

2009 年 03 月 22 日

 市价(人民币): 8.86元
 目标(人民币): 10.24-10.57元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 741.36
 总市值(百万元) 6,704.37
 年内股价最高最低(元) 14.67/5.60
 沪深 300 指数 2379.84
 深证成指 8647.51


相关报告

- 1 《乳业、财务费用将拖累全年业绩表现》，2008.10.31
- 2 《饲料主业、民生银行投资收益保障业绩增长良好》，2008.8.29
- 3 《08 年 1 季度报告点评》，2008.4.29
- 4 《年报符合预期》，2008.4.24

谢刚

 (8621)61038269
 xieg@gjzq.com.cn

周密

 (8621)61038313
 zhoumi@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

新希望 (000876.SZ)

——未来经营投资的“加减乘除”法

 卖出 减持 持有 **买入** 强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.239	0.278	0.401	0.481	0.602	0.785
净利润增长率	29.48%	16.46%	43.86%	20.02%	25.27%	30.40%
先前预期每股收益(元)	0.239	0.278	0.401	0.407	0.549	0.609
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.450	0.500	0.550
市盈率(倍)	12.29	26.10	41.57	18.43	14.71	11.28
行业优化市盈率(倍)	22.88	28.53	60.59	40.39	40.39	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
股息率	0.85%	0.57%	0.06%	0.14%	0.00%	0.14%
PE/G(倍)	0.42	1.59	0.95	0.92	0.58	0.37
净资产收益率	10.21%	10.36%	11.57%	12.15%	13.21%	14.73%
每股净资产(元)	5.62	3.23	4.15	3.96	4.56	5.33
市净率(倍)	1.25	2.70	4.81	2.24	1.94	1.66
每股经营性现金流(元)	0.85	0.17	0.09	-0.83	0.28	0.51
已上市流通A股(百万股)	104.00	270.40	305.53	410.92	410.92	410.92
总股本(百万股)	315.29	630.58	630.58	756.70	756.70	756.70

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 通过对新希望“加减乘除”四个视角的分析研究,我们认为饲料和乳业的竞争力提升将有助于添“加”EPS,肉制品的机会则来自大幅“减”亏,新希望集团丰富的农牧资产一旦注入将会产生“乘”数效应,然而,扣“除”民生银行等投资收益,新希望主业盈利水平欠佳。
- 长期来看,新希望投资价值的驱动因子来自各板块的经营改善、较具吸引力的估值洼地,以及集团资产的切实注入。其中,集团资产注入将对业绩和估值产生“6倍”左右的倍增效应,应重点关注。
- 我们长期看好新希望饲料业务的竞争力,09-10 年乳业可能迎来反转,给新希望乳业等城市型鲜奶企业带来防守转向进攻的良机。
- 我们在正文中对未来业绩增长来源进行了分拆,民生银行的投资收益仍是公司最大利润来源。
- 我们预测新希望 08-10 年分别实现净利润 363.72、455.62、594.12 百万元,同比增长 20.02%、25.27%、30.40%,08-10 年 EPS 分别为 0.481、0.602、0.785 元。
- 通过三类业务的分拆估值,我们给予新希望目标价位为 10.24-10.57 元,建议“买入”。

内容目录

加法——饲料添利，乳业激增，增“加”EPS	5
饲料业：海外积极布局，推动产销规模持续扩张	5
国内饲料产能稳步扩张，08年河北、海南、通州开始投产	6
08年饲料行业增长最快的是猪料	6
08年公司饲料涨价动力：原料成本推动 + 下游需求拉动	7
09年公司饲料价格：原料价跌，需求向淡，为饲料降价预留了空间	7
09年公司饲料销量：仍将保持两位数增长	8
加法——新希望乳业祭招“防守反击”，给业绩做“加法”	10
“三聚氢胺”事件对液态奶行业竞争格局构成冲击，游戏规则可能被改写	10
新的游戏规则出台——禁鲜令取消，三聚氢胺爆发使得一线品牌遭遇重创，以三元、光明、新希望乳业为代表的二三线区域型鲜奶品牌崛起在望	10
三聚氢胺事件带来市场真空，外资奶源低价抢占市场份额，新希望乳业则祭出“防守→进攻”的招式	11
历史告诉未来：新希望进军乳业的征程远未结束	13
新希望乳业的品牌战略猜想：“N+1+N”	14
我们对新希望乳业未来增长来源的解析	15
减法——肉制品业务将大幅“减”亏，也即变相增利	15
打通猪链：实现“饲料 - 养殖 - 屠宰 - 肉制品加工”产业链一体化	15
北京千喜鹤陷入巨额亏损，未来3年有望减亏，但要实现扭亏尚有难度 ...	16
乘法——如果集团资产注入，将产生“乘法”般的倍增效应	17
背靠新希望集团，新希望股份让资本市场充满联想和期待	17
乘法：新希望集团销售额 = 新希望股份销售额 × 6倍	19
除法：扣“除”投资收益，新希望主业盈利欠佳	19
扣除投资收益后，预计08年公司利润为负值，表明新希望主业盈利欠佳 ..	19
来自民生银行的投资收益依然是公司盈利最大来源	20
新希望盈利预测	20
分业务的盈利预测	21
估值与投资建议	21
分拆估值法：10.24-10.57元	21
投资建议：买入	21
风险提示	21
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表1：希望饲料业务国内营销网络布局	5
图表2：新希望饲料业务将继续布局海外	5
图表3：新希望海外饲料产能扩张统计	5

图表 4：公司国内饲料产能扩张统计	6
图表 5：08 年我国饲料产量增速：猪料增幅居首	6
图表 6：2008 年我国各类饲料产量结构	6
图表 7：新希望和正邦科技猪饲料销量占比高达 50%	7
图表 8：新希望饲料业务占公司主营收入和利润比重	7
图表 9：09 年我国玉米价格将同比回落（元/吨）	7
图表 10：09 年我国豆粕价格将同比回落（元/吨）	7
图表 11：09 年全国畜禽饲料单位价格将回落	8
图表 12：09 年全国畜禽饲料单位利润将冲高回落	8
图表 13：新希望饲料的单位价格预测	8
图表 14：新希望饲料业务的毛利率预测	8
图表 15：2008 年末，我国能繁母猪维持高位（千头）	8
图表 16：08 年 2 季度以来我国生猪价格持续回落	8
图表 17：08 年 10 月份以后我国鸡蛋价格加速下跌	9
图表 18：我国肉鸡价格也在持续回落	9
图表 19：08 年底我国畜禽养殖已经步入亏损	9
图表 20：09 年全国平均猪粮比迅速下跌	9
图表 21：三聚氢胺发生后，液态奶行业库存急剧上升	10
图表 22：三聚氢胺事件后，乳业销售额增幅高台跳水	10
图表 23：液态奶企业亏损面上升至历史高位	10
图表 24：液态奶行业平均销售利润率快速下跌	10
图表 25：2008 年以前，新希望乳业收入份额江河日下	11
图表 26：河南郑州某养牛场奶农把被平顶山伊利分公司拒收的几十吨牛奶倒在了场门前的路沟里	11
图表 27：三聚氢胺事件中因为宝宝受到伤害而痛哭的母亲	11
图表 28：进口奶粉数量激增，填补国内市场空白	11
图表 29：进口奶粉以低价抢占国内市场份额	11
图表 30：历史告诉未来：新希望进军乳业的征程远未结束	13
图表 31：乳业品牌战略：由区域品牌走向全国品牌	14
图表 32：我们对新希望乳业品牌的发展方向预判	14
图表 33：新希望乳业销量及预测（万吨）	15
图表 34：新希望乳业销售额及销售价格预测	15
图表 35：北京千喜鹤为 08 奥运会猪肉制品独家赞助商	16
图表 36：新希望千喜鹤集团下属公司一览表	16
图表 37：新希望千喜鹤集团产能及盈利能力统计	16
图表 38：新希望猪肉制品销量预测（万吨）	17
图表 39：新希望猪肉制品业务销售额及毛利率预测	17
图表 40：希望集团旗下业务布局图	18
图表 41：新希望集团旗下业务布局图	18

图表 42：新希望集团资产规模平均相当于新希望股份的 6 倍左右	19
图表 43：新希望主营业务毛利分拆（百万元）	20
图表 44：新希望期间费用率预测	20
图表 45：新希望主业税前利润预测（百万元）	20
图表 46：新希望主营业务净利润分拆（百万元）	20
图表 47：新希望投资收益预测	20
图表 48：新希望分业务盈利预测	21
图表 49：新希望 EPS 分拆	21
图表 50：新希望饲料业务估值结果	21
图表 51：新希望乳业估值结果	21
图表 52：新希望其他业务估值结果	21
图表 53：新希望总估值：10.24-10.57	21
图表 54：新希望销售预测表	22

加法——饲料添利，乳业激增，增“加”EPS

饲料业：海外积极布局，推动产销规模持续扩张

- 新希望起步于饲料，在公司的发展壮大中，饲料业高效率的周转和相对充裕的现金流为其他业务提供了扩张的子弹。
- 07-08 年，饲料海外扩张步伐加快。新希望是我国最先开始海外布局的饲料龙头企业，07-08 年公司饲料业务国际化快速推进，截至目前，包括菲律宾邦邦亚在内，海外饲料企业已经增加到 10 个。

图表1：希望饲料业务国内营销网络布局



来源：国金证券研究所

图表2：新希望饲料业务将继续布局海外



- 海外饲料业务的毛利率至少高于国内 5 个百分点，净利润高 1-2 个百分点。新希望的饲料厂主要集中在越南、菲律宾、印度尼西亚、孟加拉等国，由于这些国家饲料生产水平低，而下游水产与畜禽养殖的饲料需求旺盛，因此饲料行业毛利率平均在 15-20%，净利润率 3%，而国内饲料行业综合毛利率和净利润率分别在 10%和 1-2%附近。
- 国内饲料行业的微利化趋势已不可避免地到来，几大类饲料产品的平均毛利率呈逐年下滑趋势。08 年国内水产饲料的毛利率降至 11%、猪饲料在 9%、禽饲料在 3.6%左右，竞争也较国外激烈。
- 国外饲料占新希望整体饲料销售额的 1/3 左右。08 年，新希望国外饲料厂的合计产能约 90 万吨（双班产能口径），占新希望整体产能的 40%左右，由于越南遭遇恶性通胀影响了正常经营，因此我们预计国外饲料销售额已经占到公司饲料销售额的 1/3 强。
- 我们预计新希望未来海外扩张步伐不会减慢，每年新设或扩建 1-2 家饲料厂，扩产 20-30 万吨。09 年，越南同塔、越南胡志明二期、印尼泗水将先后进入生产阶段，携手增加 30 万吨的海外饲料产能，预计贡献饲料销量 14-15 万吨。

图表3：新希望海外饲料产能扩张统计

海外饲料公司	产品	产能（万吨）	投资额	经营情况或盈利备考
越南河内	畜禽、水产饲料	20	2715.8万元	07年月销量创历史最高记录，权益净利润3618万元
越南胡志明	畜禽、水产饲料	10	1337万元	07年月销量创历史最高记录，权益净利润2993万元
越南海防	畜禽饲料	20	700万美元	07年已建成投产
印尼雅加达	畜禽、水产饲料	10	495万美元	08年上半年已竣工投产
孟加拉达卡	畜禽、水产饲料	10	420万美元	08年上半年已竣工投产
菲律宾中吕宋	畜禽、水产饲料	20	252.5万元	因马尼拉07年当年净利润就有195.9万元，二期迅速启动
越南同塔	畜禽、水产饲料	10	501万美元	新增产能，厂房已建完，09年开始试生产
印尼泗水	畜禽、水产饲料	10	495万美元	新增产能，09年正式投产
胡志明二期	畜禽、水产饲料	10	300万美元	新增产能，08年底完工试生产
合计		120		09年将新增30万吨海外产能，预计产销量增加14万吨

