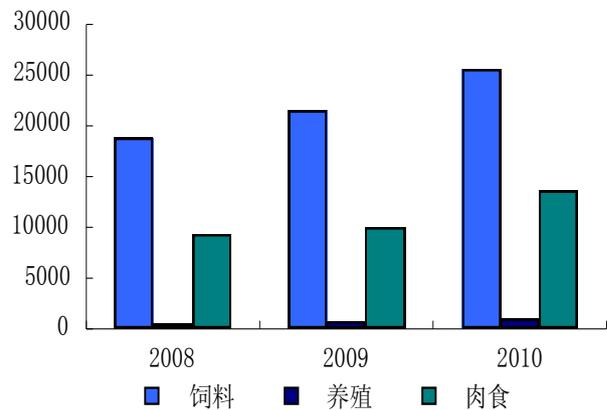
六和集团及六和股份近年来主要通过“合资合作、租赁经营、统一管理、片区运作”的运作模式实现了业务规模的快速扩张和市场占有率的迅速提高，目前六和集团（含六和股份）旗下已拥有超过 230 家分、子公司，形成了产业一体化经营格局。六和集团各项业务毛利占比从大到小依次为饲料、肉食和养殖，其中饲料占比接近 70%，是公司主要利润来源。08-10 年六和饲料销量分别为 748 万吨、877 万吨和 945 万吨，在山东地区市场占有率接近 50%，全国 7%左右，我们认为在“微利经营、近距离密集开发和服务营销”的策略下，六和饲料将以精耕山东市场为基础，进一步以薄利原则向省外扩张，通过可靠的产品和服务营销来扩张市场。在养殖和屠宰加工方面，六和集团目前已形成以肉鸡、肉鸭为核心，从原料贸易、种苗、饲料生产、畜禽养殖到食品加工、深加工及相关产业于一体的产业链，重组完成后公司一体化经营模式将更加清晰，上游饲料业务较为稳定的经营特性将削弱养殖波动风险，下游屠宰及肉制品加工业务可以对养殖业务的经营波动进行一定的平抑与对冲，未来随着随着养殖业逐渐向规模化、有序化发展，产业链完整、规模化生产的企业将会具备更大优势。

图 2：六和集团各项业务销量



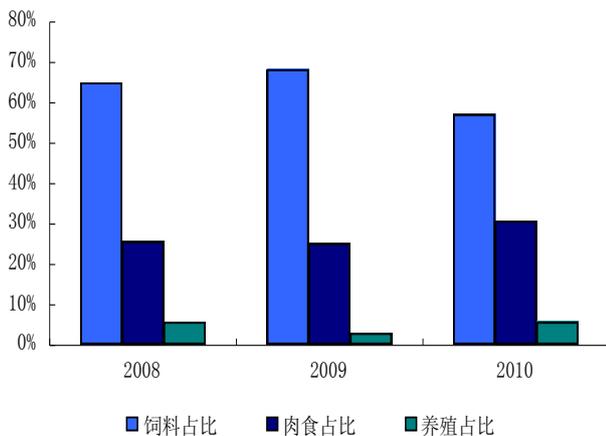
资料来源：公司公告 东兴证券研究所 单位：万吨、万只

图 3：六和集团各项业务收入



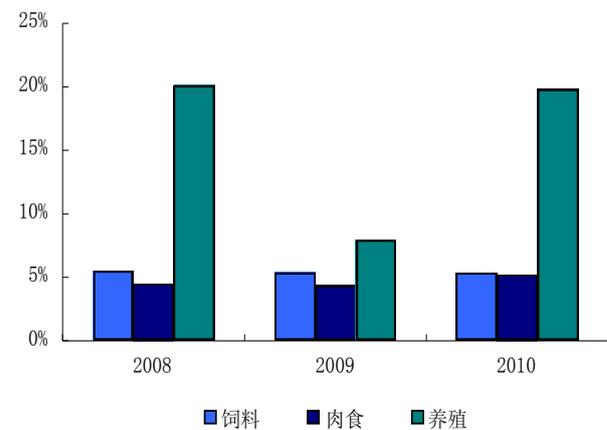
资料来源：公司公告 东兴证券研究所 单位：百万元

图 4：六和集团各项业务毛利额占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：六和集团各项业务毛利率



