

强烈推荐-A (上调)**新希望** 000876.SZ

目标估值: N.A.

当前股价: 12.54 元

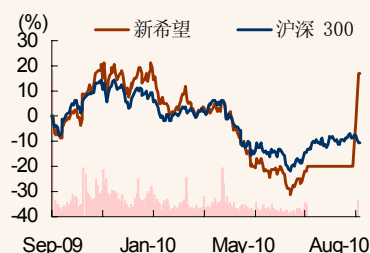
2010 年 9 月 20 日

世界级农牧企业浮出水面**基础数据**

上证综指	2599
总股本(万股)	83237
已上市流通股(万股)	81492
总市值(亿元)	104
流通市值(亿元)	102
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	10.8
资产负债率	46.1%
主要股东	新希望集团有限公司
主要股东持股比例	41.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	46	16	13
相对表现	49	29	27



酝酿多年的新希望重组方案终于出台，一次性注入资产规模之大及置出乳业突出核心业务决心之大都超出我们此前预期，若重组成功，中国最大农牧集团将成开启资本市场之路，向世界进军，且目前饲料行业的业绩拐点出现，我们对新的新希望充满信心，给予强烈推荐 A 的评级，请关注我们后续即将推出的深度报告。

- **重组酝酿已久，出手则快准狠，置入资产多、管理层激励等都超预期。**公司 08 年即酝酿，今年 7 月底突然破壳而出。本次重大资产重组，保留民生银行股权投资，置出乳业及地产等业务，置入山东六和、新希望农牧等集团旗下所有农牧资产，拟定增不超过 9.1 亿股，定价 8 元/股，注入资产按 09 年静态 PE 仅 11 倍。重组后可解决集团与上市公司同业竞争问题、解决高管层的股权激励问题、真正实现内部整合，提升上市公司盈利能力。
- **重组后形成猪禽两条产业链，围绕“公司+基地+农户”、集饲料种畜、屠宰肉制品为一体。**置入资产中山东六和集团，是全国最大饲料企业之一、最大鸡肉供应商、世界最大鸭肉供应商，过去 5 年销售额增长 3 倍，是饲料业中成长最快的公司之一，农牧销售收入是上市公司的 6 倍；注入的新希望农牧规模也与上市公司农牧业务规模相当，其中的“美好”火腿肠为中国驰名商标；被置出的乳业盈利不佳，出售的地产业务则与主业不相关。
- **六和集团持续高速增长、饲料行业盈利拐点出现、及整合效应发挥将共同推动未来盈利高增长。**我们认为六和集团未来三年复合增长率还可达 20% 的利润增长、饲料整体运营环境从下半年回暖、饲料业务将按照畜禽两条产业链开始整合。从此次重组程序的保密性、规范性、高效性可以看出，公司管理层决策迅速、执行到位，财务管理系统高效，具备模式复制能力。
- **世界级农牧巨头浮出水面，给予“强烈推荐 A”评级。**新希望品牌、资金优势和六和的经营管理优势有机结合，公司可跻身国际农牧行业竞争。预计重组后农牧业务销售收入将增 5 倍，净利润将增 1.6 倍，未来三年 EPS 为 0.81 元、0.99 元和 1.21 元。敬请关注我们后续推出的对各业务详细分析的深度报告。
- **风险提示：**整合后公司经营管理的融合问题；畜禽疫病对饲料、屠宰的影响。

朱卫华

0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 S1090203100034

黄珺

0755-82943241
 huangj@cmschina.com.cn
 S1090208040189

研究助理**董广阳**

0755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	7263	6797	54380	67975	76811
同比增长	52%	-6%	700%	25%	13%
营业利润(百万元)	300	518	1839	2265	2770
同比增长	-20%	73%	255%	23%	22%
净利润(百万元)	229	409	1344	1649	2014
同比增长	-25%	79%	229%	23%	22%
每股收益(元)	0.14	0.25	0.81	0.99	1.21
PE	91.4	51.2	15.5	12.7	10.4
PB	7.7	6.0	2.4	2.2	1.9

