

强烈推荐-A (维持)**新希望** 000876.SZ

目标估值: 20.00 元

当前股价: 15.17 元

2010 年 9 月 27 日

基础数据

上证综指	2592
总股本(万股)	83237
已上市流通股(万股)	81492
总市值(亿元)	126
流通市值(亿元)	124
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	77	36	52
相对表现	79	49	59

**相关报告**

《新希望(000876) - 世界级农牧企业浮出水面》2010/09/20

朱卫华

0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 S1090203100034

黄璐

0755-82943241
 huangl@cmschina.com.cn
 S1090208040189

董广阳

0755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn
 S1090210080002

“担保鸡”模式，革命性创举

重组后的新希望成为中国最大农牧集团，打造出“双链双网”的格局（猪产业链、禽产业链；电子商务网、金融服务网），双网以“担保鸡”模式展现出来，该模式对于中国农业发展来说是革命性的创举。

- **新希望成为中国最大农牧集团。**合并了山东六和集团、新希望农牧公司后，新希望成为中国最大的畜禽饲料生产商、中国最大的鸡肉供应商、世界最大的鸭肉供应商。它形成了猪、禽两条产业链（饲料、种畜、屠宰、肉制品），最创造性的是新希望打造了电子商务网、金融服务网为合同养殖户提供信息、担保方面的配套服务。
- **六和集团“担保鸡”模式，革命性创举。**双网以“担保鸡”模式展现出来，该模式是在传统的“公司+基地+农户”基础上增加了担保公司这一核心，解决了养殖户流动资金的瓶颈、拴紧了整条产业链、提升了畜禽产品品质，它可以拓展到“担保猪”、“担保牛”等方面，对于中国农业发展来说意义重大。担保公司以养殖户的标准鸡舍为抵押物，贷款资金封闭式运行，风险较低。六和目前在山东象开连锁店一样密集布局担保公司，注册资本合计超过 3 亿元，能杠杆出 18 亿元贷款，按一年 6 茬鸡计算，理论上年可累计发放贷款 100 亿元。
- **新希望未来的增长点有五：**六和集团“担保鸡”模式快速复制；新希望本部及集团饲料业务猪产业链中“担保猪”的复制；海外饲料业务的快速发展；千喜鹤屠宰业务的减亏；民生银行投资收益的持续增长。其中前三项都可能超市场预期，加之肉类价格下半年的反弹及今日公布的对美畜禽高额反倾销税的开征，对六和集团业务盈利复苏均十分有利。
- **我们给予公司“强烈推荐 A”投资评级。**我们曾在 06 年前深入研究过新希望，但那时民生银行投资收益扛大头、乳业拖后腿、饲料业务差强人意，成为民生银行的影子股。在新模式下，我们认为公司主业将焕发生机，预测未来三年公司净利润分别为 13.44 亿元、16.58 亿元和 20.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.77 元、0.95 元和 1.16 元，三年复合增长率有望达 25%，给予 20 元的半年目标价。**风险因素：**整合能力的风险；畜禽疫病风险。

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	2266	2770
同比增长	-20%	73%	255%	23%	22%
净利润(百万元)	229	409	1345	1650	2014
同比增长	-25%	79%	229%	23%	22%
每股收益(元)	0.13	0.23	0.77	0.95	1.16
PE	115.6	64.7	19.7	16.0	13.1
PB	9.8	7.5	3.1	2.7	2.4

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。

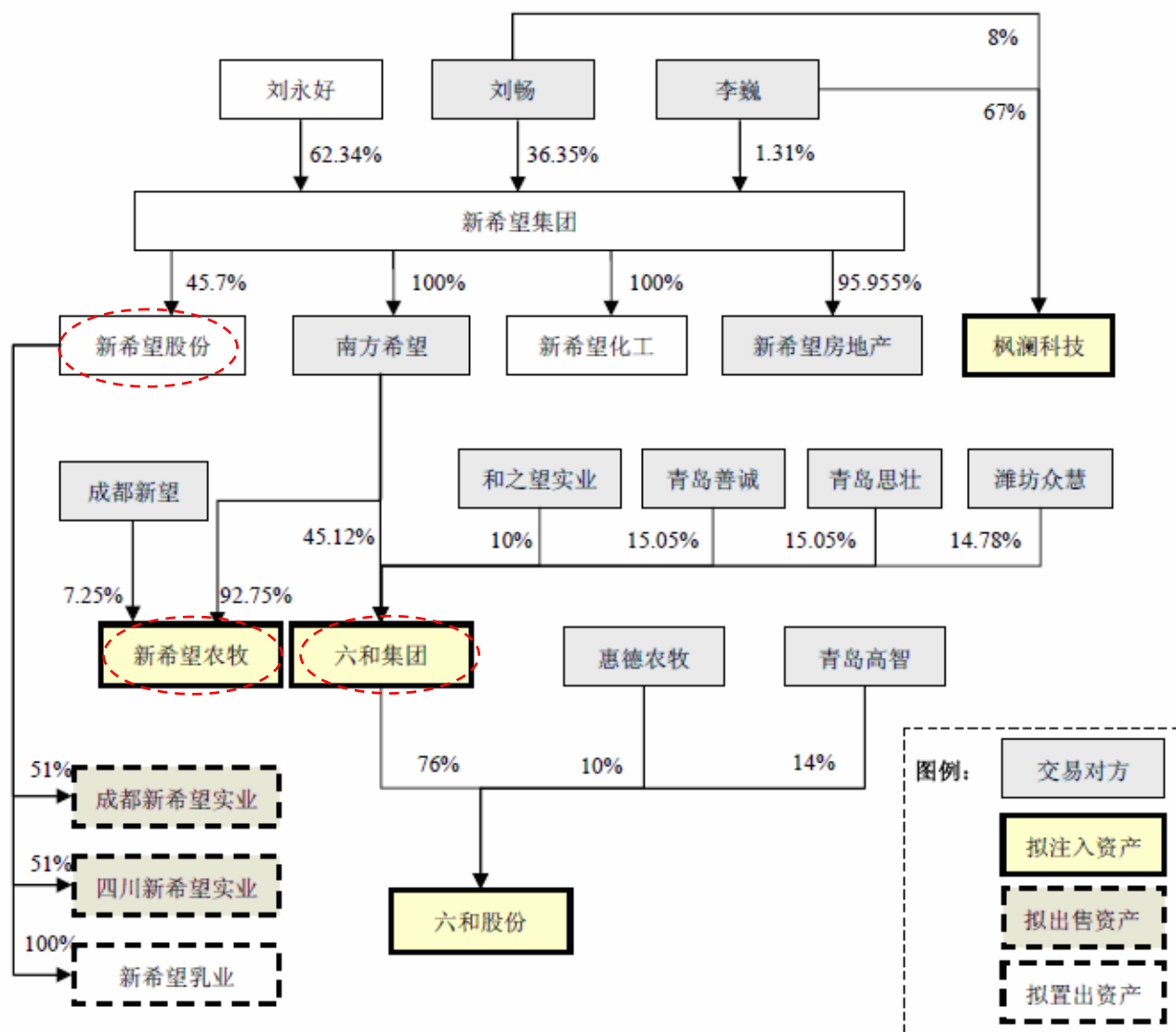
表 1、新希望资产重组交易概况

	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、 山东六和——“担保鸡”模式的快速扩张

1、山东六和简介

专业团队创业，饲料行业后期之秀。六和集团是由张唐芝、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%，前身是张唐芝 1992 年在山东淄博设立的鼎立通达公司。张唐芝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，原创始人之一张唐芝因身体状况逐步减少股权及淡出六和的经营管理，不过他随即又复出创办了山东亚太中慧集团，主营业务与六和类似。六和的原三架马车有个说法，即张