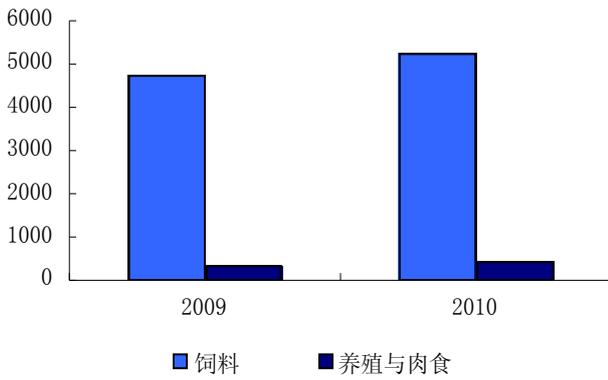
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

3. 新希望农牧打造生猪产业链，枫澜科技独辟蹊径

新希望农牧是新希望集团旗下除上市公司和六和集团外另一主要农牧业务平台，与六和集团以禽类为主不同的是，新希望农牧致力于打造以猪产业为核心的集饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工三大业务的一体化产业链。新希望农牧三大业务中饲料收入和毛利占比在 90%以上，我们认为这部分业务可学习六和模式，再结合新希望农牧网络覆盖广泛的优势，未来在以畜牧养殖为经济支柱的农业大省的扩张将顺理成章。

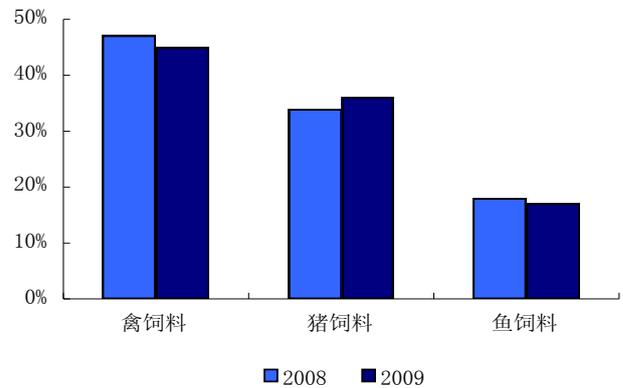
重组注入的除农牧产业外，还有以饲料添加剂为主的枫澜科技，其主导产品是饲料着色剂-叶黄素、饲料调味剂、饲料复合酶制剂等，09-10 年总销量为 933 万吨和 755 万吨，实现收入 1576 万元和 1477 万元。

