

大华农 (300186)
温氏集团上市首日发行方案解析
买入 (维持)
2015年10月15日
市场数据

报告日期	2015-10-15
收盘价(元)	41.56
总股本(百万股)	539.34
流通股本(百万股)	400.47
总市值(百万元)	22414.97
流通市值(百万元)	16643.67
净资产(百万元)	2059.92
总资产(百万元)	2341.34
每股净资产	3.82

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	38040	47642	58463	61323
同比增长	8.1%	25.2%	22.7%	4.9%
净利润(百万元)	2664	7539	12313	10432
同比增长	380.5%	183.0%	63.3%	-15.3%
毛利率	12.6%	21.5%	28.1%	23.6%
净利润率	7.0%	15.8%	21.1%	17.0%
净资产收益率(%)	18.3%	33.7%	35.5%	23.1%
每股收益(元)	0.73	2.08	3.39	2.87
每股经营现金流(元)	1.26	2.55	3.80	3.28

相关报告

《温氏中报点评:行业景气,主营强势增长》2015-08-23
《大华农过会跟踪点评:行业景气叠加ETF配置,新一轮抢筹周期(买入)》2015-08-03
《温氏集团(大华农)(300186)深度报告:养殖航母,如日方升》2015-07-13

分析师:
陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

Tel: 0755-23826009

蒋卫华

jiangweihua@xyzq.com.cn

S0190514070003

Tel: 021-38565839

研究助理:
毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

投资要点

事件: 温氏集团换股吸并大华农重大资产重组事项推进中, 大华农将自 2015 年 10 月 19 日起开始连续停牌, 10 月 16 日为最后一个交易日。

- **交易情况概述。**按照交易报告书, 温氏集团本次发行价格为 16.15 元/股。换股比例为 0.807, 即每 1 股大华农股票可以换得 0.807 股温氏集团股票。
- **换股吸并上市后首日开盘价的两种情况。**按照过往案例, 换股吸并上市后的发行价有两种方案。一种是采用报告书中的发行价, 参考美的集团吸并美的电器; 另一种是按照被吸收合并方停牌前价格与换股比例, 确定上市首日发行价格, 参考潍柴动力和申万宏源。
- **如果采用方案一。**即报告书内的发行价格 16.15 元, 我们预计公司会大幅提高 210% 左右。预计迅速回到停牌前的价格水平, 即 51.5 元左右(以 15 日大华农收盘价 41.56 换股测算)。无 10% 涨跌幅限制, 最高涨幅 900%。
- **如果采用方案二。**温氏上市首日开盘参考价将以大华农 16 日收盘价除以 0.807 的换股比例, 在 46.3 至 56.6 元之间。上市首日也无涨跌停限制。
- **投资建议。最终选择哪种方案需要交易所批复。两种方案只是交易过程不同, 对公司的合理价值没有任何影响。**我们预计 15-16 年公司净利润 75 亿、120 亿元, 公司在创业板上市, 给予 16 年 20-25 倍的 PE, 公司合理市值 2400-3000 亿元, 即 65-80 元/股。如果按照 16.15 元的股价上市, 我们预计股价将高开至 50 元附近, 若低于 50 元, 建议立即买入。
- **风险提示: 股价波动风险**

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.iztzv.net

请阅读最后一页信息披露和重要声明



www.jztzw.net

中国价值投资网

报告正文

按照过往案例的情况看，有两种方案：**方案一**是采用报告书中的发行价。参考美的集团吸并美的电器；按照报告中发行价为 44.56 元。类似的情况还有上海电气和上港集团。

方案二是按照被吸收合并方停牌前旧上市公司的价格与换股比例确定新上市公司上市首日发行价格。过往案例中，这种方案一般是收盘价格溢价严重的时候选择，参考潍柴动力和申万宏源。例如申万宏源，报告中发行价为 4.86 元，根据原宏源证券最后交易日收盘价和换股比例，新公司合理交易价格为 14.88 元，溢价严重。公司开盘价格即按吸收合并方停牌前价格与换股比例确定。

表 1、部分换股吸并案例

上市日期	公司	最后收盘价	换股比例	对应新公司股价	开盘价	收盘价	涨幅	方案一价格	方案选择
2006/10/26	上港集团	16.37	4.56	3.59	3.67	3.79	33%	3.67	方案一
2007/4/30	潍柴动力	8.9	0.2833	31.42	70	64.93	217%	20.47	方案二
2008/12/5	上海电气	28.73	7.32	3.92	6	6.8	42%	4.78	方案一
2013/9/18	美的集团	14.2	0.3447	41.20	40.50	42.24	-5.21%	44.56	方案一
2015/1/26	申万宏源	30.5	2.05	14.88	17.77	19.65	32.06%	4.86	方案二

资料来源：wind，兴业证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

跟踪报告

资产负债表					利润表				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	10579	21035	35793	48460	营业收入	38040	47642	58463	61323
货币资金	362	10890	24392	35981	营业成本	33239	37406	42055	46869
交易性金融资产	58	242	200	167	营业税金及附加	8	9	10	9
应收账款	58	97	105	110	销售费用	247	333	409	429
其他应收款	251	419	541	503	管理费用	1545	1906	2923	3066
存货	8087	9101	10232	11403	财务费用	315	171	177	183
非流动资产	14758	9992	8135	6221	资产减值损失	21	52	70	47
可供出售金融资产	2174	1039	1261	1491	公允价值变动	-9	-8	-12	-10
长期股权投资	300	948	845	698	投资收益	101	158	190	149
投资性房地产	80	62	64	69	营业利润	2757	7915	12996	10859
固定资产	8026	6495	4696	2756	营业外收入	211	171	198	193
在建工程	771	394	206	112	营业外支出	49	51	49	50
油气资产	0	0	0	0	利润总额	2919	8035	13145	11003
无形资产	677	761	834	922	所得税	42	340	690	401
资产总计	25337	31027	43929	54680	净利润	2877	7694	12455	10602
流动负债	9112	7711	8157	8313	少数股东损益	213	155	141	170
短期借款	2084	2084	2084	2084	归属母公司净利润	2664	7539	12313	10432
应付票据	0	0	0	0	EPS(元)	0.73	2.08	3.39	2.87
应付账款	1536	1713	2083	2211					
其他	5492	3914	3990	4017					
非流动负债	1131	32	45	50					
长期借款	0	0	0	0					
其他	1131	32	45	50					
负债合计	10243	7743	8203	8363					
股本	3190	3631	3631	3631					
资本公积	4847	4847	4847	4847					
未分配利润	5816	12803	23339	32762					
少数股东权益	546	701	843	1012					
股东权益合计	15094	23052	35494	46086					
负债及权益合计	25337	30795	43697	54448					

现金流量表				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2664	7539	12313	10432
折旧和摊销	1272	2057	2147	2191
资产减值准备	21	0	0	0
无形资产摊销	109	97	106	104
公允价值变动损失	9	-8	-12	-10
财务费用	358	171	177	183
投资损失	-101	-158	-190	-149
少数股东损益	213	155	141	170
营运资金的变动	-189	-552	-788	-901
经营活动产生现金流量	4572	9260	13812	11918
投资活动产生现金流量	-3719	2499	-125	-154
融资活动产生现金流量	-1815	-1231	-184	-176
现金净变动	-962	10528	13502	11588
现金的期初余额	362	362	10890	24392
现金的期末余额	1324	10890	24392	35981

主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长性				
营业收入增长率	8.1%	25.2%	22.7%	4.9%
营业利润增长率	435.8%	187.1%	64.2%	-16.4%
净利润增长率	380.5%	183.0%	63.3%	-15.3%
盈利能力				
毛利率	12.6%	21.5%	28.1%	23.6%
净利率	7.0%	15.8%	21.1%	17.0%
ROE	18.3%	33.7%	35.5%	23.1%
偿债能力				
资产负债率	40.4%	25.1%	18.8%	15.4%
流动比率	1.16	2.73	4.39	5.83
速动比率	0.27	1.55	3.13	4.46
营运能力				
资产周转率	154.4%	169.1%	156.0%	124.4%
应收帐款周转率	62306.1%	61332.0%	57917.5%	57169.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.73	2.08	3.39	2.87
每股经营现金	1.26	2.55	3.80	3.28
每股净资产	4.01	6.16	9.54	12.41
估值比率(倍)				
PE	23.0	8.1	5.0	5.9
PB	4.2	2.7	1.8	1.4



跟踪报告

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于15%;
增持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhudsd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

跟踪报告

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。