唐芝出战略，张效成负责营运，黄炳亮管研发，我们发现张唐芝与牛根生在某些方面很有相似点。

山东六和为中国饲料界的巨头、中国最大的鸡肉供应商、世界最大的鸭肉供应商。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 5.1 亿。六和的主要业务分为饲料、养殖、屠宰三大块，09 年饲料销量 1010 万吨（通威 296 万吨/大北农 95 万吨），畜禽销量 2.16 亿只（民和股份 1.5 亿只鸡苗/圣农发展 0.67 亿只商品鸡），肉类销量 125 万吨（双汇发展 300 万吨肉品），它已经不仅仅是中国饲料界的老大，还是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。

六和集团的企业文化强调“六个和”：首先是“和自己”，即要善待自己；第二是“和员工”，给员工以成长的机会；第三是“和同行”（可能这才有卖给新希望的可能）；第四是“和社会”；第五是“和用户”；第六是“和供应商”。六和还提出“始于善，行于干，成于和，而学贯始终”（“善、干、学、和”）的企业核心价值观。

2、“六和模式”及核心竞争力

我们总结出六和的发展可以分为三个阶段：第一阶段饲料业务“微利经营、服务营销、近距离密集性开发”的区域市场第一战略（原料采购价比别人高一点、饲料售价比别人低一点，通过密集布点，缩短销售半径来减少运输成本、控制市场）；第二阶段是饲料、种禽、“合同鸡”、屠宰、肉制品的初步产业链模式，该阶段有严格的财务系统，但管理很松散，缺乏标准工作流程；第三阶段，2007 年开始“担保鸡”八位一体的模式，企业发展不可限量，这一模式对于中国农业发展是革命性的。

第一阶段：“微利经营、服务营销、近距离密集性开发”的区域市场第一战略，六和的成功开局。（1）“微利经营”是指——在六和集团成立之初，中国饲料产业的大鳄正大集团、希望集团等已经布局完毕，不过当时饲料行业在发展初期，盈利水平较高，公司靠低价杀出重围。特别在 1997 年疫病频发、饲料行业转型的临界点，公司带头全线产品跳水降价，全价料降幅从 300-800 元不等，一度达到“零利润”的运行状态。通过对成本、费用的再压缩，六和此次决策不但没有造成损失，反而让公司声名鹊起，迅速占领的市场份额，因此六和也因“低价策略”也冠上了“价格屠夫”名号，价格低对六和饲料来说已经是一个广泛的认知；（2）“服务营销”——六和集团从 1996 年开始推行服务营销，提出“六要素”，主动服务、定点服务、深度服务、全过程服务、个性化服务、全员服务等，当然，六和的服务好是基于经销商转型、缩短销售半径、销售下沉等大战略，而非单纯服务这一环节的优势；（3）“近距离密集性开发”——**六和市场运行的核心原则。**开始为笼统的：尽可能不放走每一个用户，使得 30 公里之内的市场不留死角，50 公里之内的市场销量占到总销量的 70%，通过近距离布点设厂，降低产品的储运费用，从而降低产品到达终端用户的价格，为微利经营提供现实保证；降低企业的运行重心，透过中间商，找自己真正的有价值的用户，走最终用户路线，从而稳固市场的根基。后来逐步演变到：10 公里之内服务不留死角；20 公里内服务对大户；30 公里之内对养殖场的服务；30 公里之外不服务，因为服务是要成本的。六和的近距离密集开发以提高近距离市场销量比例为工作重点，目前六和在山东省内饲料公司已发展到 40 多个，在集团公司划定的近距离密集开发区内，各公司销量比例达到 80% 以上，对必须保留经销商的，仅保留一级，并引导他们也实行微利经营，靠量取利，或者把优秀的经销商转变为公司的服务营销人员，从而进一步降低销售环节的费用，保证近距离密

集开发区内的养殖用户真正享受到公司的微利产品。

滚动式区域市场第一的战略思维。六和的“微利营销、服务营销、近距离密集性开发”与其“区域市场第一”战略一脉相承，这使得六和集团确定在山东市场上构筑了贴近终端，贴近用户庞大的营销网络服务体系，建立了用户导向的经营管理系统，从而确立六和集团在山东市场上的绝对竞争优势。在山东省版图上将出现星罗棋布、密密麻麻的六和工厂，形成“群聚”或“聚落经营”的局面。创始人张唐芝认为：六和集团没有必要在全国各地去建厂，只要把山东市场做透就能做出一百亿甚至几百亿的规模，在山东做成了绝对第一并形成价值链优势后，再在周边市场滚动发展，最后做成全国市场第一。

第二阶段“合同鸡”，从 1999 年开始六和进入了“打造产业链来提升综合服务价值”阶段。六和定位于“产业链的组织者”角色，对中间养殖环节采取的是“公司+农户”“合同鸡”的模式，重点投资畜禽养殖两端的饲料、种禽和屠宰肉制品等业务。六和集团 1999 年开始，在总结平邑六和子公司饲料、鸡苗、肉食加工一体化运作的成功经验基础上，进入肉食加工事业，先后租赁收购大型冷藏厂，建成占地 580 亩的山东六和农牧科技园，开发生产各类疫苗、微生态等生物制品。不过六和集团此时的产业链还处于比较粗放的程度，饲料并不都是直销给农户，而是大量通过经销商销售，农户肉鸡销售也有选择权。

