

新希望 (000876)
买入/维持评级
 股价: RMB20.7

世界级农牧业巨头诞生

分析师
 蒋小东
 SAC 执业证书编号:S1000510120031
 (021)6849 8615
 jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹
 SAC 执业证书编号:S1000510120014
 (021)6849 8528
 wuxd@mail.htlhsc.com.cn

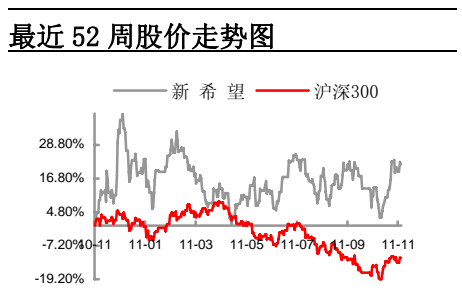
联系人
 陈娇
 (0755)8253 7967
 chenjiao2@mail.htlhsc.com.cn

- **世界农牧产业巨头。**新希望重组完成,除了原有的农牧资产外,将拥有六和集团、新希望农牧和枫澜科技 100%的股权。2010 年公司饲料总销量达 1273 万吨,居国内首位(8%)及全球第三。养殖业务,鸡鸭苗达 2.41 亿只,生猪 2.3 万头,屠宰加工量达到 178 万吨,均位居前列。
- **巨人疯长的秘诀。**1)“微利经营”模型薄利多销,主动与养殖户和客户共享利润,快速占领市场。2)“聚合成长”模式通过与竞争对手、供应商、客户等股权联合,消除竞争,共享成长。3)“担保鸡”模式是目前最具竞争力的发展模式,大大降低了养殖风险,使得养殖户迅速上规模,滚动式发展。4)“全产业链”战略,打造世界级农牧集团,引领行业发展。
- **成长空间依然巨大。**近三年来六和集团凭借模式创新,迅速实现了 500 万吨至 1000 万吨的蜕变,但未来成长空间依然巨大,中国作为全球最大的养殖和肉类需求国理应拥有最大规模的农牧企业。微观来看,(1)目前公司只是渗透了一个山东(市占率 50%)和半个河南(市占率 10%),全国范围市占率饲料 8%,肉制品 3%,养猪业务刚刚起步。未来公司凭借六和模式在其他养殖大省推广潜力巨大。(2)新希望股份海外业务盈利能力强,东南亚国家市场需求增长迅速,而饲料行业较为落后,公司未来将加大海外市场的扩张步伐。(3)“担保鸡”模式凭借整合后的平台有望复制到猪产业链,发展空间成倍提升。
- **未来成长不乏看点。**(1)六和模式在其他地区推广潜力巨大。(2)饲料和养殖行业的集中度具有提升趋势,带来饲料行业利润率的提升和工业饲料的普及,龙头企业受益最大。(3)公司增长取向由规模走向效益,在核心市场具有定价权,能转嫁成本上涨压力,具备主动提升经营效益的能力。(4)公司已打通鸡、鸭、猪产业链,巨大的协同效益除了改善子公司的效益,还使品牌建设跃上新台阶,实现食品品质可控,利润率可控。
- **盈利预测:**我们预测 11-13 年农牧主业摊薄 EPS 为 1.04 元、1.24 元和 1.41 元。扣除民生银行股权价值,农牧主业股价约为 17 元,对应 PE17X、14X 和 12X,估值优势显著。公司合理 PE 为饲料 25X,养殖 15X,主业合理股价为 23.3 元,加回民生银行后股价 26.8 元。给予“买入”评级。
- **风险提示:**禽畜疫病爆发;养殖类产品价格大幅下跌。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	1,738
流通 A 股(百万股)	1,738
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	35,970



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7785.2	71632.0	83930.0	97210.0
(+/-%)	14.5	820.1	17.2	15.8
归属母公司净利润(百万元)	579.5	2786.0	3374.0	3956.0
(+/-%)	41.8	380.8	21.1	17.2
EPS(元)	0.33	1.60	1.94	2.28
P/E(倍)	62.1	12.9	10.7	9.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资要件	4
1、未来的世界农牧产业巨头	5
2、优势及成长性	7
六和集团——成长动力仍在	7
新希望股份——增长稳健而不乏亮点	9
新希望农牧——协同发展体现规模效应	11
3、未来看点——品牌食品+担保模式在养殖行业的拓展	12
担保业务——农牧业务继续腾飞的基石	12
品牌食品——打造世界级企业的必经之路	12
饲料和养殖行业的整合将为龙头企业带来巨大机遇	13
4、盈利预测和投资建议	15
5、风险	18

图表目录

图 1: 新希望股份资产重组示意图	5
图 2: 重组完成后新希望旗下农牧资产业务规模	6
图 3: 07-10 年饲料和肉类销量复合增速为 23%和 32%	8
图 4: 07-10 年禽苗销量增速达 43%	8
图 5: 千喜鹤屠宰量及肉类销量增长不明显	11
图 6: 千喜鹤近几年亏损逐年降低	11
图 7: 中国饲料行业近年利润率有所回升但仍偏低	13
图 8: 中国饲料产量达 1.62 亿吨, 近十年平均增速为 8%	13
图 9: 中国肉类产量增速为 2%-3%, 猪肉占比约 60%	14
图 10: 生猪养殖行业依然以散户和中小养殖户为主导	14
图 11: 10 年平均生猪存栏量同比下降 2.5%, 11 年 1-9 月份平均存栏上升 2.1%	14
表 1: 重组完成前后前十大股东持股及占比	6
表 2: 新希望股份海外分公司情况简介	10
表 3: 重组完成后农牧主业收入利润及投资收益预测	16
表 4: A 股饲料与养殖类上市公司股价及估值	17

投资要件

市场一致观点:市场普遍认为六和集团在经历了过去2-3年30%以上的快速成长之后,目前饲料销售的体量已经达到近千万吨级别(全国市场占比8%,山东市场占比50%以上),未来的增长将会面临一定的瓶颈。新希望农牧以及新希望股份原有的农牧资产增长一直都比较缓慢。

因此,重组完成后的新希望业绩增速可能不会如以往那么亮丽,因此,市场给予的估值低于同类的饲料及养殖类企业。现有股价扣去民生银行投资对应价值后(3.5元/股),农牧业对应的股价为17.5元左右,按2011年农牧业贡献EPS1.04元测算PE为17X,而同行业上市公司的估值都在30X以上(如海大集团、正邦科技、大北农等)。

我们的不同观点:

1、预计公司的饲料销量在未来3年增速将达到15%-20%。增长动力主要来自于:

1) 六和集团在山东省外的外生性扩张将会逐步体现。目前六和只是深度渗透了一个半省份(一个山东、半个河南),而六和集团“微利经营”及“聚合成长”的特点对于全国饲料市场都将是适用的。特别是随着新希望和六和的整合逐渐走向成熟,竞争优势将在新希望体系下的各个市场得到体现,发展空间依然广阔,不存在瓶颈问题。预计六和集团2011-2013年的饲料销量增速将达到20%以上。

2) 六和集团的增长取向由规模走向效益。2011年,六和集团由去年“臻实文化·调适增长”的基础上首次提出“效率驱动效益”的经营目标。集团明确提出要向经营要效益,未来将更注重效益的增长,而非规模的增长。鉴于目前整个饲料行业的盈利水平处于较低水平,而公司在核心市场已经占据绝对领先地位,对于当地的饲料价格及禽肉价格具有定价权,完全具备主动提升经营效益的可能性。