资料来源：招商证券，注：2010 年业绩按重组后模式全时段计算，未按注入时间折算。

一、新希望资产重组概况

9月12日，公司公布《资产出售、资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》，酝酿多时的重组终于出台。

本次交易方案分资产置换、发行股份购买资产和资产出售三部分。

(1) 资产置换：公司拟以持有的新希望乳业 100%股权与四川南方希望持有的四川新希望农牧 92.75%股权进行资产置换；

(2) 发行股份购买资产：公司拟定向增发不超过 9.1 亿股用于购买资产——南方希望和其他非控股股东持有的山东六和集团 100%的股权、新希望农牧 7.25%股权、枫澜科技 75%股权、山东六和饲料股份 24%股权（76%股权由六和集团持有）、与南方希望资产置换之差额，（1）（2）完成共持有六和集团、六和饲料、新希望农牧 100%股权。

(3) 资产出售：成都新希望实业、四川新希望实业 51%股权，

注入标的定价 78.1 亿，增发定价 8 元/股。根据预估结果，本次交易拟注入资产六和集团 100%股权的预估值为 52.7 亿元，六和股份 24%股份的预估值为 9.6 亿元，新希望农牧 100%股权的预估值为 15.3 亿元，枫澜科技 75%股权的预估值为 0.5 亿元，合计为 78.1 亿元；本次交易拟置出资产新希望乳业 100%股权预估值为 5.5 亿元；本次交易拟出售资产成都新希望实业 51%股权预估值为 0.9 亿元，四川新希望实业 51%股权预估值为 1.0 亿元，合计为 1.9 亿元。按除权除息后的定价基准日前 20 个交易日股票交易均价 8.00 元/股。