第三阶段，2007 年开始，“担保鸡”八位一体模式迅速复制扩张。07 年六和集团提出“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。**1)**“担保鸡”模式以担保公司为运作核心，六和的担保公司一般为六和投入 60%-70% 资金，当地政府投入 30-40% 资金，政府的加盟增加了担保公司的公信力与便于协调当地的关系。**2)**农户自筹资金建设标准化鸡舍，然后向所在地的六和担保公司、饲料、种鸡、屠宰企业中任一家申请加入“担保鸡”项目（但必须当地有担保公司），以鸡舍为抵押，担保公司为农户融通生产经营的流动资金。**3)**养殖场户用六和屠宰场收购（保底价）养殖产品的价款归还银行贷款。农户贷款安全出了问题三七开，担保公司承担 30%，六和厂家承担 70%。养殖期间发生的一切费用开支，进种苗的钱、进饲料的钱、买兽药的钱，以及水费电费，规模大的还有雇工费等等，统统由担保公司代为支付，整个养殖过程，养殖户手里不见一分钱，也不花一分钱。担保公司最后给农户一张收支清单，通过产业链形成一个资金闭合循环，确保资金安全和对养殖户的全过程服务。目前，与六和集团签约的担保公司在山东省已有 12 家，覆盖山东省无棣、平度、昌邑、梁山、新泰、高唐、沂水等县市，为 8 万多个养殖户提供一条龙服务，按照公司的思路，会在山东一个县一个县象连锁店一样开下去。

担保公司能量巨大，养殖户规模效应显著。六和担保公司注册资本合计已超过 3 亿元，按目前贷款额放大 6 倍计算，可以为养殖户担保 18 亿元贷款，一年 6 茬鸡，理论上年可累计发放贷款 100 个亿，经公司推算，如果有 8 亿元注册资本，就可以让目前山东全省一年出栏 15 亿只肉食鸡全部变成“担保鸡”。从农户角度看：一户一栋标准鸡舍，一次贷款大约 30 万元，一茬鸡养 2 万只，一年养 6 茬，全年共出栏 12 万只，这么大的饲养量是通常没有贷款支持的散户养殖的 10 倍左右，这种模式吸引很多原先卖饲料的经销商也转型开始养鸡。从信息收集角度看，六和金融担保服务中心的信息系统数据库中，有每个“担保鸡”养殖户完整的养鸡档案，每一批进多少鸡，出多少鸡，存栏多少，卖多少钱，用多少药，吃多少料，成活率多高，料肉比多大，各种数据应有尽有，一应俱全，并可以按照村、乡、县市进行归总。“担保鸡”模式对于中国农业生产来说无疑是一种革命性模式，它还可以延伸到“担保猪”、“担保牛”、“担保林果”等方面。

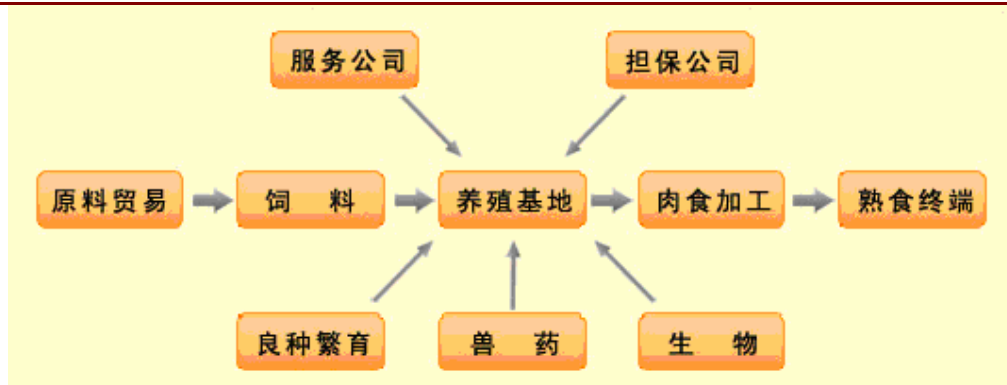
六和集团是将“公司+基地+农户”模式运用到最极致的公司。1) 与辽宁大成等公司相比，虽然都是“公司+基地+农户”的轻资产模式，但六和的担保鸡模式使产业链结合得更紧、可复制性更强、原先很难控制的畜禽产品品质问题也得到了改善。2) 与圣农发展相比，圣农模式的鸡肉产品品质最佳，但全产业链的投入对资本要求比较高，六和的模式最适合中国国情。

图 2、山东六和业务布局图



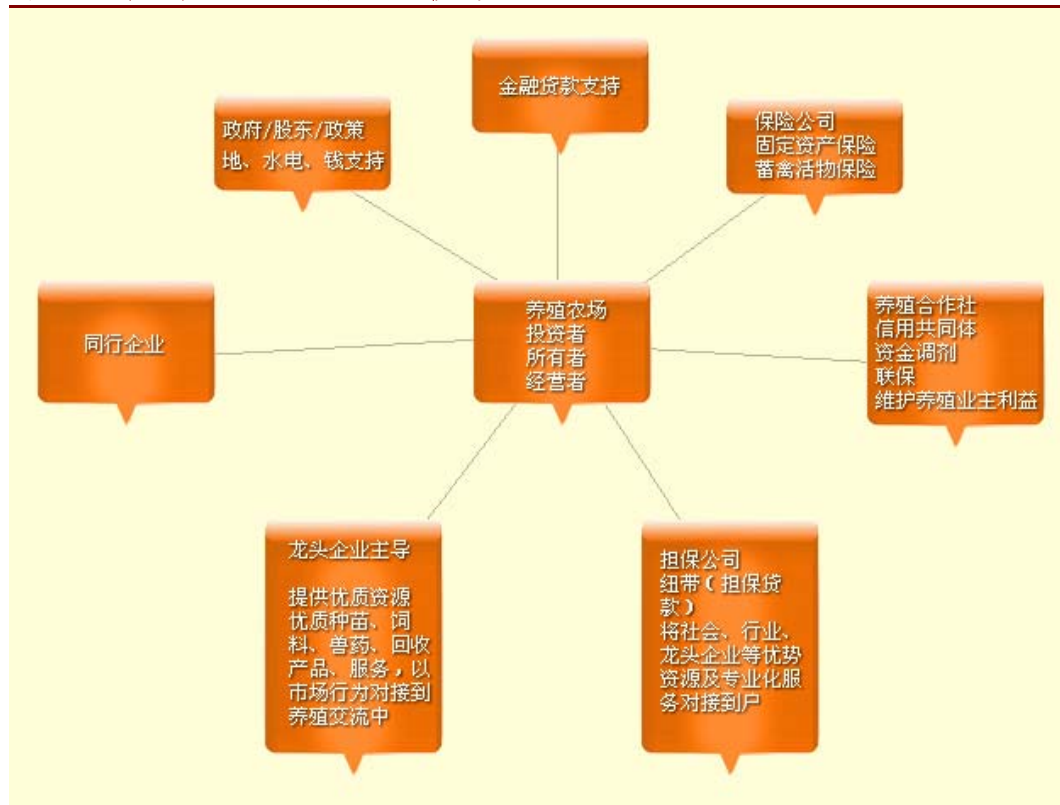
资料来源：公司网站

图 3、六和集团产业链图示



资料来源：公司网站，招商证券

图 4、山东六和“八位一体”担保模式



资料来源：公司网站

图 5、山东六和担保公司分布图



资料来源：公司网站

附：六和担保养殖问答（公司资料）

一、宗旨

经过两年来的发展，担保养殖模式日渐成熟，越来越多的养殖户走上了担保养殖的道路，但是仍有部分用户对担保养殖模式了解不够，为帮助养殖户进一步认识担保养殖模式，现就担保相关方面的常见疑问答复如下。