3) 新希望农牧以及新希望股份原有的农牧资产均为盈利能力较强的优质资产,未来将随着整合效应的发挥重新走上快车道。特别是新希望股份旗下海外业务(目前收入和利润规模分别达到15亿元和1亿元),将是快速发展的重点。

2、产品价格将随着粮食原料价格的提升刚性上涨,年均涨幅在5%以上,从而收入涨幅可以达到20%-25%,而净利润的增速也将达到或高于该水平。

3、农牧业务的盈利水平将持续提升。动力来自于:(1)产品价格的提升带来的单位利润水平的提升;(2)行业集中化程度提高带来利润率的提升;(3)产品结构的改变带来的盈利提升。盈利能力更强的猪料产品的占比将不断提升,提高公司的平均盈利水平。我们预计未来2-3年猪饲料产品的净利润将从50元/吨的水平提升至75元,禽料的净利润从30元/吨提升至40-50元/吨。

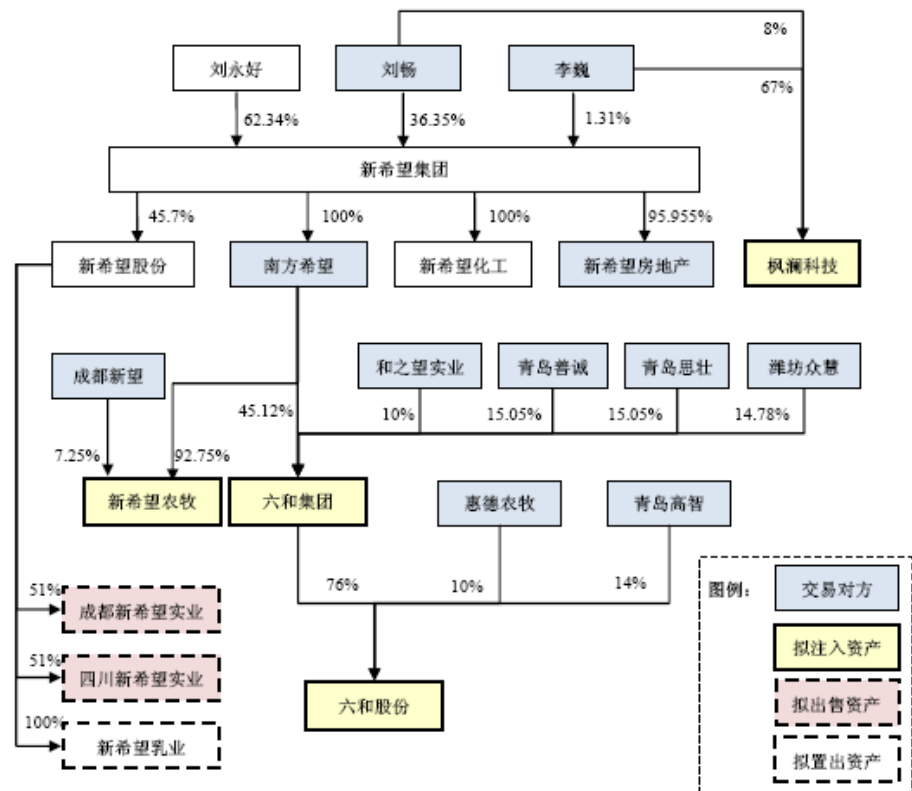
4、估值优势异常明显,存在修复需求。重组后养殖业务贡献的利润在约4.5亿元;饲料业务净利润约13.5亿元。A股上市企业中,饲料公司的平均PE为31.6X,养殖公司平均PE为21.6X。即便考虑到重组完成后的新希望股份体量较大,给予公司一定的折价,即饲料业务按25XPE,养殖业务按15XPE估值,那么农牧主业对应的合理价值为23.3元;再加上民生银行股权投资对应的价值——每股3.5元后,公司的合理股价为26.8元,相对于目前股价仍有约30%的空间。

1、未来的世界农牧产业巨头

重组的动因：新希望最初 IPO 上市时为发行核准制，当时给予的指标为 4000 万股，但当时新希望集团有 31 家工厂，不可能全部装进上市公司。因此，只是选取了地域上比较集中，并且资产质量比较优良的四川、云南、贵州等地的 4 家工厂上市（即绵阳希望、昆明希望、贵阳希望和西昌希望）。这就造成了日后新希望股份公司与集团下属农牧资产（南方希望控股的新希望农牧）之间关联交易和同业竞争的问题。特别是在南方希望在 2005 年收购了六和集团的资产之后，潜在的同业竞争问题越来越突出。

本次重组的目的在于：解决与南方希望的潜在同业竞争同时剥离上市公司的非农牧主业资产（乳业、房地产），以实现新希望集团控制的农牧资产完全注入股份公司，以实现规模效应。重组的方案包括了三个部分，即资产置换、发行股份购买资产和资产出售。

图 1：新希望股份资产重组示意图



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

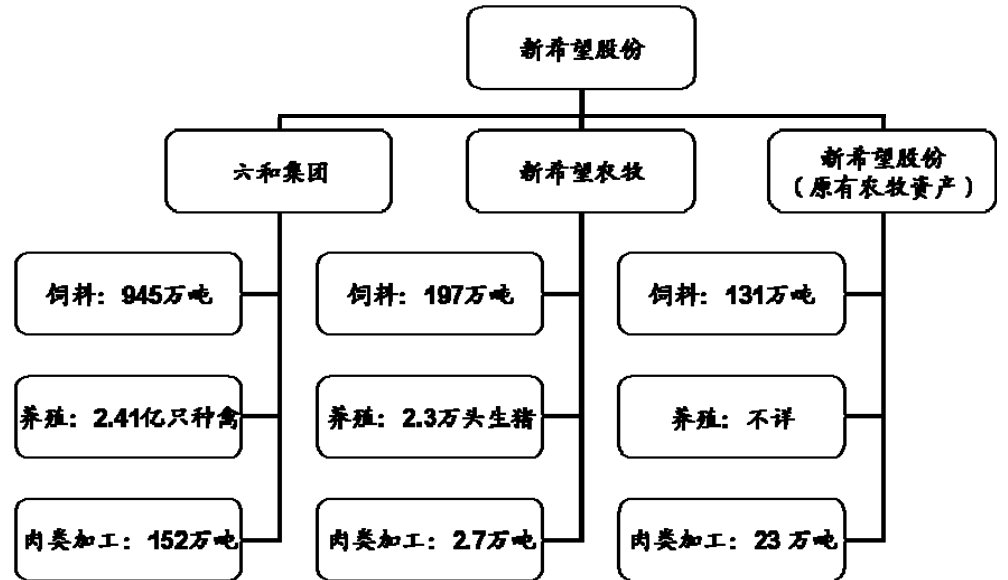
(1) 资产置换：以公司持有的新希望乳业 100%股权与南方希望持有的新希望农牧 92.75%股权进行资产置换，资产置换差额由公司向南方希望发行股份支付。