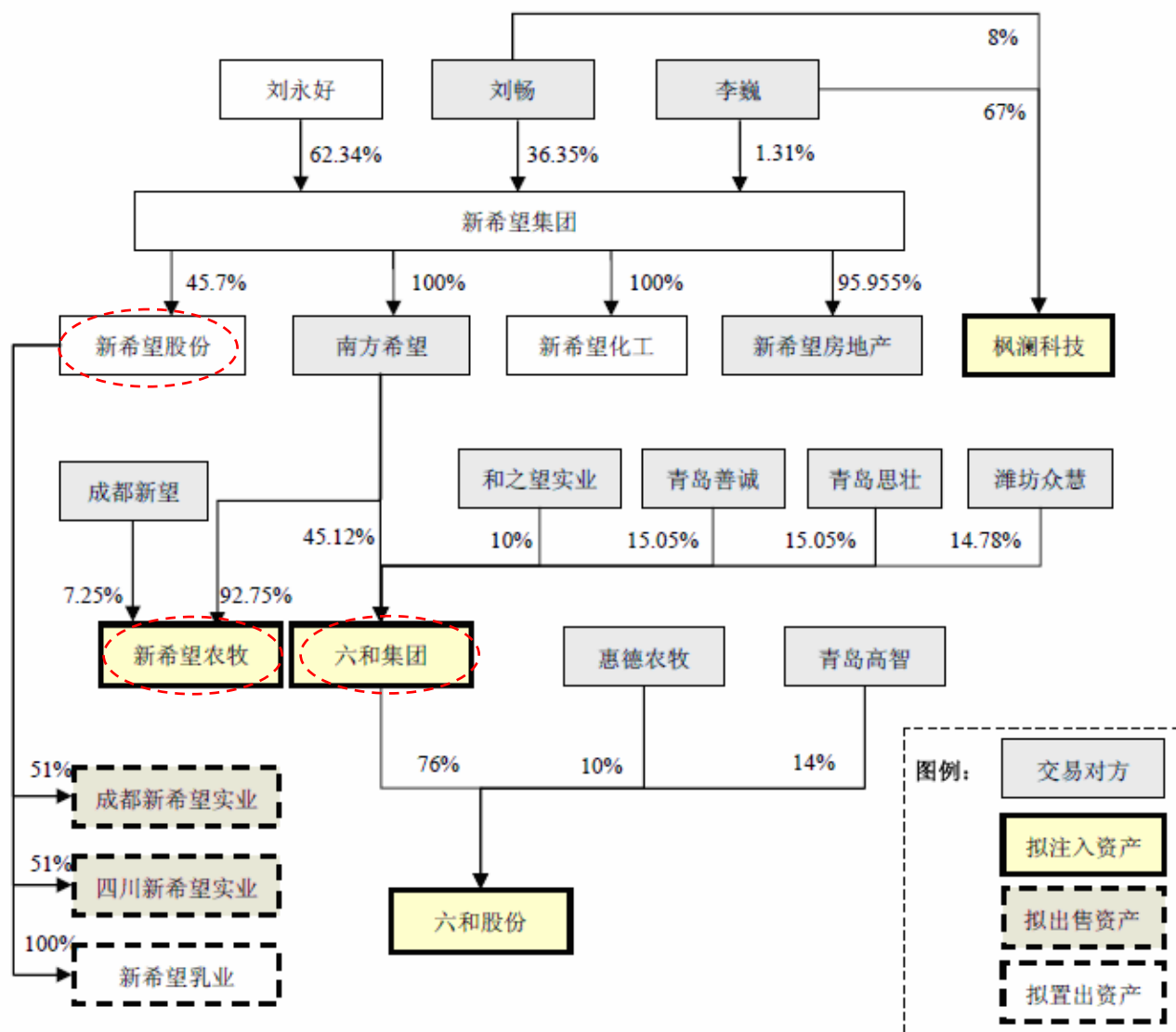
表 1、新希望资产重组交易概况

	09 年销售收入	09 年净利润	交易价格
拟注入资产合计：			78.1 亿
新希望农牧（100%股权）	56 亿	1.2 亿	15.3 亿
六和股份（24%股权）	209 亿	3.3 亿	9.6 亿
六和集团（包括六和股份 76%股权）	316 亿	4.3 亿	52.7 亿
枫澜科技（75%股权）	0.23 亿	570 万	0.5 亿
拟置出资产合计：			5.5 亿
新希望乳业（100%股权）	1.47 亿	425 万	5.5 亿
拟出售资产合计：			1.9 亿
成都新希望实业（51%股权）	0.91 亿	0.18 亿	0.9 亿
四川新希望实业（51%股权）	-	-17 万	1.0 亿

资料来源：公司公告，招商证券

根据新希望集团股权结构图，六和集团挂南方希望之下，新希望集团此前的农牧主要分为新希望股份、新希望农牧和六和集团三大块，因此方案可以总结为通过置出新希望集团旗下乳业、地产以及定向增发，把新希望集团旗下农牧资产全部注入。

图 1、交易对方与标的公司股权关系



资料来源：公司公告，注：1、刘永好为新希望集团实际控制人，李巍、刘畅分别为刘永好的配偶、子女，2、红色虚框为交易后纳入股份公司下三大农牧板块。

二、重组方案解析

1、重组势在必行,为解决同业竞争、股权激励、提升上市公司盈利等三大目标

重组势在必行，我们认为最重要的原因为：

(1) **解决集团与上市公司同业竞争问题。**目前，新希望集团下属农牧业务分由三家主体经营：一是上市公司新希望股份；二是新希望农牧；三是六和集团。新希望集团的股权结构中，六和集团与新希望股份彼此独立，但是业务重叠，其中六和集团饲料业务包括鸡、鸭、猪、水产各类饲料十几大系列，而猪饲料、水产饲料也是新希望的业务范畴之一；在养殖方面，六和集团虽然以鸡、鸭产品为主，也逐渐深入种猪等业务，与新希望的业务同样有重叠。作为新希望的母公司，新希望集团有义务避免旗下子公司与上

市子公司产生同业竞争。2006 年，南方希望曾承诺若下属农牧资产内部运作达到上市公司要求，将与上市公司协商双方农牧产业整合的问题。

(2) 解决股权激励。六和集团蓬勃发展离不开管理层持股，充分激励。此次定向增发后，六和管理层和核心员工近百人通过**青岛和之望**和**成都新望**两家公司持有六和集团（持股比例 10%）和新希望农牧（持股比例 7.5%）的股份转换成上市公司股份，可谓是股权激励盛宴，这将更进一步调动核心骨干的积极性，六和集团在前几年加速发展的基础上有望再加速，并有效带动新希望农牧业务。

(3) 实现内部整合，打造世界级农牧巨头，提升上市公司盈利能力。新希望股份虽然老牌饲料企业，但由于饲料相关的农牧业务发展缓慢以及持有民生银行 4.99% 的股权表现优异，近三年民生银行利润已占公司净利润的 92%、153% 和 111%，公司已成为民生银行的影子股。近两年饲料主业中除海外业务盈利外，国内业务处于亏损状态。与此形成鲜明对比的是，新希望与山东六和合作六年，六和销售收入从 04 年的 75 亿迅速增长到 2010 年 400 亿左右；新希望集团原先未上市的饲料业务——新希望农牧，销售规模超过上市公司饲料业务，盈利也达到相当水平。虽然三家公司在农业产业链中各有侧重，并在不同区域市场建立了各自的优势，但长期经营割裂必将限制各自的发展，内部经营管理及利益分配打通，才有助于实现真正的一体化，真正的农牧业巨头。此外，加上剥离乳业地产的非主业，上市公司盈利能力大大提高，有利于保护全体股东尤其是中小股东的利益。

表 2、新希望拟资产重组前后股权结构变化情况

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（实际控制人刘永好）	38,035	45.70	38,035	21.85
南方希望（实际控制人刘永好）	-	-	40,586	23.32
李巍（刘永好配偶）	70	0.08	656	0.38
刘畅（刘永好子女）	40	0.05	110	0.06
成都新望（实际控制人刘永好，管理层持股）	-	-	1,387	0.80
青岛善诚（实际控制人张效成，六和创始人之一）	-	-	9,914	5.70
青岛思壮（实际控制人黄炳亮，六和创始人之一）	-	-	9,914	5.70
潍坊众慧	-	-	9,736	5.59
和之望实业（6名六和高管及42名管理人员持股）	-	-	6,588	3.78
青岛高智	-	-	7,018	4.03
惠德农牧	-	-	5,013	2.88
其它股东	45,202	54.30	45,202	25.97
股份总计	83,237	100.00	174,048	100.00

资料来源：公司公告，招商证券，注：新希望集团、南方希望的实际控制人为刘永好，李巍、刘畅分别为上市公司实际控制人刘永好的配偶、子女。

2、注入资产盈利情况分析

(1) 山东六和——轻资产运作高速成长

专业团队创业，饲料行业后期之秀。六和集团是由张唐之、张效成、黄炳亮三人于 1995 年共同出资建立，股份占比分别为 51%、25% 和 24%。张唐之是六和原最大股东也是原任董事长，毕业于莱阳农学院，后就职于饲料厂，将一家原本亏损累累的工厂带上了

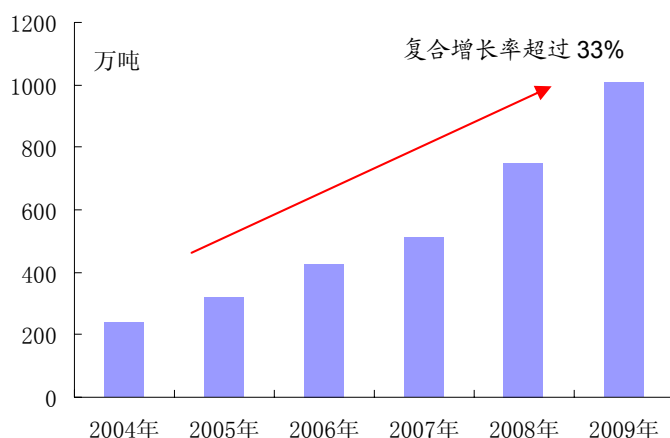
红红火火的发展道路，此后萌生创业念头，于是与大学同学张效成和黄炳亮共同创办六和集团，至 2004 年六和已经成为饲料销量 240 万吨，销售收入 75 亿元的饲料巨头。2005-2006 年新希望集团出资近 3 亿收购六和集团 41.9% 的股份（三人分别转让 36%、2.95%、2.95%）。与此同时，原创始人之一张唐之股权逐步减少及淡出六和的经营管理，并于 2004 年创办山东亚太中慧集团，主营业务与六和类似。六和集团目前六和拥有 225 家分(子)公司，员工超过 4.2 万，09 年销售收入 315.6 亿元，归属母公司净利润 4.2 亿，包括六和饲料 24% 股权后的净利润为 5.8 亿，它已经不仅仅是中国饲料界的老大，中国最大的鸡肉供应商、世界最大的鸭肉供应商，堪称中国农业企业的巨头。

饲料、养殖、屠宰三大业务板块依靠八位一体产业链模式，轻资产飞速发展。按业务划分，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，至 2009 年底，六和集团饲料、种禽及肉制品销量分别达到 1010 万吨、2.16 亿只、125 万吨，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%，饲料与肉制品销量均居国内领先地位。六和最初的成功是依靠“微利经营、服务营销、密集开发”这三大法宝，07 年提出八位一体建设担保养殖模式构想，即龙头企业、政府、金融机构、担保公司、保险公司、同行企业、合作社和养殖户等八方，组建养殖担保体系，提供保姆式服务，支持农民养殖户从事标准化养殖，即定位于“产业链的组织者”角色，以饲料为手段，进行纵向整合，做全畜禽产业链。合作模式决定了公司的轻资产运作模式，只投资畜禽养殖的两端饲料和屠宰，投入是全产业链的 1/5-1/6，造就了公司过去几年的高成长。

表 3、六和集团财务状况简表

单位：万元	2008	2009	1H10	2010.7	2010.8
流动资产合计	238,482	329,778	410,778		
非流动资产合计	185,353	225,701	262,546		
资产总计	423,835	555,479	673,324		
流动负债合计	189,873	293,587	375,584		
非流动负债	20,297	3,074	9,302		
负债总计	210,170	296,661	384,886		
净资产合计	213,666	258,818	288,437		
归属母公司所有者权益	154,654	182,468	197,090		
营业收入	2,913,407	3,156,445	1,787,202		
营业成本	2,755,116	2,994,559	1,710,672		
利润总额	87,264	72,073	24,430	14,230	14,761
净利润	69,865	57,845	19,600		
归属母公司所有者净利润	54,941	42,992	14,310		

资料来源：公司公告，注：六和集团拥有六和股份 76% 股权。

图 2、六和集团饲料销量增长示意图


资料来源：公司公告，招商证券

表 4、六和集团产品销量情况

	2007	2008	2009	CAGR
饲料销量 (万吨)	513	748	1010	40%
畜禽销量 (亿只)	0.83	1.35	2.16	63%
屠宰及肉制品销量 (万吨)	66	105	125	38%

资料来源：公司公告

(2) 新希望农牧——稳健发展

新希望农牧即为原新希望集团（收购六和前）未上市的农牧资产打包，目前为南方希望全资子公司，2009 年 7 月 2 日设立，设立后陆续收购了南方希望下属的农牧业务的子公司，目前旗下控股 47 家子公司，并参股 2 家公司，为南方希望旗下除六和集团外另一主要农牧业务平台，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 年实现营业收入 56 亿元，净利润 1.3 亿元，销售饲料 194 万吨，养殖生猪 9218 头，肉食品加工销售 30522 吨。

表 5、新希望农牧财务状况简表

单位：万元	2009	1H10
资产总额	217,886	226,086
流动资产	113,242	116,578
非流动资产	104,644	109,508
负债总额	120,090	124,877
流动负债	120,086	124,825
非流动负债	5	52
所有者权益	97,796	101,209
归属于母公司所有者权益	79,979	82,045
营业总收入	564,857	276,501
营业总成本	521,321	256,456
营业利润	15,999	5,466
利润总额	15,764	5,750
净利润	13,233	4,722
归属于母公司所有者的净利润	12,075	4,036

资料来源：公司公告

(3) 枫澜科技

枫澜科技于 2001 年 5 月成立，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 1,046 吨，其中着色剂 253 吨（其中出口欧盟 128 吨）、调味剂 144 吨、复合酶制剂 224 吨、防霉剂 325 吨、抗氧化剂 100 吨。虽然盈利水平较高，占集团盈利比重较小，对整体盈利影响较小。

表 6、枫澜科技财务状况简表

单位：万元	2008	2009	1H10
资产总额	1,962	2,754	2,787
流动资产	1,430	1,167	1,027
非流动资产	533	1,586	1,760
负债总额	140	361	274
流动负债	140	361	274
所有者权益	1,822	2,393	2,513
营业总收入	2,861	2,253	880
营业总成本	2,126	1,505	644
营业利润	634	618	135
利润总额	645	618	135
净利润	576	571	120

资料来源：公司公告

3、拟置出资产基本情况

(1) 新希望乳业

新希望乳业为股份公司的全资子公司，其主营业务是乳及乳制品、饮料和冷冻食品的生产及销售，下属企业有分布于四川、云南、河北、山东、安徽、浙江、江苏和重庆等 10 家分子公司。09 年总资产 13 亿元，净资产 3.3 亿元，销售各类乳制品 28.59 万吨，销售收入 14.7 亿元，近二年一期的净利润分别为-1822 万元、425 万元和-2001 万元，09 年盈利因三聚氰胺事件的相对优势及政府补助增加录得盈利，盈利情况不佳。

表 7、枫澜科技财务状况简表

单位：万元	2008	2009	1H10
资产总额	111,591	133,544	132,135
流动资产	37,971	48,392	44,156
非流动资产	73,620	85,152	87,978
负债总额	66,000	95,859	96,763
流动负债	60,575	93,062	93,748
非流动负债	5,425	2,797	3,016
所有者权益	45,591	37,685	35,371
归属于母公司所有者权益	36,073	33,326	31,084
营业收入	137,072	147,163	71,761
营业利润	-2,335	-381	-2,010
利润总额	-1,801	416	-2,102
净利润	-1,577	862	-2,072
归属母公司所有者的净利润	-1,822	425	-2,001

资料来源：公司公告

（2）成都新希望实业和四川新希望实业

新希望的地产业务均为合作开发，均持有成都新希望实业和四川新希望实业 51% 的股权。成都新希望实业开发的房地产项目为成都市二环路的“红南港”项目，土地使用权面积为 1.87 万平方米，已开发完毕，两年一期的销售收入分别为 1.54 亿、9116 万元和 2864 万元，净利润分别为 2834 万元、1842 万元和 945 万元。四川新希望实业的项目位于成都高新西区石院片区，土地使用权面积为 9.2 万平方米，尚未进行开发，两年一期的净利润分别为 -22 万元、-17 万元和 -13 万元。地产业务盈利尚可，不过作为非主业，不利于突出主业核心竞争力。

三、 世界级农牧巨头浮出水面，给予强烈推荐 A 评级

饲料、屠宰行业集中度低，竞争激烈，整合洗牌加速，规模化是必要条件。在大农业行业中，饲料和屠宰属于中间环节，也是市场规模最大的两个子行业。由于技术门槛低、品牌要求低，导致分散的格局至今没有彻底改变，不过盈利水平的走低加速市场的自然洗牌。在没有太高技术壁垒的情况下，这两个行业均难以创造高额溢价，更多的是省出来的利润，例如降低原料采购成本、使经营管理流程顺畅减少费用率，而最便捷的方法就是迅速扩张以形成高于行业水平的规模效益。而且从大型跨国粮商及屠宰饲料企业的发展来看，规模化是也必要条件，且规模越大后续规模化有加速的趋势，因为后续只是简单复制的过程，例如美国泰森、史密斯菲尔德等，公司也只有实现规模化、未来才能与这些国际竞争对手抗衡。

新希望集团与六和集团强强联合优势将展现。在最新出炉的 2010 中国企业 500 强中，新希望集团和六和集团分别荣列 134 位和 157 位，除大央企中粮集团和雨润食品等下游品牌型企业外，在农牧民企中名列一、二。新希望集团的优势更多是老品牌和资金的优势，扎根于西南向外辐射，在禽料和猪料方面有较强地位，六和集团的优势则为发展模式的优势，在山东市场有声有色，在禽类产业链包括饲料、养殖、屠宰拥有较大区域占有率，也正在复制在山东的模式向周边地区辐射，高速扩张。可以说二者各有偏重点，虽然二者合作六年，但我们估计因管理架构上的独立，在经营管理上可以真正互相渗透的很少，更多的是资金上的交涉，二者管理经营融合后，我们相信六和集团可以将其在禽类产业链上的高速成长的经验待复制到发展相对滞后的猪产业链，将山东经验带到发展虽早但盈利能力却落后的四川地区，新希望集团可以凭借老品牌的影响力继续打开西南地区市场份额，整合改进空间巨大。从此次重组程序的规范性、保密性可以看出，公司管理层决策迅速、执行到位，充分具备中国农牧企业领军者的条件。

饲料行业拐点出现、六和集团高速增长持续及整合效应发挥，预计未来三年盈利高增长，给予强烈推荐 A 的评级。重组后农牧业务销售收入将增加 5 倍，整体净利润将增加 1.6 倍，预计未来三年民生银行投资收益、六和集团、新希望农牧和新希望股份农牧四块业务复合增长率分别为 25%、21%、3%和 26%，未来三年 EPS 为 0.81 元、0.99 元和 1.21 元。敬请关注我们后续推出的对各业务详细分析的深度报告。

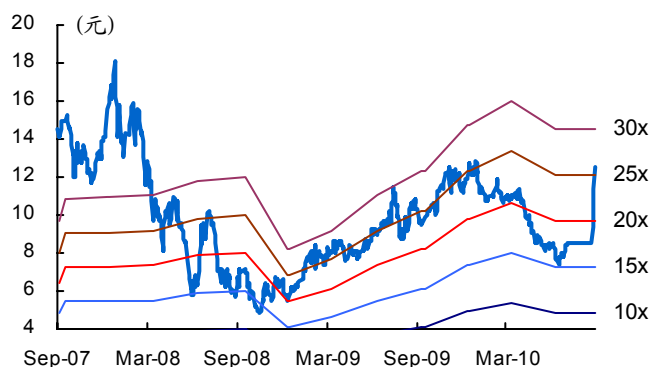
表 8、重组前后分业务盈利预测简表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润：					
1、原新希望股份	229	409	538	674	818
其中：民生银行投资收益	262	340	432	540	658
原新希望农牧业务	80	105	126	145	159
千喜鹤	-123	-59	-20	-10	0
地产业务	28	18	-	-	-
新希望乳业	-18	4	-	-	-
2、六和集团	699	578	705	854	1,016
3、新希望农牧		121	104	114	131
重组后新希望股份			1,347	1,642	1,965
股本	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667
EPS	0.14	0.25	0.81	0.99	1.18

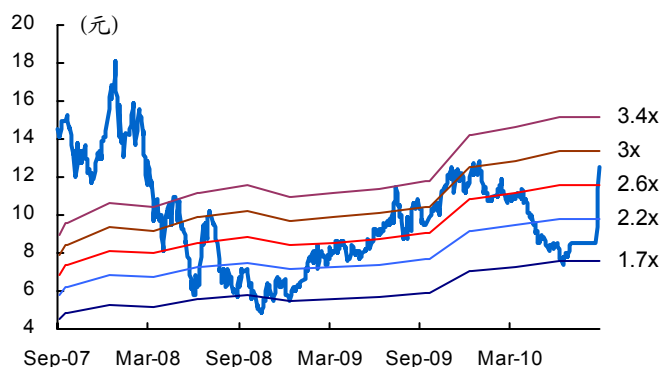
资料来源：公司公告，招商证券，注：2010 年业绩我们按照资产重组后业务模式全时段计算，未按注入时间折算。

四、 风险因素

- 1、重组完成后，上市公司需要对下属超过 300 家公司进行统一的管理和协调，整合与管理难度较大；
- 2、畜禽养殖疫病风险：农牧业务中无论饲料、养殖还是屠宰均受畜禽疫情影响。

图 3、新希望历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 4、新希望历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1492	1667	6757	8291	10502
现金	553	641	1839	2144	3583
交易性投资	7	53	53	53	53
应收票据	2	1	4	6	6
应收款项	110	108	587	734	830
其它应收款	49	41	327	409	463
存货	660	717	3134	3927	4422
其他	113	107	812	1017	1146
非流动资产	5533	6789	9762	10388	10339
长期股权投资	3628	4861	6806	7486	7486
固定资产	1392	1375	2497	2481	2467
无形资产	200	195	375	338	304
其他	313	359	83	82	81
资产总计	7025	8457	16519	18678	20841
流动负债	3351	1794	4692	5517	6051
短期借款	2532	1109	1000	1000	1000
应付账款	275	274	2315	2900	3266
预收账款	57	113	958	1201	1352
其他	486	298	419	416	433
长期负债	159	2038	2008	2008	2008
长期借款	130	1200	1170	1170	1170
其他	29	838	838	838	838
负债合计	3510	3832	6699	7525	8058
股本	757	757	1667	1667	1667
资本公积金	753	1317	4517	4517	4517
留存收益	1194	1431	2372	3526	4936
少数股东权益	846	1162	1306	1486	1705
母公司所有者权益	2703	3505	8556	9710	11120
负债及权益合计	7025	8457	16519	18678	20841

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	198	156	233	1062	1417
净利润	229	409	1344	1649	2014
折旧摊销	0	0	189	255	249
财务费用	0	0	173	170	157
投资收益	0	0	(714)	(819)	(982)
营运资金变动	0	0	(1006)	(403)	(258)
其它	(31)	(252)	247	209	238
投资活动现金流	(161)	(182)	(3171)	(881)	(200)
资本支出	0	0	(1500)	(200)	(200)
其他投资	(161)	(182)	(1671)	(681)	0
筹资活动现金流	(81)	113	4136	123	222
借款变动	0	0	(112)	(30)	0
普通股增加	0	0	910	0	0
资本公积增加	0	0	3200	0	0
股利分配	0	0	(403)	(495)	(604)
其他	(81)	113	541	648	826
现金净增加额	(44)	87	1198	305	1439

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7263	6797	54380	67975	76811
营业成本	6640	6088	51400	64404	72519
营业税金及附加	29	14	110	137	155
营业费用	329	400	984	1122	1290
管理费用	187	216	589	695	903
财务费用	219	187	173	170	157
资产减值损失	21	14	0	0	0
公允价值变动收益	(22)	2	2	0	0
投资收益	484	636	712	819	982
营业利润	300	518	1839	2265	2770
营业外收入	18	33	35	35	35
营业外支出	8	13	13	13	13
利润总额	310	538	1860	2286	2791
所得税	21	7	372	457	558
净利润	289	531	1488	1829	2233
少数股东损益	60	122	144	180	219
母公司所有者净利润	229	409	1344	1649	2014
EPS (元)	0.14	0.25	0.81	0.99	1.21

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	52%	-6%	700%	25%	13%
营业利润	-20%	73%	255%	23%	22%
净利润	-25%	79%	229%	23%	22%
获利能力					
毛利率	8.6%	10.4%	5.5%	5.3%	5.6%
净利率	3.1%	6.0%	2.5%	2.4%	2.6%
ROE	8.5%	11.7%	15.7%	17.0%	18.1%
ROIC	7.6%	10.0%	13.3%	14.6%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	45.3%	40.6%	40.3%	38.7%
净负债比率	39.8%	27.3%	13.3%	11.6%	10.4%
流动比率	0.4	0.9	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.2	0.5	0.8	0.8	1.0
营运能力					
资产周转率	1.0	0.8	3.3	3.6	3.7
存货周转率	9.9	8.8	26.7	18.2	17.4
应收帐款周转率	67.9	62.5	156.4	102.9	98.2
应付帐款周转率	24.0	22.2	39.7	24.7	23.5
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.25	0.81	0.99	1.21
每股经营现金	0.12	0.09	0.14	0.64	0.85
每股净资产	1.62	2.10	5.13	5.83	6.67
每股股利	0.10	0.10	0.24	0.30	0.36
估值比率					
PE	91.4	51.2	15.5	12.7	10.4
PB	7.7	6.0	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	48.5	37.0	13.9	11.4	9.6

资料来源：公司报表、招商证券，注：2010 年业绩我们按照资产重组后业务模式全时段计算，未按注入时间折算。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄璐：MBA，拥有证券从业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。