二、我现在饲养的是六和合同鸡，请问担保养殖与合同养殖有什么不同？

担保养殖是以规模养殖为主要对象，不同于合同养殖的散养模式；担保养殖撬动了政府、银行、种苗场、饲料厂、冷藏（畜禽屠宰）厂等多方面资源，同时，六和集团在养殖整个链条上给予担保户诸多优惠政策，给担保户提供优质种苗、饲料、兽药等生产资料和技术服务，收购养殖户出栏的鸡鸭，这些优质资源有效降低了养殖风险，提高了养殖户收益；担保养殖每出一批鸡鸭，都会给养殖户一张“明白纸”，搞养殖不再是一笔糊涂账，同时也培养养殖户自身养殖能力。

三、从事六和担保养殖需要哪些条件？（条件要求如下：）

1、棚舍情况：鸡舍，标准化硬件：A、饲养规模：2万只（鸡）/单栋 B、鸡舍要求：砖体结构、自动料线、乳头式饮水器、风机、湿帘、暖风炉、发电机组；C、散装料塔；D、鸡（鸭）舍周围500米内无其他养殖户和住户；E、鸡饮用水必须符合饮用标准；

准标准化硬件：可以无散装料塔，人工喂料，其他条件同上。距离冷藏厂50km。

鸭舍，A、饲养规模：5000只（鸭）/户以上；B、鸭舍要求：鸭舍建筑结构牢固且保温性能良好、鸭舍檐高不低于1.5米、料槽水槽充足、垫料为稻壳花生皮等吸水性较强的垫料、鸭舍内有一半地网、有专门饲料储藏室、暖风炉取暖 C、饲养密度不得高于5只/m² D、鸭舍周围500米内无其他养殖户和住户；E、鸭饮用水必须符合饮用标准；F、距离冷藏厂50km。

2、资产情况：车辆、房屋、证券、其他投资；养殖场投资情况有无负债；

3、饲养管理水平：有无养殖历史；成活率、料肉比、药费、盈利水平、其他费用对比；技术人员情况。

4、信用情况：诚实守信、邻里关系和谐、家庭和睦、村委保荐；六和及同行合同鸡合同有无违约情况；有无其他信用不良记录。

5、饲养无药物残留，符合出口肉鸡要求；

6、担保公司认定可以担保扶持的客户。

四、申请养殖担保的步骤是什么（基本流程和用户流程）？

第一步，养殖户向六和在当地的厂家提出申请，饲料厂、种苗厂和屠宰厂都可以接受申请，然后由厂家向担保公司推荐。

第二步，养殖户与银行签订贷款协议；担保公司与银行签订贷款担保协议；担保公司与养殖户签订反担保协议；养殖户与担保公司签订财务委托代理协议。

第三步，按照养殖户与担保公司签订的财务委托代理协议，银行贷款不直接给养殖户，而由担保公司统一运作资金。养殖户养殖期间发生的进饲料的钱、买兽药的钱，由担保公司代为支付。

第四步，出栏后，担保公司经过细致核算，打出一张“明白纸”，送达养殖户。与此同时，按照核算结果，把一批鸡的纯收入打在养殖户的信用卡上，向银行还本付息。

五、我想加盟担保养殖，但不知道怎么联系担保公司的业务人员。

（担保公司联系方式和分布图从略）

六、我所在的地方还没有养殖担保公司，也能做担保养殖吗？

目前担保养殖还只能做到在养殖担保公司所能覆盖的地区开展这项业务，在其他没有设置养殖担保公司的地方，如果附近有六和集团所属的饲料厂、冷藏厂、种畜禽场，可以直接联系咨询，看能在发展养殖上能给养殖户提供什么具体的帮助支持，比如先从事合同鸡或合同鸭养殖。目前担保养殖得到了许多地方的政府以及养殖户的关注，养殖担保模式将会惠及更多区域，六和也将继续努力，让更多有志于此的养殖户尽早加入到这一行列中来。

至于六和业务尚没有覆盖到的地区，请有志于从事养殖的朋友，可以和当地的畜牧部门咨询，同时，六和也愿意接受广大养殖户的咨询，愿意在这方面给予力所能及的帮助。

七、像我这样没有养过鸡的想养的话行不行？

首先，在有担保公司的区域，六和集团成立配套的养殖服务中心，有专门的服务专家负责养殖户的技术服务，从苗、料、药、回收、工程土建各个环节提供一系列的保姆式服务，确保养殖户养殖成功，并提高养殖户的养殖能力，提高养殖户本身的养殖水平。再者，担保户种苗选择的是优质种苗，从源头上保障了成活率和效益。这种保姆式的服务保证了养殖的成功率。

八、担保公司是怎样保障养殖户有稳定的收益的？

依托六和集团产业链优势，在各地政府部门、银行保险机构以及社会各界的支持下，担保公司尽最大的努力，确保养殖户获得稳定有保障的收益，八位一体的养殖担保模式围绕养殖户为核心，解决了养殖户的后顾之忧。

3、 盈利预测

过去两年一期净利润增长不如收入增长、收入增长步入销量增长，因行业及模式使然。过去两年一期可以说公司盈利逐步下滑，09 年虽然饲料销量、畜禽养殖量及屠宰量都分别有 35%、60%和 19%增长，但销售收入增长却仅有 8.34%，远低于量的增长，销售净利润率从更是从 08 年的 2.4%掉到 09 年的 1.83%，净利润甚至同比下滑 17.2%。我们认为两方面因素导致，一方面为行业大环境恶化，全球经济危机的影响，猪肉、鸡肉价格同遇 09 年周期低点，玉米减产玉米价格大涨，畜禽产业链全行业所有环节利润均下挫；另一方面，模式使然：我们在圣农发展的报告中提到过自养自宰一体化模式好处，即不受各环节盈利轮动影响利润波动，而全产业链陷入亏损的可能性很小，盈利波动不大，六和的模式因主业中缺少商品代的养殖环节，而收鸡时又要保证农户的盈利，屠宰环节盈利十分困难。

行业转暖、规模化效应显现，未来三年六和集团有望将收入增长变为利润增长，预计利润复合增长率能达到 20%。未来三年，首先能保证的是六和集团以“担保鸡”模式扩张优势区域市场带来的收入增长，当然今年近 316 亿的基数上收入增长增速会相对前两年放缓，不过我们认为仍有 20%以上。其次，盈利水平的提升来自两个层面，一个

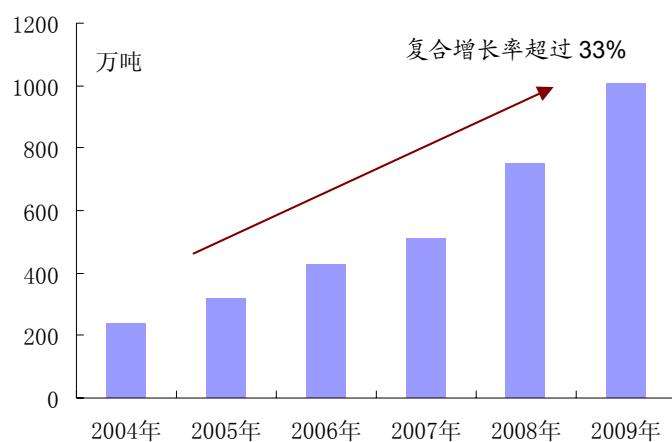
是行业转暖，08 年至今粮食价格单边上涨，肉类价格单边下跌的情况为粮食减产、经济危机、行业整合等几大因素混合的结果，再次发生如此极端的现象几率很小，从上半年看，饲料行业的盈利水平已经滑到谷底，7、8 月份开始全行业盈利反弹，粮价滞涨和肉类稳步上扬的态势有望持续，饲料行业拐点已现。目前以饲料为指标看，1010 万吨饲料销量，单吨利润从 08 年近 100 元/吨到 09 年的 50 余元/吨，以屠宰量为指标看，09 年超过 6 亿只屠宰量，对应单只盈利不到 1 元，公司盈利增长尚有很大提升空间；另一个是六和集团自身将近 400 亿上销售收入也将带来可观的规模效应和产业链整合效应，在行业转暖的基础上，各项费用率等还有进一步下降的空间。我们预计未来三年六和集团销售收入复合增长率为 22%，净利润复合增长率 21%。根据行业情况，我们估算近三年公司三大业务板块的盈利增长情况（三年复合增长率）由好到坏依次为畜禽养殖、饲料加工及屠宰加工，屠宰可能为微利或亏损状态，饲料仍为利润来源大头。

表 2、六和集团财务状况简表

单位：万元	2008	2009	1H10
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
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 6、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 3、六和集团产品销量情况

	2007	2008	2009	CAGR
饲料销量 (万吨)	513	748	1,010	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

表 4、六和集团销售收入及净利润预测

单位：万元	2008	2009	1H10	JUL2010	AUG2010	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,913,407	3,156,445	1,787,202			4,021,205	4,745,022	5,456,775
营业成本	2,755,116	2,994,559	1,710,672			3,836,230	4,512,516	5,189,393
毛利	158,291	161,886	76,530			184,975	232,506	267,382
利润总额	87,264	72,073	24,430	14,230	14,761	82,942	103,677	128,560
所得税	17,398	14,228	4,830	2,813	2,918	16,398	20,497	25,417
净利润	69,865	57,845	19,600	11,417	11,843	66,544	83,180	103,143
归属母公司所有者净利润	54,941	42,992	14,310					
归属母公司所有者净利润 (含六和饲料 24%股权)	65,228	50,999	17,232	10,037	10,412	62,023	75,047	89,306
收入增长率		8.34%				27.40%	18.00%	15.00%
毛利率	5.43%	5.13%	4.28%			4.60%	4.90%	4.90%
净利润率	2.40%	1.83%	1.10%			1.75%	1.70%	1.76%
净利润增长率		-17.20%				21.95%	21.00%	19.00%

资料来源：公司公告，招商证券

三、 新希望自身农牧业务——国外高盈利高成长，国内基数大改善空间大

对新希望自身业务分解的误解。市场上对原新希望股份业务存在一定误解，因为若扣除民生银行的投资收益，剩余净利润为负，则认为新希望股份的农牧业务盈利水平较差。通过调研及分解财务数据，我们对 09 年 4.09 亿的净利润推算如下：民生银行虽然直接进入新希望投资的投资收益，但仍分摊一部分总部费用，因此实际贡献净利润为 4.33 亿，千喜鹤等屠宰业务有 4 家子公司，总体亏损比披露得北京千喜鹤的还要大，预计亏损额在 1-1.5 亿，乳业微利，新希望股份国外饲料盈利 8000 万左右，剩下的新希望国内饲料业务盈利应该在 2000 万以上。

因此，原新希望股份的各项业务各有增长点：资质良好的民生银行保持 20% 左右相对银行业的快速增长，国内饲料业务受六和带动的改善，收入和盈利有望每年增长 15% 以上，国外高盈利的饲料业务则走继续拓展新国家新地区建厂，增长有望达 23%，屠宰业务将持续减亏，我们预计三年后可摆脱亏损局面。

1、原新希望股份海外饲料业务——扩张步伐不断

新希望于 1998 年进入越南市场，是最早开拓海外市场的国内饲料企业。东南亚市场饲料业务不如国内成熟，处在成长期，因此盈利水平相对国内较高，相当于中国九十年代水平，也因此产品间的差异较小，国内企业在东南亚市场盈利高低差异则看管理和经验，

十几年的海外市场经验使公司和当地政府、当地人结成紧密良好的关系，因此也是国内饲料企业在海外市场盈利最佳的公司。

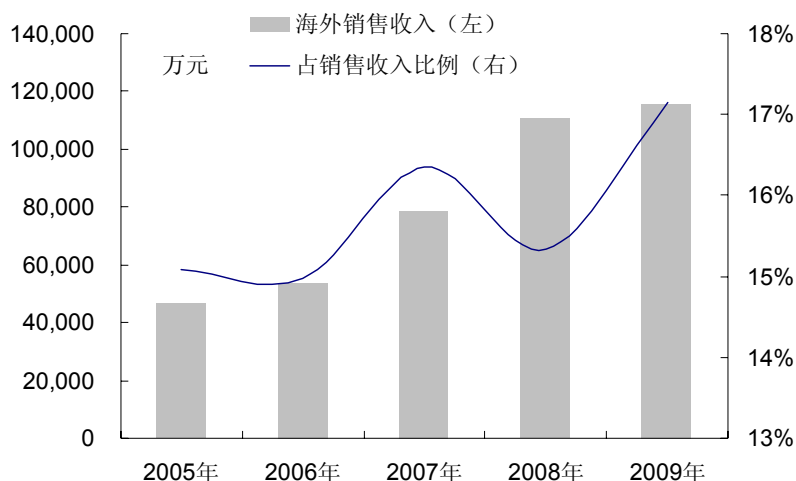
国外饲料销售收入 09 年达到 11.5 亿，占公司饲料业务的 35%，近三年复合增长率近 30%，即使在经济危机爆发的 09 年，净利润也保持增长。目前公司已在越南、菲律宾、孟加拉、印度尼西亚等 4 个国家建立了 12 家海外子公司，其中越南河内公司盈利最佳，在国际金融环境及市场汇率影响及经营压力下，其销量、利润屡创新高，09 年销售收入 5.68 亿，净利润 6058 万元；孟加拉公司实现了当年投产当年盈利；菲律宾公司的经营绩效也实现了大幅飙升，国外饲料已成为公司最大的利润增长点。

目前经济危机对东南亚畜禽养殖业务的冲击已过去，扩张好时机。我们 08 年在天邦股份报告中描述越南市场的大好形势如今可用在整个东南亚市场上，养殖时间长没有季节性、竞争对手少、养殖规范、饲料普及率高等优势突出，公司除了在原有越南、印尼等优势区域继续扩张外，还进军柬埔寨、孟加拉和菲律宾等国，在新市场以饲料新建项目为主，在老市场以新建养殖基地为主。预计未来三年每年增加 3-5 个厂，产能扩张速度在 40% 以上，考虑到投产头两年销量较小、产能利用率不足等情况，盈利水平会较差，保守预计海外市场净利润贡献增速为 23%。

表 5、六和集团销售收入及净利润预测

已建项目:	投资额 (万元)
新希望菲律宾中吕宋有限公司	252
新希望邦邦亚农业有限公司	82
新希望印度尼西亚泗水有限公司	1,103
新希望印度尼西亚雅加达	2,276
同塔新希望水产饲料有限公司	3,424
新希望胡志明有限公司	2,895
新希望河内有限公司	6,334
新希望越南北宁有限公司	321
新希望孟加拉有限公司	1,140
新希望农业科技孟加拉有限公司	881
河内海防分公司	2005
新希望柬埔寨有限公司	1,365
筹建项目:	
新希望柬埔寨有限公司 (90%)	4080
新希望农业科技孟加拉有限公司	5100
新希望布拉干农业科技有限公司	5,400
新希望塔拉克农业科技有限公司	4,600

资料来源：公司公告，招商证券

图 7、新希望股份海外业务为原有业务最大利润增长点


资料来源：公司公告，招商证券

表 6、新希望集团海外业务盈利预测简表

海外情况	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (万元)	46,704	53,532	78,373	110,663	115,420			
销售收入增长率		15%	46%	41%	4%			
-新希望越南河内公司			36,297	43,558	56,797			
-新希望越南胡志明有限公司			18,393	22,009	16,569			
成本 (万元)	40,649	48,064						
毛利 (万元)	6,055	5,468						
毛利率	13%	10%						
净利润 (估算)			3,500	7,000	8,100	10,530	12,636	15,163
-新希望越南河内公司			2,851	5,453	6,058			
-新希望越南胡志明有限公司			614	1,867	1,019			

资料来源：公司公告，招商证券

2、原新希望股份国内饲料业务——经营良好，学习六和模式加速

新希望股份本部的饲料业务为 1998 年新希望上市时从集团选出最优质的资产，饲料销量近十年复合增长率为 15%，近年由于民生银行投资收益过大和屠宰业务的巨亏，使得大家较少注意到国内业务的良好表现。虽然没有披露国内饲料业务的实际盈利水平，但从子公司盈利及收入、毛利情况看，随着不断设立新厂，销售收入呈逐年稳步上升趋势（表 7），09 年达到 21.5 亿的规模，占公司整体收入的 30% 以上，毛利率更是三年稳步提升（虽然包括海外业务，但海外业务占比稳定，三年分别为 32%、35%、35%），估计国内业务毛利率低于综合毛利率 1 个百分点、净利润率 1%-1.5%，则净利润在 2000-3000 万之间。

从产业链上改善盈利水平，扩大规模。即使非常乐观的估计国内饲料业务，其综合盈利水平仍差于六和集团，首先是没有六和禽料市场绝对第一的优势，其次是猪产业链的发展落后于禽类，因此，凭借新希望饲料的品牌力，逐步在四川生猪饲料市场做到区域绝对第一，打造“担保猪”八位一体产业链，仅照搬六和模式就能在现有基础上取得巨大的进步。

表 7、新希望股份重组前国内饲料业务

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（万元）	163,806	205,166	214,830			
销售收入增长率		30%	5%			
毛利率（包括国外）	6.73%	7.77%	8.38%			
净利润（万元）估计	2,476	2,194	2,413	2,896	3,475	2,476

资料来源：公司公告，招商证券

3、集团国内饲料业务——与股份饲料整合

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。

整合提升盈利水平见效最快的部分。新希望农牧 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 9,218 头，肉食品加工销售 30,522 吨。新希望农牧饲料销量是新希望股份国内饲料业务的 1-1.5 倍，比股份多了生猪养殖业务，肉食品加工业务相对千喜鹤较小。新希望农牧的整体盈利水平高于上市公司农牧业务打包，但若拆分看，新希望农牧的盈利点在于生猪养殖业务和屠宰业务的盈利不拖后腿，饲料业务盈利水平弱于股份本部。未来新希望农牧从两个点进行改进，一是学六和或新希望股份改进管理架构，精简子公司数量，降低费用，二是在有规模优势和担保公司的基础上，在猪产业链上复制八位一体模式。从经营管理介入的容易程度来说，此次重组后六和和新希望股份之间的融合仍需时日磨合，新希望农牧和新希望股份股份间的融合将是第一时间要进行且可以进行的。从子公司盈利情况看，新希望农牧在华中及华南地区效益较好，目前仍在稳步扩张中，加上盈利水品的改善，保守预计未来净利润增长速度为 10% 以内。

表 8、新希望农牧财务状况简表

单位：万元	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
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	304,151	319,358	319,358
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	10,388	11,427	13,141

资料来源：公司公告

4、千喜鹤——初见产业链，减亏在望

公司的屠宰业务基于北京千喜鹤。公司于 2007 年收购了成立于 2002 年北京千喜鹤，其后纳入或新建的还有河北千喜鹤、辽宁千喜鹤、合肥千喜鹤和河北千喜鹤肠衣等四家子公司，目前生猪屠宰产能 750 万头，08、09 年实际屠宰量为 182 万头和 173 万头。虽然千喜鹤贵为北京 2008 年奥运会冷鲜猪肉及猪肉制品独家供应商，但公司接手以来，千喜鹤仍深陷亏损，北京千喜鹤 08、09 年先后亏损 1.23 亿和 6 千万。

亏损的深层次原因在于渠道尴尬，定位不清。因拥有奥运品牌，千喜鹤定位于高端，高端则必进超市，但实际操作上进商超费用极高，回款缓慢，初期运作后成效甚低。销售不畅加上过去两年生猪价格大起大落，管理不到位，最终表现出采购价过高、售价过低、产能利用率不到 25% 严重不足（生产设施与工艺流程引进世界上先进的设备与技术，折旧费用较高），连年亏损。

打造生猪产业链营救千喜鹤。目前千喜鹤的亏损单靠屠宰这一环节难以彻底改变现状，首先，从定位上改变原有销售渠道，未来公司计划降低千喜鹤奥运猪肉的高端形象，进入社区、农贸市场，试图突破；其次，建设种猪及生猪养殖场，给千喜鹤供应猪源。在生猪采购上，除公司宽城、徐水养猪基地提供稳定、可控的猪源外，积极搭建与大型养殖场直接供猪的战略联盟，充分发挥公司“养殖、饲料、屠宰、深加工”的产业一体化经营的优势，努力发挥北京、河北两家饲料公司及江苏天成公司的作用，打通饲料——生猪养殖（含兽药）——生猪收购渠道，搞好千喜鹤的生猪供应。第三，在综合管理上，更换新的管理层，建立一个完整的质量控制体系。从千喜鹤两端存在的问题入手，争取打造完整生猪一条龙产业链，管理改善，千喜鹤减亏在望。

表 9、新希望屠宰业务盈利预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（万元）	104,628	243,479	179,046			
生猪屠宰量（万头）		182	173			
yoy		40.22%	-4.85%			
冷鲜肉销量（万吨）		17	16			
yoy		56.96%	-5.86%			
肉制品销量（万吨）		0.32				
毛利（万元）		1,787	1,329			
北京千喜鹤销售收入（万元）		92,753	66,195			
北京千喜鹤净利润（万元）		-12,312	-5,874			
屠宰业务净利润（估计）		-20,521	-15,000	-6000	-5000	-2000

资料来源：公司公告

种猪业务尚未在新希望内形成规模，从源头掌控生猪产业链，帮助提升生猪相关业务盈利。首先是河北宽城生猪养殖项目中的种猪扩繁场，河北新希望农牧的计划是年出栏 100 万头生猪，其中有 3 个父母代猪场（4,000 头）和 2 个祖代猪场（规模 1,500 头）；其次是与加拿大海波尔（Hypor）的合作，在四川江油、山东海阳分别成立合资公司，从海波尔引进最新育种成果的原种母猪和原种公猪，在中国建立育种核心群和繁育体系。海波尔种猪公司是世界上最大的种猪公司之一。合资公司经营的海波尔种猪育种核心群猪场，是国内第一家全面引进繁育体系并保持与国外选育同步的原种猪场，未来 10 年内，将形成年生产优质纯种猪 18500 头、年提供纯二元母猪 20 万头、年出栏 2000 万头以上优质安全三元杂交商品猪的生产规模。

四、 民生银行——20%以上复合增长率

公司的金融投资主要是集中在银行和保险业。新希望持有民生银行 111,132 万股，占该行总股本的 4.99%，为第一大股东；公司持有民生人寿保险股份有限公司 20,352 万股，持股比例为 7.54%。2009 年民生银行继续保持高速增长，民生人寿的经营状况也进入良性循环。

预计未来三年复合增长率达 25%。民生银行过去三年保持快速增长，今年“二次腾飞”扩张战略启动，现阶段转型的主要举措为强化以“商贷通”为代表的小企业贷款以及加强存款结构优化。从上半年发展态势看来，民生银行事业部制改革开始在吸收存款、控制成本以及特色业务增长等方面显现效果，粗放扩张模式有望调整，预计未来三年净利润为 143 亿、181 亿和 220 亿，对应公司的投资收益为 5.5 亿、6.88 亿和 8.39 亿。

表 10、民生银行盈利预测表

	2009	2010	2011E	2012E
拨备前利润（亿元）	209.63	265.30	331.40	394.22
Yoy（%）	23.27%	26.56%	24.92%	18.96%
净利润（亿元）	121.08	142.58	180.68	219.95
Yoy（%）	53.51%	17.75%	26.72%	21.74%
每股收益 EPS（元）	0.45	0.53	0.68	0.82
每股净资产 BVPS（元）	3.30	3.78	4.38	5.13
净资产收益率 ROE（%）	17.06%	15.10%	16.58%	17.32%
总资产收益率 ROA（%）	0.98%	0.88%	0.90%	0.93%
净息差 NIM（%）	2.34%	2.80%	3.00%	103.00%
市盈率 P/E（倍）	12.05	10.23	8.07	6.63
市净率 P/B（倍）	1.66	1.45	1.25	1.07
新希望民生银行投资收益（亿元）	4.33	5.50	6.88	8.39

资料来源：招商证券王倩《民生银行（600016）——“二次腾飞”的良好开局》2008/08/11

五、 五大利润增长点，双链双网贯农牧，目标价 20 元

综上，重组后上市的新希望未来三年将呈现五大利润增长点。按贡献增量绝对额看，一是民生银行快速增长，二是六和集团持续扩张和盈利复苏，三是海外农牧业务的外延式扩张，四是千喜鹤的减亏，五是上市公司和集团本部的饲料业务的改善。

打造“双链双网”贯通农牧。从上文对六和系和新希望系具体业务分析，可以看出公司“双链双网”脉络也即目前的战略方向逐步呈现——“双链”即**猪产业链、禽产业链**，“双网”即**农村营销电子商务网、农村金融服务网**，以饲料产业为起点，向上拓展饲料的原材料市场，向下深度拓展，进入中游畜牧养殖和下游产品加工与销售环节，在此链条上再度延展，形成“双链双网”的模式。禽产业链（鸡鸭）主要在山东，主要指六和集团原有业务；猪产业链在北京、四川、山东，并向河南进军，为六和、新希望及千喜鹤的整合；其中一网农村金融服务网从“担保鸡”模式中可以看出雏形，是公司整合政府资源、社会资源和海外资源所构造农牧金融模式，目前公司 16 家担保公司可提供约 18 亿元的贷款规模；另一网农村营销电子商务网前文未提及，此为集团搭建的管理平台，为农户扩大生产规模和技术改造提供资金和担保服务的同时，还可有效降低环节费用，帮助农民直接增收，目前公司已有 3 万多个经销网点通过培训经销商转型为综合服务商，并为农户提供包括种苗、兽药、饲料等农用物资信息和养殖技术服务。“双链双网”中，目前禽链最为成熟，猪产业链仍需进一步完善，而双网尚不完整，电子商务网中已有 ERP 平台，但须进一步在全国市

场整合，金融服务网中担保公司仍有许多未覆盖区域，新希望旗下近 400 家分子公司，从目前的全产业链条的初步成型到“双链双网”的贯通需要投入更多的人力物力实现，一旦打通将给公司和社会带来巨大的经济效益。