(2) 发行股票购买资产：1) 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该等公司合计持有的六和集团 100%的股权；2) 向南方希望发行股份购买前述资产置换的差额部分；同时向成都新望发行股份购买其持有的新希望农牧 7.25%股权；通过资产置换和发行股份购买资产，公司将持有新希望农牧 100%股权；3) 向自然人李巍和刘畅发行股份购买其合计持有的枫澜科技 75%股权；4) 向

青岛高智、惠德农牧发行股份购买其合计持有的六和股份 24%股份（注：六和股份剩余 76%股份由六和集团持有）。

（3）资产出售：公司将持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支付。

图 2：重组完成后新希望旗下农牧资产业务规模



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

重组完成后，新希望股份除了原有的农牧资产外，将拥有六和集团、新希望农牧和枫澜科技的 100%股权，拥有 300 多家分、子公司及 4 万余名员工；产销规模方面，饲料总销量达到 1273 万吨，养殖出栏量达到禽类 2.41 亿只，生猪 2.3 万头，屠宰加工量达到 178 万吨。饲料销量稳居国内首位，市场占有率达到 8%，禽类养殖和屠宰加工均量位居全国前列。

表 1：重组完成前后前十大股东持股及占比

发行后	股东名称	持股数 (股)	比例 (%)
1	四川南方希望实业有限公司	403,916,262	23.24
2	新希望集团有限公司	380,354,832	21.89
3	青岛善诚投资咨询有限公司	99,059,312	5.70
4	青岛思壮投资咨询有限公司	99,059,312	5.70
5	潍坊众慧投资管理有限公司	97,282,168	5.60
6	青岛高智实业投资发展有限公司	70,038,381	4.03
7	青岛和之望实业有限公司	65,820,141	3.79
8	山东惠德农牧科技有限公司	50,027,415	2.88
9	成都美好房屋开发有限公司	29,087,827	1.67
10	诺安价值增长股票证券投资基金	14,871,205	0.86
	合计	1,309,516,855	75.36
发行前	股东名称	持股数 (股)	比例 (%)
1	新希望集团有限公司	380,354,832	45.70
2	成都美好房屋开发有限公司	29,087,827	3.49
3	诺安价值增长股票证券投资基金	17,505,458	2.10

4	南方成分精选股票型证券投资基金	17,267,648	2.07
5	成都希望大陆实业有限公司	16,547,019	1.99
6	汇添富成长焦点股票型证券投资基金	8,620,670	1.04
7	全国社保基金-零六组合	8,172,435	0.98
8	景顺长城鼎益股票型开放式证券投资基金	7,664,951	0.92
9	嘉实稳健开放式证券投资基金	7,636,266	0.92
10	摩根斯坦利华鑫资源优选混合型证券投资基金	6,800,000	0.82
	合计	499,657,106	60.03

资料来源：公司公告

根据集团的战略规划，重组后的新希望股份公司终极目标是成为世界级的农牧企业。目前公司已经完成第一个五年规划（06-10年）并达成了初步阶段目标，未来将再通过一个新的五年规划完成中级阶段转向高级阶段。

- 初级阶段：引领行业、销售规模达到 300-500 亿元、产业链的各个环节形成初步结合。
- 中级阶段：产业引领走到更前列、销售规模达到 700-1000 亿元、产业链的各个环节配套更合理。
- 高级阶段：要有规模、要有产业链、要引领行业的发展、要转型为产业链的引领者，组织者和服者、形成强大的品牌；与国外顶级企业相比亦毫不逊色。

2、优势及成长性

六和集团——成长动力仍在

六和模式的变迁——从全产业链、聚合成长至引领行业发展

六和集团近年来通过“合资合作、租赁经营、统一管理、片区运作”的实现了业务规模的快速扩张（07-09年饲料销量分别为 513 万吨、748 万吨和 877 万吨）。目前旗下拥有 230 家分、子公司，形成了饲料、养殖、禽畜屠宰和肉制品加工一体化产业链。

我们总结六和集团最为突出也最为成功的经营特点也许是“微利经营”和“聚合成长”。

“微利经营”的内涵是利益分享，通过主动降低利润率主动让利于养殖户以及下游客户，凭借成本领先的战略公司得以快速占领市场；“聚合成长”即通过与原有的竞争对手、供应商、客户等进行股权联合，实现了消除竞争、共享产业成长的目标，近年来六和更是加强了与政府、银行、保险公司等的合作，引入这些主体为产业链提供服务并实现共同发展。回顾六和集团的发展史，可分为三个阶段：

（1）**产业链构建**。上世纪九十年代末通过收购部分种禽场、食品加工厂，走上了产业化发展道路。六和集团通过自身产业链内部协同运营，开始向服务转型，为养殖户提供从种苗、兽药、饲料，到技术服务、合同销售等一条龙式的养殖整体解决方案，并展现出培育价值用户、服务终端客户的能力；初步具备了产业链可控，生产安全、放心食品的能力。

（2）**聚合成长**。2005 年，即新希望取得六和集团控股权的第二年，六和集团制定“聚合成长”战略。六和集团随后又与与陕西石羊、山西大象、河北兴达等公司进行深度

股权合作；并与美国联合、英国樱桃谷、加拿大海波尔、日本九红、三井等国外优秀企业进行合资及合作。通过与其他优秀企业的联合，六和走上了聚合成长的道路，产业链配路日趋完善，规模、产能快速扩张。

(3) **引领行业发展**。2009年六和集团进一步制定了“全产业链建设”战略。重点加大对商品养殖、食品深加工的投入，在上游建设原料储备体系，在下游参与物流、终端营销的运营。通过贯通和优化全产业链，打造世界级农牧企业集团。

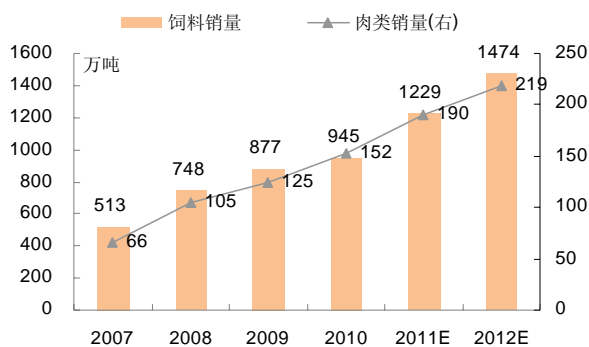
六和集团未来的成长空间依然广阔

六和集团从06年开始进入快速的“聚合成长”期。07-10年饲料销量分别达到513万吨、748万吨、877万吨和945万吨，年均增长达到23%。集团饲料销量在全国市场的占比超过7%，山东市场占比达50%以上，在区域市场的表现达到了极致。未来在山东这个核心市场的增长可能会面临一定的瓶颈。但是我们认为，凭借六和模式和公司的综合优势，向外扩张的时机已经成熟。六和集团未来的成长动力将来自于两个方面：(1)从山东省内向省外其他养殖大省的扩张；(2)凭借整合后的新希望股份和新希望农牧在猪饲料业务上的优势，从禽类产业链向规模更大的猪产业链的延伸。

从行业的发展态势来看，饲料龙头企业将获得超越行业的机遇。我国传统上养殖产业以散户为主的格局也导致了我国饲料产业集中度较低的传统市场格局，但是近3-5年以来饲料行业的集中度正在快速上升。目前希望、六和、正大、温氏、禾丰、正虹、唐人神、双胞胎、海大、正邦等国内10家企业占到饲料市场30%以上的份额，其中新希望系（包括新希望农牧和六和集团）2010年的饲料总销量达到1273万吨，占比达到8%，其中六和的销量达到945万吨，占比约6%。

