

农业/必需消费

首次覆盖

新五丰(600975)

老牌国企抓机遇，有望迎来高成长

评级：增持

目标价格：7.85

当前价格：6.68

2021.07.06

	钟凯锋(分析师)	沈嘉妍(分析师)	李晓渊(分析师)
	021-38674876	021-38038261	021-38674936
	zhongkaifeng@gtjas.com	shenjiayan@gtjas.com	lixiaoyuan@gtjas.com
证书编号	S0880517030005	S0880521020004	S0880518070003

本报告导读：

公司轻资产模式有效保证成本优势及产能快速扩张，种猪资源优势明显，出口业务高盈利，防疫及管理持续改善，未来扩张有望超市场预期。

投资要点：

- 首次覆盖，给予“增持”评级；疫情下公司持续改善防疫及管理水平，给予 2021-2023 年归母净利分别为 3.20/2.74/4.19 亿元，EPS 分别为 0.49/0.42/0.64 元，基于公司扩张快速、成长性足，给予公司 21 年 16 倍 PE，对应 21 年目标价为 7.85 元，首次覆盖，给予增持评级。
- 疫情常态下周期下行较缓，规模化集团成长空间大，公司是最早上市的养猪公司，轻资产租赁模式、先进育种、高管理水平及资金能力支撑公司长期发展，2021/2022/2023 年预计出栏分别为 75/150/300 万头。
- 公司轻资产租赁模式+先进育种+多方位管理稳扎稳打；公司主要以租赁标准化、新工艺母猪场和专业育肥场的轻资产模式进行高质量快速扩张；1) 有效保证快速扩张，享受政府用地政策支持；2) 轻资产费用较少，完全成本低于行业平均水平；3) 项目建设质量标准统一，有效防控疫情；同时在天心种业高质量充足种猪供给下，预计目前能繁母猪存栏数约为 5 万头，预计 2021 年底将达 10 万头。
- 定增进一步扩大产能，扩张潜力有迹可循；公司产能+资金+土地万事俱备：1) 公司产能储备充分，2021 年预计交付租赁场近 60 个，新增母猪产能规模 10 万头，新增生猪产能 200 万头以上，同时定增申请过会，建设存栏 4.32 万头母猪场进一步扩大产能。2) 融资空间大，盈利能力强：2020 年公司 ROE、ROA 分别为 19.79%、14.65%，2021Q1 现金类资产逐步提升至 3.82 亿元。
- 风险提示：疫情风险、猪价上涨不达预期、产能扩张速度不达预期

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,130	2,724	4,080	5,361	8,249
(+/-)%	4%	28%	50%	31%	54%
经营利润(EBIT)	68	279	315	265	401
(+/-)%	251%	308%	13%	-16%	51%
净利润(归母)	63	283	320	274	419
(+/-)%	277%	347%	13%	-15%	53%
每股净收益(元)	0.10	0.43	0.49	0.42	0.64
每股股利(元)	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营利润率(%)	3.2%	10.2%	7.7%	5.0%	4.9%
净资产收益率(%)	5.4%	19.8%	18.6%	13.9%	17.7%
投入资本回报率(%)	4.8%	14.5%	14.0%	10.6%	13.8%
EV/EBITDA	38.02	14.19	10.97	11.00	8.04
市盈率	68.88	15.42	13.61	15.94	10.41
股息率(%)	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%

交易数据

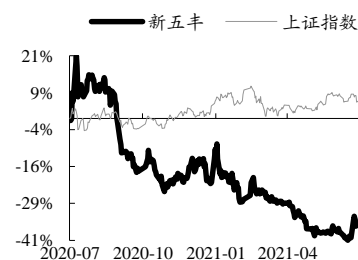
52 周内股价区间(元)	6.00-12.40
总市值(百万元)	4,360
总股本/流通 A 股(百万股)	653/653
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	9.26
日均成交值(百万元)	60.93

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	1,460
每股净资产	2.24
市净率	3.0
净负债率	30.30%

EPS(元)	2020A	2021E
Q1	0.15	0.07
Q2	0.07	0.09
Q3	0.13	0.18
Q4	0.07	0.15
全年	0.43	0.49

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-100%	-100%	-100%
相对指数	-98%	-101%	-106%

相关报告

模型更新时间: 2021.07.06

股票研究

必需消费

农业

新五丰(600975)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 7.85

当前价格: 6.68

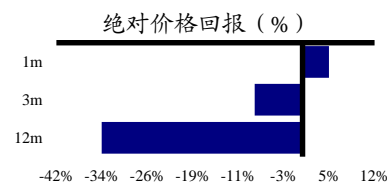
2021.07.06

公司网址

www.newwf.com

公司简介

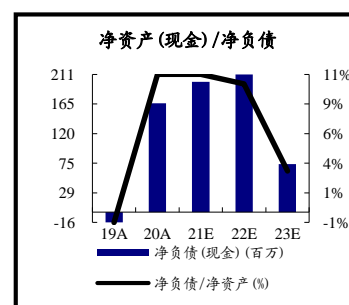
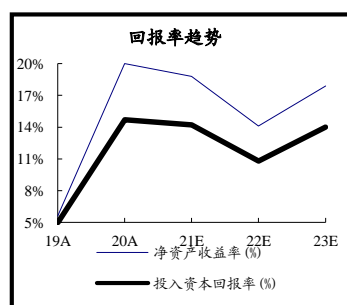
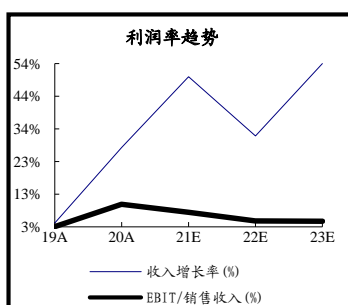
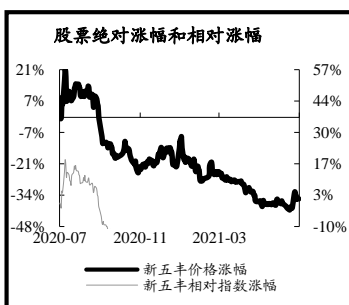
公司成立于 2001 年 6 月 28 日,自成立以来,一直从事供港澳活猪业务,是内地口岸公司中最大的活猪出口商之一,全国最大活体储备和湖南最大冻肉储备商,被湖南省发改委纳入省战略性新兴产业百强企业之一。公司以生猪产业经营为主业,涵盖饲料、原料贸易、种猪、商品猪、屠宰、冷链、物流、生猪交易、冷鲜肉品加工及销售、养殖设备等生猪全产业链。



52 周内价格范围 6.00-12.40
市值 (百万) 4,360

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,130	2,724	4,080	5,361	8,249
营业成本	1,938	2,312	3,573	4,848	7,450
税金及附加	6	6	9	12	18
销售费用	33	25	36	47	73
管理费用	78	93	134	172	280
EBIT	68	279	315	265	401
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	-2	0	0	0
财务费用	6	8	7	8	10
营业利润	76	284	327	278	424
所得税	2	-3	3	3	4
少数股东损益	5	0	0	0	0
净利润	63	283	320	274	419
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	178	269	236	223	362
其他流动资产	23	24	25	26	27
长期投资	55	112	132	152	172
固定资产合计	528	498	448	348	248
无形及其他资产	85	98	98	98	98
资产合计	1,633	2,229	2,638	3,048	3,794
流动负债	363	638	753	913	1,264
非流动负债	40	90	90	90	90
股东权益	1,230	1,501	1,796	2,045	2,440
投入资本(IC)	1,391	1,936	2,230	2,480	2,875
现金流量表					
NOPLAT	66	281	312	263	397
折旧与摊销	69	103	100	150	150
流动资金增量	147	170	207	191	185
资本支出	-56	-240	-153	-152	-151
自由现金流	226	314	466	452	581
经营现金流	-73	156	226	245	396
投资现金流	-99	-316	-223	-222	-221
融资现金流	20	249	-36	-35	-36
现金流净增加额	-152	89	-33	-12	139
财务指标					
成长性					
收入增长率	4.4%	27.8%	49.8%	31.4%	53.9%
EBIT 增长率	251.3%	308.2%	13.2%	-15.9%	51.1%
净利润增长率	276.6%	346.7%	13.3%	-14.6%	53.2%
利润率					
毛利率	9.0%	15.1%	12.4%	9.6%	9.7%
EBIT 率	3.2%	10.2%	7.7%	5.0%	4.9%
净利润率	3.0%	10.4%	7.9%	5.1%	5.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.4%	19.8%	18.6%	13.9%	17.7%
总资产收益率(ROA)	4.2%	12.7%	12.1%	9.0%	11.0%
投入资本回报率(ROIC)	4.8%	14.5%	14.0%	10.6%	13.8%
运营能力					
存货周转天数	101.9	110.8	95.0	90.0	76.0
应收账款周转天数	4.1	4.6	4.7	4.7	4.7
总资产周转天数	279.8	298.6	236.0	207.6	167.9
净利润现金含量	-1.2	0.6	0.7	0.9	0.9
资本支出/收入	2.6%	8.8%	3.8%	2.8%	1.8%
偿债能力					
资产负债率	24.7%	32.6%	31.9%	32.9%	35.7%
净负债率	-1.3%	11.1%	11.1%	10.3%	3.0%
估值比率					
PE	68.88	15.42	13.61	15.94	10.41
PB	4.50	3.67	2.53	2.21	1.84
EV/EBITDA	38.02	14.19	10.97	11.00	8.04
P/S	2.05	1.60	1.07	0.81	0.53
股息率	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%



目录

1. 行业：疫情常态下周期下行缓、规模化成长空间大	4
1.1. 疫情常态化下周期缓慢下行	4
1.2. 集团厂占比仍小，规模化养殖成长空间大	5
2. 看现在：轻资产租赁模式稳扎稳打	7
2.1. 最早上市养猪公司，全产业链发展	7
2.2. 成功关键：轻资产租赁模式有效保证成本优势及产能扩张	9
2.3. 竞争力：疫情背景下拥有先进育种体系及多方位管理水平	13
3. 看未来，扩张潜力有迹可循	15
3.1. 产能+资金+土地，万事俱备	15
3.2. 先进人才管理+防疫体系，有迹可循	17
4. 盈利预测及投资建议	19
4.1. 营收拆分：预计 21/22/23 年公司营收分别为 40.80/53.61/82.49 亿元	19
4.2. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	22

1. 行业：疫情常态化下周期下行缓、规模化成长空间大

1.1. 疫情常态化下周期缓慢下行

本轮生猪周期持续时间远超以往，疫情常态化下周期缓慢下行；非瘟疫情对我国生猪养殖业造成了较大影响，自疫情爆发以来，我国生猪存栏快速下降，根据农业部数据，2019 年能繁母猪同比下滑最大达 38.9%，生猪存栏同比下滑达 41.4%，上行周期持续时间及价格高点均超以往。

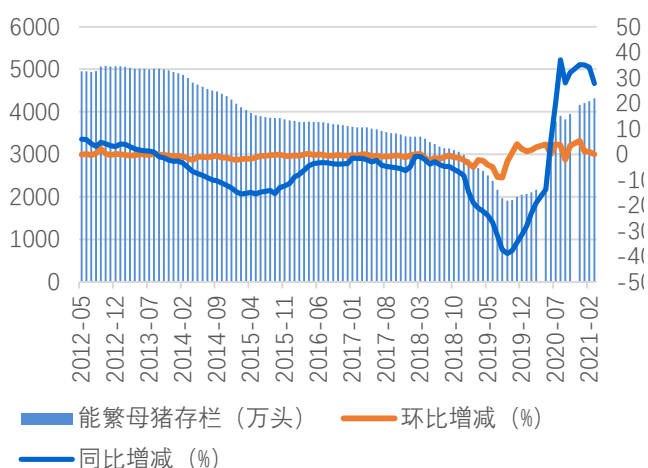
目前随着疫情发生已两年多时间，根据农业部数据，截至 2021 年 3 月，能繁母猪同比增长 27.7%，生猪存栏同比增长达 29.5%，一方面疫情边际好转但仍有反复，同时新疫情影响仍存，另一方面从补栏情况看，二元母猪价格仍处于绝对高位，仔猪价格震荡但仍处于历史高位，行业中存在大量低效能三元母猪，这些因素均导致产能恢复会比以往周期更缓慢，也将导致本轮周期持续时间远超以往。

表 1 本轮周期持续时间均超以往

周期		周期时间	持续时长
第一轮周期	上行周期	2006.06-2008.02	20 个月
	下行周期	2008.03-2010.04	25 个月
第二轮周期	上行周期	2010.05-2011.07	14 个月
	下行周期	2011.08-2014.04	32 个月
第三轮周期	上行周期	2014.05-2016.06	25 个月
	下行周期	2016.07-2018.04	21 个月
第四轮周期	上行周期	2018.04-2020.07	27 个月
	下行周期	2020.08-	预计 3-4 年

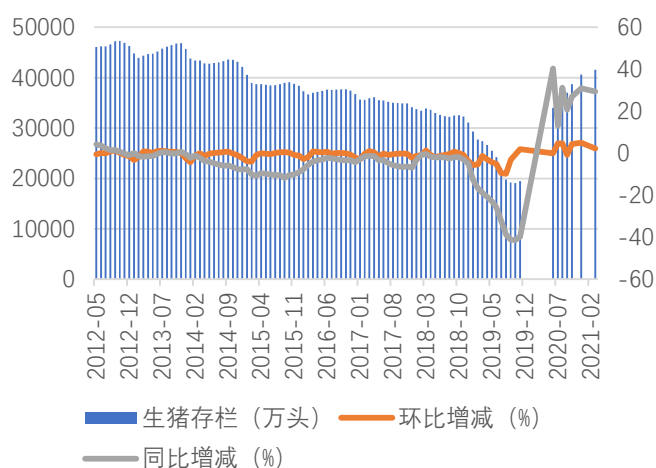
数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 1 能繁母猪存栏持续恢复



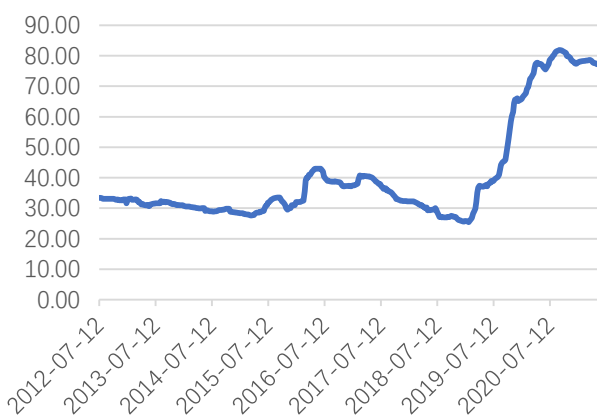
数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 2 生猪存栏持续恢复



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 3 二元母猪价格仍维持高位 (元/kg)



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 4 仔猪价格维持相对高位 (元/kg)



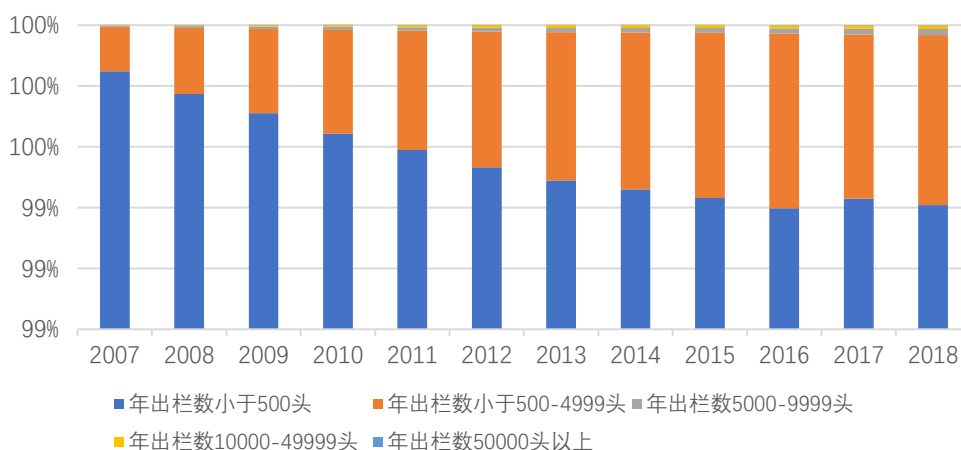
数据来源: wind、国泰君安证券研究

1.2. 集团厂占比仍小, 规模化养殖成长空间大

我国生猪养殖规模程度远远低于国外生猪行业; 我国生猪养殖业自 2007 年市场化发展以来规模化程度缓慢提升, 2014 年环保政策出台促使规模化程度有较大提升, 根据农业农村部于 2019 年 12 月 17 日的发布会介绍, 我国目前有 2,600 万个养猪场户, 其中 99% 是年出栏 500 头以下的中小场户, 2017 年我国散养户产能占比 48%, 而对比俄罗斯 2018 年小型猪场产量占比在 15%, 美国养殖规模化程度更高, 早在 2012 年, 美国 500 头以下养殖户产能占比仅为 3%。

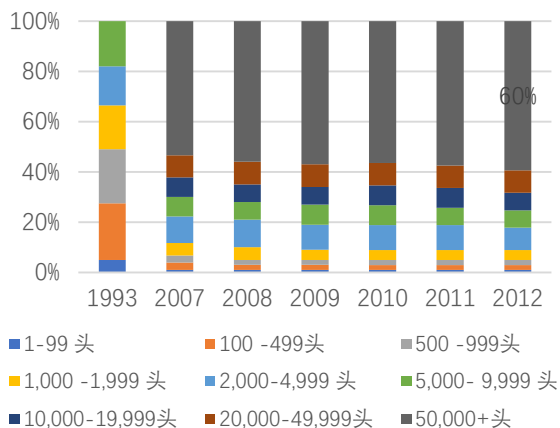
集团厂占比仍小, 规模化养殖成长空间巨大; 以俄罗斯为例, 非瘟疫情爆发后, 由于小型养殖场相较于大型养殖场生物防控能力较弱, 以及国家后期采取补贴大型养殖场的方式, 小型养殖场其生猪产量占全国总产量的比例从 2006 年的 72% 降至 2018 年的 15%。相较于规模养殖户, 散养户疫情防控能力较弱, 资金实力及管理水平也相对较弱, 在疫情常态化下散养户将永久性退出, 2019 年二十家集团公司总出栏量为 6037 万头, 2020 年虽快速扩张达到 7619 万头, 市占率达到 14.46%, 但总体市占率仍处于较低水平, 规模化养殖成长空间巨大。

图 5 我国养殖场 99% 为年出栏 500 头以下的中小散养户



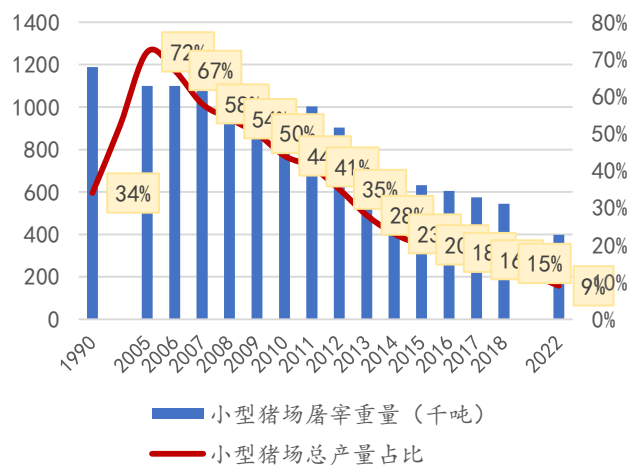
数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 6 美国养殖规模化率较高



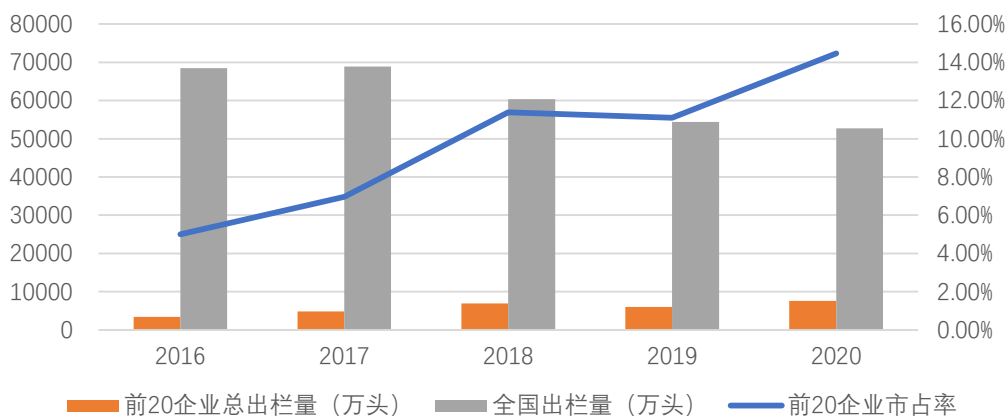
数据来源: USDA、国泰君安证券研究

图 7 俄罗斯小型猪场占比较低



数据来源: USDA、国泰君安证券研究

图 8 我国前 20 集团企业市占率仍较低



数据来源: wind、公司公告、国泰君安证券研究

2. 看现在：轻资产租赁模式稳扎稳打

2.1. 最早上市养猪公司，全产业链发展

发展二十余年，打造生猪全产业链。公司成立于2001年6月26日，自成立以来，一直从事供港澳活大猪业务，是内地口岸公司中主要的活猪出口商之一，全国主要活体储备和湖南主要冻肉储备商。公司已建立集饲料生产、种猪繁育、商品猪饲养、生猪屠宰及肉品加工、冷链物流、生猪交易于一体的生猪全产业链布局。

优良育种：2003年9月，成立湘潭分公司，延伸公司育种产业链。湘潭原种猪场于2015年11月获得了国家生猪核心育种场的牌匾。湖南天心种业是现代农业集团的控股子公司，是公司种猪供应的重要保障及来源，2020年关联交易金额共9697万，较上期增长158.4%。现代农业集团已于2017年公开承诺，将在2022年底之前解决同业竞争问题。

生猪销售：公司坚持内销和外销两个市场并举，采取多渠道、多品种的销售策略，实现内地和港澳两个市场的优化配置。供港澳活大猪实施优质优价原则，虽然价格也会受到内地生猪价格的影响，但是总体上，供港澳活大猪价格高于生猪在内地的价格。

肉食品深加工：2009年6月18日，公司控股子公司湘潭健丰食品有限公司成立，标志着公司向肉食品深加工及冷冻、贮存、销售等范畴迈出了新的一步。2011年，收购广联生猪交易市场，补齐了生猪屠宰与冷链物流环节。2014年7月，与新加坡永记公司合资成立了湖南新永联物流，拥有省际干线+省内中短途+长株潭配送+市内宅配（最后一公里）全方位冷链物流的保障体系。2020年10月，为进一步扩大屠宰产能，公司与宁远县农村建设投资开发共同出资设立湖南舜新食品，年屠宰生猪50万头，物流冷库4,000吨。目前已拥有“U鲜”、“晨丰”、“农丰”多个鲜肉中高端品牌，满足不同层次的客户需求。

安全饲料：2012年9月，公司与内蒙古扎赉特旗天和粮食有限公司原股东签订增资扩股协议，以现金出资认购天和公司728万元注册资本，占扎赉特旗天和粮食有限公司股权51%，取得控股权。

并购基金：2019年9月，公司与湖南省现代农业产业控股集团有限公司全资子公司湖南现代农业产业投资基金管理有限公司共同出资设立新五丰产业并购基金。作为新五丰产业整合的平台，基金总规模为人民币10亿元，主要服务于新五丰，推进其战略发展，巩固其行业地位。

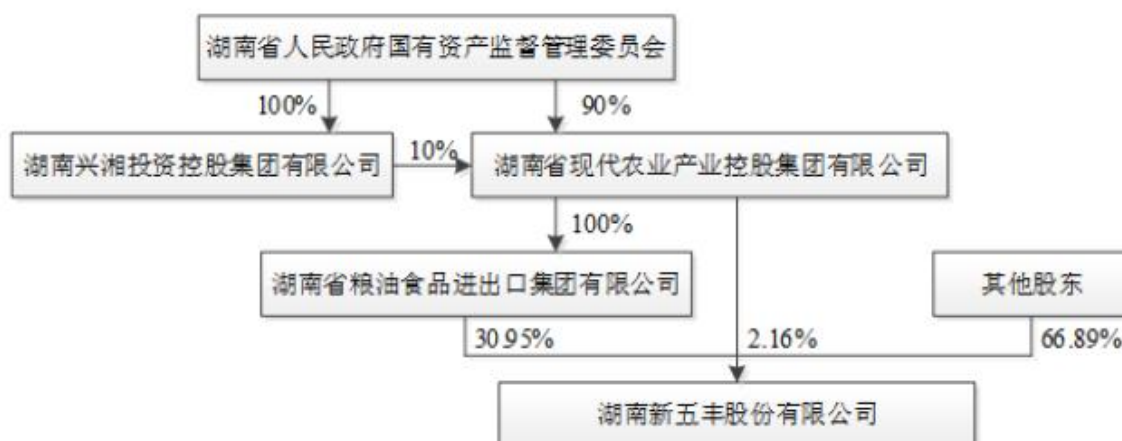
图 9 公司发展历程，打造生猪全产业链



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

湖南国企，股权结构稳定且集中。公司为湖南省人民政府国有资产监督管理委员会下辖的唯一以生猪产业为主业国有控股上市公司，公司股权结构清晰稳定且集中。受惠于产业政策的支持，获得发展的新机遇，有利于业务长期发展，旗下控股多家企业。

图 10 公司股权结构稳定且集中

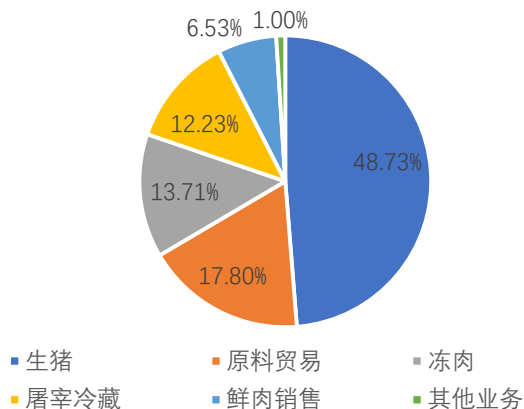


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司业务以生猪养殖为主，2020 年生猪出栏 32.69 万头；从营收结构来看，公司 2020 年生猪业务占比 48.73%，其中，生猪内销收入占比生猪收入的 87.03%；其他板块，原料贸易板块，由于加大了玉米临储粮的贸易，销售收入较上年同期增长 56.64%，2020 年占比 17.8%。冻肉与屠宰冷藏业务板块中，冻肉板块的营收较上年同期增加 299.76%，而屠宰冷藏有所下降，主要原因是市场上生猪供应紧张，使得冻肉销售量大幅增长。占比次之的鲜肉业务则由于开发了广东地区和扩大了深圳地区肉品业务实现销售上升。

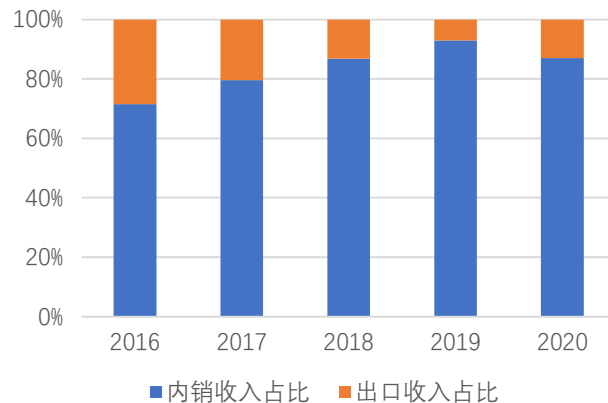
公司业绩随养殖周期波动，后续有望企稳回升；我们也可以看到近十年公司业绩及净利率水平随生猪均价呈周期性波动；2020 年公司营收 27.24 亿元，同比增长 27.85%，归母净利润为 2.83 亿元，同比增长 346.66%，2021Q1 归母净利润为 0.44 亿元，同比增长-56.69%；主要源于 1) 公司为加强生物安全防控，减少合作农户猪场养殖密度；2) 一季度共留 3.1 万头商品母猪内部供种，但随着疫情稳定及公司疫情防控、成本管控等方面的改善，公司未来业绩也有望稳步提升。

图 11 公司主要业务为生猪养殖业务



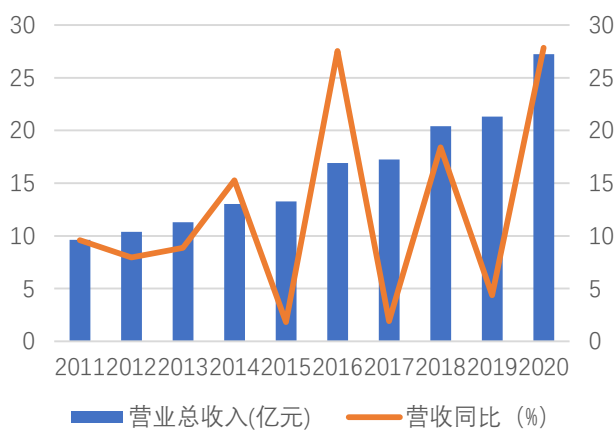
数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

图 12 公司内销占比大



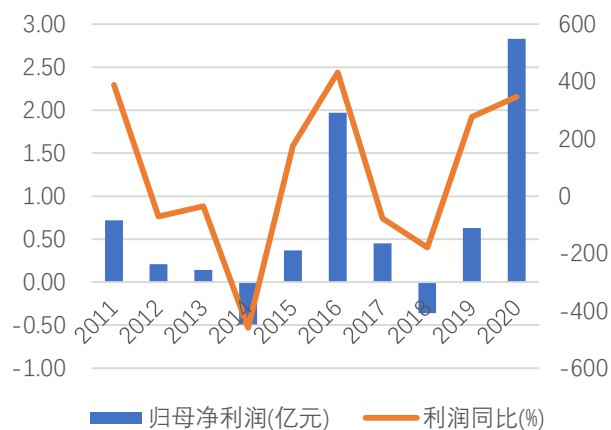
数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

图 13 公司营收及变化波动较大



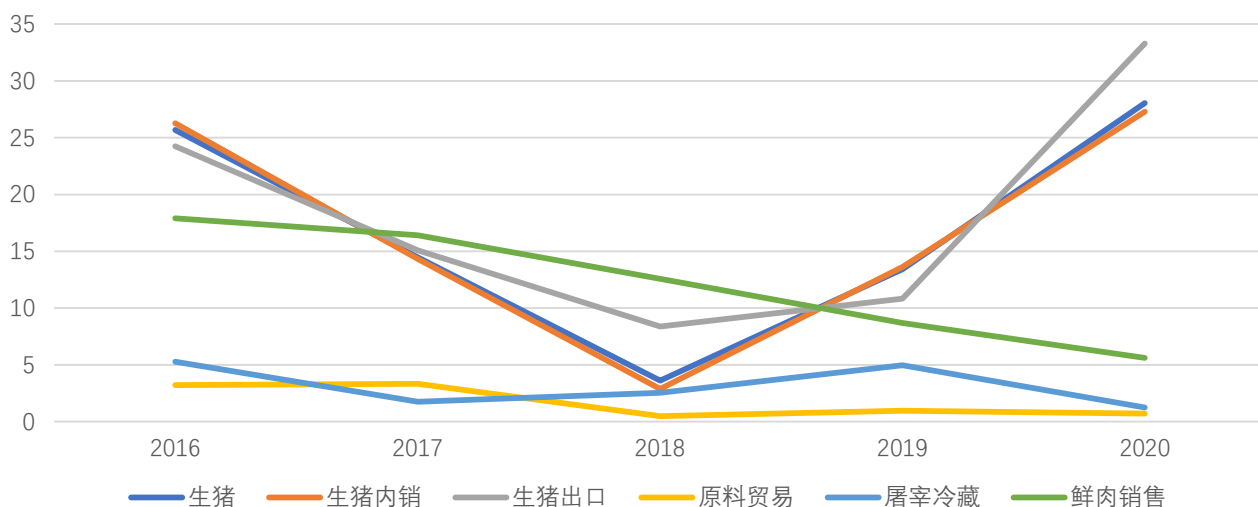
数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

图 14 公司业绩随周期波动



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

图 15 公司毛利率水平 (%)

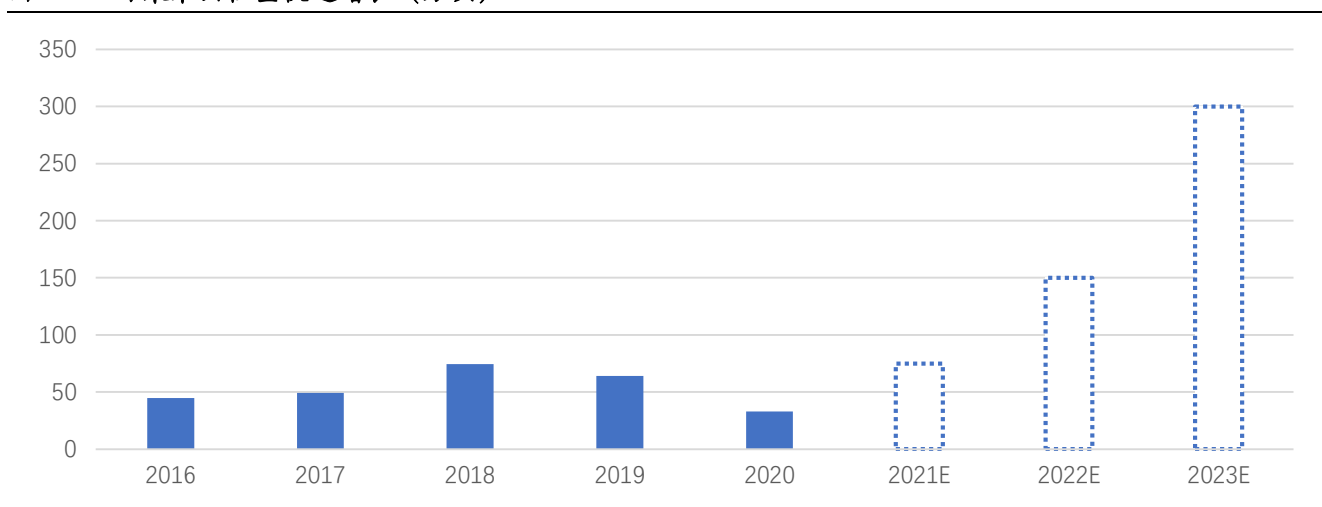


数据来源：wind、国泰君安证券研究

2.2. 成功关键: 轻资产租赁模式有效保证成本优势及产能扩张

21 年公司出栏量有望回升，未来有望实现高增长；2015-2018 年，公司出栏量从 44.67 万头稳步攀升至 74.53 万头，2019 年、2020 年公司猪的出栏量分别下降至 64.12 万头、32.90 万头，降幅分别达到 28.5%、51.9%，2021 年预计公司出栏 75 万头，有望回升，主要由于 2020 年母猪场主动淘汰高胎龄、低产出母猪，提升生产性能，在确保全年稳定生产的情况下，分批次引进健康优质后备母猪。目前公司能繁殖母猪存栏数预计约为 5 万头，2021 年公司新交付的租赁场将新增母猪产能规模 10 万头，因此，预计 2021 年底，能繁母猪存栏将达 10 万头。此外，控股股东旗下的兄弟单位湖南天心种业作为新五丰商品猪生产销售的上游，一定程度上为公司的产能扩张计划提供保障，预计公司 2022 年出栏生猪 150 万头，预计 2023 年出栏生猪 300 万头。

图 16 公司未来出栏量快速增长（万头）



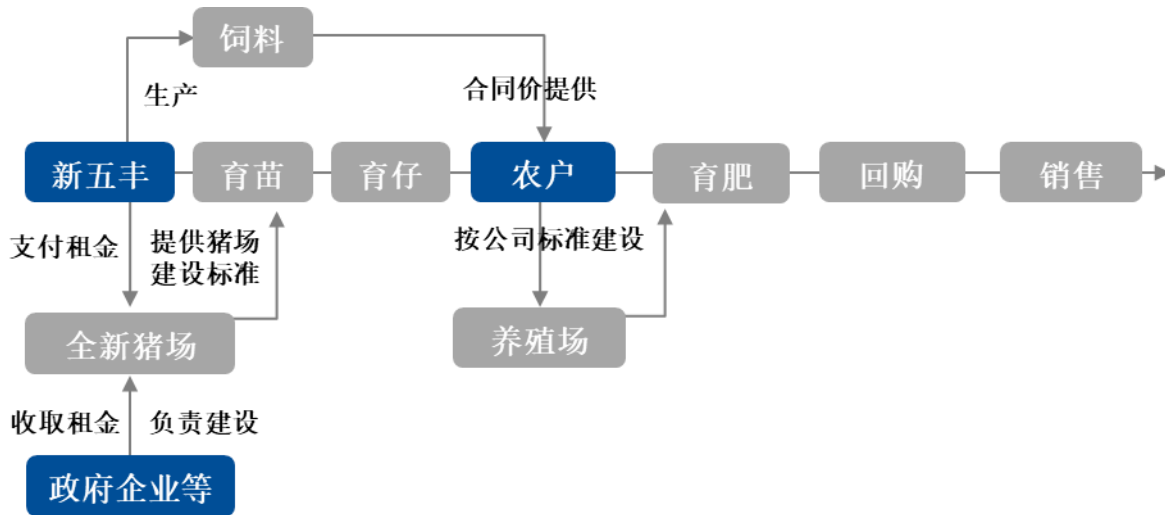
数据来源：wind、国泰君安证券研究

公司主要采取以租赁标准化、新工艺母猪场和专业育肥场的轻资产模式进行高质量快速扩张；租赁模式优势明显，公司寻找政府企业合作方，合作方按公司标准建设养殖场及相关配套设施，或政府组织代养户建设养殖小区，优点在于项目建设质量标准统一，防疫能力强，资金需求量相对较小且租金价格稳定，享受政府用地政策等等。

公司养殖模式包括自养模式和“公司+适当规模小农场”代养模式两种，自繁自养包括也包括自有猪场和租赁猪场两种，公司现有自有规模养殖基地 13 个，租赁猪场 39 个，其中租赁母猪场 21 个，租赁育肥场 18 个。

“公司+适当规模小农场”模式是公司负责提供仔猪、饲料、疫苗、兽药、技术指导及合格商品猪的回收、销售等一系列服务，合作农户负责提供符合公司要求的猪舍及饲养工具，并负责猪的饲养管理、消毒防疫等工作。相较于“公司+农户”，删去不合规模的农场，可提高养殖规模化率，降低规模养殖饲养密度，减少猪群交叉感染机率。

图 17 公司租赁模式完善



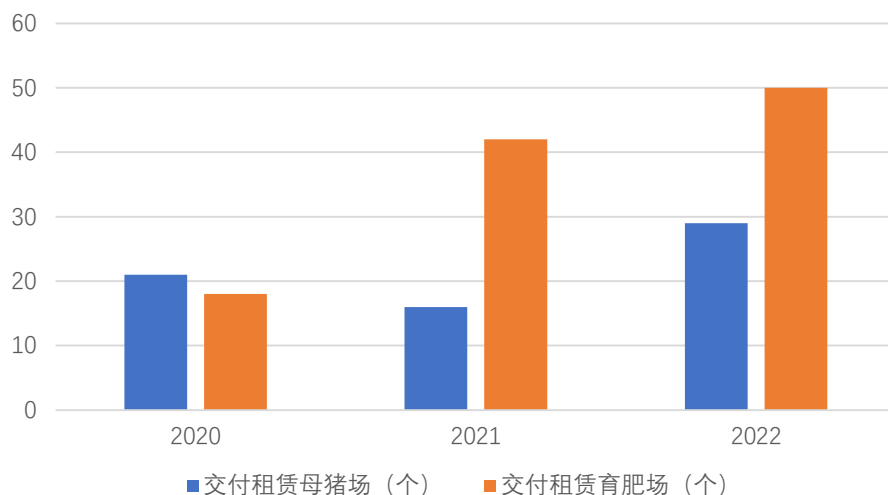
数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 18 租赁模式具有优势

	自繁自养	公司+农户代养	租赁模式
模式	公司自建养殖场	合作农户按公司标准自建养殖场	公司寻找政府及企业合作方，合作方按公司标准建设养殖场及相关配套设施；政府组织代养户建设养殖小区，并监督项目开展情况
缺点	投资大，拿地周期较长，土地征用较不灵活	农户自建质量不一，防疫难度大	
优点	生产全环节可控	节省了育肥环节的固定资产建设，节约固定资产折旧成本	项目建设质量标准统一，防疫能力强
	降低发生其他猪场病情交叉感染风险	分散单一猪场疫病发生的风险	公司向合作方支付租金，资金需求量相对较小且租金价格稳定
			土地经营权有偿流转，享受政府用地政策支持
			政府提供国家政策补贴及项目开展补贴

数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 19 公司租赁场完备

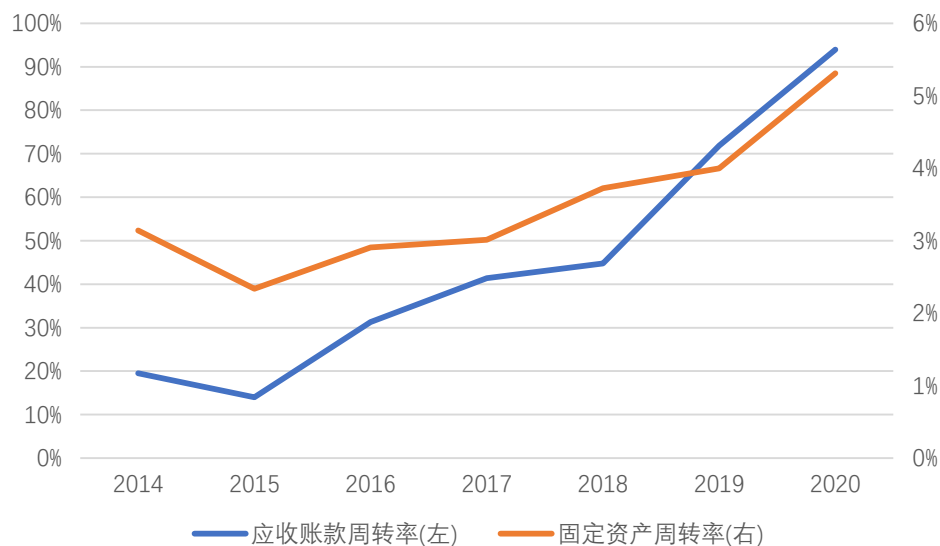


数据来源: wind、国泰君安证券研究

养殖模式决定公司未来的成长性, 租赁猪场模式有效保证规模扩张速度及成本控制两大核心因素:

- 1) 有效保证轻资产快速扩张: 可利用出资方的资金优势及在当地的资源, 获得建设用地和政策支持, 提升建设速度, 并不断复制。

图 20 公司固定资产周转率、应收账款周转率较高, 有效缓解资金压力



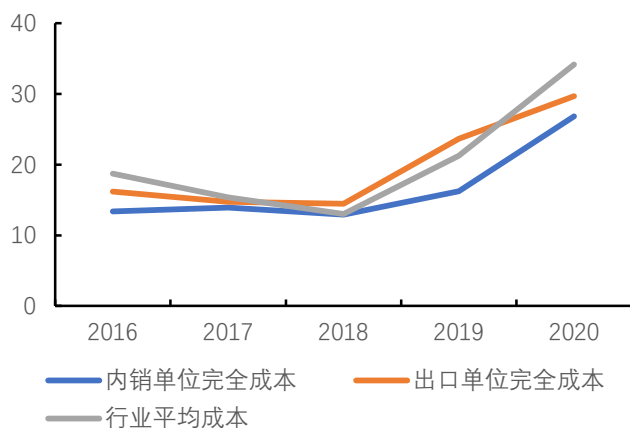
数据来源: wind、国泰君安证券研究

- 2) 轻资产费用较少, 完全成本低于行业平均水平; 公司完全成本低于行业平均, 原因系于实行轻资产扩张, 固定资产折旧费用较少。2020 年生猪内销、出口头均盈利分别约 1000 元、1600 元。未来随着公司出栏规模不断扩大、防疫及管理水平不断提升, 公司完全成本有望快速控制。

- 3) 有效防控疫情: 公司充分利用湖南区域丘陵山地屏障优势, 从新建猪场选址、生物安全工艺设计、分点饲养、仔猪专业育肥、区域内产业分散与配套有机结合布局、减少猪群调运防止交叉感染等方面做好了顶

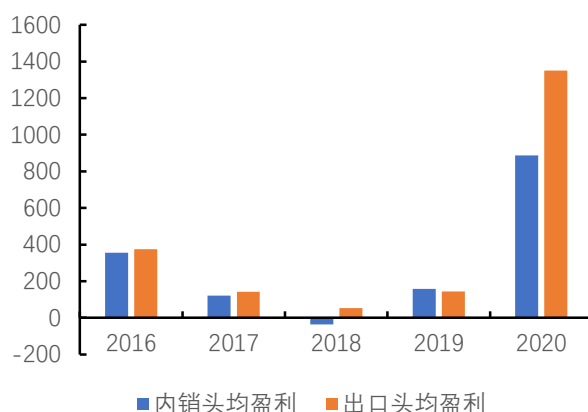
层设计。通过建立严格的“三区两道”（隔离区、生活区、生产区，净道、污道）、“四进四出”（人员、物资、饲料和后备猪的进入，仔猪、淘汰猪、病死猪和废弃物的流出）、“防四害”（鸟、鼠、蚊、蝇）等分级分区消毒防疫管理制度，防止交叉感染，阻断生猪病毒入侵，构建内外部预警生物安全体系，形成了生产环节的总体生物安全管理体系。同时加大对一线人员支持力度、建立防疫联系点制度、强化督查巡查“回头看”效果、优化检测实验室的区域配备、并将防控新要求、新制度及时下发等一系列实质性措施，夯实了公司生物安全体系建设。

图 21 单位完全成本低于行业平均水平（元/kg）



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 22 头均盈利显著上升（元）



数据来源：wind、国泰君安证券研究

2.3. 竞争力: 疫情背景下拥有先进育种体系及多方位管理水平
育种是养殖制高点，公司种猪资源充足，公司在湖南湘潭拥有国家核心育种场，同时天心种业种猪质优量足，目前优质种猪 20 万头，且其生产性能达到了行业标杆水平，种猪品牌影响力进入了全国前列，在全国拥有三家高标准的原种猪场及 20 多家一级扩繁场，分子公司遍布湖南、湖北、河南等省

同时公司在饲料营养、疫病防制、饲养方式等多方面拥有先进的技术，确保公司又好又快发展。

表 2 疫情后公司扩张快速

时间	项目详情	母猪/生猪出栏数	投资额
2018 年 8 月 18 日	与绥宁县人民政府签订合作协议	年出栏生猪 30 万头	
2018 年 12 月 26 日	与隆回县人民政府签订合作协议	年出栏生猪 20 万头	
2019 年 2 月 1 日	在绥宁设立养殖子公司	年出栏生猪 30 万头	1000 万元
2019 年 3 月 5 日	在广东从化设立子公司		1000 万元
2020 年 5 月 29 日	收购广州聚力科技发展全资子公司 90% 股权。	年提供 7.0 公斤优质三元仔猪 6.4 万头，年出栏肥猪 6 万头	5096 万元
2020 年 10 月 9 日	与宁远县农村建设投资开发共同出资设立湖南舜新食品	年屠宰生猪 50 万头，物流冷库 4,000 吨	6500 万元

2020 年 12 月 7 日	与湖南耒阳新合农牧、耒阳新鑫畜牧共同投资设立耒阳新鑫畜牧	建设规模为 6,000 头母猪的种猪扩繁场	2100 万元
2020 年 12 月 7 日	与耒阳新融企业管理合伙企业共同投资设立湖南耒阳新合农牧	建设规模为 15000 头仔猪生产规模的仔猪场	2400 万元
2021 年 2 月 23 日	与湖南建工集团有限公司的 8 家子公司签约肥猪场租赁协议	合计规模为 52200 头的母猪场, 62000 头的肥猪场	9.8 亿元, 租赁 10 年
2021 年 2 月 23 日	与新化县久阳农业开发签约母猪场租赁协议	规模为 7200 头的母猪场	1.75 亿元, 租赁 15 年
2021 年 4 月 25 日	与华为、中南智能联合签约智慧养殖项目合作协议		
2021 年 6 月 16 日	与郴州市新天投资有限公司共同出资设立湖南苏新食品	年屠宰 85 万头, 物流冷库 5,000 吨	1.60 亿元
2021 年 6 月 16 日	增资全资子公司双峰县吉宏农牧开发有限责任公司并投资建设原种场	新建存栏 3,600 头原种猪场	2.03 亿元
2021 年 6 月 16 日	在衡南县花桥镇均佳村建设母猪场	建设存栏规模 12,000 头母猪场	2.52 亿元

数据来源: wind、国泰君安证券研究

同时公司管理深化改革, 取得阶段性成果。一是精简机构, 总部原有 13 个职能与管理部整合优化为 7 个职能部门、3 个中心; 二是优化人才结构, 通过公开竞聘选拔任命总部部门经理级员工中 85 后员工占 36.36%, 硕士学历占 54.55%, 较改革之前大幅提升; 三是将公司由运营管控型向战略管控型调整, 在养殖板块搭建事业部管理架构, 将管理职能和权限下沉并进行赋能, 实现总部管理效能和养殖板块经营能力提升。四、通过猪场团队建设和合伙人制激励, 充分发挥经营管理层的积极性和创造性, 提升猪场管理水平, 最终提升猪场生产效率, 控制生产成本。

3. 看未来，扩张潜力有迹可循

3.1. 产能+资金+土地，万事俱备

公司产能充足，加快养殖布局，2021 年预计交付的租赁场近 60 个，其中新增母猪产能规模 10 万头，对应新增生猪产能 200 万头以上。另外为拓展广东当地生猪市场，公司于 2020 年收购广州聚力科技发展有限公司全资子公司广州壮壮科技发展有限公司 90% 股权。

从在建工程及生产性生物资产看，2020 年生产性生物资产稳步攀升，较 20 年同期大幅增长 75.16%，2021 年 3 月末生物性资产 2.18 亿元，说明公司产能增长快速，种猪存栏量已企稳回升；2020 年在建工程较 20 年同增 354%，公司目前正在加快猪场建设，提升防疫能力，为后续出栏奠定基础。

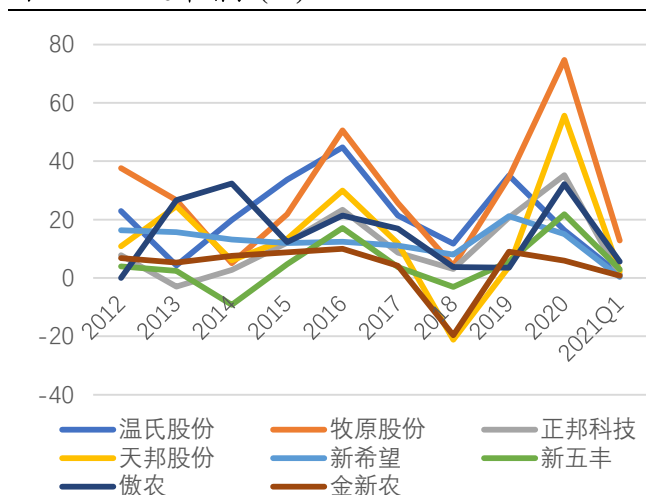
表 3 2011-1H2021 年新五丰固定资产、在建工程和生产性生物资产数据汇总

单位：百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
固定资产	210	210	273	556	578	586	559	538	528	498
YOY		0%	30%	104%	4%	1%	-5%	-4%	-2%	-6%
在建工程	4	105	203	43	29	19	28	20	19	88
YOY		2498%	92%	-79%	-33%	-35%	46%	-29%	-2%	354%
固定资产+在建工程	214	316	475	599	607	604	586	557	547	586
YOY		48%	51%	26%	1%	0%	-3%	-5%	-2%	7%
生产性生物资产	15	15	19	24	29	37	41	56	56	98
YOY		1%	27%	25%	22%	27%	10%	37%	0%	75%

数据来源：wind、国泰君安证券研究

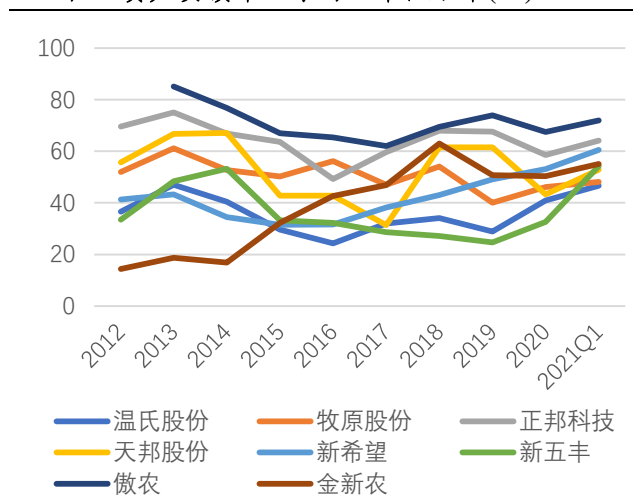
公司资金雄厚，融资空间大。公司 2020 年共计投资 1325 万元，同期增幅 167.61%。公司现金类资产逐步提升，2021Q1 达到 3.82 亿元，2020 年公司 ROE 达到 21.82%，资产负债率处于行业低水平 32%，2021Q1 因为会计准则变化上升至 52%，无其他变化，仍处于行业中低水平，融资空间较大，未来成长空间大。

图 23 ROE 逐年增长(%)



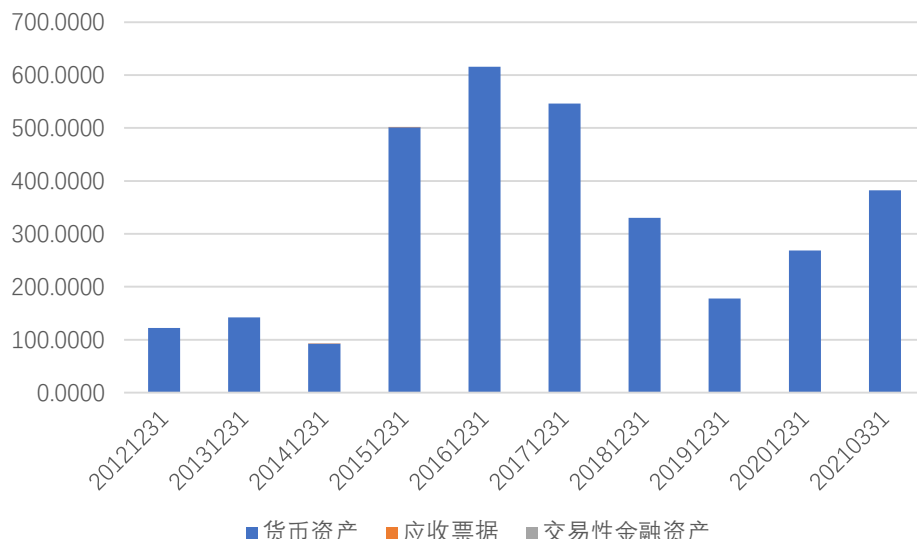
数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 24 资产负债率处于行业中低水平(%)



数据来源：wind、国泰君安证券研究

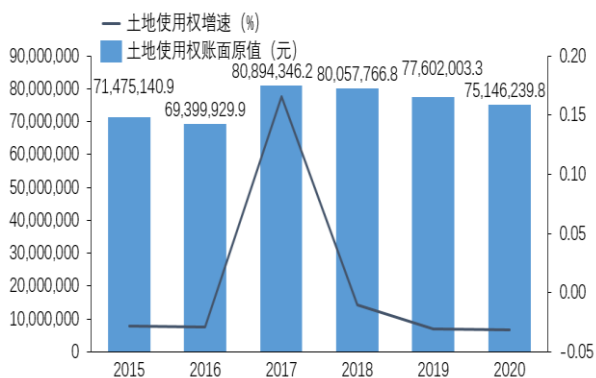
图 25 公司现金类资产逐步提升 (百万元)



数据来源: wind、国泰君安证券研究

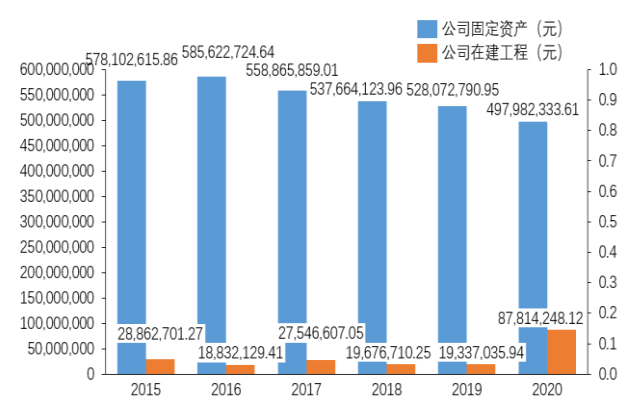
储备生猪养殖场地。至 2020 年,公司土地使用权无形资产已接近 1 亿,5 年前便开始持续储备厂房。公司现有租赁猪场 39 个,其中租赁母猪场 21 个,母猪产能规模 5.25 万头;租赁育肥场 18 个,年出栏肥猪产能 24.32 万头。

图 26 土地使用权总量近 1 亿



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 27 五年间持续储备厂房, 目前厂房量充足



数据来源: wind、国泰君安证券研究

定增申请过会,进一步扩大产能。2021 年 6 月 1 日,公司非公开发行股票的申请获得审核通过。本次非公开发行拟募集资金 10.30 亿元,发行价格为 6.76 元/股,募集对象均为公司实际控制人控制的公司,募集资金拟用于进一步扩大产能以及补充流动资金。本次发行完成后,公司收入水平、盈利能力、抗风险能力将进一步提升,同时公司净资产规模将有所增加,可降低公司资产负债率和公司的财务风险。

表 4 公司非公开发行情况

非公开发行对象			
序号	认购人	认购股份数量 (股)	拟认购金额 (万元)
1	湖南省现代农业产业控股集团有限公司	3,421,439.00	50,000.00

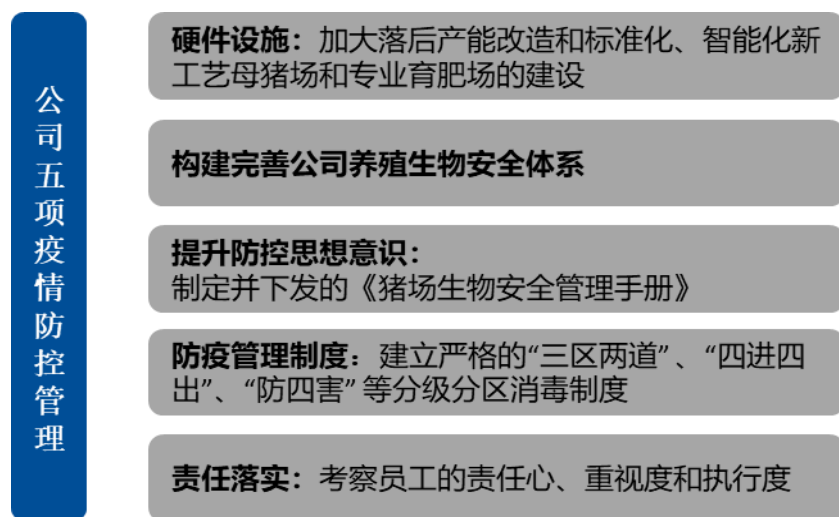
2	湖南省粮油食品进出口集团有限公司	4,403,817.00	2,999.00
3	湖南兴湘投资控股集团有限公司	44,052,863.00	30,000.00
4	湖南建工集团有限公司	29,368,575.00	20,000.00
合计		151,246,694.00	102,999.00
募集资金用途			
序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	湖南新五丰存栏 4.32 万头母猪场项目	106,028.24	51,076.40
2	补充流动资金	51,922.60	51,922.60
合计		157,950.84	102,999.00

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.2. 先进人才管理+防疫体系，有迹可循

完善的防疫体系配备高科技管控系统，保障消费者安全。公司构建完善严格的分级分区消毒防疫管理制度，构建内外部预警生物安全体系，形成了生产环节的总体生物安全管理体系，做到了生物安全管理全覆盖。公司创新开展智能化养殖技术理论探索和工程建设试点，运用大数据处理技术和人工智能手段，通过物联网平台实现养猪生产“设备自动化、数据信息化、生产标准化、控制中心化、操作无人化、预警处理及时化”全方位管控。

图 28 公司防疫体系完善



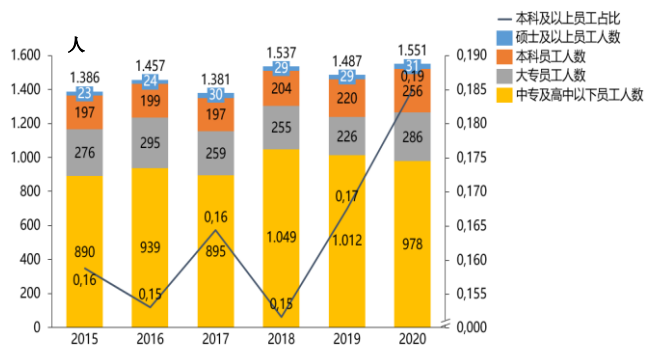
数据来源：wind、国泰君安证券研究

高层管理人员呈现高学历化，催生先进的人才管理理念。公司是国内较早的生猪规模化养殖实践者，拥有专业经营人才团队，并匹配了较为合理的梯队人才选拔、培养、激励机制，具有较丰富的生猪养殖及产业经营经验。现有 22 名总部部门经理级员工中，硕士学历 12 人，占比 54.55%，较改革之前大幅提升，全司人才队伍更专业化。

员工素质水平不断提高，人才储备充足。公司中专及高中以下员工人数最多，2018 年达到 68.4%，2018 年后逐年减少，本科及以上学历员工占比呈增长趋势，2020 年达到 19%，是 2015 年的 1.3 倍。专业化人才储备充

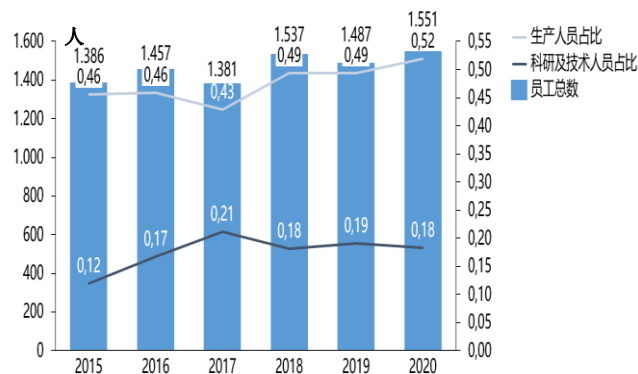
足，助力公司快速发展。生产人员占比最高，2020 年达到 52%，技术及研发人员占比近年来先升再降，目前维持在 18% 上下，说明科研人员结构安排已趋于稳定。

图 29 员工本科以上占比逐年增长



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 30 科研人员占比已趋于稳定



数据来源：wind、国泰君安证券研究

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 营收拆分：预计 21/22/23 年公司营收分别为 40.80/53.61/82.49 亿元

公司主要业务为生猪养殖，2020 年收入占比约 48.73%，毛利占比约 90.4%，故我们主要拆分了生猪业务：

生猪养殖：2018 年下半年行业出现非洲猪瘟重大疫情，对我国生猪产业造成了较大的影响，但公司作为规模化企业，在非瘟疫情下依托轻资产模式具有行业领先的疫情防控和经营管理水平，并且拥有足够的土地储备、产能以及资金保证公司稳定发展，故我们给予 2021、2022、2023 年生猪出栏 75、150、300 万头，其中内销比例约占 90%，内销销售均价分别为 25.00、19.00、16.00 元/kg。

表 5 公司业务拆分情况：21/22/23 年预计公司营收分别为 40.80/53.61/82.49 亿元

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
生猪						
生猪内销						
收入（百万元）	881.62	939.18	1155.22	1918.13	2721.19	4910.42
出栏（万头）	60.67	46.35	29.08	66.72	124.54	266.87
均价（元/kg）	12.64	17.62	34.54	25.00	19.00	16.00
成本（百万元）	856.13	811.27	840.14	1542.18	2363.14	4296.62
毛利（百万元）	25.48	127.92	315.07	375.95	358.05	613.80
毛利率(%)	2.89	13.62	27.27	19.60	13.16	12.50
生猪出口						
收入（百万元）	133.87	71.32	172.09	266.69	391.15	685.78
出栏（万头）	7.81	2.49	3.61	8.28	15.46	33.13
均价（元/kg）	14.90	24.91	41.45	28.00	22.00	18.00
成本（百万元）	122.64	63.60	114.82	204.78	328.92	621.01
毛利（百万元）	11.23	7.72	57.27	61.91	62.23	64.77
毛利率(%)	8.39	10.82	33.28	23.21	15.91	9.44
原料贸易						
收入（百万元）	312.33	312.07	484.81	630.25	693.28	762.61
成本（百万元）	310.80	309.02	481.26	623.95	686.35	754.98
毛利（百万元）	1.53	3.05	3.55	6.30	6.93	7.63
毛利率(%)	0.49	0.98	0.73	1.00	1.00	1.00
冻肉						
收入（百万元）	17.52	93.42	373.44	672.19	873.85	1136.00
成本（百万元）	17.18	79.70	354.09	631.86	821.42	1067.84
毛利（百万元）	0.34	13.72	19.36	40.33	52.43	68.16
毛利率(%)	1.92	14.69	5.18	6.00	6.00	6.00
屠宰冷藏						
收入（百万元）	570.94	642.72	333.18	366.50	403.15	443.46
成本（百万元）	556.31	610.86	329.05	359.17	391.05	425.72
毛利（百万元）	14.63	31.86	4.13	7.33	12.09	17.74

毛利率(%)	2.56	4.96	1.24	2.00	3.00	4.00
鲜肉销售						
收入(百万元)	70.30	40.23	177.78	200.00	250.00	280.00
成本(百万元)	61.45	36.73	167.79	188.00	232.50	257.60
毛利(百万元)	8.85	3.50	9.98	12.00	17.50	22.40
毛利率(%)	12.59	8.70	5.62	6.00	7.00	8.00
饲料销售						
收入(百万元)	52.11	27.42	19.02	20.92	23.01	25.32
成本(百万元)	45.43	24.32	17.10	18.62	20.25	22.28
毛利(百万元)	6.68	3.10	1.92	2.30	2.76	3.04
毛利率(%)	12.83	11.31	10.08	11.00	12.00	12.00
总收入(百万元)	2041.04	2130.43	2723.73	4079.69	5360.63	8248.59
总成本(百万元)	1971.84	1938.49	2311.83	3572.56	4847.58	7449.95
毛利(百万元)	69.20	191.95	411.90	507.13	513.05	798.63
毛利率	3.39%	9.01%	15.12%	12.43%	9.57%	9.68%

数据来源: wind、国泰君安证券研究

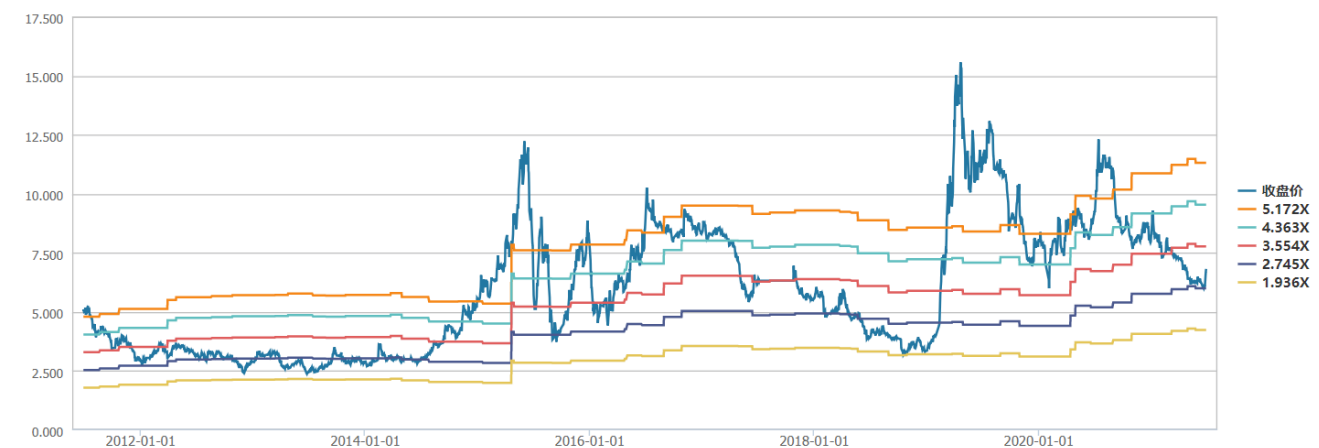
4.2. 盈利预测与投资建议

PB 估值: 公司合理估值 52 亿

从公司历史 PB 数据来看, 公司 PB 在上一轮猪周期猪价下行期的 2018 年 10 月达到最低值 2x, 代表了市场对于公司未来净资产盈利能力的最低预期估值。考虑到未来几年公司 ROE 水平相比以往会有较高提升, 合理预计步入本轮猪价下行期后, 公司底部中枢也较高于上轮周期约 2.5-3x, 对应 21 年估值约 43-52 亿元, 22 年估值约 49-59 亿元, 目前公司向下的空间较小, 有足够大的安全边际。

公司合理估值可达 52 亿, 未来成长性较足; 预计公司 2021 年利润达到 3.15 亿元, 期末净资产达 17.17 亿元, 基于公司扩张快速、成长性充足, 以 3 倍 PB 进行测算, 公司合理估值 52 亿元。

图 31 公司 PB 估值图



数据来源: wind、国泰君安证券研究

表 6 2021 年 3 倍 PB 对应估值 52 亿

	2021E	2022E	2023E
期初净资产 (亿元)	14.29	17.17	19.67
年度出栏 (万头)	75	150	300
年度净利润 (亿元)	3.15	2.74	4.19
期末净资产 (亿元)	17.17	19.67	23.62
ROE	18.32%	13.90%	17.74%
2.5 倍 PB 对应市值 (亿元)	43	49	59
3 倍 PB 对应市值 (亿元)	52	59	71

数据来源: wind、国泰君安证券研究

PE 估值: 公司合理估值 51 亿

公司是我国最早上市的养殖公司, 在非瘟疫情下, 公司持续改善防疫及管理水平, 拥有土地储备、产能以及资金保证公司稳定发展, 同时疫情加速规模化程度提升, 给公司带来发展机遇; 我们持续看好公司未来发展, 给予 2021-2023 年归母净利润分别为 3.20/2.74/4.19 亿元, EPS 分别为 0.49/0.42/0.64 元, 行业平均估值 10 倍, 但基于公司扩张快速, 21、22、23 年出栏量分别同增 128%、100%、100%, 持续扩张, 成长性足, 给予公司一定溢价 16 倍 PE, 对应合理估值 51 亿。

表 7 上市公司估值表

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	股价(2021/7/6)	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300498	温氏股份	893	14.27	1.33	1.28	0.97	10.73	11.15	14.71
002714	牧原股份	3121	59.29	9.48	7.46	7.75	6.25	7.95	7.65
002385	大北农	301	7.55	0.54	0.53	0.51	13.98	14.25	14.80
603477	巨星农牧	53	11.23	1.42	1.72	2	7.91	6.53	5.62
平均							9.72	9.97	10.70

数据来源: wind、国泰君安证券研究

基于本轮猪周期步入下行通道, 我们取较低估值 51 亿, 对应 21 年目标价为 7.85 元, 首次覆盖, 给予增持评级。

5. 风险提示

非洲猪瘟疫情风险：非洲猪瘟疫情对生猪养殖业造成较大影响，目前存栏生猪仍有被感染的风险，而疫情的感染将会加大死淘率以及养殖成本，对公司业绩造成较大影响；

猪价不达预期风险：公司业绩受到猪价影响较大，若猪价不达预期，将会对公司业绩造成较大的影响；

产能扩张速度不达预期风险：我们对公司未来业绩做出判断的重要假设，除了猪价之外，便是产能扩张，若公司出栏量/屠宰量不达预期，将会影响公司业绩及未来发展；

食品安全风险：若公司肉品发生食品安全事件，将对公司产生不良影响。
原材料成本上涨风险：生猪养殖原材料成本占比较大，若主要原材料玉米、豆粕价格上涨，则对公司养殖成本和业绩产生较大影响。

其他疫病风险：生猪养殖业受到疫情影响较大，若有其他疫病发生，则公司将受到影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

<hr/> <hr/>	<hr/> <hr/>
	<hr/> <hr/> <hr/> <hr/>
	<hr/> <hr/> <hr/> <hr/>
	<hr/> <hr/> <hr/> <hr/>
<hr/> <hr/>	<hr/> <hr/>
<hr/> <hr/>	
<hr/>	