图 6：新希望农牧各项业务收入



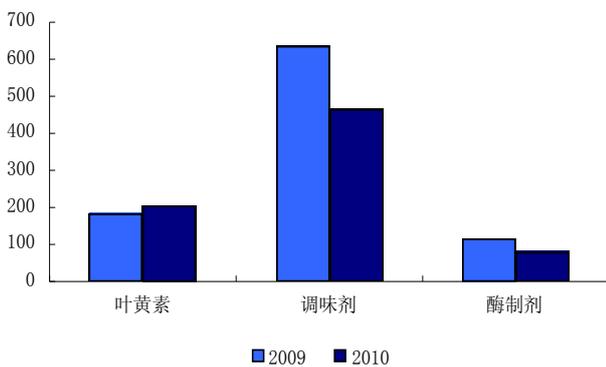
资料来源：公司公告 东兴证券研究所 单位：百万元

图 7：新希望农牧各类饲料收入占比



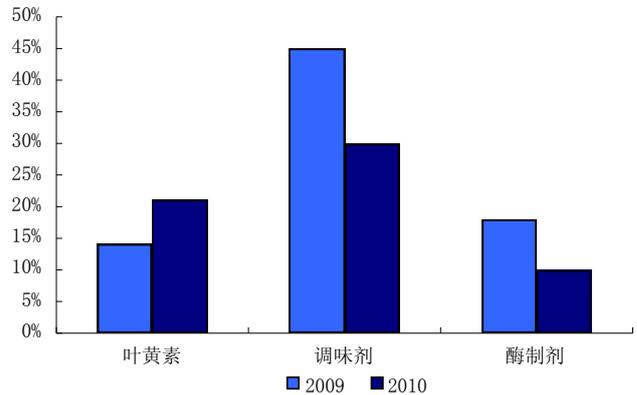
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 8：枫澜科技各项业务销量



资料来源：公司公告 东兴证券研究所 单位：万吨

图 9：枫澜科技各项业务收入占比



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

4. 禽畜价格维持高位，养殖和饲料高景气利好公司。

今年上半年受生猪供应偏紧推动，毛猪和猪肉价格出现持续上涨，尽管国家出台了多项措施维持物价稳定，但仍难以抵挡猪价上涨态势，生猪价格在 7 月略有回落后再次创出新高。去年生猪存栏量和能繁母猪存栏量持续下降导致生猪供给偏紧，虽然今年二季度起这两项指标均开始回升，但鉴于母猪补栏至成猪出栏需 1 年时间，仔猪补栏也需 3-5 个月，我们判断随着四季度消费旺季的来临，仔猪出栏量增加所导致的价格下滑将得到支撑，预计下半年生猪价格高位震荡的可能性较大，同时由于今年散养户补栏谨慎，存栏恢复时间增加，明年生猪价格维持高位态势或将延长。生猪存栏量的稳定增长将带来饲料需求放大，今年补栏的仔猪和生猪

经过数月的生长期，明年将迎来饲料食用高潮，饲料旺季也将从今年下半年延续至明年，新希望集团下属六和集团、新希望农牧等公司的饲料业务占比较大，今明两年将享受养殖饲料景气回升下的盈利增长盛宴。

结论：

公司此次重大重组注入资产主要涵盖饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工三大类业务，09年其饲料总产量超过1000万吨，占全国比例7.18%，肉制品总产量130万吨，占全国比例1.71%，重组的完成强化了公司从饲料生产到食品加工的一体化产业链，进一步壮大了上市公司的产品规模，促进了公司内部运行和管理效率的提高。今年禽畜价格涨幅较大，农户和企业养殖利润同比回升，同时随着生猪补栏的恢复，饲料需求逐步放大，预计未来生猪价格维持高位可能性较大且补栏带动饲料今明销量增长，公司饲料业务占比较大，将全面受益明年的养殖饲料景气上行。我们预计公司2011-2013年EPS分别为1.14元、1.34元和1.62元（其中扣除民生银行收益为0.68元、0.82元和0.97元），对应PE18倍、16倍和13倍，我们看好公司重组后规模效应和生产效率的提高以及养殖、饲料今年景气回升，给予11年农牧业务25倍PE，银行10倍PE，则目标价位25元，距当前价位尚有近20%空间，首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示

疫病可能造成禽畜价格大幅波动，原材料价格大幅上涨，重组后的业务整合风险。

表 3：公司盈利预测

简称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6797.47	7,785.17	71465.49	80081.41	86696.96
(+/-)%	-6.41%	14.53%	817.97%	12.06%	8.26%
经营利润（EBIT）	517.56	792.89	2233.51	2624.78	3185.11
(+/-)%	72.79%	53.20%	181.69%	17.52%	21.35%
净利润	530.88	797.40	1990.71	2329.76	2816.64
(+/-)%	78.74%	41.82%	243.54%	17.03%	20.90%
每股收益（元）	0.54	0.70	1.14	1.34	1.62

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。