



2009年4月20日

农业

业绩回顾

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

杨柯

联系人

yangke@cicc.com.cn

中性

新五丰(600975.CH)

08年业绩回顾

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
主营业务收入	529	470	566	773	730	786
(+/-%)	7.5	-11.3	20.5	36.7	-5.5	7.7
主营业务利润	67	71	41	68	85	104
(+/-%)	9.1	5.9	-41.4	63.2	25.4	22.9
净利润	27	25	19	8	31	45
(+/-%)	5.7	-7.0	-25.6	-56.6	285.7	42.6
每股收益(基本, 元)	0.27	0.25	0.10	0.05	0.17	0.25
(+/-%)	5.7	-7.0	-58.7	-56.6	285.7	42.6
每股收益(全面摊薄, 元)	0.15	0.14	0.10	0.05	0.17	0.25
每股经营现金流(元)	0.31	0.27	0.02	0.04	0.62	0.40
市盈率(倍)	52.5	56.4	75.8	174.4	45.2	31.7
市净率(倍)	3.1	3.1	3.0	3.2	3.2	3.0
股价/经营现金	25.7	28.9	444.6	180.4	12.7	19.8
EV/EBITDA(倍)	28.2	27.5	89.4	36.2	22.5	17.4
净资产收益率(%)	5.8	5.4	4.0	1.8	7.1	9.5
投入资本回报率(%)	5.2	4.3	2.9	2.5	6.9	9.0
股息收益率(%)	1.6	1.1	0.0	2.4	1.1	1.6

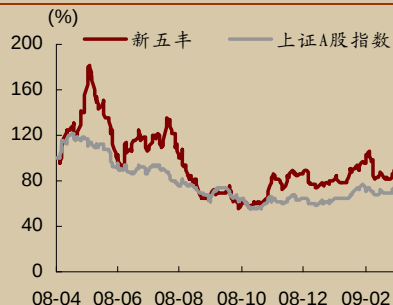
股票信息

	A股
股票代码	600975 CH
当前股价	人民币 7.87
日成交量(百万股)	9.4
52周最高价/最低价	人民币 16.2/4.7
总市值(百万元)	1,419
发行股数(百万股)	180
其中: 流通股(百万股)	124
主要股东(持股比例)	湖南省粮油食品进出口 集团有限公司(40.58%)

最近股价走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
新五丰	1.2%	7.2%	15.1%	25.9%
上证A股指数	2.4%	12.9%	28.1%	37.5%
中金农业指数	2.2%	17.6%	31.1%	47.6%

52周股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/4/25 09年一季度业绩发布

08年业绩略低于我们预期:

08年公司实现盈利 8,136 万元, 同比大幅下滑 57%, 略低于我们此前同比下滑 43% 的预期。业绩大幅下滑是因为投资收益(交易性金融资产)由 07 年的盈利 2121 万变为 08 年的亏损 921 万元。如果扣除投资收益的损失, 08 年实现盈利 1735 万元。

业绩亮点

- 国内猪价回落带动生猪出口盈利回升: 因为政治上的原因, 香港生猪市场对内地物价传导存在滞后性和趋缓性, 这也就形成了生猪出口企业特有的盈利周期“内地猪肉价格上涨——出口企业盈利下滑, 内地猪肉价格下行——出口企业盈利回升”。所以, 随着 08 年下半年内地生猪价格的回落, 公司生猪出口业务毛利率也呈现回升。与此同时, 公司内销生猪毛利率出现下滑。

不足之处

- 出口配额下滑(符合预期): 因 07 年未完成下达的供港生猪出口配额, 08 年出口配额被下调 17.6%。

发展趋势:

出口毛利率继续回升(符合预期): 09 年国内猪肉价格走出 V 形走势的可能性较大, 预计今年三季度国内价格将步入上升周期, 届时出口业务盈利回升的趋势将告一段落, 相比过去两年, 09 年生猪出口毛利率将同比大幅回升。此外, 耒阳项目将于今年上半年全面投产(年出栏商品猪 12.9 万头, 原有产能为 13.2 万头), 从而大大降低出口生猪外购比例并提升出口业务毛利率, 而且随着产能利用率的提高, 耒阳项目还将扭亏为盈(08 年亏损 168 万元)。总体来看, 预计 09 年全年出口毛利率将回升 6.5 个百分点至 14.2%(08 年上半年为毛利率 6.9%, 下半年为 8.9%)

