



新五丰 (600975)

开拓国内冷鲜肉市场

中性(首次)

报告摘要:

- **生猪内销规模扩大。**2008年以来, 供港生猪出口配额管理方式及代理行机制有所调整, 内地供港生猪业务更加市场化, 公司的生猪出口数量从2007年约33万头, 降至2009年13.62万头。公司随之调整策略, 在保证生猪出口业务整体盈利的前提下发展供港活猪业务。公司供港澳业务有多年的市场基础, 预计公司今后仍有望保持10万头以上的出口规模。公司将更多的精力投向国内, 进一步加大了国内市场的开拓力度。2009年, 公司生猪内销实现收入1.01亿元, 同比增长67.15%, 预计未来还将保持较快增长的势头。
- **冷鲜肉业务有望打开国内市场。**2009年, 公司成立了湖南优鲜食品有限公司, 着力打造“U鲜”品牌, 目前已在长沙市各大型超市内开设专柜, 未来将扩大城区超市覆盖面。新五丰U鲜还推出了电话订购宅配服务。公司在长沙市内四个区设有冷链配送站, 配备冷藏车和带有小冰箱的电动车。此外, 大客户的团购也是公司冷鲜肉产品销售的渠道之一。今后, 公司将冷鲜肉销售市场从长沙地区扩大到长株潭地区, 并逐步复制扩大到珠三角和国内其他地区。
- **猪价回升将提升公司业绩。**公司2010年第一季度报告显示, 归属于上市公司股东的净利润同比下降83%, 一季度业绩大幅下降的主要原因是生猪销售价格下降。2010年以来猪价持续低迷, 而目前市场正进入需求淡季, 近期价格上行的动力不大, 但猪价低位运行越久, 反弹可能性越大, 随着下半年供给面趋紧的效应开始显现, 猪价反弹应是大概率事件, 上行或将持续至明年春节前后。
- **给予“中性”评级。**公司未来业绩增长主要来自于生猪内销和鲜肉业务。建议关注猪价变化带来的交易性机会。预计2010-2012年EPS分别为0.09/0.14/0.15元, 对应PE分别为94/61/57倍, 给予“中性”评级。

分析师

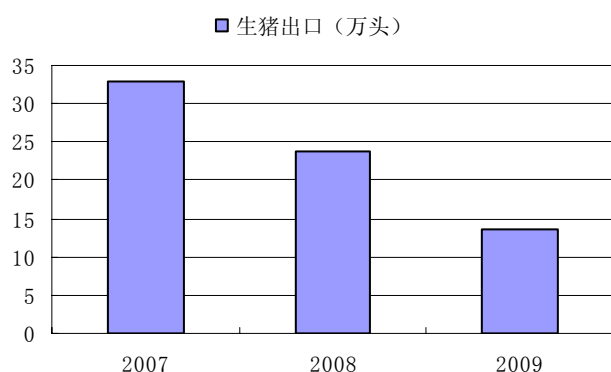
周松

电话: 010-88085961

Email: zhousong@hysec.com

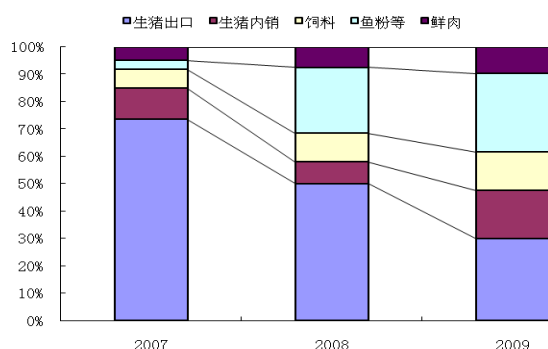
单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	771.30	573.93	642.62	745.95	909.05
同比增长率	36.37%	-25.59%	11.97%	16.08%	21.86%
净利润	8.84	21.79	16.02	26.53	28.39
同比增长率	-53.91%	146.49%	-26.48%	65.61%	7.01%
每股收益(元)	0.05	0.12	0.09	0.14	0.15

图 1：公司生猪出口数量 2007-2009



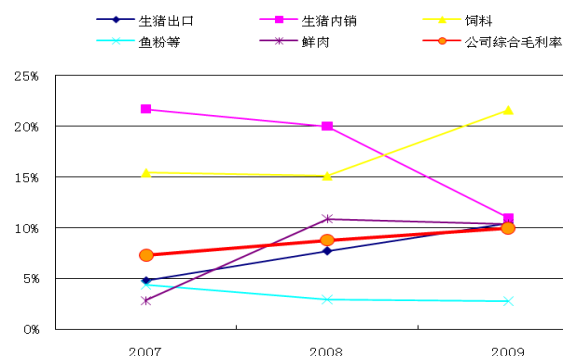
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：公司主营业务收入构成 2007-2009



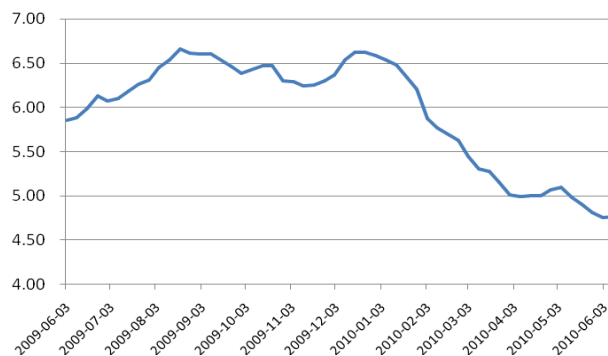
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：公司主营业务利润率 2007-2009



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 4：全国大中城市猪粮比价



资料来源：WIND

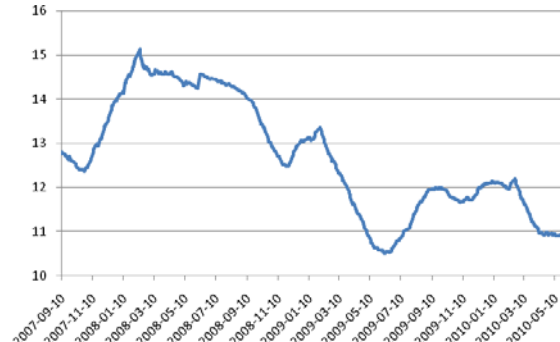
图 5：22 个省市生猪平均价 (元/千克)



资料来源：WIND

图 6：北京新发地农副产品批发市场猪肉批发价（元/千克）


资料来源：WIND

图 7：36 个大中城市集市猪肉平均零售价（元/500 克）


资料来源：WIND

表 1：公司主营业务收入预测

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
生猪出口					
营业收入	386.65	172.29	150.43	143.18	151.38
同比增长	-7.26%	-55.44%	-12.69%	-4.82%	5.73%
营业成本	356.76	154.29	136.86	127.61	136.24
毛利率	7.73%	10.45%	9.02%	10.87%	10.00%
生猪内销					
营业收入	60.65	101.37	154.45	223.90	308.96
同比增长	-5.52%	67.15%	52.36%	44.97%	37.99%
营业成本	48.50	90.26	138.92	187.00	266.97
毛利率	20.03%	10.96%	10.05%	16.48%	13.59%
饲料					
营业收入	81.60	79.71	71.38	74.40	79.59
同比增长	108.06%	-2.32%	-10.45%	4.23%	6.97%
营业成本	69.27	62.51	59.73	62.51	65.72
毛利率	15.11%	21.58%	16.32%	15.98%	17.43%
鱼粉等					
营业收入	185.58	165.43	185.19	199.65	208.13
同比增长	933.98%	-10.86%	11.94%	7.81%	4.25%
营业成本	180.14	160.85	179.61	194.08	200.95
毛利率	2.93%	2.77%	3.01%	2.79%	3.45%
鲜肉					
营业收入	56.82	55.12	81.18	104.82	160.98
同比增长	107.99%	-2.98%	47.26%	29.13%	53.58%
营业成本	50.65	49.42	73.86	91.64	144.13
毛利率	10.86%	10.35%	9.01%	12.58%	10.47%
合计					
营业收入	771.30	573.93	642.62	745.95	909.05
同比增长	36.37%	-25.59%	11.97%	16.08%	21.86%
营业成本	705.31	517.32	588.99	662.84	814.01
毛利率	8.56%	9.86%	8.35%	11.14%	10.45%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

表 2：公司利润表预测

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	773	575	643	746	909
减：营业成本	705	518	589	663	814
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	25	30	33	39	46
管理费用	31	32	30	34	39
财务费用	5	3	5	6	7
资产减值损失	(0)	(0)	0	0	0
加：公允价值变动净收益	1	(1)	0	0	0
投资净收益	(9)	13	10	7	9
营业利润	(1)	4	(4)	11	12
加：营业外收入	14	19	24	20	23
减：营业外支出	2	2	3	3	3
利润总额	11	21	17	29	31
减：所得税	2	(1)	1	2	3
净利润	9	22	16	27	28
减：少数股东损益	1	0	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	8	22	16	26	28
每股收益（元）	0.05	0.12	0.09	0.14	0.15

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

分析师简介:

周松: 宏源证券研究所农林牧渔行业研究员，执业证书编号: S1180110050032。

主要研究覆盖公司：登海种业、丰乐种业、圣农发展、正邦科技、敦煌种业、荃银高科、隆平高科、大湖股份、新五丰。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。