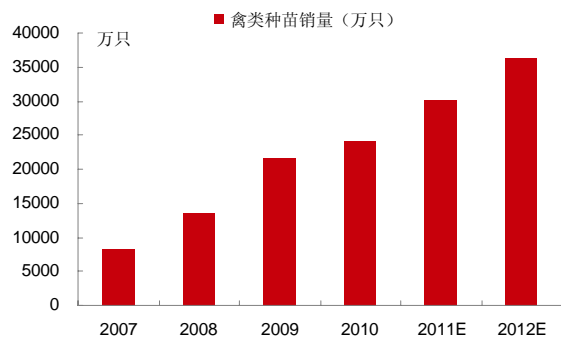
饲料龙头面临着前所未有的发展机遇。饲料行业作为联接种植业和畜牧业的中间环节，事关粮食安全和食品安全。行业政策的取向、市场化竞争的结果都将指向行业集中的目标。目前饲料行业的集中化的趋势已经显现，并且在未来有望加速。我们预计公司作为饲料行业龙头公司，在未来3年仍将保持15%-20%的销量增速。

图 3：07-10 年饲料和肉类销量复合增速为 23% 和 32%



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所

图 4：07-10 年禽苗销量增速达 43%



资料来源：中国畜牧业年鉴(2009)，华泰联合证券研究所

目前，六和集团在山东、河南、安徽、江苏、辽宁、河北、山西、上海等地形成了以饲料生产、养殖、屠宰及肉制品为核心竞争力的产业集团公司。按饲料销量计算，山东市场禽饲料的占有率达到50%以上，河南市场占有率也达到10%以上，占据市场

领先；但与此相比在其他市场占有率相对不足。可以简单总结为，公司只是深度渗透了一个半省份（一个山东、半个河南），就达到了目前的规模，未来随着六和模式在其他市场的推广，成长潜力依然巨大。

1) 饲料市场规模持续增长。从整个饲料市场的容量来看，2010年已经达到1.62亿吨的规模，并且在最近几年维持了8%的增速。粮价的持续提升将抑制散户自有粮饲养的比例，下游养殖行业的集中也将提高饲料商品化率。因此，我国饲料行业的高增速将会维持，这将为饲料企业，特别是龙头企业的成长提供机遇。

2) 核心市场的占有率提高。六和集团聚合成长、集中布点的模式可以在山东单一市场占比达到50%，因此我们可以预期未来六和也能够通过模式的复制在其他的核心市场取得更高的市场占有率。因此六和集团外生增长空间依然广阔。

(3) 从国外成熟市场的集中度来看，美国前三家公司市场占有率达到22%，横向比较我国饲料行业的集中度仍有上升空间。

因此，我们倾向于认为重组完成后的新希望股份公司业绩增速仍将能保持高于行业的较快增长，尽管增速可能会有所放缓。目前扣除民生银行投资对应的市值（对应每股价值3.5元）后，市场给予公司的估值仍大幅低于同类的饲料及养殖类企业。我们按重组完成后农牧主业贡献EPS为1.05元计算，动态PE为16倍左右，而同行业上市公司的当年PE估值都在30倍左右（如海大集团、大北农、正邦科技等）。

新希望股份——增长稳健而不乏亮点

新希望股份下属的农牧资产是集团内非常优质的农牧资产，饲料业务的利润率水平保持在7%-8%的较高水平，虽然与做水产料为主的企业（如海大集团、通威股份）相比毛利率偏低，但是在禽畜料的企业中属于盈利高位。其中海外业务的毛利率更是高达11%-12%，主要是由于东南亚市场的饲料行业相对落后，公司在当地的竞争优势突出，因此盈利能力和发展势头都非常良好。

新希望股份的农牧资产主要集中在猪产业链，2010年公司的饲料销量达到131万吨，屠宰生猪212万头。05-10年，饲料销量符合增速在10%以上，收入的增速达到20%。凭借全国分散、区域集中的市场布局，未来以点带面式成长模式，已经拥有坚实基础。

饲料业务——高盈利海外业务发展将超预期

饲料方面，除了国内业务的正常增长外，高盈利的海外业务将成为亮点。目前新希望海外业务的收入达到15亿的规模，净利润也达到1亿元。由于东南亚国家肉类和饲料需求增长迅速，而其本国的饲料产业相对比较落后，因此新希望在当地的竞争优势非常突出，盈利能力也非常强。公司在大多数海外市场均获得盈利，一般都是当年投产即可实现盈利。并且单吨饲料利润可以达到几百元，远远高于国内几十元的水平。公司对于海外市场板块已经拥有一套相对成熟的管理和激励体系，海外业务人员干劲足、流失率低。2010年公司“积极探索产业化发展的新路子，充分发挥片区采购和销售管理平台的优势；研究和加大对个别新投产公司的帮促力度，解决制约公司起步和实现突破的关键问题；加大投资力度，加快海外饲料公司的扩张步伐。”

公司海外市场的发展策略为，在现有的越南、印尼、菲律宾、孟加拉等原有市场进一步增加投资以巩固市场，并寻求进军柬埔寨、泰国、印度市场的机会。我们认为凭借

新希望现有的竞争能力在海外市场扩张并实现盈利并非难事，随着集团加大对该块业务的投入，海外业务有望成为新希望农牧主业中增长最快，盈利能力最好的板块之一。

表 2：新希望股份海外分公司情况简介

子公司全称	子公司类型	注册地	业务性质	注册资本	期末实际出资额（万元）	实际出资额
新希望菲律宾中吕宋有限公司	控股子公司	菲律宾	生产加工	252.5	生产销售饲料、饲料添加剂	252.33
新希望邦邦亚农业有限公司	全资子公司	菲律宾	生产加工	82.76	主营：生产、销售各种饲料、饲料添加剂、食品、机械等；兼营：养殖、兽药、药械、肥料、育种、农副土特产、粮食加工及粮食运销、商贸等	82.25
新希望印度尼西亚泗水有限公司	控股子公司	印度尼西亚	生产加工	1114.61	生产销售饲料、饲料添加剂	1,103.46
新希望印度尼西亚雅加达有限公司	控股子公司	印度尼西亚	生产加工	2299.24	生产销售饲料、饲料添加剂	2,276.25
同塔新希望水产饲料有限公司	全资子公司	越南	生产加工	501 万美元	水产饲料、家禽家畜饲料生产销售；买卖饲料和做家禽、家畜、水产饲料的原料	3,423.63
新希望胡志明有限公司	全资子公司	越南	生产加工销售	2894.5	加工家畜、家禽、水产等饲料	2,894.56
新希望河内有限公司	全资子公司	越南	生产加工销售	6334.46	加工家畜、家禽、水产等饲料	6,334.46
新希望越南北宁有限公司	全资子公司	越南	养殖	50 万美元	生产、养殖水产与家禽种苗	320.83
新希望孟加拉有限公司	控股子公司	孟加拉	生产加工	1151.57	生产销售饲料、饲料添加剂	1,140.05
新希望农业科技孟加拉有限公司	控股子公司	孟加拉	生产加工	978.77	畜、禽、水产品配合饲料的生产、加工和销售	880.9
新希望柬埔寨有限公司	控股子公司	柬埔寨	生产加工	1,365.26	畜、禽、水产品配合饲料的生产、加工和销售	1,365.26