出口配额继续下调(不在我们预期之中): 08 年仅完成了生猪出口配额的 81%, 公司今年分到的出口配额还将下调 22.3%至 24.4 万头。由于出口配额下调不在预期之中, 所以我们下调了公司盈利预测。

估值与建议:

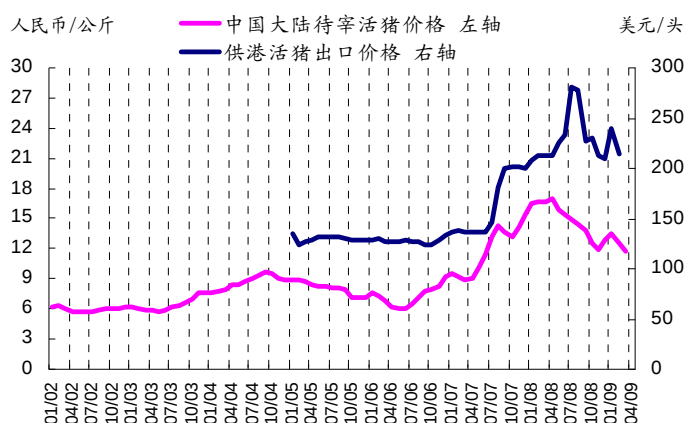
虽然业绩下调后, 09 年净利润仍将同比增长 81%(以 08 年 1735 万元的净利润为基础, 扣除了投资收益的损失), 但由于今年下半年国内猪价回落趋势将告一段落, 并且 09 年市盈率和市净率分别高达 45 倍和 3.2 倍, 我们由此维持“中性”评级。

图表 1: 08 年业绩分析

人民币：百万元	1H07	1H08	YoY	2H07	2H08	YoY	2007A	2008A	YoY
生猪出口数量(万头)	16.48	13.43	-18.5%	16.04	10.43	-35.0%	32.52	23.86	-26.6%
-自产(万头)	3.32	2.57	-22.5%	1.65	3.98	140.6%	4.97	6.55	31.8%
-外购(万头)	13.16	10.86	-17.5%	14.38	6.45	-55.2%	27.55	17.31	-37.2%
生猪内销数量(万头)	3.18	1.75	-45.0%						
销售单价(元/头)									
-出口	1,074	1,687	57.1%	1,497	1,535	2.6%	1,282	1,620	26.4%
-内销	746	1,133	51.9%						
主营业务收入	229.3	353.4	54.1%	336.3	417.9	24.3%	565.6	771.3	36.4%
-生猪出口	176.9	226.5	28.1%	240.0	160.1	-33.3%	416.9	386.6	-7.3%
-生猪内销	23.7	19.8	-16.5%	40.5	40.8	0.9%	64.2	60.6	-5.5%
-鲜肉	10.6	26.4	149.9%	16.7	30.4	81.5%	27.3	56.8	108.0%
-饲料销售	12.2	37.2	205.5%	27.1	44.4	64.2%	39.2	81.6	108.1%
-鱼粉及其他商品销售	5.9	43.4	638.3%	12.1	142.1	1078.2%	17.9	185.6	934.0%
主营业务利润	17.6	30.4	72.4%	23.8	35.5	49.0%	41.4	65.9	59.0%
-生猪出口	11.0	15.6	42.3%	9.0	14.3	59.1%	20.0	29.9	49.9%
-生猪内销	3.8	7.0	85.8%	10.2	5.2	-49.2%	13.9	12.1	-12.8%
-鲜肉	-0.1	1.9	n.m.	0.9	4.3	402.9%	0.8	6.2	702.3%
-饲料销售	2.7	4.4	64.3%	3.3	7.9	135.9%	6.0	12.3	103.9%
-鱼粉及其他商品销售	0.3	1.5	434.7%	0.5	3.9	676.8%	0.8	5.4	588.8%
主营业务利润率	7.7%	8.6%	0.9%	7.1%	8.5%	1.4%	7.3%	8.5%	1.2%
-生猪出口	6.2%	6.9%	0.7%	3.7%	8.9%	5.2%	4.8%	7.7%	2.9%
-生猪内销	15.8%	35.2%	19.4%	25.1%	12.7%	-12.5%	21.7%	20.0%	-1.7%
-鲜肉	-0.8%	7.1%	7.9%	5.1%	14.1%	9.0%	2.8%	10.9%	8.0%
-饲料销售(行业平均水平也就10%)	22.2%	11.9%	-10.3%	12.4%	17.8%	5.4%	15.4%	15.1%	-0.3%
-鱼粉及其他商品销售	4.9%	3.5%	-1.3%	4.2%	2.7%	-1.4%	4.4%	2.9%	-1.5%
营业费用	8.2	10.7	30.9%	10.5	13.9	32.9%	18.7	24.6	32.0%
营业费用率	3.6%	3.0%	-0.5%	3.1%	3.3%	0.2%	3.3%	3.2%	-0.1%
管理费用	10.0	14.8	47.9%	16.0	16.3	1.7%	26.0	31.1	19.5%
管理费用率	4.4%	4.2%	-0.2%	4.8%	3.9%	-0.9%	4.6%	4.0%	-0.6%
财务费用	-0.9	3.7	n.m.	-1.2	1.4	n.m.	-2.1	5.1	n.m.
公允价值变动收益(交易性金融资产)	-0.8	-8.2	n.m.	0.6	9.1	n.m.	-0.3	1.0	n.m.
投资收益	0.6	1.8	175.6%	20.6	-11.0	-153.4%	21.2	-9.2	-143.4%
营业利润	1.1	-2.7	-346.8%	18.1	1.7	-90.8%	19.3	-1.1	-105.5%
营业利润率	0.5%	-0.8%	-1.3%	5.4%	0.4%	-5.0%	3.4%	-0.1%	-3.5%
补贴收入	3.3	6.1	85.1%	0.9	3.9	321.9%	4.2	10.0	136.3%
利润总额	5.0	5.4	7.1%	20.1	5.7	-71.8%	25.1	11.1	-56.0%
税前利润率	2.2%	1.5%	-0.7%	6.0%	1.4%	-4.6%	4.4%	1.4%	-3.0%
所得税	0.3	0.2	-17.3%	5.7	2.0	-64.6%	5.9	2.2	-62.6%
有效税率	5.0%	3.8%	-1.1%	28.2%	35.5%	7.3%	23.6%	23.6%	0.0%
净利润	5.1	5.0	-0.9%	13.7	3.1	-77.2%	18.7	8.1	-56.6%
净利润率	2.2%	1.4%	-0.8%	4.1%	0.7%	-3.3%	3.3%	1.1%	-2.3%
每股收益(基本)	0.051	0.028	-44.9%	0.076	0.017	-77.2%	0.104	0.045	-56.6%

资料来源：公司数据

图表 2: 中国大陆和供港活猪价格



资料来源：中国海关、中国农业部、中金公司研究部

图表 3: 新五丰历年供港澳生猪配额及配额完成率

年份	香港				澳门		新五丰配额		公司供港活猪实际出口量(头)	供港活猪配额完成率	全国配额			供港活猪实际出口量(头)
	活大猪(头)	活中猪(头)	活乳猪(头)	YoY	活大猪(头)	YoY	合计(头)	YoY			供港活大猪(头)	供港活中猪(头)	YoY	
2003	348,750	7,500	5,000		28,800		390,050				1,550,000	280,000		
2004	348,750	7,500	-	-1.4%	28,800	0.0%	385,050	-1.3%			1,550,000	280,000	0.0%	
2005	348,750	7,500	-	0.0%	28,800	0.0%	385,050	0.0%	352,513	99%	1,539,780	280,000	-0.6%	1,646,325
2006	348,750	7,500	-	0.0%	28,800	0.0%	385,050	0.0%	339,373	95%	1,539,780	280,000	0.0%	1,602,222
2007	348,750	2,700	-	-1.3%	28,800	0.0%	380,250	-1.2%	302,890	86%	1,549,780	100,000	-9.3%	1,491,689
2008	282,664	1,948	-	-19.0%	28,843	0.1%	313,455	-17.6%	231,349	81%	1,650,000	65,814	4.0%	1,546,517
2009	213,685	974	-	-24.6%	28,988	0.5%	243,647	-22.3%			1,650,000	80,000	0.8%	

资料来源：商务部、中国海关、中金公司研究部

图表 4：盈利预测调整

人民币：百万元	2009			2010		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
生猪出口价格(美元/头)	245	187	-23.4%	232	197	-15.4%
生猪出口价格(人民币/头)	1,639	1,280	-21.9%	1,587	1,344	-15.4%
生猪出口数量(头)	313,455	243,647	-22.3%	313,455	243,647	-22.3%
主营业务收入	711	730	2.7%	714	786	10.1%
生猪出口业务	514	312	-39.3%	498	327	-34.2%
生猪内销业务	77	44	-42.1%	86	54	-37.3%
主营业务利润	105	85	-19.4%	115	104	-9.0%
生猪出口业务	77	44	-42.1%	86	54	-37.3%
生猪内销业务	10	10	0.9%	8	12	49.8%
营业费用	23	23	2.7%	23	25	10.1%
管理费用	31	29	-6.6%	31	31	0.1%
财务费用	7	5	-28.7%	7	5	-28.7%
公允价值变动收益及投资收益	0	0	n.m.	0	0	n.m.
营业利润	44	27	-38.6%	53	42	-20.0%
营业利润率	6.2%	3.7%	-2.5%	7.4%	5.4%	-2.0%
补贴收入	7	10	53.8%	7	10	53.8%
净利润	43	31	-26.4%	51	45	-11.6%
净利润率	6.0%	4.3%	-1.7%	7.1%	5.7%	-1.4%
每股收益（元）	0.24	0.17	-26.4%	0.28	0.25	-11.6%

资料来源：中金公司研究部

图表 5: 调整后的盈利预测及主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
损益表						
主营业务收入	529	470	566	773	730	786
主营业务利润	67	71	41	68	85	104
营业费用	-15	-17	-19	-25	-23	-25
管理费用	-23	-24	-26	-31	-29	-31
营业利润	28	29	-3	12	32	48
财务费用	3	5	2	-5	-5	-5
税前利润	32	31	25	11	37	53
净利润	27	25	19	8	31	45
每股盈利 (元)	0.27	0.25	0.10	0.05	0.17	0.25
每股股利 (元)	0.22	0.15	-	0.19	0.09	0.12
现金流量表						
经营活动现金流净额	31	27	3	8	112	72
投资活动现金流净额	-24	-38	-28	-170	-11	-11
融资活动现金流净额	-67	-24	85	-53	-39	-21
货币资金增加额	-60	-34	60	-215	61	40
货币资金期初余额	335	275	241	302	125	186
货币资金期末余额	275	241	301	87	186	225
资产负债表						
货币资金	275	241	302	125	186	225
应收帐款	17	22	24	17	20	22
存货	47	43	49	86	71	75
长期投资合计	0	9	11	21	21	21
固定资产合计	152	165	187	231	212	204
无形资产及其他资产	6	7	19	20	16	12
资产合计	507	510	624	587	594	627
短期借款	-	-	100	87	87	87
应付帐款	7	20	19	19	18	19
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	7	8	2	-2	9	9
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	100	100	180	180	180	180
储备和未分配利润	364	365	289	263	260	289
负债和所有者权益合计	507	510	624	587	594	627
财务指标						
净债务/所有者权益	-59.3%	-51.9%	-43.0%	-8.6%	-22.5%	-29.5%
资产负债率	5.8%	8.8%	24.3%	24.2%	25.5%	24.7%
应收帐款周转期 (天)	12	17	15	8	10	10
存货周转期 (天)	37	39	34	45	40	40
速动比率	10.3	6.3	2.4	1.6	1.8	2.1
流动比率	11.9	7.3	2.7	2.2	2.3	2.5
主营业务利润率	12.6%	15.1%	7.3%	8.8%	11.6%	13.3%
EBIT 利润率	5.4%	6.3%	-0.6%	1.5%	4.4%	6.1%
EBITDA 利润率	7.9%	9.1%	2.3%	4.2%	7.2%	8.6%
营业利润率	5.9%	7.3%	3.4%	-0.1%	3.7%	5.4%
税前利润率	6.1%	6.5%	4.4%	1.4%	5.1%	6.8%
净利润率	5.1%	5.4%	3.3%	1.1%	4.3%	5.7%
营业、管理费用/营业收入	7.3%	8.8%	7.9%	7.2%	7.2%	7.2%
净资产收益率	5.8%	5.4%	4.0%	1.8%	7.1%	9.5%
股息收益率	1.6%	1.1%	0.0%	2.4%	1.1%	1.6%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 6: 主要盈利预测假设

