

## 农林牧渔行业

爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.新希望（000876）注入畜牧和饲料业资产、剥离  
房地产和乳业资产重大重组事件点评

2010年9月14日

## 事件：

2010年9月13日，新希望（000876）发布《四川新希望农业股份有限公司资产出售、资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》，实行重大资产重组。

## 点评：

通过本次重大资产重组，注入新希望的资产是数额巨大的畜牧和饲料业资产，剥离出新希望的资产是房地产和乳业资产。本次重大资产重组完成后，新希望的主营业务将集中到饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工业上，同时继续保留对民生银行的股权投资，经营规模和盈利水平均大幅度上升，跃升为国内规模最大的农牧上市公司。

表 1：拟注入公司净资产的预估值及作价（亿元）

	账面值	预估值	评估增值	评估增值率
六和集团	19.71	52.7	33.0	167%
六和股份	13.85	40.1	26.3	190%
新希望农牧	8.2	15.3	7.1	87%
枫澜科技	0.3	0.7	0.4	172%

资料来源：公司公告，账面值为合并报表归属于母公司净资产。

表 2：拟剥离公司净资产的预估值及作价（亿元）

	账面值	预估值	评估增值	评估增值率
新希望乳业	3.11	5.5	1.96	77%
成都新希望实业	0.97	1.8	0.83	86%
四川新希望实业	1.44	2.0	0.56	39%

资料来源：公司公告，账面值为合并报表归属于母公司净资产。

从表中可以看出，拟注入公司净资产账面值合计 42.06 亿元，预估值 108.8 亿元，评估增值率 158.68%；拟剥离公司净资产账面值合计 5.52 亿元，预估值 9.3 亿元，评估增值率 68.48%。

请务必阅读正文之后的重要声明

## 农林牧渔行业

## 新希望

评级：

推荐（维持）

9月14日价格：

10.36元

## 52周股价走势图



## 基础数据

总市值	86.23 亿元
流通市值	84.43 亿元
总股本/流通 A 股	7.57 亿股/7.41 亿股
每股净资产	4.91 元
2009 年基本每股收益	0.54 元
2009 年净资产收益率	12.13%

## 交易数据

52 周内股价区间	[9.84 元, 17.94 元]
动态市盈率	17.0 倍
市净率	2.1 倍

## 吴正武 许春华

执业证书编号：	S0820208030012
电话	021-3222 9888-3509
邮箱	wuzhengwu@ajzq.com

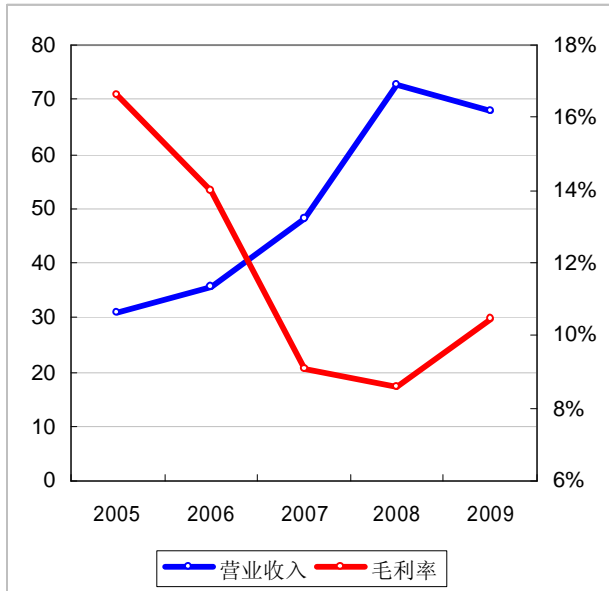
## 相关报告

2010 年 7 月研究报告《生猪和能繁母猪存栏数加速下跌，为未来猪肉价格上涨奠定了基础》

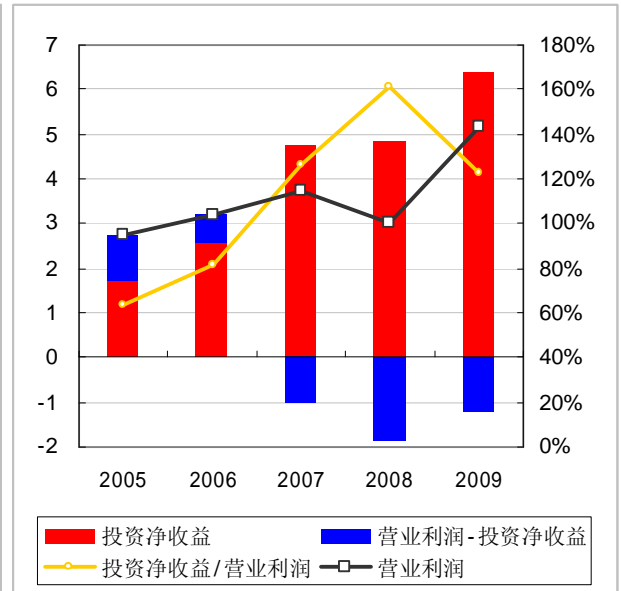
一、本次重大资产重组之前，公司主营业务经营状况不佳，利润主要来源于对民生银行投资收益

本次重大资产重组之前，公司的主营业务是饲料、屠宰及肉制品、乳品、房地产开发等，其中饲料营业收入规模最大。但是，公司的主营业务经营状况不佳，利润主要来源于对民生银行投资（占民生银行总股本的 4.99%）收益。

图 1: 过去五年公司营业收入和毛利率（亿元） 图 2: 过去五年公司营业利润和投资净收益（亿元）



资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

从图中可以看出，从 2005 年到 2008 年，公司营业收入大幅度增长，2009 年公司营业收入同比降低 6% 左右；但是反映公司产品竞争力和盈利能力的毛利率指标总体呈现下降趋势，2008 年下降趋缓，2009 年有所反弹，近三年公司毛利率在 10% 以下徘徊不前，说明公司主营业务不具有科技等垄断优势。

从图中还可以看出，2007 年以前，公司主营业务尚能为增加营业利润作贡献，2007 年以后，公司主营业务为降低营业利润作贡献，公司从民生银行等获得的投资净收益超过了营业利润，说明过去三年公司主营业务处于亏损状态。

二、本次重大资产重组拟注入资产和拟剥离资产的股权变动内容

本次重大资产重组包括资产置换、发行股份购买资产和资产出售三项股权变动内容。

**资产置换包括：**新希望拟以新希望乳业 100% 股权与南方希望持有的新希望农牧 92.75% 股权进行资产置换，资产置换差额由新希望向南方希望发行股份支付。新希望农牧预估值为 15.3 亿元，南方希望所持 92.75% 的股权价值约为 14.2 亿元；新希望乳业 100% 股权预估值 5.5 亿元。上述资产置换差额部分约 8.7 亿元，由新希望股份以向南方希望发行股份的方式支付。

**发行股份购买资产包括：**新希望拟通过向南方希望、青岛善诚、青岛思壮、和之望实业、潍坊众慧发行股份购买这些公司合计拥有的六和集团 100% 的股权；拟向惠德农牧、青岛高智发行股份购买其合计拥有的六和股份 24% 的股份（六和股份剩余 76% 股份由六和集团持有）；拟向南方希望发行股

份支付资产置换差额，同时向成都新望发行股份购买其拥有的新希望农牧 7.25% 的股权；拟向自然人李巍和刘畅发行股份的方式购买其合计拥有的枫澜科技 75% 的股权。标的资产的预估值分别为六和集团 100% 股权预估值 52.7 亿元、六和股份 24% 股份预估值 9.6 亿元、新希望农牧 100% 股权预估值 15.3 亿元和枫澜科技 75% 股权预估值 0.5 亿元。据此测算，扣除资产置换置出资产的新希望乳业的净资产值，新希望本次向交易对方发行股票的总数不超过 9.1 亿股，发行价格不低于 8.00 元/股。

**资产出售包括：**新希望拟将拥有的成都新希望实业 51% 股权、四川新希望实业 51% 股权出售给新希望房地产，新希望房地产以现金受让，资产出售价格合计约为 1.9 亿元。

本次交易拟注入资产预估值为 78.1 亿元，占新希望 2009 年 12 月 31 日净资产比例为 169%，构成重大资产重组。本次重大资产重组没有导致公司控制权发生变化，新希望集团仍为公司控股股东，持股比例从 45.70% 略微降低到 45.17%。

### 三、本次重大资产重组对公司经营规模和盈利水平的影响

根据初步的盈利预测，拟注入资产 2010 年、2011 年盈利分别为 6.5 亿元和 7.6 亿元。假设按照本次发行股份数量的上限 9.1 亿股进行测算，本次重组完成后，2010 年上市公司备考净利润约 10.65 亿元，每股收益约 0.61 元；2011 年上市公司备考净利润约 12.50 亿元，每股收益约 0.71 元。

**表3：拟注入公司经营规模和盈利水平（亿元）**

		营业收入	毛利率	利润总额	净利润
六和集团	2008年	291.34	5.43%	8.73	6.99
	2009年	315.64	5.13%	7.21	5.78
	2010年1-6月	178.72	4.28%	2.44	1.96
六和股份	2008年	202.67	5.69%	6.91	5.53
	2009年	209.23	5.22%	5.57	4.42
	2010年1-6月	110.16	4.65%	2.20	1.68
新希望农牧	2008年	-	-	-	-
	2009年	56.49	7.71%	1.58	1.32
	2010年1-6月	27.65	7.25%	0.57	0.47
枫澜科技	2008年	0.29	25.68%	0.06	0.05
	2009年	0.23	33.22%	0.06	0.05
	2010年1-6月	0.09	26.76%	0.01	0.01

资料来源：公司公告，六和集团 2010 年 7 月、8 月实现利润总额 1.42 亿元和 1.48 亿元；新希望农牧于 2009 年 7 月设立。

**六和集团**业务主要分为饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工三大类业务。其中：饲料生产业务：2007 年、2008 年、2009 年六和集团饲料业务销量分别为 513 万吨、748 万吨、1010 万吨，年均复合增长率为 40%；2009 年度六和集团饲料业务占山东省饲料市场比例为 46%，占全国饲料市场比例为 7.2%。畜禽养殖业务：2007 年、2008 年、2009 年六和集团养殖业务销量分别为 8310 万只、1.35 亿只、2.16 亿只，年均复合增长率为 63%。屠宰及肉制品加工业务：2007 年、2008 年、2009 年六和集团屠宰及肉制品业务销量分别为 66 万吨、105 万吨、125 万吨，年均复合增长率为 38%。

**六和股份**为山东六和集团主要控股子公司，主营业务也同时涉及饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品三大类业务，其中饲料生产、畜禽养殖业务占六和集团相关业务比重较大。2009年六和股份收入占六和集团总收入66%，2009年对六和集团的利润贡献占六和集团总利润的57%。

**新希望农牧**主营业务为饲料、饲料添加剂的生产经营以及与饲料相关的科技开发、咨询服务。2009年新希望农牧销售饲料194万吨，养殖生猪9218头，肉食品加工销售30522吨。

**枫澜科技**主营业务为饲料添加剂的生产和销售，主导产品为饲料添加剂中的饲料着色剂-叶黄素、饲料调味剂（甜味素）、饲料复合酶制剂、饲料复合抗氧化剂、饲料防霉剂、高含量叶黄素晶体等产品。2009年度实现销售总量1046吨，其中着色剂253吨、调味剂144吨、复合酶制剂224吨、防霉剂325吨、抗氧化剂100吨。

**表4：拟剥离公司经营规模和盈利水平（亿元）**

		营业收入	毛利率	利润总额	净利润
新希望乳业	2008年	13.71	20.64%	-0.18	-0.15
	2009年	14.72	26.41%	0.04	0.09
	2010年1-6月	7.18	17.47%	-0.21	-0.21
成都新希望实业	2008年	1.54	-	0.41	0.28
	2009年	0.91	-	0.18	0.18
	2010年1-6月	0.29	-	0.96	0.95
四川新希望实业	2008年	-	-	-0.003	-0.002
	2009年	-	-	-0.002	-0.002
	2010年1-6月	-	-	-0.001	-0.001

资料来源：公司公告，四川新希望实业拥有尚未开发的土地92024.95平方米，该土地市场价值的预估值为3.23亿元。

可以看出，拟注入四家公司的资产规模庞大，合计年营业收入达到数百亿元，但是盈利能力不强，六和集团、六和股份和新希望农牧多年毛利率在5%左右，属于微利行业，枫澜科技经营饲料添加剂业务，科技含量比较高，多年毛利率在25%-30%左右，但是经营规模小，对公司利润贡献小。而且，拟注入四家公司股权评估值较其账面值分别增值167%、190%、87%和172%，评估增值率较高。

拟剥离三家公司账面盈利状况不佳，但是分别属于乳业和房地产业，盈利能力强。乳业毛利率比较高，具有持续成长空间，上市公司伊利股份、光明乳业、皇氏乳业等多年毛利率在30%左右，营业收入和毛利额持续多年稳步增长，三聚氰胺事件对乳业上市公司营业收入和毛利额均无重大影响。房地产行业上市公司毛利率在40%-60%左右，盈利能力强，房地产业尤其是西部房地产业未来有巨大发展空间，政府对房地产行业宏观调控有利于行业持续健康发展。拟剥离三家公司股权评估值较其账面值分别增值77%、86%和39%，评估增值率较低。

#### 四、投资建议

通过本次重大资产重组，注入新希望的资产是数额巨大的畜牧和饲料业资产，剥离出新希望的资产是房地产和乳业资产。本次重大资产重组完成后，新希望的主营业务将集中到饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工业上，同时继续保留对民生银行的股权投资，经营规模和盈利水平均大幅度上升。

本次重组完成后，2010 年上市公司备考净利润约 10.65 亿元，每股收益约 0.61 元；2011 年上市公司备考净利润约 12.50 亿元，每股收益约 0.71 元。但是，拟注入公司毛利率低，在 5%左右，而且评估增值率较高。拟剥离公司毛利率低，在 25%-60%左右，而且评估增值率较高。给予该公司“推荐”评级。

表 5：新希望（000876）盈利预测

	2008 年	2009 年	2010 年预计	2011 年预计
营业总收入(亿元)	72.63	67.97	520	610
增长率(%)	51.57%	-6.41%	673%	17%
归属于上市公司股东净利润(亿元)	2.29	4.09	10.65	12.50
增长率(%)	-24.4%	78.6%	145%	17%
基本每股收益(元)	0.30	0.54	0.61	0.71
市盈率	34.5	19.2	17.0	14.6

资料来源：历史数据来源于公司公告

## 投资评级说明

### I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

### I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

本报告的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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。