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们预计，未来 3 年新希望股份饲料国内业务和国外业务的收入增速将分别达到 15% 和 30%，海外业务的增速将略快于国内业务。海外业务由于其良好的盈利性，对业绩增速的贡献将会更大。

屠宰及肉制品业务——千喜鹤逐年减亏将是主基调

公司从 07 年进行产业链结构调整，出售了非农牧主业的资产（新龙公司和华融化工），并出资 1.22 亿元收购了北京千喜鹤食品有限公司 60% 的股权。09 年公司通过受让公司股权以及出资 3.2 亿元对千喜鹤进行增资扩股，持股比例达到了 97%。目前千喜鹤下辖北京、河北和辽宁三个控股子公司，分别拥有 200 万头/年的屠宰产能，总计产能达到 600 万头/年。

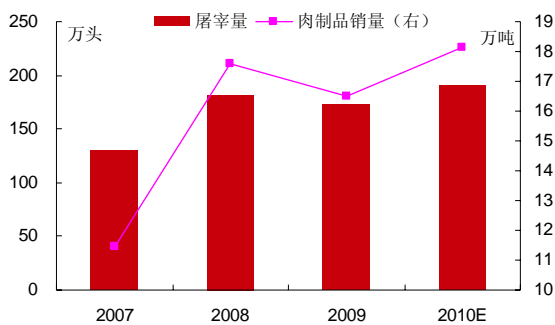
近年来，千喜鹤的经营面临着生猪来源不足、产品定位高端（北京奥运会生鲜猪肉食品独家供应商）而导致需求不足的问题，其设备利用率长期低下，折旧摊销成本过高，亏损严重。千喜鹤目前的年生猪屠宰量为 170-180 万头，产能利用率仅为 30%。

新希望重组千喜鹤之初，在新的行业中由于遭遇猪源不足等不利因素，在整合中付出了学费。但是从 08 年谷底开始目前已经逐步走上正轨，年度亏损从 1 个亿（08 年），至 6000 万（09 年）、3577 万（10 年），预计 2011 年仍将小幅亏损，但是从 2012 年起将扭亏为盈。

屠宰及肉制品业务虽然由于各方面的原因，目前并不能为集团带来盈利贡献。但是该业务作为公司“全产业链”中的一环，是至关重要的。将公司的产品从田间到餐桌联接了起来，形成了高端肉类品牌的终端形象，对于提升集团内其他产品的形象至关重要；不仅如此，屠宰加工业务的发展对上游养殖、饲料的拉动也是非常巨大的。简单假设千喜鹤年屠宰 200 万头生猪，按出栏重量 100 公斤，料肉比 3 计算，需要饲料 60 万吨，若全部使用希望的饲料，相当于新希望股份公司年销量的一半左右。

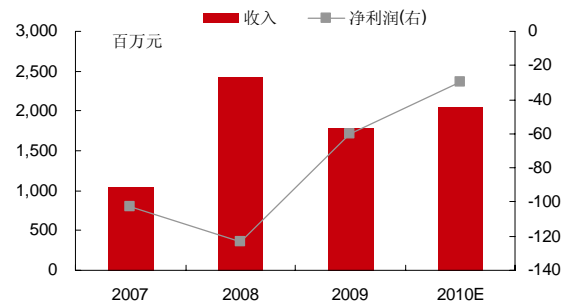
我们认为随着公司对屠宰和肉制品业务的理解逐渐深入，以及各块业务之间的协调作用加强，千喜鹤公司未来逐步减亏乃至盈利是主基调。公司的减亏手段主要包括：1) 营销转型，一方面调整销售渠道，改变公司高端品牌“曲高和寡”的形象；2) 创新生猪采购模式，广开生猪来源以提高设备利用率；3) 加强资金和存货管理，严控费用开支，降低运营成本；4) 继续发挥好产业链建设作用，吸引、整合优质社会资源，同时拉动种猪养殖、仔猪销售和助推产业链上的饲料销售，充分发挥北方片区的产业化优势。预计未来 2-3 年千喜鹤的经营状况和业绩表现将会逐年好转，到 2013 年的将实现盈利 2000 万元-3000 万元的目标。

图 5：千喜鹤屠宰量及肉类销量增长不明显



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6：千喜鹤近几年亏损逐年降低



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

新希望农牧——协同发展体现规模效应

新希望农牧为南方希望旗下除六和集团外另一主要农牧业务平台，拥有新希望集团全部（除新希望股份外）非上市农牧业资产。2010 年新希望农牧实现销售收入 59 亿元，其中销售饲料 197 万吨，养殖生猪 2.3 万头，肉食品加工 2.7 万吨。目前拥有 50 家子公司，其中饲料板块 38 家，养殖板块 5 家，屠宰及肉制品加工板块 3 家，其他 4 家。

我们认为六和集团“微利经营”及“聚合成长”的特点对于全国市场都将是适用的。我们不应以区域公司的眼光来看待六和集团，随着新希望和六和的整合由文化层面过渡到实际经营的层面，两者之间的协同效应将发挥出来。

3、未来看点——品牌食品+担保模式在养殖行业的拓展

担保业务——农牧业务继续腾飞的基石

重组完成后的新希望，除了六和集团、新希望农牧、新希望股份这三大主体拥有的农牧主业（饲料、养殖、屠宰及食品加工）外，另外一块业务——担保业务的重要性在未来将越来越重要。

所谓担保业务，即公司与地方政府合资成立担保公司（一般公司占 60%-70%，当地政府占 30%-40%）为当地养殖户提供担保贷款业务，担保业务服务对象是上规模的养殖户（区别于“合同养殖户”所服务的散户）。运作模式是农户以自有资金建设符合六和集团标准的鸡舍，然后向六和担保公司申请加入项目，以鸡舍等固定资产为抵押获得生产经营所需的流动资金（流动资金在担保公司的专有账户上，专款专用）；待养殖流程完成后养殖产品的价款对担保公司还本付息。养殖期间发生的所有成本（种苗、饲料、疫苗、兽药等）全部由担保公司代为支付，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，并将养殖产品价款扣去所有成本以及利息以后的净利润打到农户的账户上。担保业务的贷款资金形成一个闭合循环，并且有固定资产作为抵押，可确保资金安全。而担保公司会为养殖产品进行投保，一旦养殖出了问题，会有保险机制来进行弥补，大大降低了养殖风险。

担保养殖模式是从 05 年以后才从养殖行业内兴起，目前可以认为是最具有竞争力的发展模式。该模式创造性地利用政府信誉引入保险公司、银行等金融机构来解决养殖户融资难、上规模难、疫情死亡风险大的问题，使得与农牧企业合作的养殖户可以实现迅速上规模、滚动式发展。六和集团在 07 年饲料销量达到 500 万吨后依然能够“大象起舞”的主要原因也在于“担保鸡”模式的成功推广！