六和系和新希望系合作五年后实现真正融合。新希望在收购盈利水平比自身高的六和集团后，虽然刘永好担任六和集团董事长，但并没有太多干涉六和的运营管理，仍由原管理层操作，只派驻了一位财务总监，相当于“一国两制”。而合作 5 年后，将六和管理层股份与上市公司互换，将六和注入，管理层都有股权安排，整个新希望集团的农牧业务才算真正绑在一起。09 年虽然经历金融危机，但新希望集团的整体销售收入已经跨越 500 亿，跨过了世界级农牧企业的初级门槛，六和系和新希望系必将在未来战略考虑中成为一个有机整体，参与国际级的竞争。正如 2005 年新希望停止多元化投资宣布要回归主业时，刘永好董事长说道：“现在投资农业是绝好的时机”，二者的整体注入正是刘永好看好农业未来几年发展最充分的体现，相信新希望集团会将一切精力、资源都回归农业，新的新希望将迎来新一阶段的增长。

我们给予公司“强烈推荐 A”投资评级。我们曾在 06 年前研究过新希望，但那时公司乳业拖后腿，饲料业务差强人意，最主要的看民生银行投资收益，成为民生银行的影子股。在新模式下，我们认为公司主业将焕发生机，我们预测未来三年公司净利润分别为 13.44 亿元、16.58 亿元和 20.3 亿元（我们预计公司具体实施重组时间在 10 月底左右，由于注入时间不确定，2010 年业绩按照资产重组后业务模式全时段计算，未按注入时间折算），对应 EPS 分别为 0.77 元、0.95 元和 1.16 元（我们在《新希望（000876）——世界级农牧企业浮出水面》未考虑年度送股将股本误作 16.67 亿导致 EPS 结果差异，在此表示抱歉），同比分别增长 29%、23%和 22%。表 11 中，今明两年我们按照民生银行投资收益给 12 倍 PE、农牧业务收益给 30 倍 PE 进行测算，可以得到 17.4~21.4 元的目标区间，简单而言，给予公司 20 元的半年目标位。

表 11、重组前后分业务盈利预测简表、估值表

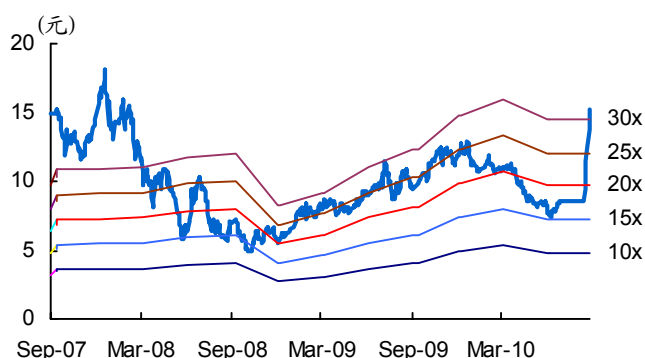
单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E	CAGR
销售收入：						
原新希望股份	7263	6797	7817	8599	9545	12%
六和集团及新希望农牧	29,134	31,564	40,212	47,450	54,568	20%
重组后新希望股份			48,029	56,049	64,112	
净利润：						
原新希望股份	229	409	576	734	908	30%
-民生银行	329	433	550	688	839	25%
-屠宰（千喜鹤）	-205	-150	-60	-50	-20	-
-国内饲料	25	22	24	29	35	17%
-国外饲料	70	81	105	126	152	23%
六和集团	652	510	620	750	893	21%
新希望农牧		121	104	114	131	3%
重组后新希望股份		1,039	1,344	1,658	2,030	
股本	757	757	1,742	1,742	1,742	
EPS（最新股本）	0.13	0.23	0.77	0.95	1.16	70%
其中：民生银行贡献			0.32	0.39	0.48	
农牧业务贡献			0.45	0.56	0.68	
目标位：民生 × 12PE + 农牧 × 30PE			17.42	21.39	26.13	

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。

六、 风险因素

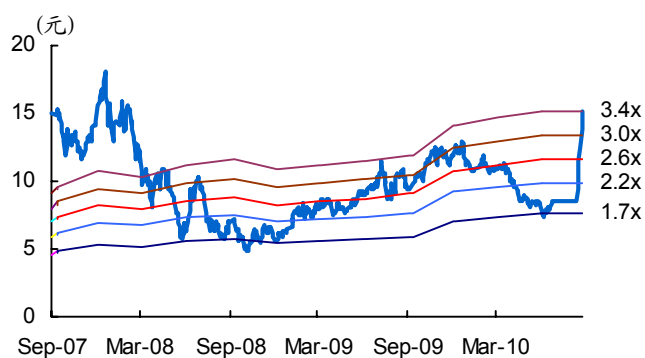
- 1、**管理问题**：在本次重大资产重组完成后，上市公司需要对下属超过 300 家公司进行统一的管理和协调，如果后续业务整合不能达到预期效果，则将会影响到未来上市公司经营效率及业绩。
- 2、**畜禽养殖疫病风险**：这是系统性风险，会影响公司短期业绩，但对于公司的行业整合实为利好。

图 8、新希望历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 9、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	6833	8367	10579
现金	553	641	1914	2220	3660
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	16595	18755	20918
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	1742	1742	1742
资本公积金	753	1317	4517	4517	4517
留存收益	1194	1431	2372	3527	4937
少数股东权益	846	1162	1306	1486	1705
母公司所有者权益	2703	3505	8632	9787	11197
负债及权益合计	7025	8457	16595	18755	20918

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	1345	1650	2014
折旧摊销	0	0	189	255	249
财务费用	0	0	173	170	156
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	4212	124	222
借款变动	0	0	(112)	(30)	0
普通股增加	0	0	986	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	542	649	826
现金净增加额	(44)	87	1274	306	1440

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	156
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	2266	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	1861	2287	2792
所得税	21	7	372	457	558
净利润	289	531	1488	1830	2234
少数股东损益	60	122	144	180	219
母公司所有者净利润	229	409	1345	1650	2014
EPS (元)	0.13	0.23	0.77	0.95	1.16

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%	15.6%	16.9%	18.0%
ROIC	7.6%	10.0%	13.3%	14.5%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	45.3%	40.4%	40.1%	38.5%
净负债比率	39.8%	27.3%	13.3%	11.6%	10.4%
流动比率	0.4	0.9	1.5	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	0.13	0.23	0.77	0.95	1.16
每股经营现金	0.11	0.09	0.13	0.61	0.81
每股净资产	1.55	2.01	4.95	5.62	6.43
每股股利	0.10	0.10	0.23	0.28	0.35
估值比率					
PE	115.6	64.7	19.7	16.0	13.1
PB	9.8	7.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	47.5	36.3	13.6	11.1	9.4

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。