来源：国金证券研究所（注：黄色部分为 09 年正式生产的新增产能）

国内饲料产能稳步扩张，08年河北、海南、通州开始投产

- 07年公司国内产能共增加50万吨，分别为河北辛集10万吨、海南20万吨、北京通州的20万吨饲料生产线，这三家均已经在07年底之前竣工投产。
- 未来几年内，相较国外饲料积极扩张的步伐，国内饲料产能增长略慢但增速保持稳定。

图表4：公司国内饲料产能扩张统计

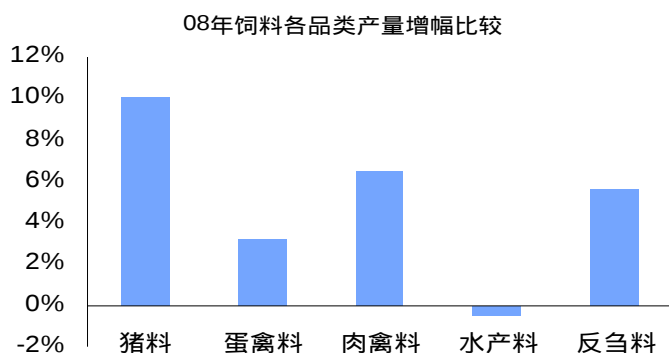
饲料产能	产品	产能（万吨）	投资进度
先前国内产能总计	畜禽、水产饲料	100	截至06年底
先前国外产能总计	畜禽、水产饲料	60	截至06年底
越南同塔	畜禽、水产饲料	10	新增产能，厂房已建完，09年开始试生产
印尼泗水	畜禽、水产饲料	10	新增产能，09年正式投产
胡志明二期	畜禽、水产饲料	10	新增产能，08年底完工试生产
河北辛集	畜禽、水产饲料	10	07年已竣工
海南新希望	畜禽、水产饲料	20	08年上半年权益净利润242.5万元
北京通州	畜禽、水产饲料	20	07年已建成投产
总产能		240	

来源：国金证券研究所

08年饲料行业增长最快的是猪料

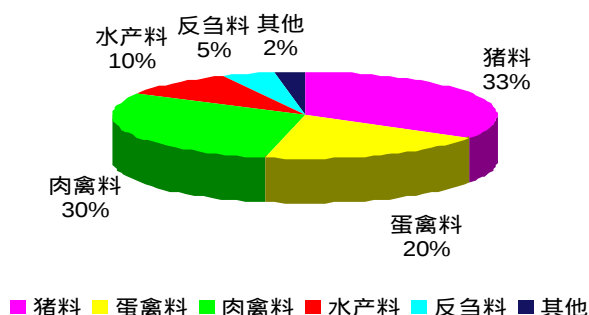
- 08年上半年我国生猪养殖迅速恢复，增速快于牛羊鸡鸭养殖业。由于2007年国家连续出台养殖补贴、保险等多项有利政策扶持生猪生产，2008年我国生猪养殖量迅速恢复。08年，我国猪肉总产量达4615万吨，增长7.6%；牛肉产量610万吨，下降0.5%；羊肉产量376万吨，下降1.8%；牛奶产量3651万吨，增长3.6%；禽蛋产量2638万吨，增长4.3%。
- 生猪存栏量与出栏量增长明显。08年末，我国生猪存栏量46264万头，增长5.2%，年内生猪出栏60960万头，增长7.9%，一举扭转了07年下滑的势头。
- 生猪养殖恢复有力拉动了猪料需求，猪料全年实现10%左右的增长，增幅居于各类饲料之首。08年我国饲料总产量在13132万吨，同比增长6.5%，其中猪饲料产量达到4400万吨，同比增长10%，增幅高于蛋禽饲料3.2%、肉禽饲料6.5%、水产饲料-0.5%、反刍料5.6%的增幅。

图表5：08年我国饲料产量增速：猪料增幅居首



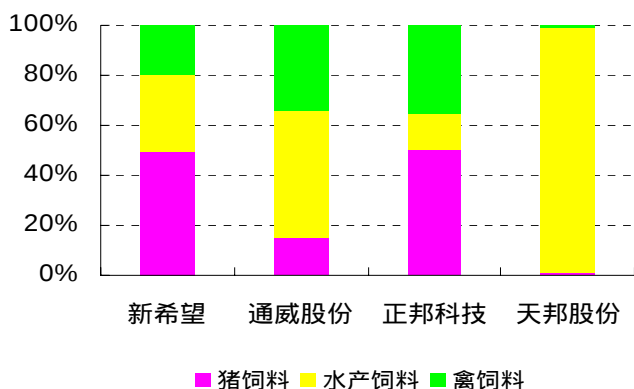
来源：国金证券研究所

图表6：2008年我国各类饲料产量结构



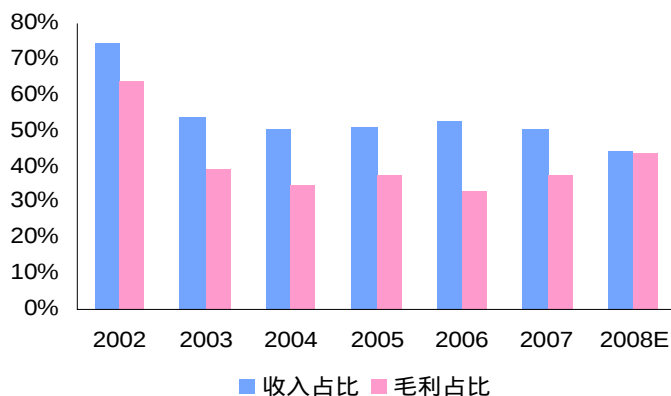
- 新希望的饲料结构中，猪饲料占比达 50%，水产饲料占 30%，禽饲料占 20%，因此能较大程度地受益于饲料行业结构性增长契机。

图表7：新希望和正邦科技猪饲料销量占比高达 50%



来源：国金证券研究所（注：天邦股份主要从事特种水产饲料的生产和销售）

图表8：新希望饲料业务占公司主营收入和利润比重



08 年公司饲料涨价动力：原料成本推动 + 下游需求拉动

- 08 年上半年原料价格上涨，饲料企业成本承压。08 年上半年，玉米、豆粕等原料价格大涨，推动饲料成本持续走高；与此同时，下游养殖行业如生猪、水产品、鸡鸭产品价格出现了更大程度的上涨，因此，饲料企业得能向下游转嫁成本压力。
- 玉米、豆粕是畜禽饲料最主要的原料，其中玉米占畜禽原料成本的 50%和水产饲料原料成本的 20%，水产饲料原料成本的一半是豆粕，鱼粉约占 6%左右。通常情况下，玉米与豆粕价格上涨饲料企业的单位毛利都是下降的，除非下游养殖业景气高涨，能够充分吸纳上游的成本转嫁。

图表9：09 年我国玉米价格将同比回落（元/吨）



来源：国金证券研究所

图表10：09 年我国豆粕价格将同比回落（元/吨）



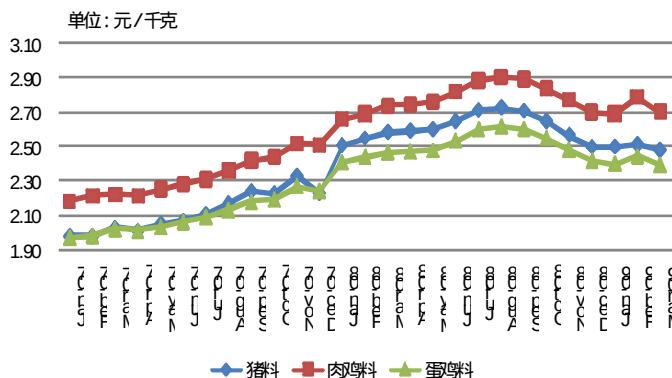
- 由于养殖需求旺盛，通过提高饲料价格能够完全转嫁原料成本的涨幅，我们预计 08 年新希望饲料产品平均销售价格同比上升 8%，毛利率止跌回升至 8%左右。

09 年公司饲料价格：原料价跌，需求向淡，为饲料降价预留了空间

- 08 年下半年以来，玉米和豆粕等原料价格大幅回落，这为饲料产品降价提供了空间。饲料降价有利于减产下游畜禽养殖户的直接养殖成本，刺激养殖量的扩大和饲料采购量的回升。
- 基于下文的分析可知，09 年下游畜禽养殖规模将进一步下滑，饲料需求向淡。

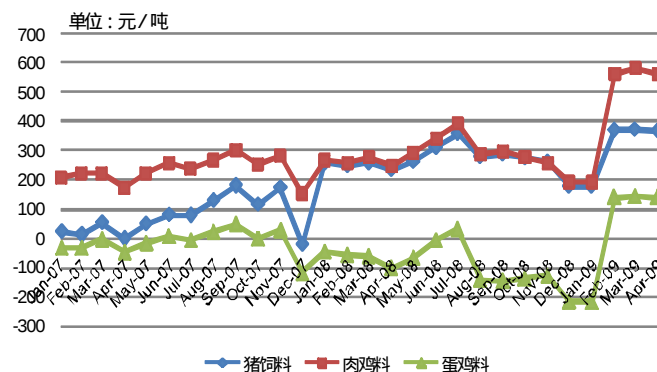
- 因此，我们认为以上两点将为新希望 09 年饲料产品降价提供空间，但 10 年生猪养殖低谷可能过去，多数畜禽养殖企业也将度过经济危机寒冬，因此养殖规模扩大将刺激公司饲料价格反弹和毛利率的走稳。

图表11：09 年全国畜禽饲料单位价格将回落

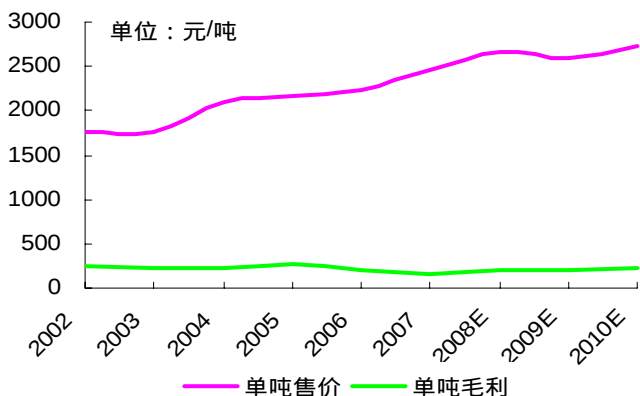


来源：国金证券研究所

图表12：09 年全国畜禽饲料单位利润将冲高回落

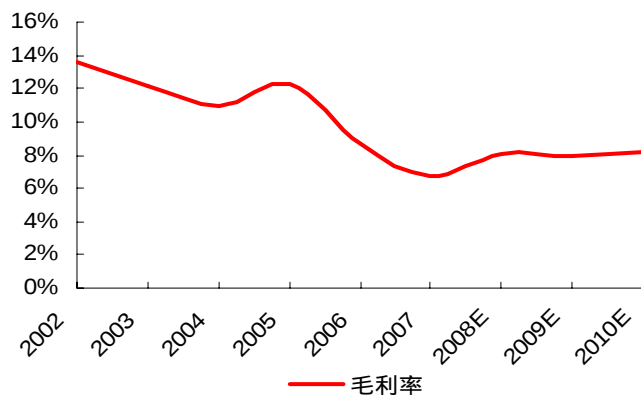


图表13：新希望饲料的单位价格预测



来源：国金证券研究所

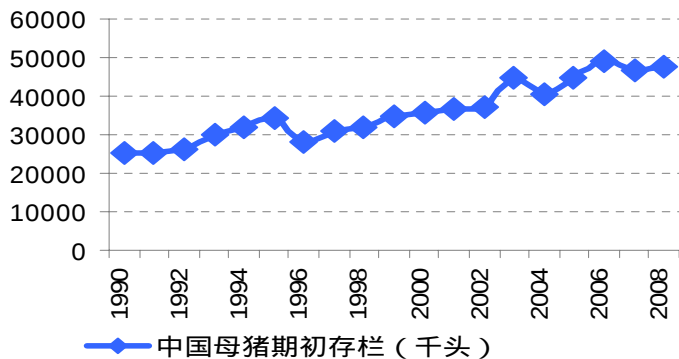
图表14：新希望饲料业务的毛利率预测



09 年公司饲料销量：仍将保持两位数增长

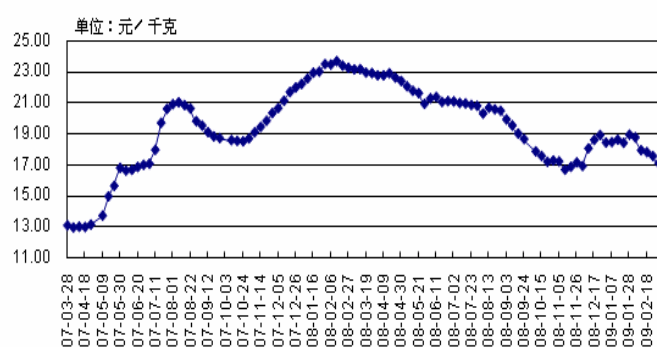
- 生猪存栏量仍处高位，意味着全社会猪料销量同比持平。2008 年 11 月份全国生猪存栏数为 4.49 亿头，以出栏率 1.33 计算，预测 2009 年总的生猪出栏数仍为约 6 亿头，约合 4900 万吨猪肉产量，这个产量和 08 年相比基本持平。表明 09 年全社会猪饲料销量应与 08 年基本持平。

图表15：2008 年末，我国能繁母猪维持高位（千头）



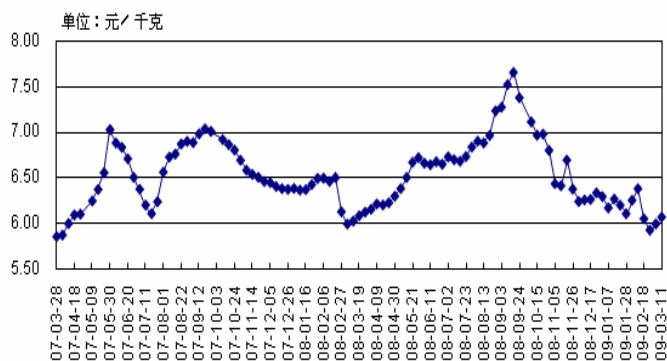
来源：国金证券研究所

图表16：08 年 2 季度以来我国生猪价格持续回落



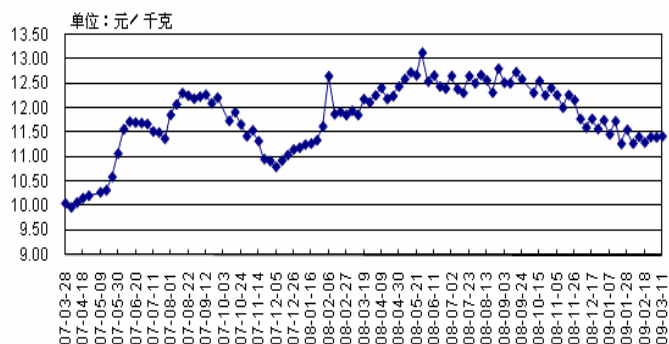
- 由于生猪收购价持续下跌，养殖效益已经临破盈亏平衡点，目前全国范围内统计，每头猪养殖亏损 200 元左右。据对 6000 户生猪定点监测户的效益核算，08 年 10 月份平均出栏头重 107.4 公斤，出栏一头肥猪平均获利仅 23 元，比 08 年 1 月份减少 543 元，到 12 月底时，平均每头猪养殖亏损 200 元左右；对多数高价购进仔猪育肥的散养户而言，出栏时又遇到肥猪价格低谷，亏损幅度更加严重。
- 2008 年 6 月以来，肉蛋奶价格纷纷下跌，而饲料原料的价格却创下历史新高。预计 2009 年上半年猪肉价格会继续下降，养殖利润的下滑会压缩养殖业的生产，从而减少饲料消费。
- 2007 年 5 月~2008 年 5 月是国内母猪存栏高峰期，由于从母猪受孕到肥猪上市的周期为 12 个月~18 个月，因此生猪出栏高峰期在 2008 年 5 月~2009 年 10 月，供给的增加将导致 2009 年上半年肉价回落至低点。
- 08 年 11 月初的鸡蛋三聚氢胺事件导致鸡蛋价格下跌，加上禽流感疫情和经济危机影响，养鸡规模大幅下滑，并陷入全行业亏损。

图表17：08 年 10 月份以后我国鸡蛋价格加速下跌

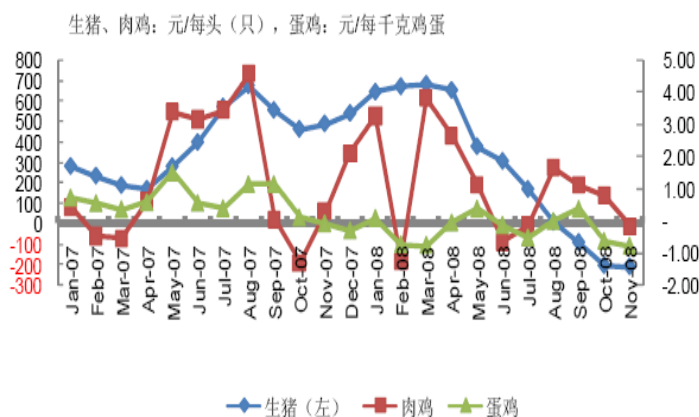


来源：国金证券研究所

图表18：我国肉鸡价格也在持续回落

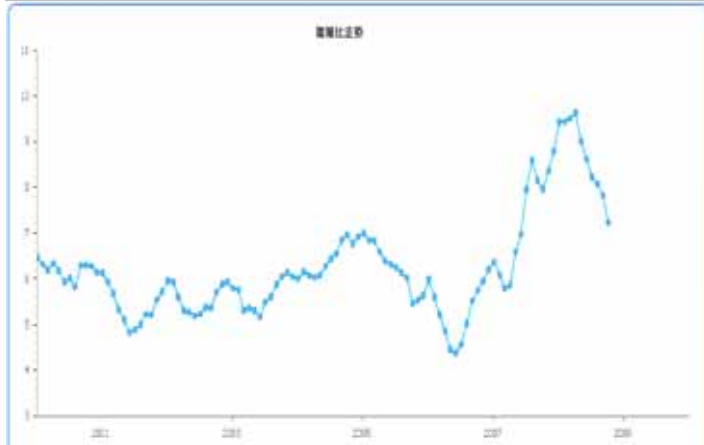


图表19：08 年底我国畜禽养殖已经步入亏损



来源：国金证券研究所

图表20：09 年全国平均猪粮比迅速下跌



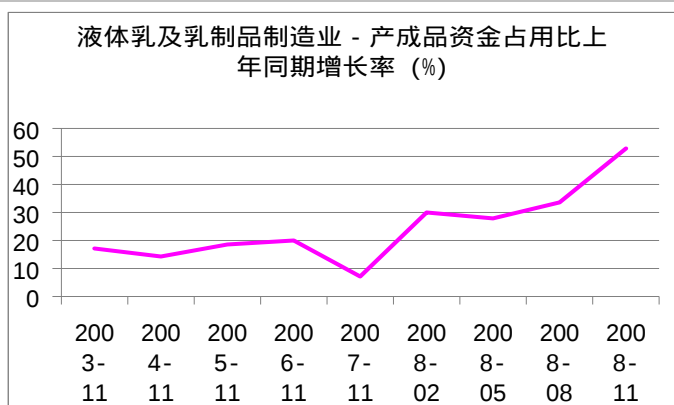
- 生猪与鸡鸭养殖效益下滑严重挫伤了养殖户的积极性，其进一步加大养殖规模的动力欠缺，因此，09 年饲料销量增速将明显回落。结合新希望自身产能扩张步伐，我们判断未来几年公司饲料销量有望保持 12-13%左右的稳定增长。
- 虽然 08 年水产养殖产量增长约 4.5%，但由于天气灾害等意外因素影响，全国水产饲料销量表现为 -0.5% 的负增长。正常情况下，我们判断 09 年新希望水产饲料的销量将同步持平。

加法——新希望乳业祭招“防守反击”，给业绩做“加法”

“三聚氢胺”事件对液态奶行业竞争格局构成冲击，游戏规则可能被改写

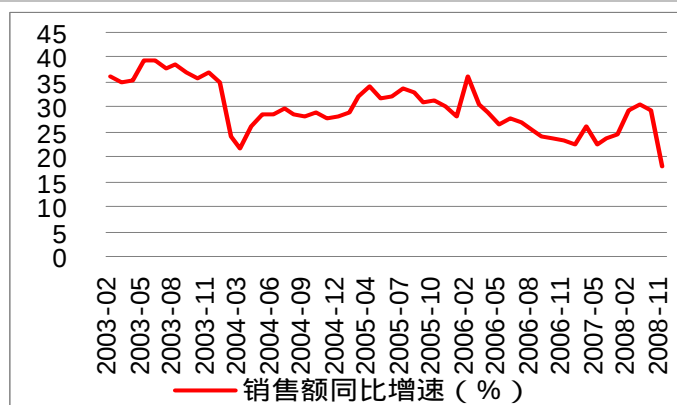
- 2008年9月份三聚氢胺事件爆发之后，液态奶企业遭遇史上最大的信任危机。以三鹿、伊利、蒙牛等为代表的涉及品牌声名狼藉、全行业销售额高台跳水、乳品滞销积压、利润率骤降，乳业巨头面临巨额亏损和现金枯竭，经营十分困难。
- 三聚氢胺事件暴发之前，处于乳业前三位的蒙牛、伊利、光明销售收入份额持续上升，在对手强大的竞争压力下，三元、新希望乳业等生产鲜奶为主的都市型乳企生存空间日趋逼仄，而现在游戏规则可能被改写。

图表21：三聚氢胺发生后，液态奶行业库存急剧上升

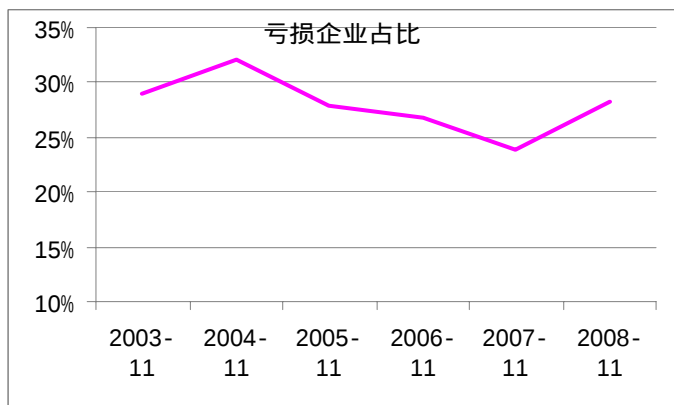


来源：国金证券研究所

图表22：三聚氢胺事件后，乳业销售额增幅高台跳水

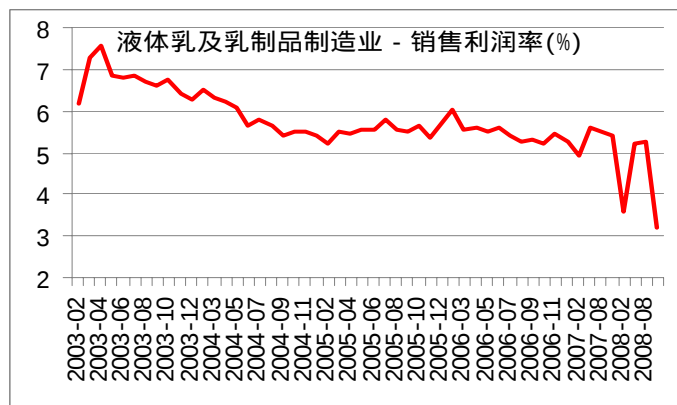


图表23：液态奶企业亏损面上升至历史高位



来源：国金证券研究所

图表24：液态奶行业平均销售利润率快速下跌

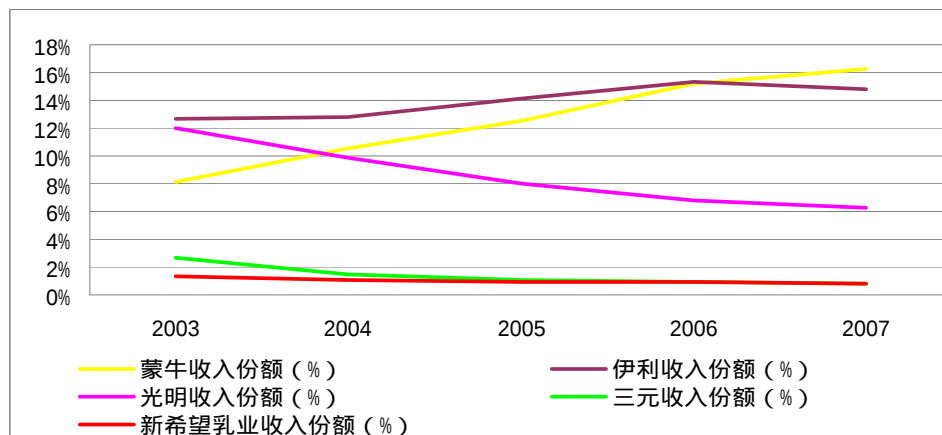


新的游戏规则出台——禁鲜令取消，三聚氢胺爆发使得一线品牌遭遇重创，以三元、光明、新希望乳业为代表的二三线区域型鲜奶品牌崛起在望

- 以蒙牛、伊利为代表的基地型乳业之所以能走向全国、迅速壮大，除了强大的营销能力之外，很重要的一点是——能够成功游说行业协会出台“禁鲜令”（借此模糊鲜奶和常温奶在品质上的本质区别），再祭出了“大草原、大品牌和大渠道”三大杀招，手持“价格屠刀”夺取市场份额，不计成本争抢奶源，将都市型鲜奶企业打得无还手之力，这就是中国独特的国情——“利乐砖打翻了奶瓶子”。
- 现在，新的游戏规则已经出台。08年1月禁鲜令取消，意味着都市型乳业终于可以名正言顺地宣传鲜奶比常温奶更好的品质。
- 三聚氢胺使得一线品牌形象遭遇重创。08年9月，三聚氢胺事件爆发，乳业黑幕大起底，“草原奶”概念寿终正寝，一线品牌无一幸免，消费者用

脚投票更多地转向当地鲜奶品牌，光明、三元、新希望乳业等城市型鲜奶企业崛起在望。

图表25：2008年以前，新希望乳业收入份额江河日下



来源：国金证券研究所

三聚氢胺事件带来市场真空，外资奶源低价抢占市场份额，新希望乳业则祭出“防守→进攻”的招式

- 三聚氢胺事件引爆了消费者对一线品牌的信任危机，一部分居民选择干脆不喝奶（需求暂时被抑制，但不会消失），一部分中高档消费者转向了外资奶粉，然而更多的消费者转向当地鲜奶品牌。以三元为例，其在北京市场鲜奶一时洛阳纸贵，相当长一段时间内一直脱销。

图表26：河南郑州某养牛场奶农把被平顶山伊利分公司拒收的几十吨牛奶倒在了场门前的路沟里

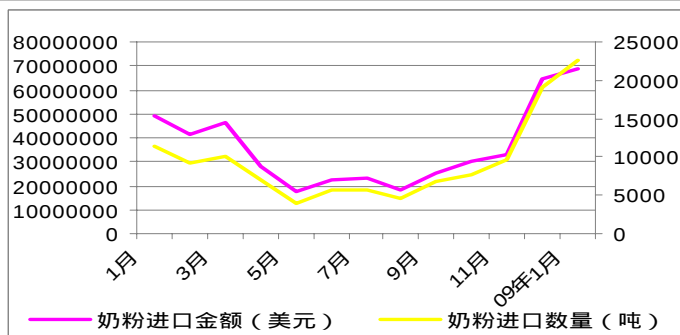


来源：国金证券研究所

图表27：三聚氢胺事件中因为宝宝受到伤害而痛哭的母亲

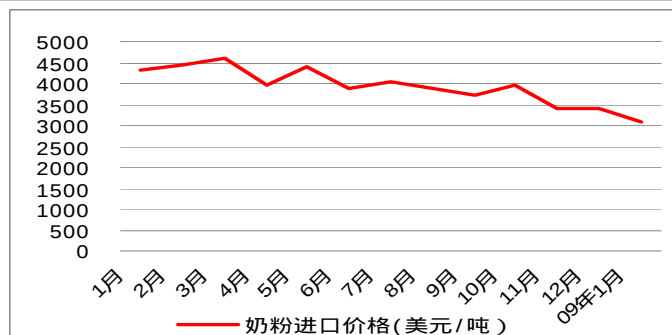


图表28：进口奶粉数量激增，填补国内市场空白



来源：奶业协会，国金证券研究所

图表29：进口奶粉以低价抢占国内市场份额



- **我们认为，目前对于蛰伏良久的新希望乳业来说，是一次千载难逢的防守转进攻的良好契机。**那么，新希望乳业之作为是否符合我们的判断呢？我们对此进行了分类统计：
 - ◆ **加大广告宣传力度，品牌能见度有所提升。**08年9月，新希望乳业广告首次登场 CCTV 黄金时段，以“好品质源自好鲜奶”为诉求的新希望乳业 5.2 秒广告片于 20 日正式在央视 1 套《焦点访谈》结束后和新播电视连续剧《绝密押运》之前的黄金时段播出。
 - ◆ **渠道资源快速向新希望聚集。**08年秋季第 79 次全国糖酒商品交易会上传统展销大户蒙牛、伊利、光明等三大乳业集体缺席，新希望乳业一家独大，新希望乳业控股公司及旗下川乳、蝶泉、白帝、天香、非常牛等五家子公司产品参展，涉及奶粉、液态奶、乳饮料、冰淇淋等多种类别共 90 多个单品，刚面市的新希望蝶泉婴幼儿奶粉也在参展之中。据新希望乳业展会现场负责人透露：“每天有近万人次前来参观，每天前来洽谈合作的客商超过 500 人，很多人更是指明要代理我们的产品。据初步统计，目前达成意向合作的金额就已经过亿。”
 - ◆ **“百日战役”取得显著成果。**9月25日，新希望乳业控股公司举行以“2009 新机遇新起点新希望”为主题的百日战役大会。据新希望网站报道，截止 11 月 5 日，安徽白帝乳业公司销量同比增长 50.2%，销售收入同比增长 66.41%；云南邓川蝶泉乳品公司 08 年 1-9 月共实现销售收入 22180 万元，同比增长 30.8%。
 - ◆ **09 年再度取得开门红。**我们从渠道了解到，09 年前两个月新希望乳业销售业绩再度取得开门红，昆明雪兰牛奶 1-2 月份销量同比增长 50% 以上，而川乳同比增长 40% 以上。
 - ◆ **新希望乳业板块最新确定的增长目标为：3 年进入全国乳业五强，实现 30 亿元销售，5 年进入全国乳业三甲。**公司提出 2009 年乳业销售额增长 50% 的目标，则向市场传达了一种锐意进取的新希望乳业新形象。
 - ◆ **蝶泉乳业推出婴幼儿配方奶粉。**08 年 10 月 21 日，云南新希望邓川蝶泉乳业有限公司生产的蝶泉婴幼儿配方奶粉正式在昆明市场面市。蝶泉婴幼儿配方奶粉的上市，是新希望首个婴幼儿配方乳粉产品，定位为“立足云南，兼顾西南，逐渐占领全国主导市场，同时面向东盟”。公司还将实施“千吨奶”项目二期工程，届时公司年处理鲜奶将达 30 万吨，预计可实现利润 4000 万元。
 - ◆ **雪兰牛奶推出高端新品澳特兰。**定位于高端的新品种——澳特兰是雪兰公司自主研发的国内第一个用巴氏杀菌法制造的高蛋白、低乳糖的“高蛋白牛奶”，并已在川乳和琴牌生产使用，未来将推向全国。目前澳特兰高品牛奶出厂价 40 元/件，每件 12 盒。
 - ◆ **安徽白帝销量同比增长 50% 以上。**白帝乳业是安徽最大的生产鲜牛奶、酸牛奶、奶粉、含乳饮料等乳制品的产业基地，日处理鲜奶达到 120 吨，总资产约 1 亿元，服务网络现已遍布全省 50 个市、县，设有上千个供奶中心、奶亭、奶点，形成安徽省范围内全方位的供奶网络，每天有 40 余万份乳制品进入百姓家中，深受广大消费者的信赖。截止 2008 年 11 月 5 日，公司销量同比增长 50.2%，销售收入同比增长 66.41%。
 - ◆ **青岛琴牌：老字号不断推陈出新。**作为青岛的“鲜奶”老字号，琴牌奶已经有 54 年的历史，由于三聚氢胺事件连带公司常温奶销量受到一定影响，但通过产品结构调整，琴牌低温奶销量一直呈现增长趋势，销量占比由原先不到 60% 上升到 80%。
 - ◆ **河北天香：平时强化奶源管理，危难时波澜不惊。**在此次三鹿奶粉事件中，天香公司在奶源的重灾区中屹立不倒，公司生产的液态奶无一批次检出三聚氢胺。虽然在销量上也受到了较大的冲击，但是为新希望乳业品牌的深入人心奠定了良好的基础。

- ◆ **杭州双峰：发力学生奶，推出创新品种。**在增长战略上，双峰公司集中优势力量，发力于中小学校学生奶、大学、宾馆、医院和单位食堂、早餐公司市场的开拓，培育新的增长点。并通过开发高新的特色产品支持市场竞争，在浙江省内首家成功开发纸杯牛奶，又推出“6+1”膳食纤维酸奶、高优质鲜奶等中高档产品。

历史告诉未来：新希望进军乳业的征程远未结束

图表30：历史告诉未来：新希望进军乳业的征程远未结束

时间	事件	投入资金（万元）	股权比例（%）	事后股权比例（%）
2001年10月22日	与四川省阳平乳制品厂等七家股共同组建 四川新阳平乳业有限公司	3,850.00	55	55
2001年10月22日	与四川省阳平乳制品厂等三家股东共同组建 四川新阳平奶牛发展有限公司	300.00	30	30
2002年4月24日	对经营班子具体操作有关乳业项目及签署乳业项目的有关合资合作意向协议予以相应授权。 (1) 单个项目出资额5000万以下董事会授权经营班子签署；(2) 单个项目出资额5000万——1.8亿元董事会授权刘永好董事长签署；(3) 单个项目或年度该类项目累计投资额超过1.8亿元，由董事会提请股东大会授权董事会办理。			
2002年4月24日	受让四川阳平乳业集团乳制品厂持有的 四川新阳平乳业有限公司 股权	350.00	5	60
2002年4月28日	与安徽白帝集团等三方共同出资组建 安徽白帝乳业有限公司	2,750.00	55	55
2002年8月8日	对重庆市天友乳业有限公司工会委员会持有天友有限公司部分股权进行收购，在股权收购完成后协议各方将原天友有限公司改组为 重庆市天友乳业股份有限公司 。	4,621.68	46.217	46.217
2002年8月9日	收购川国资及其他股东在 华西乳业 中的股权及其权益	5,087.69	53.86	53.86
2002年8月15日	出资收购各方持有的 四川新华西乳品饮料 有限责任公司股权及其权益	1,500.44		
2002年8月22日	与长春苗苗豆乳集团有限公司共同投资组建 长春新希望乳业有限公司	2,400.00	60	60
2002年8月23日	与杭州四季青乳品厂共同投资组建 杭州新希望双峰乳业有限公司	2,520.00	70	70
2002年9月3日	与河北天香乳业有限公司共同组建 河北新天香乳业有限公司	1,600.00	80	80
2002年9月6日	与青岛市奶业总公司共同投资组建 青岛琴牌乳业有限公司	1,800.00	60	60
2002年9月13日	受让成都中际发展股份有限公司所持有的 四川华西乳业有限公司 股权及其权益	1,274.15	12.91	66.77
2002年9月20日	与浙江田园集团公司共同出资组建 杭州新希望美丽健乳业有限公司	6,000.00	60	60
2002年9月23日	收购成都乳品有限公司持股会持有的 四川华西乳业 有限责任公司股权及其权益	1,888.83	17.63	84.42
2002年12月5日	受让云南省洱源县人民政府持有 蝶泉公司 股权	7,344.00	91.8	91.8
2003年3月26日	作为 昆明雪兰牛奶有限公司 改制的战略合作者参与增资扩股	4,207.50	51	51
2004年1月15日	合并华西乳业、新阳平乳业、新华西乳品饮料，组建 四川新希望乳业有限公司	13,570.47	73.07	73.07
2006年7月11日	成立 新希望乳业控股有限公司	48,000.00	100	100
2006年7月11日	将所持有的下属九家乳业公司的股权转让给 新希望乳业控股有限公司 ： 一、四川新阳平奶牛发展有限公司15%的股权； 二、安徽白帝乳业有限公司59.00%的股权； 三、杭州新希望双峰乳业有限公司70.00%的股权； 四、新希望云南邓川蝶泉乳业有限公司95.14%的股权； 五、河北新天香乳业有限公司99.00%的股权； 六、青岛琴牌乳业有限公司95%的股权； 七、昆明雪兰牛奶有限责任公司51.00%的股权； 八、四川新希望乳业有限公司83.95%的股权； 九、重庆天友乳业股份有限公司46.22%的股权。			
2007年5月28日	将所持有的 长春新希望乳业有限公司 股权全部转让给广泽集团	700.00	85	0
2007年6月8日	新希望乳业控股有限公司受让杭州四季青乳品厂所持有的 杭州新希望双峰乳业有限公司 股权	1,102.00	25.2	95.2
2008年4月10日	与天津七苏木乳业股份公司和内蒙古七苏木乳业有限公司投资组建 内蒙古非常牛乳业有限公司	1,600.00	51	51
2009年2月6日	受让昆明市农垦总公司所持有的昆明雪兰牛奶有限公司国有股权及“雪兰”商标	6,450.00	42.9	93.9

来源：国金证券研究所

- 回顾新希望乳业的发展历史，有助于我们客观、全面地研判其未来发展前景。我们把新希望进军乳业的历程分为三个主要阶段：
- **第一阶段（2001-2004年）：快速进入，整合受挫；**

- ◆ 在不到四年时间里，新希望先后并购或组建了新阳平、安徽白帝、重庆天友、华西乳业、新华西乳品饮料、长春新希望，杭州双峰、河北新天香、青岛琴牌、杭州美丽健、蝶泉、雪兰、四川新希望乳业等 13 家乳业公司。但是整合过程无论是在企业文化、营销理念还是品牌战略上都遇到了不小的障碍，整合之后的业务增长较为缓慢。
- **第二阶段（2005-2008 年）：遭受禁鲜令和草原奶的双重狙击，“砖头”砸翻“奶瓶子”；**
 - ◆ 在以蒙牛、伊利为代表的基地型企业强大的营销压力之下，几乎全国所有的区域型鲜奶企业都遭遇寒冬，新希望乳业也不例外，经营陷入连年亏损。
- **第三阶段（2008 年之后）：禁鲜令取消，三聚氰胺事件爆发，一线品牌受到重创，城市型鲜奶企业迎来契机。**
 - ◆ 新希望鲜奶业务一贯坚守“先有牧场后有市场”的策略，以奶源基地建设和配送能力作为参与全国市场竞争的首要资本；
 - ◆ 目前，新希望奶源的自供率达到 40%至 50%，是国内大型乳业公司中奶源自供率最高的几家企业之一，由于长期坚持对奶源进行严格管理，新希望乳业得以在去年乳品安全风暴中得以保存并从容转身；
 - ◆ 预计未来几年新希望乳业的重点是巩固当地城市市场，以所在城市为中心，不断扩大销售范围，寻求突破空间。

新希望乳业的品牌战略猜想：“N+1+N”

- 我们认为，新希望的品牌组合战略已经较为清晰，即把“新希望”作为各个区域子品牌的“担保品牌”，以此吸纳各个区域品牌长期以来建立的品牌资产，强化“新希望”作为乳业一线企业的品牌联想，在树立起“新希望乳业”这个组织品牌之后，进一步输出品牌资产。
- 就品牌结构而言，未来新希望乳业可能通过品牌担保建设全国性高端子品牌“澳特兰”，建设全国性中低档奶粉品牌“蝶泉”，天香品牌也可能被扶持成为一个溢价品类（佐餐奶）的全国性品牌。
- 简单地说，新希望的品牌战略是一个“N+1+N”的品牌战略，众多的区域品牌增强主品牌“新希望”的品牌资产做大，“新希望”主品牌延伸具有战略意义的细分市场全国性品牌。

图表31：乳业品牌战略：由区域品牌走向全国品牌



来源：国金证券研究所

图表32：我们对新希望乳业品牌的发展方向预判

品类	目前	3-5年之后
高档鲜奶	新希望担保的澳特兰	澳特兰
中档鲜奶	新希望担保的区域品牌	新希望担保的区域品牌
中档常温奶	新希望担保的区域品牌	新希望
高档酸奶	暂无	新希望担保的新子品牌
中档酸奶	新希望担保的区域品牌	新希望担保的区域品牌
中低档奶粉	新希望担保的蝶泉	新希望担保的蝶泉
中高档奶粉	暂无	新希望担保的新子品牌
其他乳制品	新希望担保的天香	新希望担保的天香

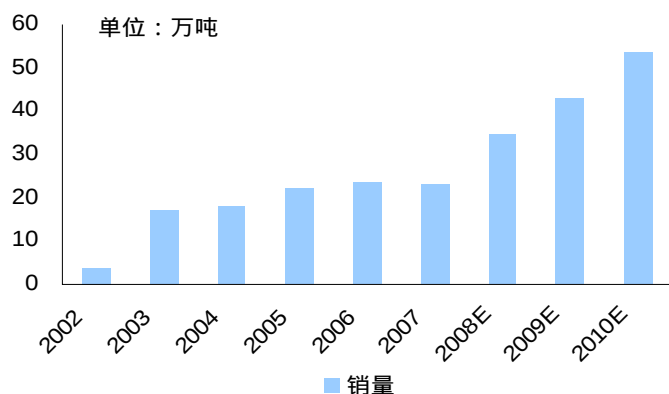
- 我们预计，在较长一段时间内，由“新希望”担保的区域品牌将主要负责中档鲜奶、酸奶业务，而利润率较高的高端鲜奶品牌、奶粉品牌将由“新希望乳业”担保的全国性品牌负责；高档酸奶及其他乳制品业务可能采用与国外乳业巨头合资的“新希望乳业”担保的新品牌。

- 我们认为，在当前消费者对乳业缺乏信任的市场背景之下，充分发挥“新希望”这个综合品牌的作用，有助于激活消费市场选择新希望乳品。毕竟新希望和刘永好的品牌形象都是很好的，从未有负面新闻曝光，也没有出现过损害股东利益的事件，作为民生银行的第一大股东，新希望旗下企业在该行没有一分钱贷款，这是一个值得信任的品牌。

我们对新希望乳业未来增长来源的解析

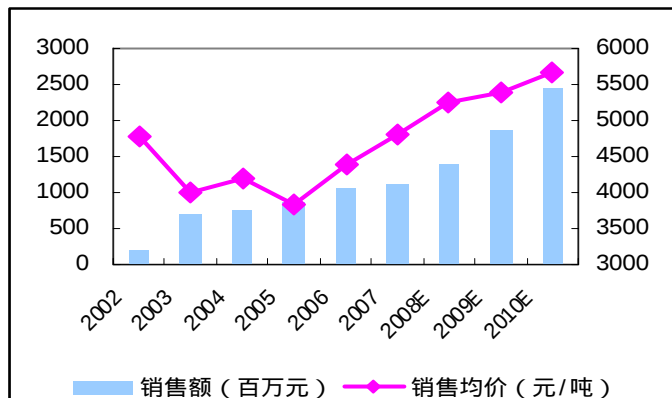
- 我们认为，新希望乳业板块的增长将主要来源于以下几个部分
 - ◆ 蝶泉品牌走向全国，做大婴幼儿奶粉业务和高端常温奶业务；
 - ◆ 利用市场真空，在加大担保品牌“新希望”的广告宣传基础上，各个被担保的区域品牌借势抢占中档常温奶市场份额；
 - ◆ 利用行业下滑和对手羸弱的时机，加快对城市型乳品企业的并购，实现外延式的增长；
 - ◆ 和外资乳业巨头合作，在现有区域市场布局基础上推出更多差异化和高溢价的产品。
- 保守预计，新希望乳业 08-10 年销量增长将会达到 15%、30%、25%，销售额增长在 25%、34%、31%，毛利增长 27%、41%、35%。

图表33：新希望乳业销量及预测（万吨）



来源：国金证券研究所

图表34：新希望乳业销售额及销售价格预测



减法——肉制品业务将大幅“减”亏，也即变相增利

致力于打通猪链：实现“饲料 - 养殖 - 屠宰 - 肉制品加工”产业链一体化

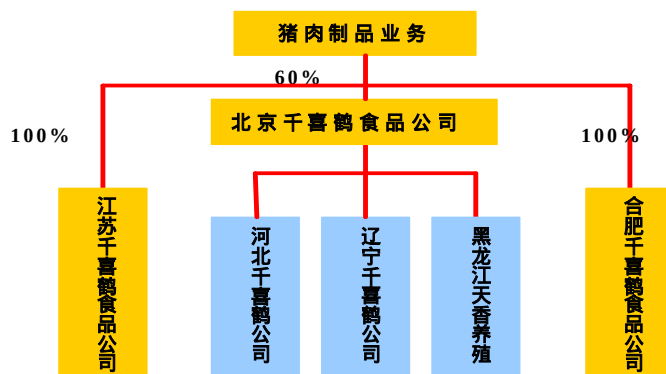
- 2007 年 4 月，新希望收购北京千喜鹤食品公司 60% 股权，正式宣告进入猪肉制品领域。千喜鹤旗下共有三家控投子公司：辽宁千喜鹤、河北千喜鹤和黑龙江天香养殖公司。
- 千喜鹤是 2008 北京奥运会生鲜猪肉食品的独家赞助商，有利于加大千喜鹤品牌的推广和宣传力度，进一步提高市场认知度。
- 07 年公司曾拟公开增发，募资项目之一就是在合肥和江苏新建千喜鹤全资子公司。目前虽然增发时效已过，新希望也发布公告称将取消增发事宜，但当时拟建的合肥千喜鹤和江苏千喜鹤项目自 07 年起均已在建，新希望自筹资金并已分别投资 2200 万元和 2000 万元。
- 我们判断，按照刘永好的行事风格，打通“猪链”的战略构想必会坚定不移地坚持实施，未来新希望在肉制品行业的布局仍将持续。

图表35：北京千喜鹤为08奥运会猪肉制品独家赞助商



来源：国金证券研究所

图表36：新希望千喜鹤集团下属公司一览表



北京千喜鹤陷入巨额亏损，未来3年有望减亏，但要实现扭亏尚有难度

- 2007年末，北京千喜鹤交出了被收购后的首份业绩答卷，成绩差强人意，全年共亏损1.027亿元，旗下控股子公司辽宁千喜鹤与河北千喜鹤分别亏损163万元和600万元。
- 2008年上半年，北京千喜鹤继续大幅亏损5580.08万元，我们预计08年亏损额将超过1亿元，加上子公司后亏损额还会更大，但预计09-11年千喜鹤公司的亏损额将大幅减少，不过要实现扭亏为盈还有难度。

图表37：新希望千喜鹤集团产能及盈利能力统计

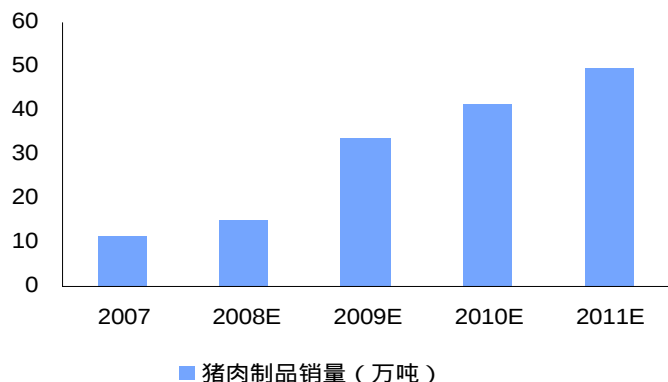
千喜鹤系公司	生猪屠宰能力 (万头)	肉制品加工能力	建成日期	投资总额	持股比例	07年销售额	07年净利润
北京千喜鹤食品公司	200	高低温肉10万吨	07年收购，正常经营	9600万元	60.00%	61895.81万元	-1.027亿元
辽宁千喜鹤食品公司	350	高低温肉15万吨	08年1月建成	5747.66万元	90.50%	未知	-163.06万元
河北千喜鹤食品公司	200	高低温肉15万吨	08年8月份建成	4515.6万元	75.26%	42008.3万元	-599.96万元
黑龙江天香养殖公司	-	-	-	-	-	863.18万元	308.37万元
合肥千喜鹤食品公司	100	高低温肉5万吨	在建	已投2200万元	100.00%	-	-
江苏千喜鹤食品公司	150	冷鲜高低温肉10余万吨	在建	已投2000万元	100.00%	-	-
总计	1000	高低温肉50余万吨					

来源：国金证券研究所

- 那么，是什么原因造成千喜鹤持续出现巨额亏损？是否有迹象显示千喜鹤的经营情况正在好转？我们的判断依据何在？
 - ◆ 首先，导致巨额亏损的首要原因还在于——千喜鹤内部管理混乱，各项成本费用高昂。07年4月份，新希望收购北京千喜鹤后并没有直接负责日常经营管理，而原来的经营班子管理和营销都极为混乱，甚至连产品品质都无法保证，最终铸就累累亏损。08年下半年新希望将经营权收回，从饲料公司和乳业公司抽调管理人员接手管理千喜鹤，9月份起千喜鹤月均亏损额就由之前的1000多万元降至300万元，因此，管理改善是千喜鹤大幅减亏的核心保证。
 - ◆ 其次，产业链太短，千喜鹤目前只做生猪屠宰，没有深加工，产品附加值低是导致亏损发生的另一要因。屠宰本身毛利率就很微薄，屠宰一头猪平均毛利最高在50-60元，最低则只有10元/头，毛利率仅0.58%，刨除期间费用后几乎铁定亏损。
 - ◆ 第三，猪源没有保障，生猪行业景气下滑，扩大了亏损额。08年2季度猪肉价快速下跌，而同期毛猪采购困难，生猪成本居高不下，二者不匹配导致亏损风险加大。

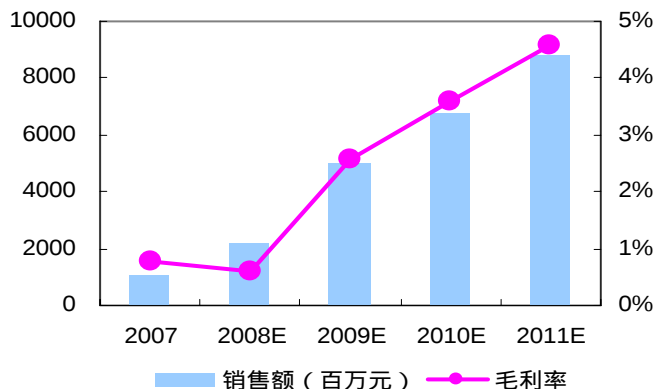
- ◆ **第四，行业已呈寡头垄断，公司作为行业新进入者，品牌与营销还很羸弱。**由于北京市场的生猪屠宰及肉制品行业已经形成了寡头垄断，譬如顺鑫农业旗下的鹏程食品十多年来一直占据北京市场生猪屠宰50%左右的市场份额，双汇、雨润在全国肉制品行业的市场份额已很难有竞争对手超越等，北京千喜鹤现有经营规模相对较小，销售区域主要集中在北京及周边区域，和这些竞争对手相比明显处于弱势，因此生猪屠宰与肉制品加工业务的短期效益难以好转。

图表38：新希望猪肉制品销量预测（万吨）



来源：国金证券研究所

图表39：新希望猪肉制品业务销售额及毛利率预测



- **基于如下四点理由，我们判断北京千喜鹤未来三年有望大幅减亏，但要实现扭亏为盈还有相当难度。**
 - ◆ 第一，新希望已经对北京千喜鹤等公司输出管理，目前月均亏损额已减少大半；
 - ◆ 第二，本轮生猪行业景气下滑周期已经过半，我们预计在 09 年 6-10 月份生猪出栏高峰将逝，猪肉及生猪价格有望止跌，肉制品加工业务盈利有望改善；
 - ◆ 第三，公司在河北宽城建立了养猪场，并和大型养猪场建立直接供猪的战略联盟，在保障了猪源稳定的同时，还可规避猪价波动风险；
 - ◆ 第四，未来两三年内产业链很难打通理顺，且品牌仍处培育过程中相对双汇等处于弱势，公司猪肉制品业务的核心竞争力仍然不强，要扭亏为盈还需要时间等待。

乘法——如果集团资产注入，将产生“乘法”般的倍增效应

背靠新希望集团，新希望股份让资本市场充满联想和期待

- 希望集团是刘氏四兄弟于 1982 年开始创建的民营企业，主要从事饲料及食品生产。新希望集团董事长刘永好占有其中 1/4 的股权。
- 希望集团在 1995 年由国家工商局和中国企业评价协会评定为“中国最大的 500 家私营企业之第一位”，此后多年被美国《福布斯》杂志评选为中国大陆私营资产最大的企业。
- 新希望集团下设四个事业部，分别是农牧事业部、化工事业部、地产与基础设施事业部和金融投资事业部。各事业部直接对集团总裁班子负责，指导所属企业研发、推广、宣传和销售本专业产品，并根据授权实施本专业板块的其他经营和管理工作。
- 新希望已成为中国最大的饲料企业之一，中国西部最大的乳制品、肉食品企业，同时在房地产开发和化工产业也有相当的规模。
- 新希望拥有下属子公司四川新希望农业股份公司（000876），而且新希望集团是中国民生银行（600016）的主要发起者和第一大股东，是民生保险的主要发起股东之一，并投资组建了新希望投资公司（其中世界银行集团

国际金融公司投资 4500 万美元，占 19.9% 股份）。新希望集团还是福建联华信托投资公司的大股东。

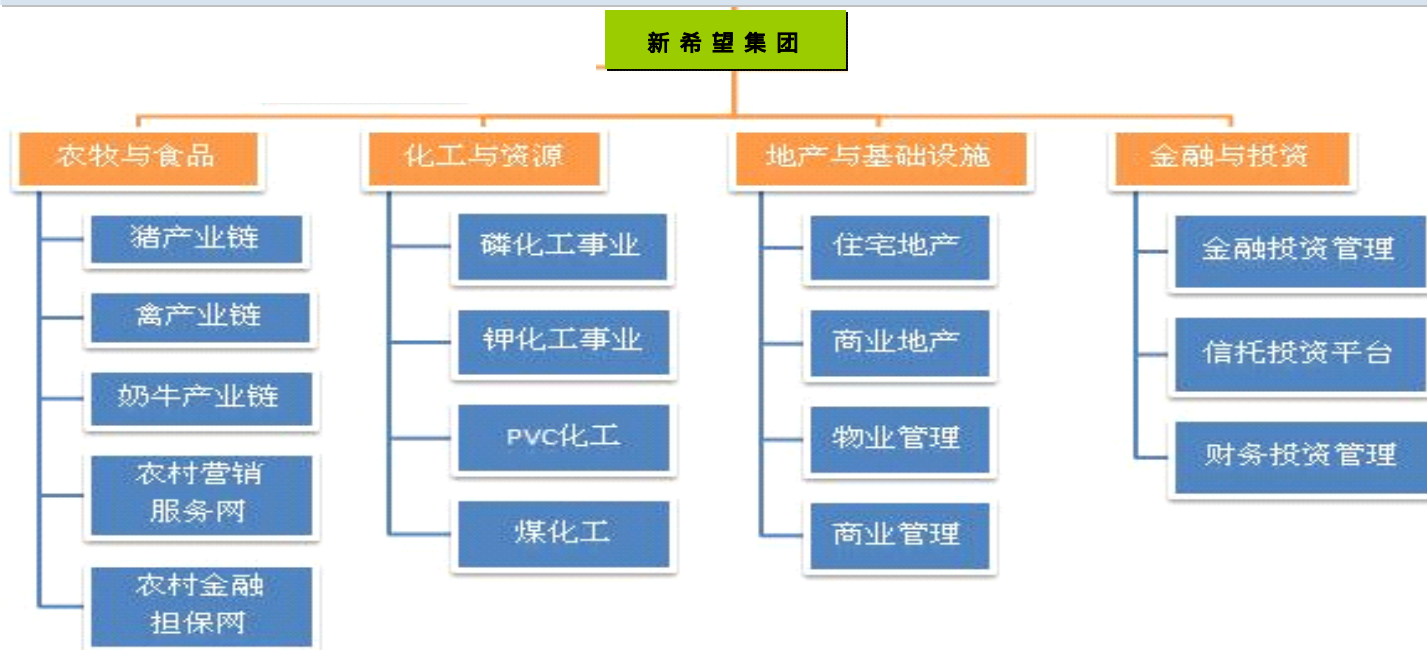
图表40：希望集团旗下业务布局图



来源：国金证券研究所

- 我们在 07 年 6 月份的新希望投资价值分析报告《“金融”、“农业”双轮驱动》中曾管窥刘永好董事长及新希望股份未来的业务战略：随着化工和房地产业务的逐步剥离，新希望股份未来定位于“农业+金融”的可能性极大。
- 结合新希望近年乳业和肉制品行业的扩张举措，我们进一步认为：农业相对金融处于更加核心的地位，如果二者必取其一的话，新希望最终选择专注农牧业的可能性更大。
- 由于背靠“农业帝国”——希望系，因此新希望股份通常给了资本市场以无限的联想和期待——集团农业资产注入。

图表41：新希望集团旗下业务布局图



来源：国金证券研究所

乘法：新希望集团销售额 = 新希望股份销售额 × 6 倍

- **我们郑重声明：对新希望集团可能向股份公司注入资产完全是基于我们对刘永好先生未来战略定位的一种推测，并非基于任何内幕信息的传递，特此说明。**下文我们对新希望集团资产及业务规模的统计，也是根据公开资料收集整理，并非任何非公开的内幕信息。
- 自 2004 年以来，中央加大了对第一产业的扶持力度，实施“工业反哺农业”、“城市支持农村”的惠农强农政策，通过扶持一批农牧行业的旗舰企业做大做强来提升我国农牧产业竞争力将是不二选择，面临行业快速发展契机，我们推测新希望集团必然会利用资本市场平台来实现其“世界级农牧企业”的愿景。
- 由于新希望集团旗下的饲料、乳业、肉制品业务与新希望股份公司存在同业竞争，因此，这些集团业务未来单独 IPO 上市将很难通过证监会的审核，同时新希望集团利用上市公司平台做大做强农牧主业的战略在未来不会改变，因此，我们认为将新希望集团同业资产注入到新希望股份将是**大势所趋**，只是资产整合及注入的具体时点我们很难精确评估。
- 据公开资料，我们对新希望集团下属的农牧业资产进行不完全统计：

图表42：新希望集团资产规模平均相当于新希望股份的 6 倍左右

控股子公司统计	主营范围及产能	下辖分子公司数量	2006年销售额	2007年销售额	2008年销售额	备注
四川南方希望实业有限公司	饲料	43家	50亿元	52亿元	预计78亿元	南方希望08年上半年增长70%
山东六和集团有限公司	饲料、养殖、肉制品、生物制品及兽药制造	200余家	102.75亿元	200亿元	预计320亿元	六和发展模式不断创新是其业绩高增长的源泉，08年预计超过320亿元。
山西大象禽业集团	饲料、养殖、肉制品、分级洁蛋生产	36家	3.6亿元	4.3亿元	预计5亿元	05年销售额3.56亿
陕西石羊（集团）股份有限公司	饲料、养殖、肉制品、油脂加工	26家	预计略少于18亿元	18亿元	预计27亿元	计划2010年实现销售额42亿元，净利润1.5亿元。
新希望集团（汇总）	饲料总产能2000万吨，08年销量1000万吨；禽屠宰产能7.5亿只，08年肉制品销量120万吨。	320家	170亿元	275亿元	预计430亿元	上半年实现销售额226亿元，同比增长103%。
新希望股份有限公司	饲料产能240万吨，08年销量100万吨；乳业产能50万吨，08年销量26.5万吨；生猪屠宰产能700万头，08年屠宰180万头，销量15万吨。	控股47家，参股3家	29亿元	50.86亿元	65.36亿元	为口径一致，新希望股份只统计了饲料、乳业、肉制品三块业务
新希望集团/新希望股份（倍）	饲料产能：8.3倍，08年饲料销量：10倍，肉制品销量：8倍。	6.8倍	5.86倍	5.41倍	6.58倍	平均：5.4-6.8倍

来源：国金证券研究所（注：我们的统计没有包括化工、房地产、金融投资等业务）

除法：扣“除”投资收益，新希望主业盈利欠佳

扣除投资收益后，预计 08 年公司利润为负值，表明新希望主业盈利欠佳

- 我们尝试着对主营业务进行利润分拆，由于无法对期间费用率按业务进行详细分拆，因此我们的分拆结果和实际情况可能有偏差。
- 由于对来自民生银行的投资收益按权益法处理，而该笔投资收益实际上不用补交所得税（民生银行所得税率高于新希望股份所得税率），因此，新希望应纳税所得税额虚高，进而导致名义所得税率虚低，在进行净利润分拆时，我们对此进行了还原，还原后的新希望 08-10 年的实际所得税率在 20.25%、23.71%、21.34%。
- 根据盈利分拆结果，新希望股份在 08 年主业将出现亏损，预计公司饲料业务税后盈利应在 9000 万元左右，乳业徘徊在盈亏平衡线附近，肉制品

亏损额将超过 1 亿元，因此，扣除非经营性损益后的净利润表现为负值，这表明新希望传统农业主业盈利欠佳。

图表43：新希望主营业务毛利分拆（百万元）

毛利(百万元)	2008E	2009E	2010E
饲料	235.50	257.32	307.84
乳制品	261.04	368.12	495.36
肉制品	12.94	130.05	242.49
化工、房地产等	30.12	55.01	51.93

来源：国金证券研究所

图表44：新希望期间费用率预测

税费率	2008E	2009E	2010E
主营业务税率	0.10%	0.10%	0.10%
营业费用率	4.60%	3.99%	3.69%
管理费用率	2.55%	2.05%	2.03%
财务费用率	2.86%	2.05%	1.75%
合计	10.12%	8.20%	7.58%

图表45：新希望主业税前利润预测（百万元）

税前利润(百万元)	2008E	2009E	2010E
饲料	111.30	135.97	147.65
乳制品	-18.50	22.05	32.98
肉制品	-143.87	-76.27	-3.64
化工、房地产等	-50.14	-47.69	-2.71
其他	-60.45	-60.62	-39.49
应税所得额合计	92.80	97.40	141.14
实际所得税率	20.25%	23.71%	21.34%

来源：国金证券研究所

图表46：新希望主营业务净利润分拆（百万元）

税后净利润(百万元)	2008E	2009E	2010E
饲料	88.76	103.73	116.15
乳制品	-14.75	16.82	25.95
肉制品	-143.87	-76.27	-3.64
化工、房地产等	-50.14	-47.69	-2.71
其他	-60.45	-60.62	-39.49
主业净利润小计	-180.45	-64.02	96.26

来自民生银行的投资收益依然是公司盈利最大来源

- 新希望投资收益主要来自民生银行股权投资，民生保险和部分兽药公司贡献少数投资收益。根据国金证券银行业分析师张英的预测，08-10 年民生银行将分别实现净利润 8700、8764、8809 百万元。
- 我们据此预测新希望 08-10 年投资收益分别为 649.77、640.75、655.79 百万元，如下：

图表47：新希望投资收益预测

民生银行	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
持股数(百万股)	206.34	268.24	362.13	434.55	608.37	854.86	1111.32	1111.32	1111.32	1111.32
持股比例(%)	7.980%	7.400%	6.985%	5.987%	5.984%	5.900%	5.900%	5.900%	5.900%	5.900%
净利润(百万元)	871.82	1391.25	2038.40	2673.42	3758.25	6335.18	8700.00	8764.00	8809.00	10570.80
投资收益(百万元)	52.18	77.21	106.79	120.04	168.67	280.33	384.98	387.81	389.80	467.76
民生保险	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
持股数(百万股)	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	203.52	203.52	203.52	203.52	203.52
持股比例(%)	7.234%	7.234%	7.234%	7.234%	7.234%	7.540%	7.540%	7.540%	7.540%	7.540%
净利润(百万元)	0.00	-75.14	-86.77	-81.28	-52.25	-25.00	-8.00	7.00	27.00	47.00
投资收益(百万元)	0.00	-5.44	-6.28	-5.88	-3.78	-1.89	-0.60	0.53	2.04	3.54
重庆天友	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
持股数(百万股)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	203.52	203.52	203.52	203.52	203.52
持股比例(%)	0.000%	47.220%	47.220%	47.220%	47.220%	47.220%	47.220%	47.220%	47.220%	47.220%
净利润(百万元)	0.00	8.45	8.04	9.01	9.72	22.72	28.40	32.66	35.93	39.52
投资收益(百万元)	0.00	3.99	3.80	4.25	4.59	10.73	13.41	15.42	16.96	18.66
兽药等实业	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
投资收益(百万元)	-23.33	25.24	36.04	55.13	84.97	185.99	251.99	236.99	246.99	256.99
合计	28.85	101.00	140.35	173.55	254.45	475.17	649.77	640.75	655.79	746.95

来源：国金证券研究所

新希望盈利预测

- 在不考虑集团资产注入的前提下，我们预计新希望 08-10 年将分别实现销售额 6634.59、10382.70、13209.76 百万元，同比增长 38.46%、56.49%、27.23%；分别实现主营业务利润 539.59、810.50、1097.62 百万元，同比增长 24.19%、50.21%、35.43%；分别实现净利润 363.72、455.62、594.12 百万元，同比增长 20.02%、25.27%、30.40%。

- 根据我们预测，新希望 08-10 年 EPS 分别为 0.481、0.602、0.785 元。

分业务的盈利预测

- 我们分业务预测结果如下：饲料 08-10 年将分别贡献 0.117、0.137、0.153 元 EPS，乳业贡献 -0.019、0.022、0.034 元 EPS，肉制品贡献 -0.190、-0.101、-0.005 元 EPS，08-10 年由投资收益贡献的 EPS 分别为 0.719、0.687、0.658 元。

图表48：新希望分业务盈利预测

税后净利润(百万元)	2008E	2009E	2010E
饲料	88.76	103.73	116.15
乳制品	-14.75	16.82	25.95
肉制品	-143.87	-76.27	-3.64
化工、房地产等	-50.14	-47.69	-2.71
其他	-60.45	-60.62	-39.49
主业净利润小计	-180.45	-64.02	96.26

来源：国金证券研究所（注：我们无法按业务对期间费用率进行分拆，因此预测结果可能和实际有偏差）

图表49：新希望EPS分拆

EPS分拆	2008E	2009E	2010E
饲料	0.117	0.137	0.153
乳制品	-0.019	0.022	0.034
肉制品	-0.190	-0.101	-0.005
化工、房地产等	-0.066	-0.063	-0.004
其他	-0.080	-0.080	-0.052
投资收益	0.719	0.687	0.658
EPS合计	0.481	0.602	0.785

估值与投资建议

分拆估值法：10.24-10.57 元

- 我们按照饲料、乳业和其他业务，共分三类对新希望进行分拆估值定位。估值结果显示，新希望总估值水平为 10.24 - 10.57 元。

图表50：新希望饲料业务估值结果

估值对象	股价	09EPS	10EPS	09PE	10PE
通威股份饲料业务	4.9	0.168	0.224	29.18	21.90
天邦股份	10.93	0.375	0.493	29.15	22.17
正邦科技	7.76	0.310	0.372	25.03	20.86
平均				27.79	21.64
新希望饲料业务		0.137	0.153	27.79	21.64
饲料估值		3.81	3.32		

来源：朝阳永续，国金证券研究所

图表51：新希望乳业估值结果

估值对象	股价	09EPS	10EPS	09PE	10PE
三元股份	7.26	0.085	0.140	85.41	51.86
光明乳业	6.06	0.105	0.2113	57.71	28.69
平均				71.56	40.27
新希望乳业		0.022	0.034	71.56	40.27
乳业估值		1.59	1.38		

图表52：新希望其他业务估值结果

估值比较	09EPS	10EPS	09PE	10PE
新希望其他业务	0.443	0.597		
银行业估值水平			10.94	9.82
其他业务估值	4.84	5.87		

来源：朝阳永续，国金证券研究所

图表53：新希望总估值：10.24-10.57

新希望估值	2009	2010
饲料业务估值	3.81	3.32
乳业估值	1.59	1.38
其他业务估值	4.84	5.87
总估值	10.24	10.57

投资建议：买入

- 由于我们无法对新希望集团向股份公司注入农业资产的事宜进行准确的时点判断，因此我们的盈利预测尚未考虑注入或整合的情形，但客观上计，注入所产生的“6 倍左右”的乘数效应恰恰是新希望未来最大的机会来源，也是我们建议投资者重点关注的焦点。
- 新希望当前股价 8.86 元，相对目标区间还有 16%-20%左右的涨幅，安全边际明显；如果资产整合或注入启动，股价上升空间将完全打开，因此，我们建议投资者买入新希望股票。

风险提示

- 集团农业资产是否注入、何时注入、以何种方式操作尚未可知。
- 肉制品业务短期减亏在望，但离打造全国一线品牌还有很长的路要走。

图表54：新希望销售预测表

项 目	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
饲料								
平均售价 (元/吨)	2,102.54	2,157.73	2,228.09	2,458.17	2,654.82	2,601.73	2,731.81	2,895.72
增长率 (YOY)	19.18%	2.62%	3.26%	10.33%	8.00%	-2.00%	5.00%	6.00%
销售数量 (万吨)	63.11	73.12	83.14	98.52	110.50	124.75	137.80	150.83
增长率 (YOY)	4.47%	15.86%	13.70%	18.50%	12.16%	12.90%	10.46%	9.46%
销售收入 (百万元)	1,326.91	1,577.73	1,852.43	2,421.79	2,933.49	3,245.73	3,764.34	4,367.50
增长率 (YOY)	24.51%	18.90%	17.41%	30.74%	21.13%	10.64%	15.98%	16.02%
毛利率	11.01%	12.27%	8.70%	6.73%	8.03%	7.93%	8.18%	8.08%
销售成本 (百万元)	1,180.86	1,384.17	1,691.32	2,258.85	2,697.99	2,988.41	3,456.50	4,014.70
增长率 (YOY)	26.16%	17.22%	22.19%	33.56%	19.44%	10.76%	15.66%	16.15%
毛利 (百万元)	146.06	193.56	161.11	162.94	235.50	257.32	307.84	352.80
增长率 (YOY)	12.59%	32.52%	-16.76%	1.13%	44.53%	9.27%	19.64%	14.60%
占总销售额比重	50.19%	50.92%	52.73%	50.54%	44.22%	31.26%	28.50%	26.36%
占主营业务利润比重	34.93%	37.52%	33.19%	37.50%	43.64%	31.75%	28.05%	24.29%
乳制品								
平均售价 (元/吨)	4,187.47	3,843.20	4,391.84	4,801.00	5,237.89	5,395.02	5,664.77	5,976.34
增长率 (YOY)	4.90%	-8.22%	14.28%	9.32%	9.10%	3.00%	5.00%	5.50%
销售数量 (万吨)	18.17	22.12	23.76	23.05	26.51	34.46	43.07	53.41
增长率 (YOY)	5.89%	21.74%	7.41%	-2.99%	15.00%	30.00%	25.00%	24.00%
销售收入 (百万元)	760.86	850.12	1,043.50	1,106.63	1,388.43	1,859.11	2,440.08	3,192.12
增长率 (YOY)	11.08%	11.73%	22.75%	6.05%	25.47%	33.90%	31.25%	30.82%
毛利率	22.66%	24.23%	19.64%	18.60%	18.80%	19.80%	20.30%	20.60%
销售成本 (百万元)	588.47	644.17	838.58	900.79	1,127.40	1,490.99	1,944.73	2,534.51
增长率 (YOY)	8.95%	9.46%	30.18%	7.42%	25.16%	32.25%	30.43%	30.33%
毛利 (百万元)	172.39	205.95	204.92	205.84	261.04	368.12	495.36	657.60
增长率 (YOY)	19.00%	19.47%	-0.50%	0.45%	26.81%	41.02%	34.56%	32.75%
占总销售额比重	28.78%	27.44%	29.71%	23.09%	20.93%	17.91%	18.47%	19.26%
占主营业务利润比重	41.23%	39.92%	42.21%	47.38%	48.38%	45.42%	45.13%	45.28%
屠宰及肉制品								
平均售价 (元/吨)	0.00	0.00	0.00	9,135.37	14,761.52	14,909.13	16,400.05	17,712.05
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	-10.00%	1.00%	10.00%	8.00%
销售数量 (万吨)	0.00	0.00	0.00	11.45	15.00	33.75	41.25	49.75
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	31.00%	125.00%	22.22%	20.61%
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	1,046.00	2,214.23	5,031.83	6,765.02	8,811.75
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	111.69%	127.25%	34.44%	30.25%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	0.58%	2.58%	3.58%	4.58%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	1,038.00	2,201.29	4,901.79	6,522.53	8,407.78
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	112.07%	122.68%	33.06%	28.90%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	8.00	12.94	130.05	242.49	403.97
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	61.76%	904.90%	86.46%	66.59%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	21.83%	33.37%	48.46%	51.21%	53.17%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	1.84%	2.40%	16.05%	22.09%	27.82%
房地产 (包括内部结转)								
销售收入 (百万元)	42.97	64.02	-101.27	37.35	66.30	209.61	198.14	152.41
增长率 (YOY)	N/A	49.00%	-258.17%	-136.89%	77.49%	216.15%	-5.47%	-23.08%
毛利率	33.35%	20.36%	-11.94%	92.13%	35.70%	24.31%	23.41%	21.41%
销售成本 (百万元)	28.64	50.99	-113.36	2.94	37.20	158.66	151.75	119.78
增长率 (YOY)	-224.36%	78.05%	-322.32%	-102.59%	1165.16%	326.55%	-4.36%	-21.07%
毛利 (百万元)	14.33	13.03	12.09	34.41	29.10	50.95	46.39	32.64
增长率 (YOY)	-25.14%	-9.04%	-7.20%	184.55%	-15.43%	75.07%	-8.96%	-29.65%
占总销售额比重	1.63%	2.07%	-2.88%	0.78%	1.00%	2.02%	1.50%	0.92%
占主营业务利润比重	3.43%	2.53%	2.49%	7.92%	5.39%	6.29%	4.23%	2.25%
销售总收入 (百万元)	2643.52	3098.16	3512.77	4791.77	6634.59	10382.70	13209.76	16571.53
销售总成本 (百万元)	2225.39	2582.28	3027.31	4357.28	6095.00	9572.20	12112.14	15119.20
毛利 (百万元)	418.14	515.88	485.46	434.49	539.59	810.50	1097.62	1452.33
平均毛利率	15.82%	16.65%	13.82%	9.07%	8.13%	7.81%	8.31%	8.76%

来源：国金证券研究所（注：我们没有显示化工等业务的盈利预测）

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	3,098	3,513	4,792	6,635	10,383	13,210
增长率		13.4%	36.4%	38.5%	56.5%	27.2%
主营业务成本	-2,582	-3,027	-4,357	-6,095	-9,572	-12,112
% 销售收入	83.3%	86.2%	90.9%	91.9%	92.2%	91.7%
毛利	516	485	434	540	810	1,098
% 销售收入	16.7%	13.8%	9.1%	8.1%	7.8%	8.3%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-7	-10	-13
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-207	-226	-290	-305	-415	-488
% 销售收入	6.7%	6.4%	6.0%	4.6%	4.0%	3.7%
管理费用	-162	-156	-142	-170	-213	-269
% 销售收入	5.2%	4.4%	3.0%	2.6%	2.1%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	142	99	-2	58	172	328
% 销售收入	4.6%	2.8%	n.a	0.9%	1.7%	2.5%
财务费用	-48	-52	-111	-190	-213	-231
% 销售收入	1.6%	1.5%	2.3%	2.9%	2.1%	1.8%
资产减值损失	0	0	-10	-8	-8	-8
公允价值变动收益	0	0	23	-30	0	30
投资收益	174	254	475	650	641	656
% 税前利润	67.0%	81.4%	119.6%	133.1%	106.8%	83.8%
营业利润	267	301	375	480	592	774
营业利润率	8.6%	8.6%	7.8%	7.2%	5.7%	5.9%
营业外收支	-9	11	22	8	8	8
税前利润	259	312	397	488	600	782
利润率	8.4%	8.9%	8.3%	7.4%	5.8%	5.9%
所得税	-7	-14	-15	-19	-23	-30
所得税率	2.9%	4.6%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
净利润	251	298	382	469	577	752
少数股东损益	71	87	79	106	121	158
归属于母公司的净	181	211	303	364	456	594
净利率	5.8%	6.0%	6.3%	5.5%	4.4%	4.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	181	211	382	469	577	752
少数股东损益	71	87	0	0	0	0
非现金支出	141	135	132	152	165	171
非经营收益	-112	-191	-393	-434	-425	-447
营运资金变动	-12	-137	-68	-812	-104	-89
经营活动现金净流	268	105	52	-624	212	387
资本开支	-162	-473	-296	-373	-103	-103
投资	24	-57	-787	25	0	0
其他	33	0	-2	620	641	686
投资活动现金净流	-105	-530	-1,085	272	538	583
股权募资	0	12	71	0	0	0
债权募资	-55	555	1,319	457	-318	-341
其他	-184	-146	-247	-219	-232	-247
筹资活动现金净流	-239	422	1,143	238	-550	-588
现金净流量	-76	-4	110	-114	200	383

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	505	501	614	500	700	1,083
应收款项	176	188	192	259	405	515
存货	360	463	681	799	1,049	1,327
其他流动资产	191	386	193	230	310	345
流动资产	1,232	1,537	1,679	1,788	2,464	3,271
% 总资产	32.0%	34.6%	24.4%	24.8%	31.5%	38.1%
长期投资	1,333	1,561	3,450	3,425	3,425	3,425
固定资产	1,143	1,208	1,382	1,459	1,419	1,373
% 总资产	29.7%	27.2%	20.1%	20.3%	18.1%	16.0%
无形资产	136	138	351	511	503	497
非流动资产	2,613	2,907	5,197	5,411	5,365	5,312
% 总资产	68.0%	65.4%	75.6%	75.2%	68.5%	61.9%
资产总计	3,845	4,444	6,877	7,199	7,829	8,583
短期借款	673	381	1,690	1,959	541	0
应付款项	465	392	696	827	1,161	1,468
其他流动负债	44	631	813	77	106	143
流动负债	1,182	1,403	3,199	2,863	1,808	1,611
长期贷款	238	348	213	407	715	923
其他长期负债	3	4	16	0	800	800
负债	1,423	1,755	3,428	3,270	3,323	3,334
普通股股东权益	1,778	1,976	2,619	2,993	3,449	4,034
少数股东权益	644	713	830	936	1,057	1,215
负债股东权益合计	3,845	4,444	6,877	7,199	7,829	8,583

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.574	0.334	0.481	0.481	0.602	0.785
每股净资产	5.638	3.134	4.153	3.956	4.558	5.331
每股经营现金净流	0.849	0.167	0.087	-0.825	0.280	0.512
每股股利	0.060	0.050	0.012	0.012	0.000	0.012
回报率						
净资产收益率	10.18%	10.66%	11.57%	12.15%	13.21%	14.73%
总资产收益率	4.71%	4.74%	4.41%	5.05%	5.82%	6.92%
投入资本收益率	4.33%	3.07%	-0.04%	0.89%	2.52%	4.52%
增长率						
主营业务收入增长率	17.20%	13.38%	36.41%	38.46%	56.49%	27.23%
EBIT增长率	18.82%	-26.09%	-101.90%	-2884.64%	196.65%	90.39%
净利润增长率	29.48%	16.46%	43.86%	20.02%	25.27%	30.40%
总资产增长率	2.64%	15.59%	54.74%	4.69%	8.74%	9.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	9.4	7.6	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	47.4	49.6	47.9	47.9	40.0	40.0
应付账款周转天数	19.3	17.6	18.4	18.0	13.0	13.0
固定资产周转天数	126.8	102.6	95.4	78.5	48.8	37.0
偿债能力						
净负债/股东权益	11.18%	-3.22%	36.25%	46.50%	29.23%	11.45%
EBIT利息保障倍数	3.1	2.1	0.0	0.3	0.8	1.4
资产负债率	37.00%	39.49%	49.85%	45.43%	42.45%	38.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	1
买入	0	0	0	0	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.00	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

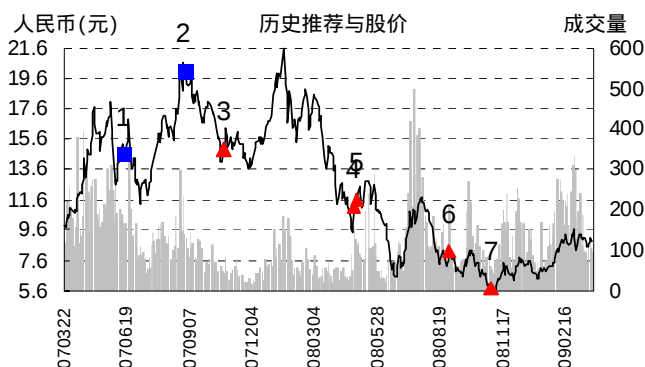
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-06-14	持有	14.60	15.61 ~ 19.55
2 2007-08-31	持有	20.08	21.91 ~ 22.05
3 2007-10-29	买入	14.92	17.98 ~ 19.01
4 2008-04-24	买入	11.10	N/A
5 2008-04-29	买入	11.58	N/A
6 2008-08-29	买入	8.19	N/A
7 2008-10-31	买入	5.70	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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。