

新五丰 (600975. sh)

港澳生猪出口的龙头

汤玮亮 农业&食品行业研究员

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

熊峰 农业&食品行业研究员

电话: 020-87555888-615

eMail: xf@gf.com.cn

生猪养殖业长期向好

未来一段时期内猪肉消费量还将继续保持一定幅度的增长。我们预计随着散养规模的缩小和国家调控政策的完善, 05-07 年猪价暴涨暴跌的情景继续出现的可能性不大, 生猪养殖业长期向好。

牺牲短期利润稳住港澳市场

生猪出口是新五丰主要收入来源, 内销比重还较小, 但呈逐年上升的趋势。公司打造生猪产业链的见效还有待时日。由于 07 年生猪收购价的飙升, 为力保港澳市场公司出口业务的利润受到较大的冲击。

盈利预测和投资建议

新五丰 07-09 年主要的利润增长点来自于生猪养殖规模的扩大、内销数量的增加和供港生猪毛利率的提升。预计公司 07、08、09 年的净利润为 0.33 亿元、0.51 亿元和 0.74 亿元, 每股收益为 0.182 元、0.282 元和 0.413 元。

长远来看, 随着公司各项业务的整合, 扩展空间广阔。公司既有稳定的港澳生猪销售收入来源, 同时拥有自养生猪规模扩大和珠三角地区生猪业务扩张的潜力, 是行业内攻防兼备的公司, 我们给出未来 12 个月内的目标价是 14 元。考虑到公司目前股价偏高, 给予公司“持有”的投资评级。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	529.42	469.50	551	592	739
EBITDA(百万元)	48.42	49.03	39.1	67.1	95.9
净利润(百万元)	27.06	25.16	34	51	74
净利润增长率	5.67%	-7.01%	6.1%	8.5%	10.1%
每股收益(元)	0.270	0.250	0.182	0.280	0.413
市盈率	21.19	27.08	87	56	38
市净率	1.23	1.46	4.46	4.20	3.87
EV/EBITDA	-----	-----	64.8	37.7	26.4
每股红利(元)	0.22	0.15	0.06	0.11	0.21
股息率(%)	3.85	2.22	0.39	0.72	1.38

来源: 湖南新五丰股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	15.75
目标价格(元)	14.00
前次评级	无评级

股价走势

新五丰(600975)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-4.22%	50.35%	213.22%
上证综指	-9.96%	-11.89%	55.56%

股票数据

总股本(万股)	18,027.70
流通 A 股(万股)	10,614.70
主要股东:	
	湖南省粮油食品进出口集团有限公司
主要股东持股比例	22.54%
流通 A 股比例	58.88%

财务比率

ROE	5.41%
ROA	4.93%
资产负债率	8.82%
每股净资产(元)	4.64

2006 年报数据

目 录

一、生猪养殖业：长期向好	4
（一）猪肉消费将稳步增长	4
（二）规模化养殖利好龙头企业	4
（三）我国生猪产能分布情况	5
（四）猪业的未来在于产业链的拉长	5
（五）港澳生猪市场的特点	6
二、生猪市场价格的判断	6
（一）07 年生猪价格飙升	6
（二）猪价暴涨暴跌的情景将难以复现	7
（三）港澳地区到生猪价格将缓慢回升至合理价位	8
三、新五丰的业务状况	9
（一）供港澳生猪的龙头企业	9
（二）积极打造生猪产业链	10
（三）07 年经营情况	11
四、新五丰的竞争优势	12
五、风险因素	13
（一）原料价格上涨风险	13
（二）生猪养殖风险	14
（三）新增代理商风险	14
六、公司财务分析	14
（一）公司主要财务指标	14
（二）同业对比分析	14
七、盈利预测与投资评级	15
（一）盈利预测	15
（二）估值与投资评级	17

图表索引

图1：1997-2008年猪肉产量和人均消费量变化情况	4
图2：我国生猪产能分布情况	5
图3：猪生产价格指数（季度）	6
图4：04年以来仔猪、活猪、猪肉价格曲线	6
图5：新五丰的盈利模式	9
图6：生猪出口和内销占主营业务的比重	9
图7：生猪出口和内销的毛利率变化情况	9
图8：商品猪产业链全程可追溯系统	11
图9：07年猪粮比变化情况	12
图10：生猪养殖成本构成情况	13
图11：饲料价格走势	14

表1: 国内典型的猪肉产业链相关企业.....	5
表2: 2007年国务院及所属部门发布的关于生猪生产、猪肉价格等部分文件一览表.....	7
表3: 公司主要财务指标.....	14
表4: 盈利能力的同业比较.....	14
表5: 偿债能力的同业比较.....	15
表6: 分产品盈利预测表.....	15
表7: 预测利润表.....	16
表8: 可比公司估值比较.....	17

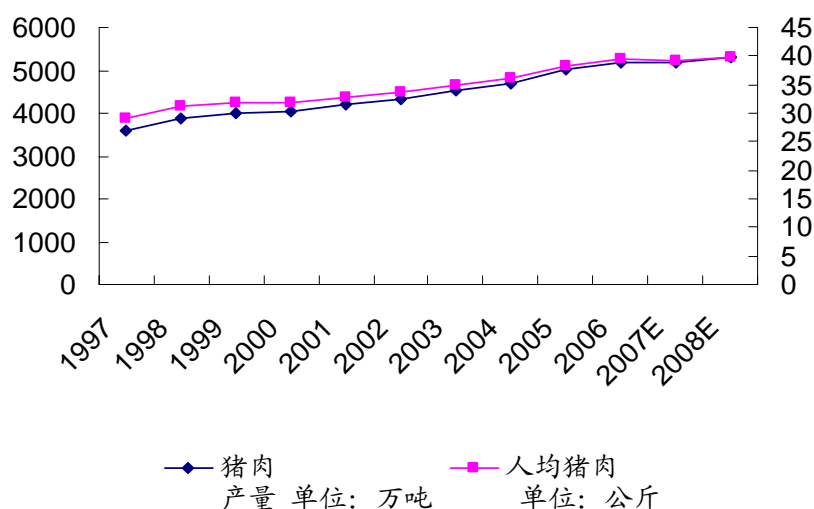
我们认为07年新五丰公司牺牲短期利益稳住香港生猪市场，同时致力于扩充产能整合产业链的思路是正确的。该发展战略有利于公司品牌的维护，有利于将公司的生猪养殖、饲料加工、生猪和鲜肉销售等业务有机结合。随着公司产业链雏形开始形成，投资价值日益凸显。目前股价偏高，但值得长期关注。

一、生猪养殖业：长期向好

（一）猪肉消费将稳步增长

“猪粮安天下”，猪肉是我国大多数城乡居民主要副食品。06年我国猪肉产量5197万吨，人均猪肉拥有量为39.5公斤，近十年的猪肉总产量和人均复合增长率分布为4.19%和3.49%。由于我国传统消费习惯的长期存在，其他肉类对猪肉的替代性不大，我们预计未来一段时期内猪肉消费量还将继续保持一定幅度的平稳增长。

图1：1997-2008猪肉产量和人均消费量变化情况



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

（二）规模化养殖利好龙头企业

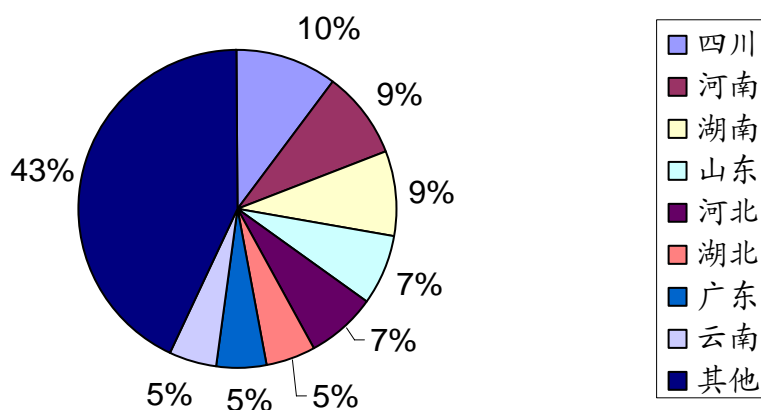
我国生猪主要以散户、小规模专业户饲养为主，但随着城乡人口比重的变化，乡村人口无论相对数量还是绝对数量都呈现下降的趋势。这会造成饲养禽畜的散户数量减少，禽畜规模饲养量的增大。同时，国家政策也对规模化养殖加大了扶持力度。当前，中央安排了3亿元投资，对50余个生猪原种场、100多个扩繁场和40多个资源场进行扶持。根据2007年12月19日国务院会议的精神，明年中央财政继续安排25亿元，扶持生猪标准化规模饲养场。

而近期生猪价格的波动和疫病的发生反而给行业提供了一次整合的机会，大大加速了规模化养殖的进程。从单个公司来看，优势企业的市场份额有望继续得到扩大。

（三）我国生猪产能分布情况

我国的生猪养殖产能前三名的省份分别为四川、湖南和河南，其中四川稳居第一位，湖南和河南则轮坐第二把交椅。

图2：我国生猪产能分布情况



数据来源：国家统计局

（四）猪业的未来在于产业链的拉长

猪肉产业链包括饲料与兽药生产、种猪繁殖、商品猪育肥、疫病防治、检验检疫、屠宰加工、运输、销售等环节。由于猪肉产业链的生物特性，相对于其他产业链而言，各个链条之间的联系和影响程度更大。

随着经济的发展和消费结构的转变，消费者对肉类产品的安全性要求越来越高，有调查显示，影响城市消费者最重要的因素是食品安全。但生猪品质监控比较复杂，猪肉产品易变质、易受污染，使得生猪饲养、屠宰、销售各环节必须目标协调经营，从而确保猪肉制品的安全性。

安全猪肉存在明显的价格优势，可以创造较高的产业链价值，降低中间环节的成本，减少交易费用，并且可以有效地规避经营风险，提高企业防御产品单一化风险的能力。

因此，猪业的未来在于产业链的拉长。国内许多猪肉产业链上的相关企业纷纷投身于产业链一体化的经营，如以饲料生产为主的四川新希望，以养殖为主的湖南新五丰，以屠宰加工为主的北京顺鑫、河南双汇、江苏雨润等等。

表1：国内典型的猪肉产业链相关企业				
相关企业	核心业务	规模	品牌	产业链延伸方向
雨润集团	屠宰加工，提供生肉和猪肉制品，以低温肉制品见长	1400万头的屠宰产能，07年屠宰生猪约700万头，五年内达到2000万头的生猪养殖规模	雨润、福润、旺润、大众肉联	在江苏、四川、辽宁、吉林、安徽等地投资新建规模化、标准化养殖厂，五年内达到2000万头的生猪养殖规模，逐

				步提高生猪自给率
双汇集团	屠宰加工，提供生肉和猪肉制品，以高温肉制品见长，	生产高低温肉制品120万吨，07年屠宰生猪约1300万头	双汇牌冷鲜肉	生猪养殖方面以培育种猪为主，努力拓展高低温肉制品
顺鑫农业	屠宰加工	年生猪屠宰能力450万头，年屠宰生猪约350万头	鹏程牌猪肉	加大熟食制品的销售比例
新五丰	养殖，出口港澳	07年自养生猪约12万头，出口生猪约34万头	浏阳河、湘宝、晨丰	扩大养殖规模，开拓鲜肉业务
四川高金	屠宰加工，生肉	07年屠宰量365万头	高金牌无公害肉	生猪养殖方面以培育种猪和猪苗为主

（五）港澳生猪市场的特点

港澳地区的农副产品不能自给自足，一直都由大陆地区供给。50多年来，大陆供港澳活猪超过1亿头，每年香港、澳门地区消费活猪240-250万头，市场容量比较稳定。国家对内地供港澳生猪实施出口主动配额管理，主要目的是为了维护港澳地区的生猪供给稳定和产品品质。供港澳生猪的平均价格高于内地价格，但其质量要求也较高。供港生猪的规定品种为三元杂交的瘦肉型猪，生产成本也高于内地的平均价格，同时还需在运输、检测上耗费一些费用。

今年上半年之前，五丰行和南光粮油是内地鲜活冷冻食品的在香港、澳门的统一代理机构，负责市场的协调、代理销售。新五丰的控股股东湖南粮油与上述两家机构在业务上有着50多年的合作历史。07年7月份和10月份，商务部又分别核准了广南行和香港农专成为新的供港生猪代理商，五丰行在港的市场地位有被削弱的可能性。

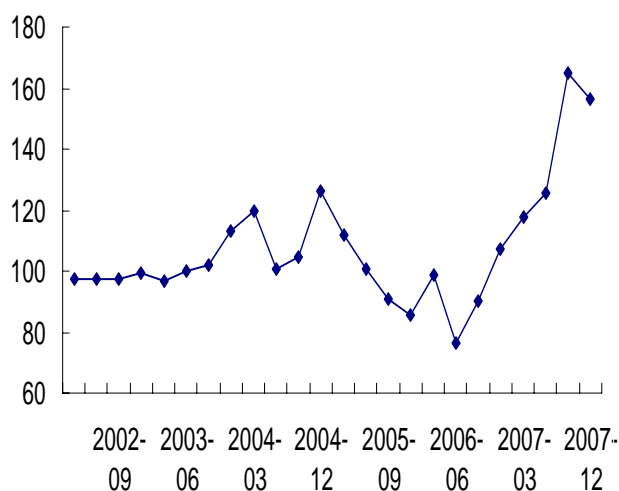
二、生猪市场价格的判断

（一）07年生猪价格飙升

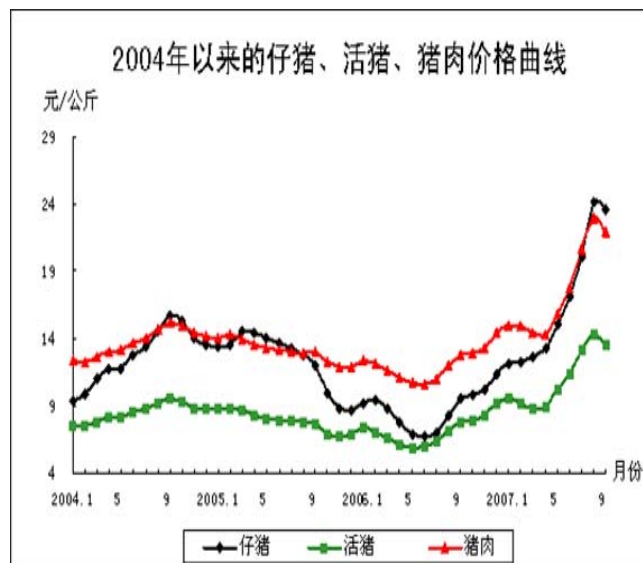
04-06年猪肉产量增加，猪肉价格不涨反跌，猪粮比长期低于5.5: 1的盈亏平衡点，因此农户养猪的积极性受挫。同时又受疫病的冲击，从06年下半年开始生猪存栏量减少，06年9月份国内猪肉价格开始上涨，现在依然保持高位。农业部的统计数据显示，07年11月份，与上年同期相比，仔猪、活猪、猪肉价格分别上涨132.6%、69.4%、67.4%。07年1-11月份，仔猪、活猪、猪肉平均价格分别为17.91元/公斤、11.51元/公斤、18.33元/公斤，同比分别上涨108.9%、64.0%、54.0%。猪（毛重）生产价格指数也从去年三季度开始节节攀升，截至07年四季度略有回落。

图3： 猪生产价格指数（季度）

图4： 04年以来仔猪、活猪、猪肉价格曲线



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心



数据来源: 农业部信息中心

(二) 猪价暴涨暴跌的情景将难以复现

生猪价格的波动本是常态,只是由于我国散养规模较大,当养猪效益高时,养猪规模容易膨胀,效益下滑时,生猪存出栏量又容易急剧下降。正是如此,生猪价格近年来发生了数次剧烈的波动。因此,我们相信,随着规模养殖的扩大、信息传播渠道的顺畅和国家调控政策的完善,猪价暴涨暴跌的情景将难以复现。

从今年5月份开始至现在国务院及所属部门频繁出台的关于生猪生产的一系列政策就体现了国家扶持生猪生产、稳定生猪价格的决心。

这些政策从长期来看对新五丰能够产生实质性的利好。提高能繁母猪补贴标准、补生猪良种能够直接提高公司的利润,实施能繁母猪保险政策能够降低生猪养殖的风险。

表 2: 2007 年国务院及所属部门发布的关于生猪生产、猪肉价格等部分文件一览表

日期	文件名称	主要内容
5 月 29 日	国务院办公厅《关于做好猪肉等副食品生产供应保持市场稳定工作的通知》	落实“菜篮子”市长负责制,抓好生猪生产,组织好猪肉等副食品市场供应
6 月 18 日	财政部《关于应对猪肉价格上涨促进生猪产业健康发展的通知》	建立母猪保险和补贴相结合的制度;完善生猪及猪肉等副食品预警监测体系,建立健全猪肉等副食品储备制度
7 月 18 日	财政部《能繁母猪保险保费补贴管理暂行办法》	对省级财政部门组织有关农业保险经营机构开展的能繁母猪保险业务,按照保费的一定比例,为投保的养猪户提供直接补贴。
7 月 30 日	国务院《关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》	加大对生猪生产的扶持力度,建立和完善生猪的公共防疫服务体系
8 月 1 日	国家工商总局、国家发改委等七部门《关于进一步加强猪肉市场管理	抓好生产源头管理,确保猪肉质量;严格生猪屠宰管理,确保上市猪肉安全;加强猪

	的紧急通知》	肉市场监管,确保消费安全
8月6日	国家发展改革委办公厅《关于切实抓好主要食品价格及相关收费专项检查有关事项的通知》	突出重点品种,对粮食、食用植物油、肉禽蛋奶及其食品制成品等群众基本生活必需品进行重点检查,严肃查处价格串通、哄抬价格、价格欺诈等三类不正当价格行为。
8月13日	国务院《关于切实落实政策保证市场供应维护副食品价格稳定的紧急通知》	落实扶持生猪生产的各项政策措施,保障服饰品市场供应,加强副食品市场、质量和价格监管
8月14日	财政部、农业部《生猪良种补贴资金管理暂行办法》	设立专项资金补贴生猪生产
9月2日	国家发展改革委、财政部等六部委《关于切实做好今年中秋、国庆期间市场供应和价格稳定工作的通知》	组织好相关商品的采购和调运,增加节日期间重要商品的市场投放;适时动用生猪活体储备和冻肉储备,满足群众节日消费的需要
9月22日	国务院办公厅《关于促进油料生产发展的意见》	加大油料生产扶持力度,完善大豆和食用植物油市场调控
9月27日	国务院《关于促进奶业持续健康发展的意见》	加大奶业发展的政策扶持
11月22日	农业部《关于加强畜牧业统计监测工作的意见》	加强生猪等主要畜禽生产的动态监测;加强形势分析和预警
11月22日	农业部办公厅《关于开展生猪生产与防疫动态监测点信息报送工作的通知》	制定具体生猪生产与防疫动态监测点信息报送工作方案
11月5日	商务部、农业部、卫生部、工商总局《关于加强生猪屠宰和检疫证章标志和台帐管理的紧急通知》	建立和完善生猪屠宰和检疫证章标志和台帐管理制度,加强猪肉销售环节的索证索票监督管理
12月20日	国务院办公厅《关于进一步扶持生猪生产稳定市场供应的通知》	加大能繁母猪补贴政策支持力度,继续推进能繁母猪保险,继续扶持生猪规模养殖,继续实行生猪良种补贴政策

数据来源:《财经》网络版

(三) 港澳地区到生猪价格将缓慢回升至合理价位

供港澳生猪出口业务不仅是经济行为,而且是基于保持港澳地区繁荣稳定的一项政治任务。因此,当大陆生猪供应量减少、价格急剧上升时,港澳地区的生猪供应量和价格不会迅速作出相应的调整。但在市场力量的作用下,随着时间的推移,港澳地区的生猪价格将缓慢升至合理的价位。

2007年1-6月份,仔猪、活猪、猪肉平均价格分别为13.09元/公斤、9.71元/公斤、15.4元/公斤,同比分别上涨59.5%、47.7%、34.5%。然而,上半年新五丰在香港的生猪批发价仅仅同比提高了7.9%,大约为11元/公斤。而据香港政府的统计,2008年1月26日内地供港活猪3376头,加上本地活猪存量257头,当日供应总量为3633头,活猪批发价介乎每担(100斤)1223元至1699元。1月27日内地供港活猪3956头,本地活猪存量372

头。活猪批发价介乎每担1261元至1893元，呈上升趋势。

三、新五丰的业务状况

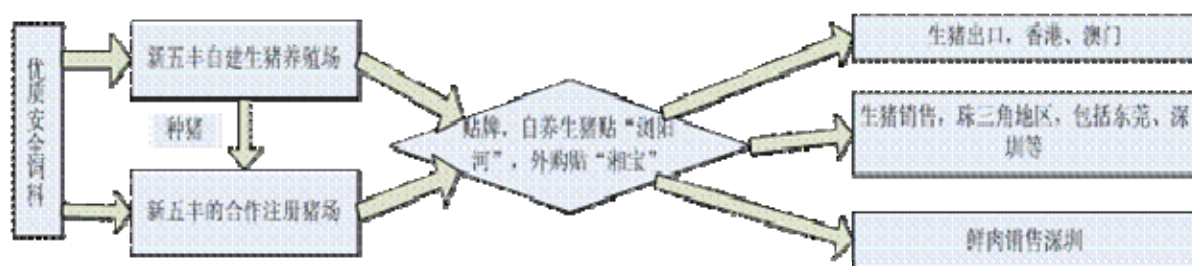
（一）供港澳生猪的龙头企业

新五丰是国内最大的供港澳生猪出口商，也是湖南省供港澳生猪出口商。公司业务涵盖活猪养殖出口、内销、种猪、饲料等项目。目前为止，基地生猪养殖规模已达15万头，其中5万头是种猪，每年供港澳市场生猪出口配额稳定在37万头左右，占有港澳市场五分之一的市场份额。

公司的盈利通过以下方式来实现。生产安全优质的饲料，一部分内部使用，一部分外销，主要供给新五丰的合作注册猪场。培育的种猪同样也是内部使用和外销注册猪场。自养生猪贴“浏阳河”的牌子，部分出口港澳，部分内销。外购生猪贴“湘宝”，目前主要用于出口。

按照生猪销售地点不同，可以分为出口和内销。总体来看，内销占销售收入的比重还较小，但呈逐年上升的趋势，2006年公司的生猪内销收入3402万元，比2002年增长82%。生猪内销规模的扩大是公司未来扩张的必由之路。

图5：新五丰的盈利模式



数据来源：广发证券发展研究中心

图6：生猪出口和内销占主营业务的比重

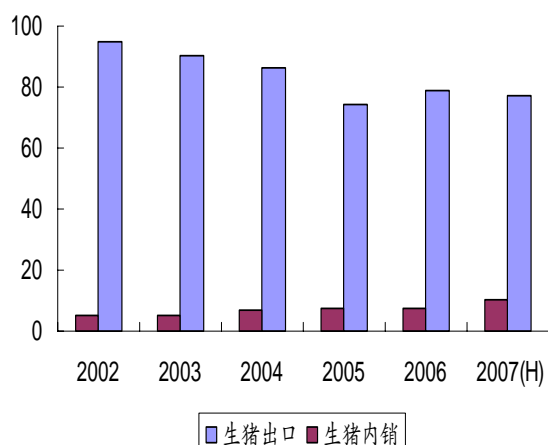
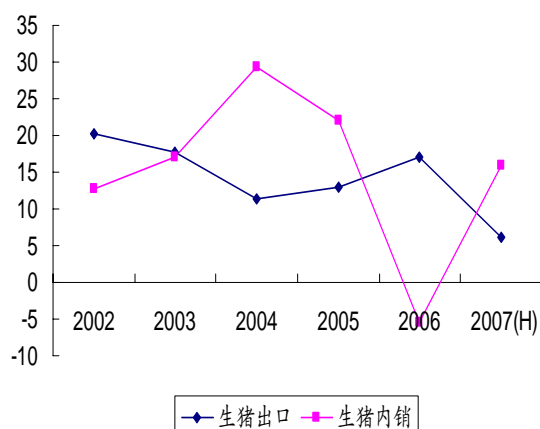


图7：生猪出口和内销的毛利率变化情况



数据来源：Wind 资讯，公司历年年报，广发证券发展研究中心

从主营业务构成来看,对新五丰利润贡献最大的是生猪出口业务,02年-06年占公司营业收入的比重平均高达83.7%。加上内销,生猪业务占公司营业收入的比重则高达90%。从这一角度看,新五丰是主营业务十分突出的农业企业。公司经营最大的亮点在于拥有供港澳生猪的出口配额,并据此将产业链向上游和下游延伸,打造涵盖饲料、育种、养殖、屠宰、深加工、销售于一体的养猪体系,目前已经初具雏形。

(二) 积极打造生猪产业链

1. 饲料业务崭露头角

公司18万吨优质安全饲料项目一期2万吨浓缩料已开始投产,现正逐步实现盈利。2007年一期项目投入运行,全年可销售饲料1.5万吨。07年上半年饲料销售收入1216万元,全年销售收入有望与06年持平。

2. 未来商品猪产能进一步扩大

猪肉产品的营养、口味以及保健品质较多取决于生猪的品种,种猪繁育成为保证生猪品质的重要一环。

公司现有的商品猪生产能力为10万/年,种猪生产能力5.8万头/年。生猪品种来自于长白猪、大约克、杜洛克的三元杂交优质瘦肉猪。该品种瘦肉率高,特别符合广东和港澳地区居民的口味。

公司新建的14.4万头的商品猪生产基地明年上半年将竣工投产,根据生猪的养殖周期和新五丰的养殖方式,母猪怀孕114天,生下仔猪育肥至100公斤165天,预计09年年初开始有生猪出栏。由于生猪价格继续保持高位运行的可能性较大,因此新五丰有望分享到“猪市”的盛宴。

3. 鲜肉业务大有可为

深圳晨丰公司是目前新五丰未来发展的重点方向之一,主要经营生猪批发、生鲜肉加工和销售,是深圳市政府最早推荐的三大安全健康肉品牌之一。由于公司处于业务拓展阶段,目前尚处于亏损状态。上半年实现营业收入1058万元,但营业成本却高达1066万元,毛利率为负。因此,鲜肉业务还有待提升。

虽然07年上半年为了拓展深圳地区的鲜肉业务,公司牺牲了部分利润来占领市场,导致该业务处于亏损状态。但是我们认为08年以后,随着市场的进一步打开,上述问题将得以消除。凭借五十多年树立的供港生猪品牌,公司的猪肉业务有望在珠三角地区顺利拓展开。鲜肉业务是连接生猪产品和市场的平台,我们预计随着食品安全概念的普及和“放心肉”的推广,鲜肉业务的销售收入和利润空间都将逐步扩大。毛利率将恢复至06年12%的水平。除了深圳之外,广州市民08年也有望吃上新五丰的猪肉。

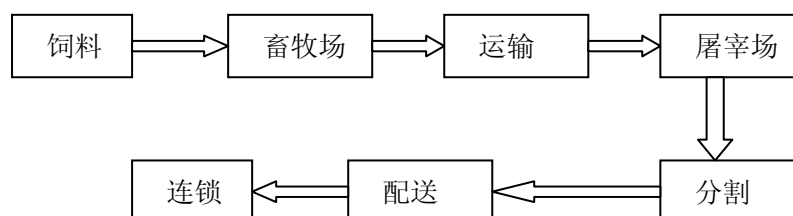
4. 积极整合各项业务,见效还有待时日

产业链的整合拉动了公司的饲料、生猪销售,也延伸了公司产业链,类似于通威股份的“通威鱼”的运作模式。

公司除了积极扩充自身的产能之外,与周边的60多家年产能在1万头以上的注册猪场也建立了良好的合作关系。每年3月份,公司帮助注册猪场制定安排生产计划,并提供优质饲料、技术服务等,从而确保了稳定而可靠的生猪来源。从盈利能力看,由于公司自有的生猪养殖规模还远远无法满足供港澳的生猪需要,生猪出口的毛利率同比大幅度下降,说明公司的市场控制能力还有待加强。

公司种苗引进、药物和饲料使用、防疫免疫、疾病控制、生产管理、实验室检验和出口管理等各环节都按照严格的安全标准来进行，从而能够很好地确保生猪的品质。

图8：商品猪产业链全程可追溯系统



数据来源：公司资料

产业链的完整有利于打造可追溯的猪肉产品，有利于公司未来面临的竞争。随着公司产能的扩充和生猪价格继续在高位盘整，预计生猪出口和内销都将进一步提升公司的利润。

5.构建产业链的地理优势十分明显

分析新五丰的生猪产业链的构建，我们可以发现其具有独特的优势。在港澳市场的龙头地位无人能够动摇，而且公司正积极地拓展国内的生猪销售业务，特别是珠三角地区，力争成为珠三角地区(包括港澳)的优质猪肉供应商。基于良好的品质保证和得天独厚的地理优势，06年广东省东莞市就给了公司签订了40万头生猪的配额。

独特的地理位置优势造就了新五丰当前稳定的收入来源和未来潜在的增长空间。港澳地区的稳定配额给新五丰带来了稳定的收入来源和丰厚的利润空间。2002-2006年，公司供港澳生猪的平均毛利率可达16%。新五丰生猪产品在港澳市场上的占有率达到20%，连续多年位列首位。

（三）07 年经营情况

1.牺牲利润稳住港澳市场

公司的业务收入来源以港澳地区的生猪销售为主。生猪货源主要由两部分构成，1/3为公司自养，2/3从其他注册猪场收购。生猪收购成本与上年同期相比上升幅度较大，07年上半年收购成本同期上升24.4%，预计今年全年的成本上升幅度将与此持平。然而，由于港澳市场自身的特殊性，又恰逢07年是香港回归十周年，为了稳定港澳地区的民生，上半年香港的生猪批发价仅仅同比提高7.9%。近期，在国家扶持政策和高位价格带动下，生猪生产开始全面恢复，市场供应将有所增加，价格大幅反弹的可能性不大。但四川、湖南和江西等生猪主产区活猪价格连续两个月维持全国较高水平，全国总体上生猪供应仍然偏紧。

因此，07年公司的生猪出口业务受到较大的冲击，预计全年生猪出口业务的毛利率将维持在10%左右，远低于去年的17%。公司每年供港澳生猪配额为36万头左右，为了确保未来的供港澳生猪配额不受影响，公司供港澳生猪数量变化不大，牺牲了短期收益来稳定港澳的生猪市场供给。

2. 力保港澳市场战略意义显著

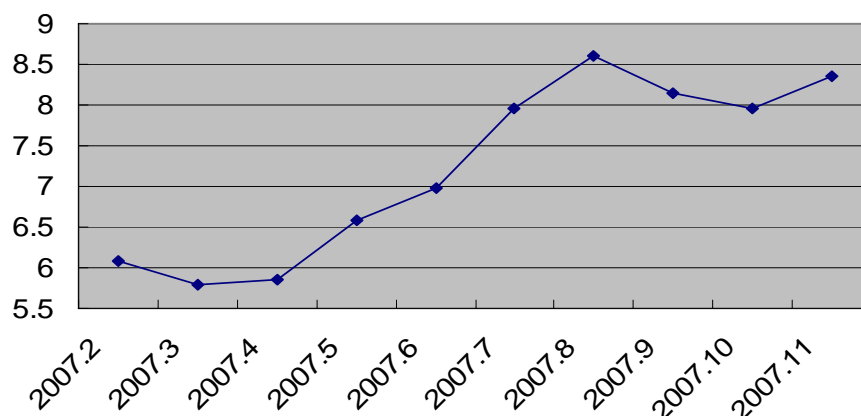
虽然07年力保港澳市场公司的付出了巨大的代价,但其战略意义是十分明显的。

首先,综合近几年的情况来看,港澳市场是公司稳定的收入来源。我国猪肉的主产区是四川、河南、湖南、山东、河北和湖北省等。由于生猪或猪肉制品运输比较困难,为保证猪肉的质量并降低物流成本,生猪或肉制品一般都有一定的销售半径,具有较强的地域性。猪肉价格的波动本来就是常态,但今年生猪价格如此剧烈的波动是难以复现的,07年猪粮比的高位运行也有利于08年存栏量的缓慢回升。同时,港澳市场的特殊性决定了国家对港澳生猪市场的供应政策在一定时期内不会做出重大的调整。

其次,虽然在未来一年内生猪价格依然处于高位运行,但港澳地区的价格将有望逐步回升至合理的价位。近期香港地区的价格上调加速了价格回归的进程。

同时力保港澳市场也有利于公司打造和维护良好的品牌形象。在品牌效应的作用下,06年东莞市就给了新五丰40万头的生猪配额,这为公司未来的业务扩张奠定了良好的基础。

图9: 07年猪粮比变化情况



数据来源: 农业部, 广发证券发展研究中心

四、新五丰的竞争优势

1. 生猪养殖规模持续扩大能够提高公司对生猪来源的控制能力,有效抵御猪价波动带来的风险。

公司08年14.4万头的来阳猪场将开始投入生产,预计09年初将有生猪出栏,同时与公司有紧密业务合作的60多家注册猪场的最低产能都在一万头以上,这为公司未来生猪内销规模的扩大打下了良好的发展基础。出口和内销业务的均衡能够抵御猪价波动所带来的风险,逐步改变对港、澳市场依赖程度过高的业务格局。

2. 新五丰多年供港澳生猪业务树立的良好品牌形象,有利于公司在珠三角地区争取市场份额。

随着产业调整和转移,珠三角地区的生猪养殖业有向内地迁移之势。东莞就是明显的例子,06年东莞就出台了《保障生猪稳定供应和质量安全

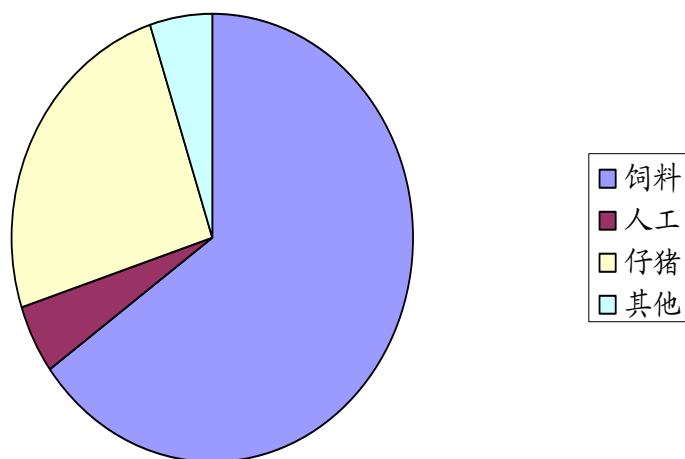
方案》，07年底颁布了“禁猪令”，从2009年1月1日起，全市禁止养猪。在“供港澳生猪”这个品牌的作用下，公司在06年就签约成为了东莞市的生猪供应基地，获得了40万头的市场准入量。

五、风险因素

（一）原料价格上涨风险

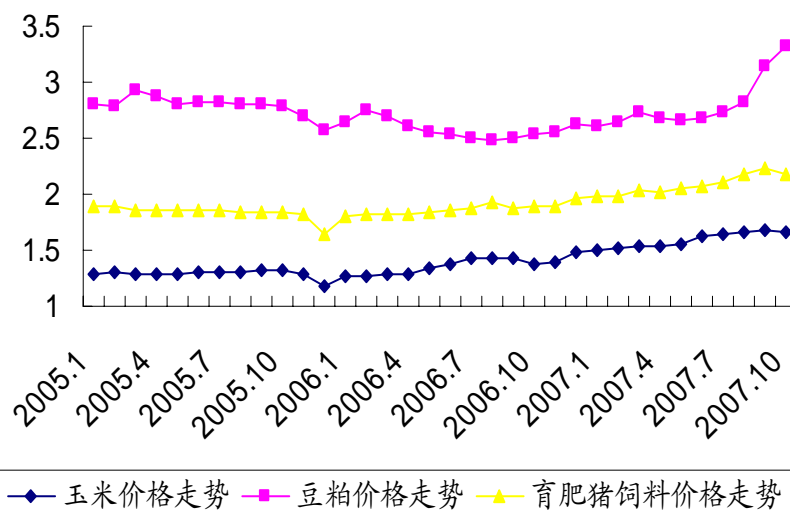
生猪养殖的主要成本来自于饲料，而占饲料原料成本70%的是玉米。而近来受高油价等因素的影响，玉米价格扶摇直上，市场供应越来越紧张。这对公司的经营业绩可能造成一定的影响。

图10：生猪养殖成本构成情况



数据来源：广发证券发展研究中心

图11：饲料价格走势



数据来源：中国畜牧信息网，广发证券发展研究中心

（二）生猪养殖风险

养殖业最大的风险就是发生疫情，生猪养殖容易受到高热病、口蹄疫、猪瘟等猪病威胁，一旦防疫措施落实不到位，存在很大的疾病流行风险。

（三）新增代理商风险

07年下半年商务部新核准了广南行和香港农专成为供港生猪代理商。虽然目前这两家代理商尚无法对五丰行产生明显的威胁，但竞争加剧的局面将不可避免。目前，五丰行已未雨绸缪开始向大陆转移业务。从长远来看，五丰行的市场地位受到冲击，新五丰也难独善其身。

六、公司财务分析

（一）公司主要财务指标

表 3：公司主要财务指标

	3Q2007	2006	2005	2004
净资产收益率(%)	3.32	5.42	5.95	8.67
销售净利率(%)	4.01	5.24	5.1	5.42
销售毛利率(%)	8.05	15.06	12.61	12.42
销售期间费用率(%)	6.99	7.78	6.71	6.61
营业利润 / 营业总收入(%)	3.33	6.57	5.89	5.91
息税前利润 / 营业总收入(%)	4.26	5.16	5.62	6.12
营业总成本 / 营业总收入(%)	98.8	92.73	94.1	94.2
销售费用 / 营业总收入(%)	3.36	3.71	2.86	2.58
管理费用 / 营业总收入(%)	3.98	5.14	4.39	4.27
财务费用 / 营业总收入(%)	-0.34	-1.07	-0.54	-0.24

由于生猪价格的波动较剧烈且公司的自养生猪规模不大，因此公司07年的毛利率下滑较严重，营业总成本居高不下。07年的销售费用率和管理费用率相比06年则略有下调。

（二）同业对比分析

表 4：盈利能力的同业比较 %

国内相关上市公司	ROE 20073Q	三年平均 (04-06)	毛利率 2007 3Q	三年平均 (04-06)
顺鑫农业	5.5628	6.612033	17.9367	18.8354
新五丰	3.3207	6.680633	8.0475	13.36387
双汇发展	20.3789	20.76553	9.9911	11.0142
高金食品	12.4384	32.28513	9.028	8.003667

数据来源：Wind

由于公司的业务以生猪购销出口为主，受生猪价格的影响较大，属于周期性行业，销售毛利率波幅较大，04-06年三年平均毛利率为13.4%。销售毛利率总体上则略高于行业平均水平。但公司尚有大量的募集资金未使用，财务费用远低于其它公司。前几年公司受猪价波动的影响较大，净资产收益率低于行业平均水平。

表 5: 偿债能力的同业比较

国内相关上市公司	流动比率 20073Q	速动比率 20073Q	资产负债率 20073Q %
新五丰	8.8925	7.806	6.9638
顺鑫农业	1.5037	0.8275	48.8457
高金食品	1.9826	1.4412	45.9469
双汇发展	1.5033	0.7884	34.5992

数据来源: Wind

这里需要特别指出的是,公司尚有部分募集资金未使用完毕,资产负债率极低,流动比率和速冻比率远高于行业平均水平。同时,由于公司经营上的特点,供港生猪基本上是货到即付款,应收帐款周转天数仅为12天。因此,公司的财务风险较低。

七、盈利预测与投资评级

(一) 盈利预测

假设条件:

- 随着生猪存栏量的回升,生猪价格将趋于稳定,但不会迅速回落至10元/公斤以下,08年、09年将从07年底的高位逐年回落5%。
- 港澳地区的生猪批发价格将恢复性上涨,08、09年自养生猪出口业务的毛利率回复至30%。
- 玉米价格继续保持高位运行,饲料价格保持不变。
- 08年上半年14.4万产能的来阳养殖场顺利投产,预计09年将有13万头自养生猪出栏,主要供应内地市场。
- 由于未来两年公司的新投产项目将逐步投入运营,预计财务费用将有所增加。
- 08年鲜肉业务将恢复至06年的毛利率水平,09年继续上升。
- 饲料、鱼粉业务营业收入和毛利率基本保持不变。
- 公司所得税率不变。
- 由于未来市场还存在不确定性,这里假定公司未来生猪销量的增加主要来自于自有产能的增加,不考虑增大外购规模的可能性。
- 未考虑未来饲料产能增大的可能性。

表 6: 分产品盈利预测表

	2007E	2008E	2009E
产量(万头)			
自养生猪出口	6.60	7.10	7.60
外购生猪出口	27.40	27.90	28.40
种猪	3.00	4.00	5.00
商品猪内销	3.40	3.40	16.40
产品销售收入(百万元)			
自养生猪出口	85.67	95.55	97.40
外购生猪出口	355.65	375.45	363.98

种猪	27.00	40.00	50.00
商品猪肉销	25.50	24.29	161.80
饲料	25.00	25.00	25.00
鲜肉	21.00	21.00	21.00
鱼粉	11.00	11.00	11.00
合计	550.82	592.29	730.18
产品销售成本 (百万元)			
自养生猪出口	62.54	66.88	68.18
外购生猪出口	330.76	337.91	327.59
种猪	18.90	24.00	30.00
商品猪肉销	25.50	23.07	129.44
饲料	19.50	19.50	19.50
鲜肉	21.00	18.48	16.80
鱼粉	10.46	10.46	10.46
合计	488.66	500.31	601.97
毛利率			
自养生猪出口	0.27	0.30	0.30
外购生猪出口	0.07	0.10	0.10
种猪	0.30	0.40	0.40
商品猪肉销	0.00	0.05	0.20
饲料	0.22	0.22	0.22
鲜肉	0.00	0.12	0.20
鱼粉	0.05	0.05	0.05
合计	0.11	0.16	0.18

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

新五丰07-09年主要的利润增长点来自于生猪养殖规模的扩大、内销数量的增加和供港生猪毛利率的提升。预计公司07、08、09年的主营业务收入为5.5亿元、5.9亿元和7.3亿元，净利润为0.33亿元、0.51亿元和0.74亿元，每股收益为0.182元、0.282元和0.413元。

表 7：利润预测表

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
销售收入	529	469	551	592	735
销售成本	-463	-399	-489	-500	-605
税金及附加	-0	-0	-0	-0	-0
主营业务利润	67	71	62	92	130
其他业务利润	0	0	1	1	1
营业费用	-15	-17	-20	-22	-27
管理费用	-23	-24	-22	-23	-28
财务费用	3	5	1	-1	-1
营业利润	31	34	21	47	75
投资收益	-0	-4	8	0	0
补贴收入	1	2	0	0	0
营业外收支	0	-3	8	11	11

税前利润	32	31	38	58	86
所得税	-5	-6	-6	-9	-13
少数股东损益	0	1	1	1	2
净利润	27	25	33	51	74
EPS（元/股）	0.150	0.140	0.182	0.280	0.413

（二）估值与投资评级

国内A股上市公司中,从事生猪产业链一体化的公司主要有双汇发展、高金食品、顺鑫农业等,从事肉牛产业链经营的有福成五丰,但又各有侧重,我们选取上述四家同类公司来进行比较。

表 8: 可比公司估值比较

	最新价格 08.2.10	07PE	08PE	09PE
顺鑫农业	20.98	61	37	28
双汇发展	55.5	62	43	32
高金食品	25.83	55	45	33
福成五丰	11.41	186	130	117
新五丰	15.75	87	56	38

数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

公司未来的发展战略已十分清晰,品牌优势十分突出。长远来看,随着公司各项业务的整合,扩展空间广阔。公司既有稳定的港澳生猪销售收入来源,同时拥有自养生猪规模的扩大和珠三角地区生猪业务的扩张,是行业内攻防兼备的公司,我们给出未来12个月内的目标价是14元。考虑到公司目前股价偏高,给予公司“持有”的投资评级。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

新五丰(600975)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。