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
产销量						
生猪生产能力(头)	150,000	155,000	165,000	171,600	300,600	429,600
商品猪生产能力(头)	121,000	132,000	132,000	132,000	261,000	261,000
种猪生产能力(头)	29,000	23,000	33,000	39,600	39,600	168,600
自产生猪产量(头)	131,950	138,440	145,400	149,400	232,800	258,900
商品猪产量(头)	114,950	121,440	125,400	125,400	208,800	234,900
出口商品猪产量(头)	86,213	85,008	94,050	94,050	167,040	187,920
内销商品猪产量(头)	28,738	36,432	31,350	31,350	41,760	46,980
种猪产量(头)	17,000	17,000	20,000	24,000	24,000	24,000
外购生猪数量(头)	288,475	276,828	231,117	144,550	76,607	55,727
生猪内销数量(头)	45,738	53,432	66,350	47,350	65,760	70,980
生猪出口数量(头)	374,687	361,836	325,167	238,600	243,647	243,647
生猪出口配额(头)	385,050	385,050	380,250	313,455	243,647	243,647
价格						
出口生猪均价(美元/头)	129	128	169	234	187	197
出口生猪均价(人民币/头)	1,053	1,026	1,282	1,620	1,280	1,344
年均汇率	8.2	8.0	7.6	6.9	6.8	6.8
内销生猪均价(人民币/头)	868	637	967	1,281	999	1,039
内销均价/外销均价	82%	62%	75%	79%	78%	77%
盈利情况						
生猪出口业务收入(百万元)	395	371	417	387	312	327
生猪内销业务收入(百万元)	40	34	64	61	66	74
生猪出口业务毛利(百万元)	51	63	20	30	44	54
生猪内销业务毛利(百万元)	9	-2	14	12	10	12
生猪出口业务毛利率	13%	17%	5%	8%	14%	16%
生猪内销业务毛利率	22%	-5%	22%	20%	16%	17%

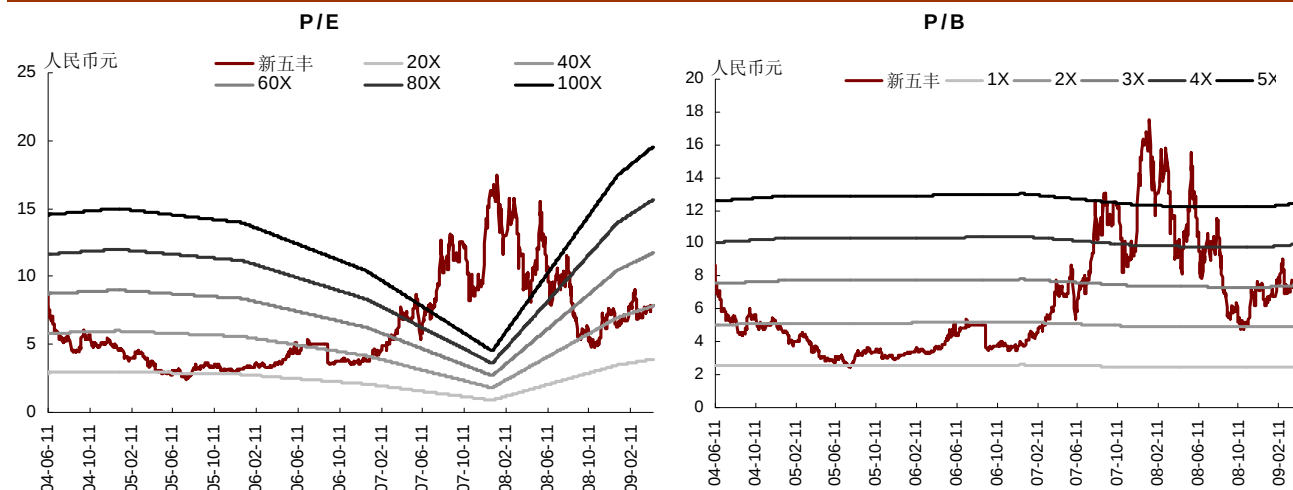
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 7: 同业估值比较

公司 (收盘于2009-4-17)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																	
农业上游（农资及农产品生产企业）																	
种子岛	002069.SZ	中性	39.0	34.7	27.9	3.9	3.7	3.4	10.0	10.7	12.0	3.2	1.2	1.4	21.5	22.1	18.9
通威股份	600438.SH	中性	36.2	30.2	35.6	6.4	5.3	4.7	17.6	17.6	13.2	0.3	0.3	0.3	13.8	10.8	12.4
北大荒	600598.SH	中性	42.9	40.2	36.5	5.6	5.3	5.0	13.1	13.2	13.6	1.4	1.5	1.6	23.5	22.5	21.3
好当家	600467.SH	中性	28.5	28.1	25.3	3.7	3.3	3.0	12.9	11.8	11.9	0.7	0.7	0.8	18.9	18.5	17.1
新农开发	600359.SH	减持	n.m.	63.2	44.9	2.9	2.8	2.7	-8.6	4.5	6.0	0.0	0.8	1.1	33.6	15.4	13.1
上游平均			36.7	39.3	34.1	4.5	4.1	3.7	9.0	11.6	11.3	1.1	0.9	1.1	22.2	17.9	16.6
农业下游（农产品流通及加工企业）																	
中粮屯河	600737.SH	中性	27.3	29.2	25.7	4.4	3.8	3.3	15.9	13.0	12.9	0.0	0.0	0.0	16.7	18.4	15.9
南宁糖业	000911.SZ	中性	132.2	27.0	10.6	2.9	2.7	2.2	2.2	9.8	20.8	0.5	1.9	4.7	13.9	9.9	6.8
东方海洋	002086.SZ	中性	54.9	49.4	47.4	2.4	2.3	2.2	4.4	4.7	4.7	0.4	0.0	0.0	25.6	24.8	22.9
新五丰	600975.SH	中性	174.4	45.2	31.7	3.2	3.2	3.0	1.8	7.1	9.5	2.4	1.1	1.6	36.2	22.5	17.4
国投中鲁	600962.SH	中性	31.8	43.4	32.8	2.3	2.3	2.1	7.4	5.2	6.5	0.8	0.6	0.8	11.2	19.4	17.7
福成五丰	600965.SZ	减持	90.0	88.6	58.0	3.3	3.3	3.2	3.7	3.7	5.5	0.6	0.5	0.7	37.6	41.5	32.9
丰原生化	000930.SH	回避	91.3	40.9	39.1	2.6	2.5	2.3	2.9	6.1	6.0	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
下游平均			86.0	46.2	35.0	3.0	2.9	2.6	5.5	7.1	9.4	0.7	0.6	1.1	23.5	22.8	18.9
A股覆盖总体平均			68.1	43.3	34.6	3.6	3.4	3.1	6.9	9.0	10.2	0.9	0.7	1.1	22.9	20.5	17.9

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 8: 公司历史市盈率和市净率区间



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。