目前六和集团的“担保鸡”模式已经比较成熟，下属 12 家担保公司，为 8 万多户养殖户提供服务。新希望农牧下属 2 家担保公司，分别位于四川乐山和湖北孝感，服务于猪产业链和鸭产业链，同时新希望股份下属的担保业务也已初具规模，存量资金达到 2-3 亿元。一旦“担保鸡”的模式能够成功复制到市场容量达到及鸡产业链 4-6 倍的猪产业链，那么公司的发展空间瓶颈将被打破。担保业务一方面能够通过利差直接为公司贡献利润，另一个更大的作用在于能够将公司下游的合作养殖户发扬壮大，拉动饲料、兽药、疫苗业务的销售，并未屠宰加工业务提供更多的原材料，支持公司主业规模迅速做大。

品牌食品——打造世界级企业的必经之路

根据公司设立的打造世界级农牧企业战略，未来 5 年将是公司完成中级战略目标向高级目标迈进的 5 年。而实现高级目标的标准之一就在于打造强大的品牌。国际上著名的农牧企业在下游都拥有强大的消费者品牌，如美国的 Tyson, SmithField, 日本的九红、住友等。因为只有当产品可以直接销售到消费者的手中，才能真正意义上抓住市场，拥有定价能力，从而顺畅地转嫁成本的压力，拥有稳定的盈利能力。

目前六和集团的禽肉产量达到 152 万吨，是全国第三大的肉类生产商。“六和”已经是非常强大的禽肉品牌，最终客户包括肯德基、麦当劳等品牌连锁企业，以及商超和农贸市场，运作良好。新希望股份旗下的“千喜鹤”为高端肉类品牌，该公司拥有 600 万头的屠宰能力和 200 万头的实际屠宰量，已经在华北地区颇具影响力；新希望农牧

旗下的“美好食品”，在西南地区市场的表现颇佳，除了以上品牌加工类产品外，新希望的冷鲜肉产业链也逐渐铺开。

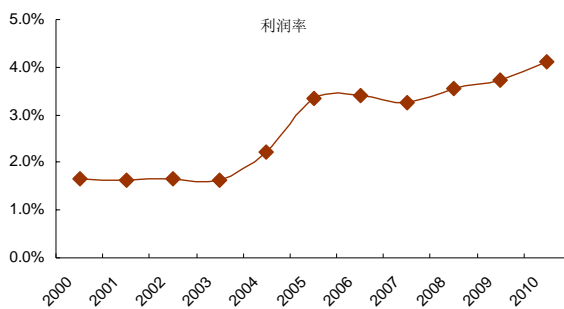
随着重组的完成，公司将会把三块肉制品业务进行整合以获得协同效应，下游配送、营销等渠道的共享将为三家食品公司带来新的发展机遇。我们判断，除了内部整合外，公司也可能会通过与外部力量进行合资合作，来实现品牌拓展上的飞跃。

一旦品牌食品业务跃上新台阶，公司将实现新的飞跃，届时会成为超越双汇发展、雨润食品等肉类巨头的航母级企业。公司将完成从粮食到肉类的全产业链，实现产品品质可控，利润率可控。

饲料和养殖行业的整合将为龙头企业带来巨大机遇

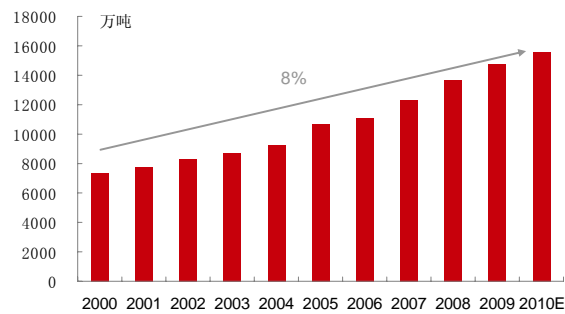
2010年我国工业饲料总产量达到1.62亿吨，同比增速达到9.4%。其中猪饲料产量5947万吨，肉禽饲料产量4735万吨，蛋禽饲料产量3008万吨，水产饲料产量1502万吨。尽管由于生猪存栏不足导致上半年饲料行业不景气，但是随着下半年生猪存栏的大幅回升，预计2011年的饲料产量增速仍将维持在8%左右。

图 7：中国饲料行业近年利润率有所回升但仍偏低



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所

图 8：中国饲料产量达 1.62 亿吨，近十年平均增速为 8%



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所

目前我国饲料行业的集中度还相当低。2010年饲料产量为1.62亿吨，已稳居世界第二位，其中希望、六和、正大、温氏、禾丰、正虹、唐人神、双胞胎、海大、正邦等国内前10家企业占到饲料市场30%以上的份额，行业内年产量达到百万吨以上的企业家数达到18家。但是国内的饲料行业1.62亿吨容量中，企业数量达到1.5万家以上，平均产量不足1万吨。反观市场容量达到2亿吨的美国饲料行业，目前仅有100多家企业，平均年产量达到200万吨以上。

从根本上来看，我国过度分散的饲料行业格局是由我国养殖业以散户为主导导致的，分布于各个地区的小规模的饲料厂可以灵活满足散户养殖的基本需求。但企业数量过多带来的过度竞争导致了该行业利润率的长期低迷，05年以来维持在3%—4%的水平。

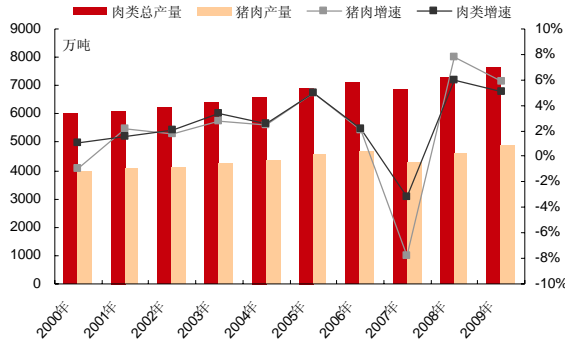
由于饲料行业是连接上游种植业和下游养殖业的中间环节，并且上下游产品的价格都处在剧烈的波动中，而饲料生产本身是一个微利的行业，盈利能力很大程度上取决于成本控制能力。因此，规模优势就显得尤为重要，一方面可以带来生产成本的降低；另一方面可以形成集中采购和销售，获得优惠的价格，取得成本优势。最为重要的是，大型企业可以有更多的资金用于提前采购、套期保值等业务以规避风险。

对于更有实力的企业，可以向上游和下游拓展，形成产业链一体化的集团企业，从而规避上下游产品价格波动的风险，形成产品质量可控、利润率相对可控的产业集团。

08年金融危机以后，龙头企业利用行业低迷进行加速整合和扩张。以六和集团、正

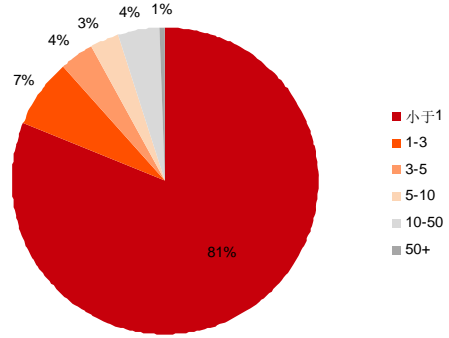
海大集团和正邦科技为例，07-09年的饲料增速分别达到30%、30%、56%，远高于8%的行业增速。

图 9：中国肉类产量增速为 2%-3%，猪肉占比约 60%



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所

图 10：生猪养殖行业依然以散户和中小养殖户为主导

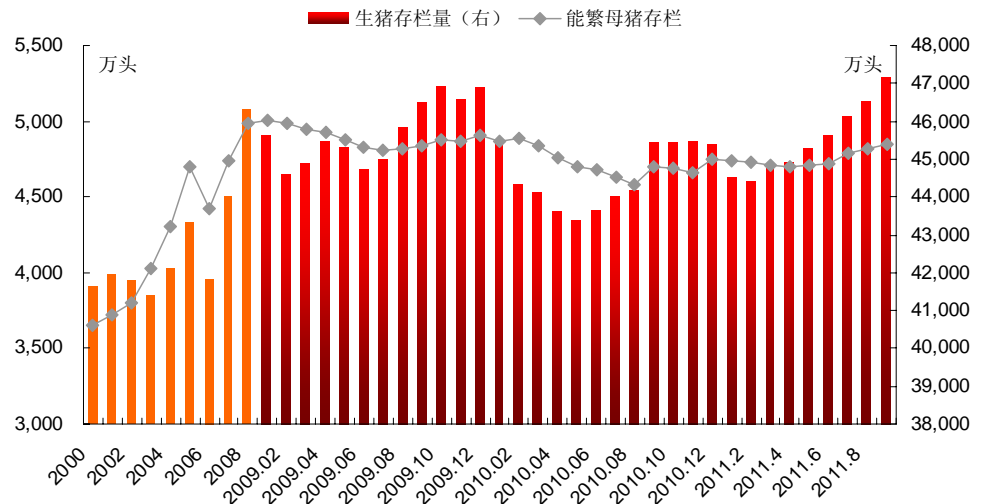


资料来源：中国畜牧业年鉴(2009)，华泰联合证券研究所

从养殖行业来看，同样存在行业分散，盈利不稳定的情况。由于我国巨大的人口基数，肉类年产量达到7650万吨，占全球比例接近30%，其中生猪出栏量6.5亿头，猪肉产量约5000万吨，居全球第一位；鸡肉产量约1200万吨，居全球第二位。我国肉类消费量持续提升，近十年平均增速在2%-3%，最近3年消费增速有所提高，进入5%以上的区间。

近年来生猪产品以及饲料原料（如豆粕）的价格波动越来越剧烈，养殖面临的疫病频发风险也不断增大，同时下游企业对于食品安全的要求越来越高，这些因素都使得生猪养殖行业对于成本控制、产品质量保障和疫病防控的要求越来越高。散户养殖户越来越不适应行业的发展趋势，而规模化养殖成为主流的发展方向。

图 11：10年平均生猪存栏量同比下降2.5%，11年1-9月份平均存栏上升2.1%



资料来源：中国农业部畜牧业司监测数据，华泰联合证券研究所

在07年至今整个生猪行业养殖规模没有明显增长的情况下，行业龙头的增长速度却达到了40%—70%。以行业龙头广东温氏为例，06-10年的生猪出栏量分别为133万头、182万头、251万头、345万头和490万头，复合增长率达到39%；雏鹰农牧的年出栏量也从07年的13万头增长值10年的接近70万头，增长率达70%。

2008 年以来，国内外生猪养殖上下游企业开始意识到我国生猪规模化养殖的市场机遇，纷纷斥巨资进入该行业。介入生猪养殖业的上游企业主要是饲料企业，包括新希望、中粮集团、正虹科技、宁波天邦、江西正邦、正大集团、百世腾等。进入本行业的下游企业包括了屠宰企业和肉制品企业，如双汇发展、新五丰、高金食品、雨润食品、唐人神集团、六和集团等。然而由于生猪养殖的特殊性，新进入养殖企业的规模扩张必须依赖于自身种猪规模的扩大，因此企业的投资计划一般按照 5 年设计，目前，大多新进入企业的养殖计划尚处于实施初期。

饲料和养殖行业未来都面临着整合。但是，单纯的整合并不能解决问题。饲料、养殖行业面临的共同问题是受制于上游的原料（主要为粮食、鱼粉等）价格、以及下游的肉类价格的大幅波动带来的经营风险，只有打通产业链，形成从粮食采购、饲料生产、养殖到屠宰加工的产业链一体化企业，才能规避行业波动的风险。从发达国家的经验来看，基本都形成了从上游粮食种植（采购）到下游品牌肉食品的完整产业链企业。我们认为中国农牧行业未来的发展方向也在于此，而新希望与其他业内企业相比无疑已经先行了一步。

从新希望的产业格局来看，2005 年实现“聚合成长”战略以来通过控股六和集团、重组千喜鹤食品，并与陕西石羊、山西大象、河北兴达形成深度股权合作，已经形成了涵盖饲料、养殖、屠宰和肉制品加工的一体化农牧企业，在行业竞争中取得先机。按新希望重组完成后的体量计算（包括六和集团、新希望股份和新希望农牧），10 年饲料总销量达到 1272 万吨，占全国市场比例达到 8%，排名第一。禽类出栏量 2.41 亿只，屠宰加工 178 万吨，均已达到全国数一数二的地位，已经在行业的发展中占得先机，未来继续引领行业值得期待。

4、盈利预测和投资建议

关键假设：

（1）产量和收入：饲料业务方面，我们预计 11-13 年六和集团的饲料销量增速在 15%-30%，新希望股份和新希望农牧的增速为 10%-20%；公司自身养殖产品量将保持 10%-12%的增速；屠宰及肉制品加工量将随着担保养殖户数量增长和占比提高取得更多的原料来源，从而获得比饲料更快的增速，预计为 15%-20%。

（2）产品价格及成本：目前粮食价格的刚性上涨已经成为趋势，由于玉米和豆粕的成本占到公司生产成本的 50%以上，而我国粮食价格近年保持 10%左右平稳提高。因此，我们预计未来公司的成本仍将维持 5%以上的刚性增长。我们预计公司产品价格的提高将能够覆盖原料成本的上涨，毛利率维持稳定或略有提升。

（3）利润：目前饲料行业的整体盈利状况较低，公司过去几年禽料盈利约为 30 元/吨，猪料盈利约为 50 元/吨，净利润率在 1%-1.5%。我们预计随着饲料行业整合程度的提高，行业的整体盈利情况将得到改善；新希望重组完成后随着内部整合及协同效应的发挥，单位成本将有所下降，另外产品结构的改善（高盈利的猪料占比提高）将使公司盈利水平呈趋势性提高。

表 3：重组完成后农牧主业收入利润及投资收益预测(11 月 15 日股价)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
饲料业务					
销量 (万吨)	1187.20	1273.70	1622.94	1927.81	2194.30
均价 (元/吨)	2414.76	2613.51	2708.61	2768.96	2843.88
收入	28668.03	33288.25	43959.12	53380.26	62403.23
成本	26959.09	31328.23	40773.12	49532.00	57916.40
毛利	1708.94	1960.01	3186.00	3848.26	4486.83
毛利率	5.96%	5.89%	7.25%	7.21%	7.19%
肉食业务					
销量 (万吨)	143.80	177.97	218.84	260.04	297.84
均价 (元/吨)	8086.54	9118.31	11414.01	10700.18	10681.60
收入	11628.45	16227.86	24978.07	27825.25	31813.87
成本	11110.97	15380.26	23697.60	26395.72	30164.27
毛利	517.48	847.60	1280.47	1429.52	1649.60
毛利率	4.45%	5.22%	5.13%	5.14%	5.19%
养殖业务					
禽苗销量 (万只)	21599.00	24147.00	30183.75	36220.50	43464.60
生猪销量 (万头)	1.30	2.30	2.99	3.59	4.31
收入	642.35	780.66	1327.53	1349.53	1607.60
成本	590.25	643.14	819.09	1016.99	1282.63
毛利	52.10	137.52	508.44	332.54	324.96
毛利率	8.11%	17.62%	38.30%	24.64%	20.21%
农牧主业合计					
收入	41740.58	51650.79	71631.51	83930.09	97209.68
成本	39364.45	48513.86	66458.29	78119.15	90543.89
毛利	2376.12	3136.94	5173.21	5810.94	6665.78
毛利率	5.69%	6.07%	7.22%	6.92%	6.86%
农牧归母净利润	560.07	856.42	1808.91	2148.61	2450.01
农牧 EPS (摊薄)	0.32	0.49	1.04	1.24	1.41
投资收益					
民生银行净利润	12108.00	17581.10	26131.00	32606.00	40105.38
民生银行投资收益	604.19	877.30	1303.94	1627.04	2001.26
其中：归属于上市公司	453.14	657.97	977.95	1220.28	1500.94
其他投资收益	31.41	16.40	150.00	100.00	100.00
投资收益合计	635.60	893.70	1453.94	1727.04	2101.26
民生银行贡献 EPS(摊薄)	0.26	0.38	0.56	0.70	0.86

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

根据以上的假设条件,我们测算得到 2011-2013 年农牧主业归属于母公司的净利润为 18.09 亿元、21.47 亿元和 24.35 亿元,对应全面摊薄后的 EPS 为 1.04 元、1.24 元和 1.41 元。根据华泰联合证券研究所银行组的预测,2011-2013 年民生银行对新希望股份公司的利润贡献为年 13.04 亿元、16.27 亿元和 20.01 亿元,扣除少数股东损益后归属于上市公司股东的投资收益为 9.78 亿元、12.20 亿元和 15.01 亿元,对应 EPS 为 0.56 元、0.70 元和 0.86 元,按照民生银行市值换算,该块业务对应新希望股份每股价值约 3.5 元。按照目前股价,新希望股份农牧主业对应的股价约为 17.5 元,2011-2013 年的动态 PE 估值为 17X、14X 和 12X,显著低于 A 股饲料和养殖类上市企业的估值。

表 4: A 股饲料与养殖类上市公司股价及估值

	股价	2011E	2011PE
新希望	20.28	1.58	12.8
农牧 EPS	16.68	1.04	16.0
投资 EPS	6.05	0.54	11.2
饲料企业			
通威股份	6.36	0.25	25.4
正邦科技	11.29	0.30	37.6
海大集团	18.94	0.55	34.4
大北农	37.80	1.30	29.1
平均值			31.6
养殖企业			
民和股份	27.89	1.50	18.6
圣农发展	17.50	0.61	28.7
华英农业	18.45	0.70	26.4
益生股份	31.40	1.80	17.4
雏鹰农牧	29.05	1.70	17.1
平均值			21.6

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

从 A 股可比的饲料和养殖类上市公司估值可以发现,饲料企业由于业绩稳定成长,估值普遍较高,平均 PE 在 31.6X; 而养殖企业由于处于业绩高点,并且预期明年的景气度将会有所下滑,因此估值较低,平均在 21.6X。

由于新希望股份养殖业务贡献的利润在 4.5 亿元(按照 3 亿只禽苗销量,平均每只盈利 1.5 元估算); 来自饲料业务的净利润约为 13.5 亿元。即便考虑到重组完成后的新希望股份体量较大,成长性低于其他上市企业,我们给予公司一定的折价,即饲料业务按 25XPE,养殖业务按 15XPE 估值,那么农牧主业对应的股价为 23.3 元; 再加上民生银行股权投资对应的价值——每股 3.5 元后,公司的合理股价为 26.8 元,相对于目前股价仍有接近 30%的空间,我们给予公司“买入”投资评级。

5、风险

禽畜疫病爆发；养殖类产品价格大幅下跌。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6563	12234	16754	22295	营业收入	51651	71632	83930	97210
现金	1540	4308	8133	11923	营业成本	0	66458	78119	90544
应收账款	470	1896	1490	2149	营业税金及附加	11	16	19	22
其他应收款	337	615	633	784	营业费用	799	1361	1469	1701
预付账款	557	997	1035	1279	管理费用	829	1146	1343	1555
存货	3504	4320	5360	6049	财务费用	282	300	179	160
其他流动资产	154	98	103	112	资产减值损失	12	21	16	19
非流动资产	10846	9694	9949	9865	公允价值变动收	-5	0	0	0
长期投资	5787	5378	5583	5480	投资净收益	942	1454	1727	2101
固定资产	3352	3517	3597	3626	营业利润	2135	3782	4512	5310
无形资产	493	495	497	499	营业外收入	94	72	83	77
其他非流动资产	1215	304	272	260	营业外支出	66	47	56	52
资产总计	17409	21928	26702	32159	利润总额	2163	3807	4539	5336
流动负债	5780	6543	7087	7571	所得税	212	259	309	363
短期借款	2448	2448	2448	2448	净利润	1951	3548	4230	4973
应付账款	1496	2020	2392	2762	少数股东损益	437	762	856	1017
其他流动负债	1837	2075	2248	2361	归属母公司净利	1514	2786	3374	3956
非流动负债	2343	2321	2325	2323	EBITDA	2557	4305	4934	5731
长期借款	1492	1492	1492	1492	EPS (元)	1.02	1.60	1.94	2.28
其他非流动负	851	829	833	831					
负债合计	8123	8863	9412	9894	主要财务比率				
少数股东权益	2624	3387	4243	5260	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1482	1738	1738	1738	成长能力				
资本公积	1379	1738	1738	1738	营业收入	23.7%	38.7%	17.2%	15.8%
留存收益	3860	6646	10019	13975	营业利润	52.1%	77.2%	19.3%	17.7%
归属母公司股	6806	10070	13440	17398	归属母公司净利	49.5%	84.0%	21.1%	17.3%
负债和股东权	17409	22320	27095	32552	获利能力				
					毛利率(%)	6.1%	7.2%	6.9%	6.9%
					净利率(%)	2.9%	3.9%	4.0%	4.1%
					ROE(%)	22.2%	27.7%	25.1%	22.7%
					ROIC(%)	33.9%	46.1%	51.6%	52.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	46.7%	39.7%	34.7%	30.4%
					净负债比率(%)	49.73	45.58	42.92	40.83
					流动比率	1.14	1.87	2.36	2.94
					速动比率	0.53	1.21	1.61	2.15
					营运能力				
					总资产周转率	3.26	3.64	3.45	3.30
					应收账款周转率	102	55	45	49
					应付账款周转率	36.26	37.80	35.41	35.14
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.02	1.60	1.94	2.28
					每股经营现金流	0.01	0.26	1.58	1.16
					每股净资产(最	3.92	5.80	7.73	10.01
					估值比率				
					P/E	23.75	12.91	10.66	9.09
					P/B	5.28	3.57	2.68	2.07
					EV/EBITDA	7	4	4	3

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn