

### 方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈光尧

执业证书编号：S1220511020005

TEL: 010-68582893

E-mail: chenguangyao@foundersc.com

农业食品行业分析师：张保平

执业证书编号：S1220511030002

TEL: 010-68582807

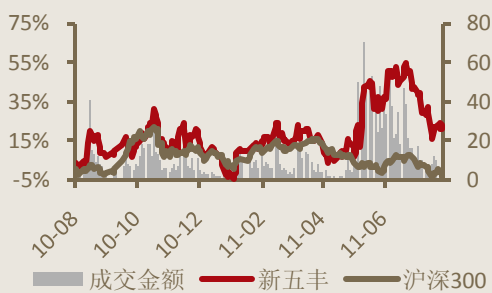
E-mail: zhangbaoping@foundersc.com

联系人：汪庭满

TEL: 010-68582897

Email: wangtingman@foundersc.com

### 历史表现



### 盈利预测

| 单位:百万元 | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入   | 877.25  | 1030.00 | 1265.00 | 1465.00 |
| (+/-)  | 52.64%  | 17.41%  | 22.82%  | 15.81%  |
| 净利润    | 14.77   | 33.10   | 48.73   | 66.98   |
| (+/-)  | -31.88% | 124.05% | 47.22%  | 37.43%  |
| EPS(元) | 0.08    | 0.18    | 0.27    | 0.37    |
| P/E    | 176.69  | 60.94   | 41.40   | 30.12   |

### 相关研究

生猪价格维持高位 业绩将爆发

行业机遇+主营转变 拐点初露尖尖角

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

## 新五丰(600975)

公司财报点评  
2011.08.21 买入

农业综合 II 行业

### 事件

公司 8 月 20 日发布半年报，实现营业收入 4.05 亿、净利润 1526 万，扣除非经常损益的净利润 1624 万，同比分别增长 28%、375%、6568%，每股收益 0.08 元。预计 1-9 月份净利润增加 20 倍以上。

### 点评

#### ※行业高景气，业绩高增长可持续

生猪价格从 2010 年 6 月份拐头向上，当前猪粮比已超过 8:1，自繁自养头均盈利超过 700 元。近期受国家调控政策影响猪肉价格有所回落，但是从母猪补栏到对应商品猪出栏需要一年左右时间，短期内供需缺口难以弥补，因此我们认为 2011 年生猪供应总体紧张，全年生猪均价有望在 14.5 元/公斤左右，较 2010 年涨 30%以上，自繁自养头均盈利全年在 400 元以上，较 2010 年翻两番。根据调研，公司 2011 年养猪盈利情况随着行业景气已大大提高。

#### ※生猪内销业务崛起，主业转型成功

公司原来主要收入是生猪的港澳出口，由于自 2008 年起供港业务的配额管理、代理行制度、供港活猪自营出口经营权三大政策均发生重大变化，港澳与大陆地区生猪价格趋同，公司减少供港澳活猪业务，收入由占比由 2008 年的 50%下降到 2011 年中期的 32%，代之大力发展生猪内销（收入占比由 8%上升到 24%）和高端冷鲜肉（收入占比由 7.4%上升到 11.4%）。

#### ※养殖规模快速扩张

2011 上半年公司生猪出口 7.58 万头，自有猪场出口 4.92 万头，仔猪出栏 8.46 万头，2010 年实施“公司+适当规模小农场”项目，使公司养殖规模在自有猪场 40 万头基础上增加 35 万头达到 75 万头养殖规模。公司最新公告拟在湖南省宜章县有计划有步骤地投资兴建 1.5 万头左右现代化生产母猪场，为养殖规模持续扩大提供源头保障。

#### ※鲜肉业务定位清晰，品牌和渠道并举

U 鲜肉逐步扩张，已进驻长沙、湘潭近 40 多家大型超市，未来将逐步复制扩大到珠三角和国内其他地区。2011 年 U 鲜成功推出蔬菜、牛肉、鸡蛋等配送品种，在增加公司鲜肉产品附加值的同时，逐步满足了居民多元化的消费需求。U 鲜的客户资源和渠道优势，推广和上市更多优质产品，形成品牌效益带动渠道建设，渠道优势推动品牌塑造的良好局面。

#### ※盈利预测与评级

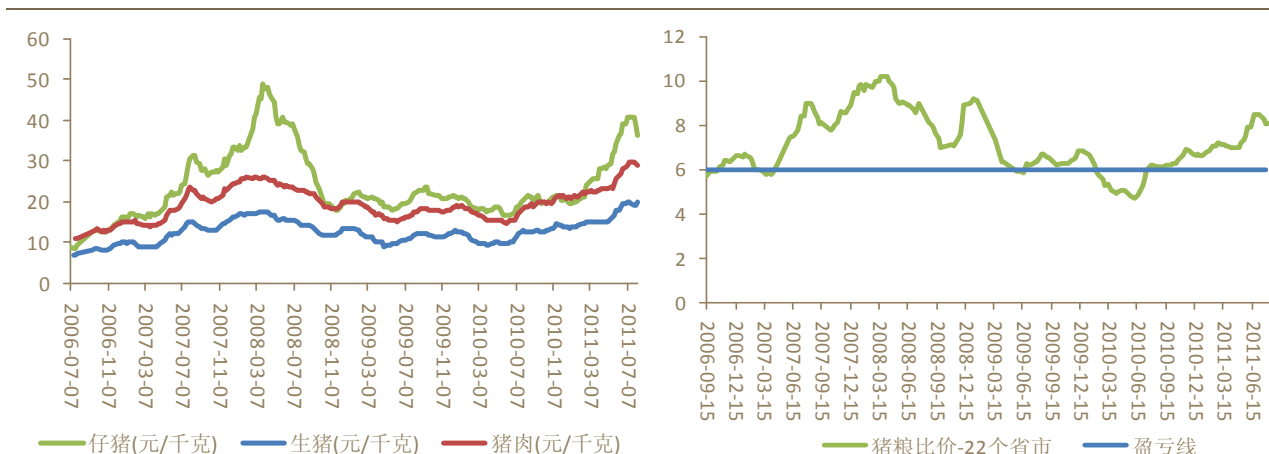
保守预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.18、0.27、0.37 元。生猪行业波动较大，我们采用 PS 估值，结合同业平均 PS4.9，给予公司 3 倍 PS，目标价位 16.6 元，维持买入评级。

※风险提示：猪价和粮食价格剧烈波动，重大疫情，行业政策变化等。

## 一、 生猪行业高景气

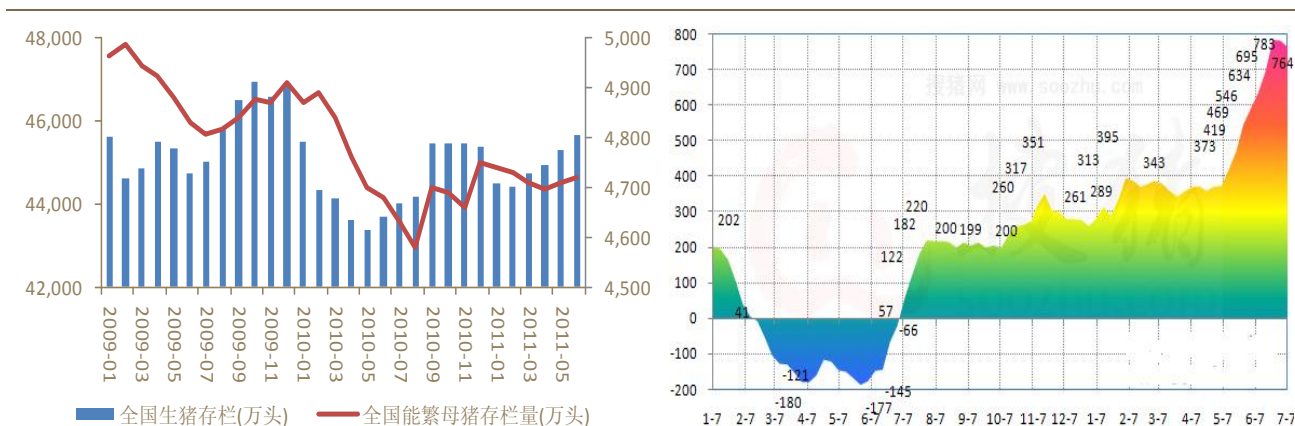
猪肉价格自年初以来持续上涨，涨幅超过 50%，猪粮比在 8:1 以上，自繁自养头均盈利超高 700 元，养殖行业高景气。

图表 1 生猪价格和猪粮比处于高位



资料来源：WIND 资讯 方正证券研究所（数据截至 2011.8.15）

图表 2 生猪养殖自繁自养盈利头均超过 700 元

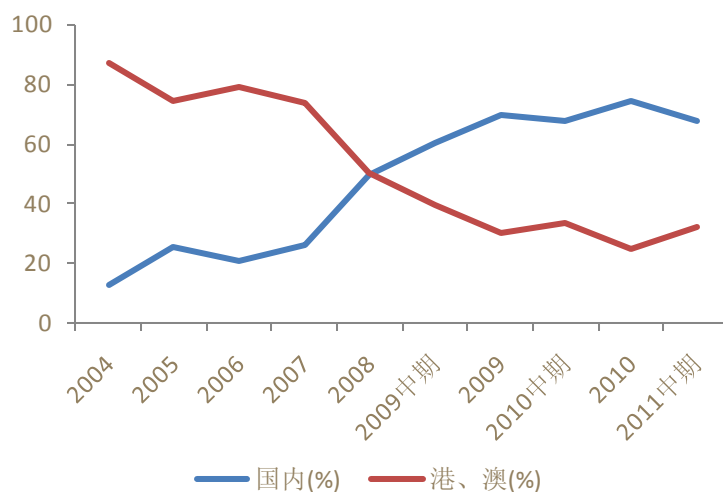


资料来源：WIND 资讯 搜猪网 方正证券研究所

## 二、 公司主业成功转型

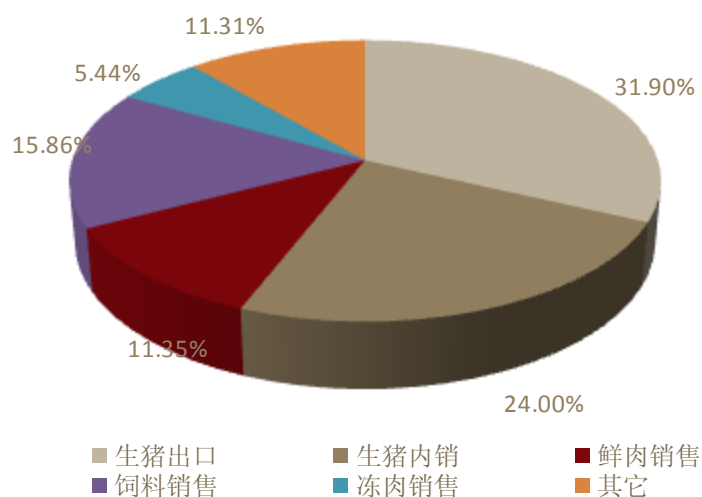
公司原来主营收入来自生猪出口（供应港澳），自 2008 年以来逐步转向国内，打造“养殖—屠宰—品牌冷鲜肉”的产业链。生猪出口数量减少（其中自产猪增加），占总收入比重从 2007 年的 73% 下降到 2010 年的 25%，产品内销比例则相应增长，主营地位相互易位。

图表 3 公司内销收入占比逐年上升



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 4 2011 年中期公司收入构成

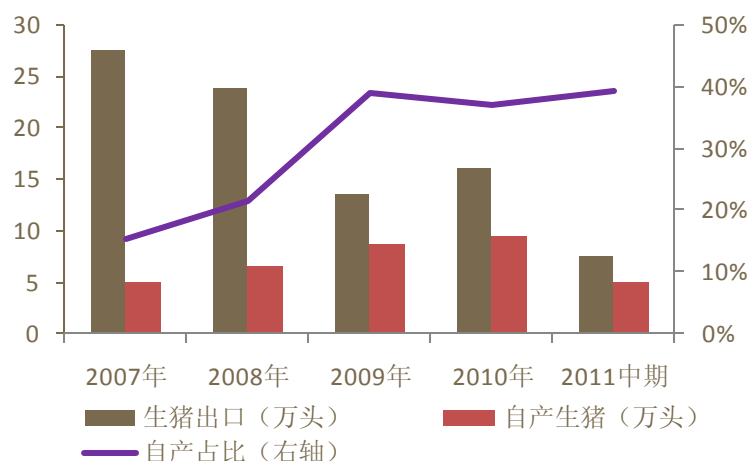


资料来源：公司公告 方正证券研究所

### 三、 养殖规模持续扩大，自产占比提高

公司近年着力打造生猪养殖业上游实力，提高对养殖业的控制力，能繁母猪养殖规模不断扩大，自产生猪占比逐渐扩大，提高公司自繁自养能力，完善了产业链。公司最新公告拟在湖南省宜章县有计划有步骤地投资兴建 1.5 万头左右现代化生产母猪场，为养殖规模持续扩大提供源头保障。

图表 5 公司自产生猪规模和占比提高



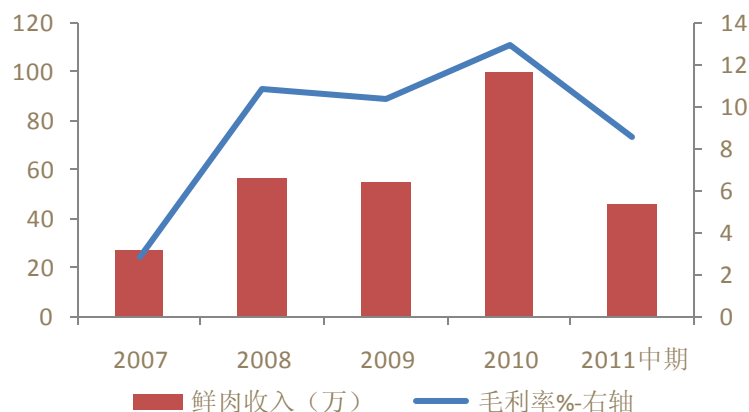
资料来源：公司公告 方正证券研究所

#### 四、高毛利鲜肉业务成长迅速

公司明确了开拓国内高端冷鲜肉市场的发展方向，打造“养殖—屠宰—品牌冷鲜肉”的产业链条，致力于把“U 鲜”冷鲜肉品牌打造成国内高端冷鲜肉第一品牌，已在长沙各大型超市建立了专柜，并创新销售渠道，开创电话网络订购的虚拟渠道，开冷鲜肉电话订购先河，为市民提供冷鲜肉全程冷链宅配服务。2010 年完成鲜肉销售收入 9944 万元，同比增长 80%，预计未来三年复合增长率在 45% 左右，收入占比将从 2010 年的 11% 增长到 2013 年的 24%。

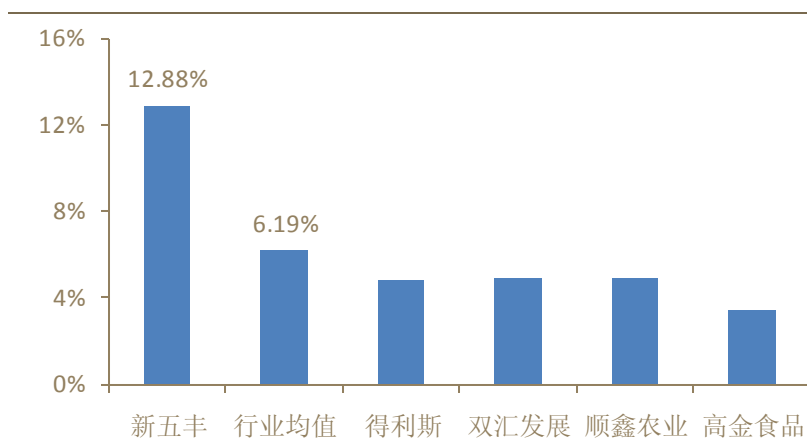
近年食品安全问题成为社会关注的焦点，公司的冷鲜肉采用自产的高品质生猪制作，品质有保障，而目前肉制品加工企业基本没有自己养殖的或者自有养殖占比极低，使得公司在同业竞争中将长期处于优势地位。

图表 6 公司鲜肉收入快速上升



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 7 公司鲜肉业务毛利率高于同行



资料来源：公司公告 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表     |        |         |         |         | 现金流量表     |           |         |         |        |
|-----------|--------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|--------|
|           | 2010   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |           | 2010      | 2011E   | 2012E   | 2013E  |
| 流动资产      | 411.79 | 421.80  | 763.00  | 511.85  | 经营活动现金流   | 101.98    | 106.87  | -174.75 | 359.01 |
| 现金        | 121.53 | 193.25  | 221.85  | 237.24  | 净利润       | 18.73     | 37.19   | 54.44   | 77.72  |
| 应收账款      | 38.92  | 18.30   | 53.56   | 30.95   | 折旧摊销      | 0.00      | 26.81   | 34.53   | 40.52  |
| 其它应收款     | 55.36  | 0.00    | 61.93   | 16.31   | 财务费用      | 9.47      | 11.11   | 13.65   | 15.81  |
| 预付账款      | 20.62  | 36.70   | 41.83   | 43.33   | 投资损失      | -8.98     | -11.68  | -11.00  | -10.72 |
| 存货        | 169.79 | 117.74  | 328.15  | 144.99  | 营运资金变动    | 83.41     | 42.76   | -266.13 | 235.75 |
| 其他        | 5.57   | 55.81   | 55.69   | 39.03   | 其它        | -0.65     | 0.69    | -0.25   | -0.06  |
| 非流动资产     | 266.83 | 294.60  | 347.90  | 374.91  | 投资活动现金流   | 38.13     | -44.45  | -76.24  | -56.68 |
| 长期投资      | 9.16   | 8.58    | 7.65    | 6.27    | 资本支出      | -28.97    | 36.91   | 52.43   | 26.74  |
| 固定资产      | 234.62 | 261.05  | 310.36  | 335.36  | 长期投资      | 10.50     | 0.57    | 0.93    | 1.38   |
| 无形资产      | 18.19  | 21.30   | 26.36   | 29.98   | 其他        | 19.65     | -6.97   | -22.89  | -28.56 |
| 其他        | 4.87   | 3.67    | 3.52    | 3.29    | 筹资活动现金流   | -132.82   | 9.31    | -4.36   | -57.75 |
| 资产总计      | 678.62 | 716.40  | 1110.90 | 886.76  | 短期借款      | -113.04   | 28.73   | 18.52   | -21.93 |
| 流动负债      | 195.88 | 204.57  | 553.97  | 272.12  | 长期借款      | 0.00      | 0.00    | 0.00    | 0.00   |
| 短期借款      | 113.71 | 142.45  | 444.92  | 193.81  | 其他        | -19.79    | -19.43  | -22.88  | -35.82 |
| 应付账款      | 5.95   | 36.40   | 13.07   | 36.67   | 现金净增加额    | 7.28      | 71.72   | -255.36 | 244.58 |
| 其他        | 76.22  | 25.73   | 95.98   | 41.65   |           |           |         |         |        |
| 非流动负债     | 15.26  | 7.16    | 8.83    | 10.42   | 主要财务比率    | 2010      | 2011E   | 2012E   | 2013E  |
| 长期借款      | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 成长能力      |           |         |         |        |
| 其他        | 15.26  | 7.16    | 8.83    | 10.42   | 营业收入      | 52.64%    | 17.41%  | 22.82%  | 15.81% |
| 负债合计      | 211.14 | 211.73  | 562.80  | 282.54  | 营业利润      | -1274.77% | 119.96% | 134.72% | 71.80% |
| 少数股东权益    | 9.36   | 13.45   | 19.16   | 29.90   | 归属母公司净利润  | -31.88%   | 124.05% | 47.22%  | 37.43% |
| 归属母公司股东权益 | 458.11 | 491.22  | 528.94  | 574.31  | 获利能力      |           |         |         |        |
| 负债和股东权益   | 678.62 | 716.40  | 1110.90 | 886.76  | 毛利率       | 3.82%     | 10.78%  | 11.23%  | 12.49% |
|           |        |         |         |         | 净利率       | 2.14%     | 3.61%   | 4.30%   | 5.30%  |
| 利润表       | 2010   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | ROE       | 4.01%     | 7.37%   | 9.93%   | 12.86% |
| 营业收入      | 877.25 | 1030.00 | 1265.00 | 1465.00 | ROIC      | 3.19%     | 5.81%   | 5.54%   | 9.98%  |
| 营业成本      | 843.77 | 919.00  | 1123.00 | 1282.00 | 偿债能力      |           |         |         |        |
| 营业税金及附加   | 0.08   | 0.14    | 0.18    | 0.18    | 资产负债率     | 31.11%    | 29.56%  | 50.66%  | 31.86% |
| 营业费用      | 37.94  | 49.15   | 57.54   | 68.27   | 净负债比率     | 53.86%    | 67.28%  | 79.06%  | 68.59% |
| 管理费用      | 37.59  | 44.14   | 54.21   | 62.78   | 流动比率      | 2.10      | 2.06    | 1.38    | 1.88   |
| 财务费用      | 9.47   | 11.11   | 13.65   | 15.81   | 速动比率      | 1.24      | 1.49    | 0.78    | 1.35   |
| 资产减值损失    | 7.02   | 8.24    | 4.17    | 6.74    | 营运能力      |           |         |         |        |
| 公允价值变动收益  | 0.02   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 总资产周转率    | 1.22      | 1.48    | 1.38    | 1.47   |
| 投资净收益     | 8.98   | 11.68   | 11.00   | 10.72   | 应收帐款周转率   | 32.81     | 36.00   | 35.21   | 34.67  |
| 营业利润      | -49.62 | 9.91    | 23.25   | 39.94   | 应付帐款周转率   | 65.85     | 43.40   | 45.41   | 51.55  |
| 营业外收入     | 83.28  | 38.61   | 46.92   | 56.27   | 每股指标(元)   |           |         |         |        |
| 营业外支出     | 8.95   | 5.52    | 7.23    | 6.38    | 每股收益      | 0.08      | 0.18    | 0.27    | 0.37   |
| 利润总额      | 24.71  | 42.99   | 62.93   | 89.83   | 每股经营现金    | 0.57      | 0.59    | -0.97   | 1.99   |
| 所得税       | 5.98   | 5.80    | 8.49    | 12.12   | 每股净资产     | 2.54      | 2.72    | 2.93    | 3.19   |
| 净利润       | 18.73  | 37.19   | 54.44   | 77.72   | 估值比率      |           |         |         |        |
| 少数股东损益    | 3.96   | 4.09    | 5.71    | 10.74   | P/E       | 176.69    | 60.94   | 41.40   | 30.12  |
| 归属母公司净利润  | 14.77  | 33.10   | 48.73   | 66.98   | P/B       | 5.70      | 4.11    | 3.81    | 3.51   |
| EBITDA    | 24.71  | 69.80   | 97.46   | 130.35  | EV/EBITDA | 106.33    | 28.45   | 23.27   | 15.45  |
| EPS (元)   | 0.08   | 0.18    | 0.27    | 0.37    |           |           |         |         |        |

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

|         | 北京                                                              | 长沙                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）                                  | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）                               |
| 电话：     | (8610) 68584820                                                 | (86731) 85832351                                                |
| 传真：     | (8610) 68584803                                                 | (86731) 85832380                                                |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |