



16 August 2010 | 4 pages

新五丰(600975)

预期下半年业绩好于上半年

- 新五丰半年报点评

金嫣

执业证书编号: S1230209050109

86-21-64718888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 公司经营重心转向国内
- 公司是中央冻肉收储直接受益者
- 维持“中性”评级

投资要点:

■ 2010 年上半年营收增长 33.68%，净利润下降 46.9%

公司 2010 年上半年实现营业收入 3.18 亿元,同比增长 33.68%;实现利润总额 1015 万元,同比增长 62.8%;实现归属于母公司所有者净利润 320.96 万元,同比下降 46.9%,利润下降是少数股东权益增加所致, EPS0.02 元,符合预期。

■ 营收数据表明公司经营重心已明显向国内转移

我们在 5 月 19 日的调研报告《战略重心向国内转移,业务受益生猪价格上涨》中指出,公司的经营重心逐步转向国内,未来将打造“养殖—屠宰—品牌冷鲜肉”的产业链条。从今年半年报的经营数据来看,这种趋势已然非常明显。公司上半年营收增长 33.68%,生猪出口业务增长 13.10%,而生猪内销、饲料和鲜肉销售收入分别增长 35.1%、32.42%和 102.28%。其中,公司力推的“U 鲜肉”完成销售收入 1510.56 万元,我们认为公司未来将成为湖南高端冷鲜肉市场的区域性领先品牌,高端冷鲜肉的收入有望达到 1 亿元左右。

■ 公司是中央冻肉收储直接受益者

商务部为提振猪肉市场价格,4 月份展开冻肉收储。公司 2 季度累计向中央出售储备肉 3248.77 万元,成本 4394.45 万元,报表亏损 1145.68 万元。不过,中央冻肉收储的出入库价格由政府核定,核定的亏损额以补贴形式方式,公司记入营业外收入,公司上半年收到的冻肉收储补贴为 3453.53 万元,实际上,公司冻肉收储业务的毛利为 2307 万元,毛利率高达 34%,这也是上半年利润总额大幅增长的主要原因。

■ 公司下半年业绩好于上半年

长期来看,公司努力打造“养殖—屠宰—品牌肉”的产业链条。上游养殖主要通过“公司+适度规模养殖户”的方式进行扩张,这有利于公司仔猪和饲料销售,下游的扩张则需要公司花大力气去进行品牌和渠道建设。因此我们认为公司转型和长期成长的关键在于公司“U 鲜肉”品牌的打造。短期来看,下半年生猪和猪肉价格将维持在相对高的水平,利好公司业绩,我们认为下半年公司业绩将明显好于上半年。

■ 维持公司“中性”评级

尽管半年报公司鲜肉业务毛利率水平高于我们预期,但生猪出口低于我们此前的模型预测,因此维持此前的盈利预测,预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.10 元、0.14 元、0.11 元,对应 PE 为 88X, 65X 和 80X,鉴于公司的高估值,维持“中性”评级。不过,下半年的通胀预期及猪肉价格上涨,将为公司带来交易性机会,建议关注。

评级: 中性

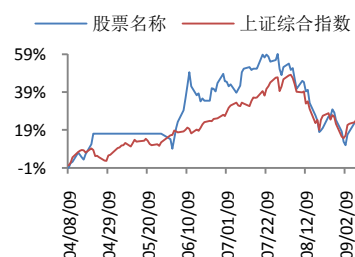
上次评级: 中性

目标价格:

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥9.13

单季度业绩	元/股
2Q/2010	0.014
1Q/2010	0.003
4Q/2009	0.044
3Q/2009	0.042



公司简介

湖南省生猪养殖龙头,国内最大活猪出口商之一。

相关报告

1《战略重心转向国内,业务受益生猪价格上涨》2010.05.20

报告撰写人: 金嫣

数据支持人: 张俊宇





表：新五丰各项业务收入假设

生猪出口	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（万元）	41,690.66	38,664.87	17,229.15	20,506.50	22,496.00	21,700.00
YOY	12.3%	-7.3%	-55.4%	19.0%	9.7%	-3.5%
销售成本（万元）	39,695.53	35,674.69	15,429.20	18,786.60	20,216.00	19,530.00
毛利(万元)	1,995.13	2,990.18	1,799.95	1,719.90	2,280.00	2,170.00
毛利率	4.8%	7.7%	10.4%	8.4%	10.1%	10.0%
销售占比	73.7%	50.1%	30.0%	28.2%	25.5%	21.0%
毛利占比	48.1%	45.3%	31.8%	32.2%	22.6%	19.1%
生猪内销	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（万元）	6,418.92	6,064.58	10,136.97	15,205.46	24,328.73	34,060.22
YOY	88.7%	-5.5%	67.2%	50.0%	60.0%	40.0%
销售成本（万元）	5,026.08	4,849.58	9,025.45	13,447.92	20,709.80	29,822.11
毛利(万元)	1,392.84	1,215.00	1,111.52	1,757.53	3,618.93	4,238.11
毛利率	21.7%	20.0%	11.0%	11.6%	14.9%	12.4%
销售占比	11.3%	7.9%	17.7%	20.9%	27.6%	33.0%
毛利占比	33.6%	18.4%	19.6%	32.9%	35.8%	37.2%
鲜肉销售	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（万元）	2,731.77	5,681.73	5,512.37	10,473.50	16,233.93	21,915.81
YOY	93.4%	108.0%	-3.0%	90.0%	55.0%	35.0%
销售成本（万元）	2,654.86	5,064.68	4,941.71	8,845.66	13,533.86	18,406.05
毛利(万元)	76.91	617.05	570.66	1,627.84	2,700.07	3,509.75
毛利率	2.8%	10.9%	10.4%	15.5%	16.6%	16.0%
销售占比	4.8%	7.4%	9.6%	14.4%	18.4%	21.2%
毛利占比	1.9%	9.4%	10.1%	30.5%	26.7%	30.8%
饲料销售	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（万元）	3,922.09	8,160.30	7,971.18	9,187.90	10,325.00	10,177.50
YOY	51.7%	108.1%	-2.3%	15.3%	12.4%	-1.4%
销售成本（万元）	3,317.34	6,927.47	6,250.84	8,034.20	9,056.50	8,968.00
毛利(万元)	604.75	1,232.83	1,720.34	1,153.70	1,268.50	1,209.50
毛利率	15.4%	15.1%	21.6%	12.6%	12.3%	11.9%
销售占比	6.9%	10.6%	13.9%	12.6%	11.7%	9.8%
毛利占比	14.6%	18.7%	30.4%	21.6%	12.5%	10.6%
鱼粉贸易	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（万元）	1,794.84	18,558.20	16,543.26	14,061.77	14,764.86	15,503.10
YOY	-25.7%	934.0%	-10.9%	-15.0%	5.0%	5.0%
销售成本（万元）	1,715.87	18,014.26	16,084.81	13,832.94	14,524.58	15,250.81
毛利(万元)	78.97	543.94	458.45	228.83	240.28	252.29
毛利率	4.4%	2.9%	2.8%	1.6%	1.6%	1.6%
销售占比	3.2%	24.1%	28.8%	19.3%	16.7%	15.0%
毛利占比	1.9%	8.2%	8.1%	4.3%	2.4%	2.2%
公司总体情况	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（万元）	56,558.28	77,129.68	57,392.93	72,683.90	88,148.52	103,356.63
YOY	20.5%	36.4%	-25.6%	26.6%	21.3%	17.3%
销售成本（万元）	52,409.68	70,530.68	51,732.01	67,341.77	78,040.74	91,976.97
毛利(万元)	4,148.60	6,599.00	5,660.92	5,342.13	10,107.78	11,379.65
毛利率	7.3%	8.6%	9.9%	7.3%	11.5%	11.0%

资料来源：浙商证券研究所





附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	462	407	582	515
现金	124	285	200	257
应收账款	15	29	20	38
其它应收款	9	22	13	29
预付账款	29	40	50	68
存货	180	-23	227	46
其他	106	54	72	77
非流动资产	295	286	289	281
长期投资	20	17	19	19
固定资产	229	233	238	229
无形资产	18	19	19	18
其他	27	16	13	15
资产总计	757	692	871	796
流动负债	272	191	343	246
短期借款	227	138	292	188
应付账款	20	24	25	37
其他	26	29	26	22
非流动负债	4	2	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他	4	2	3	3
负债合计	277	193	345	249
少数股东权益	15	16	17	17
股本	180	180	180	180
资本公积金	222	222	222	222
留存收益	62	81	106	127
归属母公司股东权益	465	484	509	530
负债和股东权益	757	692	871	796

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-58	261	-214	177
净利润	22	19	26	21
折旧摊销	26	25	28	31
财务费用	3	2	2	4
投资损失	-13	-9	-9	-11
营运资金变动	-96	223	-262	130
其它	1	-0	-0	2
投资活动现金流	-96	-9	-23	-12
资本支出	47	18	29	23
长期投资	-269	-2	2	-1
其他	-317	6	8	11
筹资活动现金流	133	-91	152	-108
短期借款	140	-89	154	-104
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-7	-2	-2	-4
现金净增加额	-21	161	-85	57

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	575	727	881	1034
营业成本	518	673	780	920
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	30	40	48	57
管理费用	32	34	42	52
财务费用	3	2	2	4
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	13	9	9	11
营业利润	4	-14	17	12
营业外收入	19	40	15	15
营业外支出	2	6	5	5
利润总额	21	20	27	22
所得税	-1	1	1	1
净利润	22	19	26	21
少数股东损益	0	1	1	0
归属母公司净利润	22	19	25	21
EBITDA	33	13	48	46
EPS (元)	0.12	0.10	0.14	0.11
主要财务比率				
成长能力				
营业收入	-25.7%	26.5%	21.3%	17.3%
营业利润	296.4%	-433.9%	20.8%	-31.3%
归属母公司净利润	166.6%	-13.7%	35.4%	-18.8%
获利能力				
毛利率	9.9%	7.3%	11.5%	11.0%
净利率	3.8%	2.6%	2.9%	2.0%
ROE	4.7%	3.9%	5.0%	3.9%
ROIC	1.3%	-3.5%	3.1%	3.3%
偿债能力				
资产负债率	36.6%	27.9%	39.7%	31.3%
净负债比率	81.99%	71.42%	84.40%	75.23%
流动比率	1.70	2.13	1.70	2.09
速动比率	1.04	2.25	1.04	1.90
营运能力				
总资产周转率	0.86	1.00	1.13	1.24
应收帐款周转率	33	30	32	32
应付帐款周转率	26.97	30.51	31.62	29.70
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.10	0.14	0.11
每股经营现金	-0.32	1.45	-1.19	0.98
每股净资产	2.58	2.68	2.82	2.94
估值比率				
P/E	75.89	87.91	64.95	80.02
P/B	3.54	3.40	3.23	3.11
EV/EBITDA	52.82	133.33	36.69	37.61

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

