

模式创新助雏鹰展翅

雏鹰农牧 (002477)

定价区间: 27.3-31.2 元

新股分析报告

2010年8月26日 星期四

农林牧渔小组

张先萍

021-50586660-8633

证书编号: S0630207110042

zxp@longone.com.cn

李臣燕

010-59707122

lcy@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股)	10000
本次发行股数(万股)	3350
发行后总股本(万股)	13350

财务指标

每股收益(元/股)	0.88
每股净资产(元/股)	3.98
净资产收益率(%)	31.96
资产负债率(%, 母公司)	46.51

申购要点

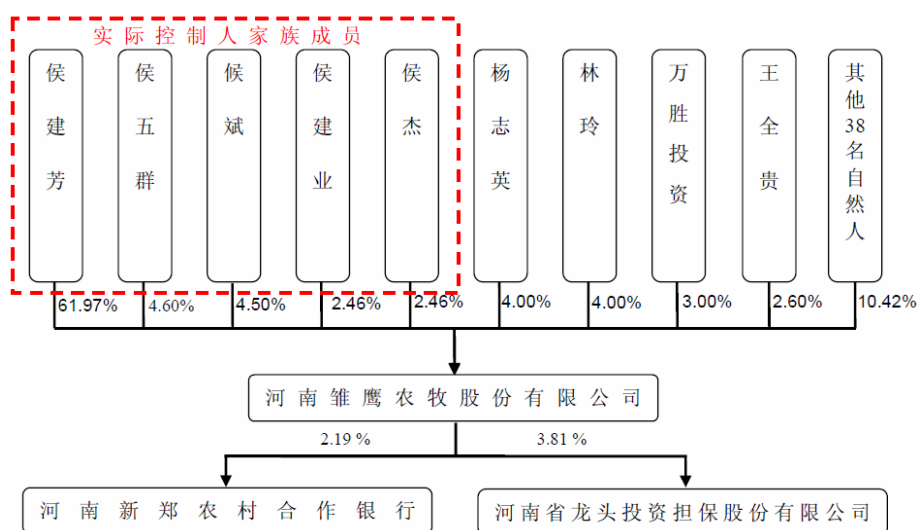
- ❑ **企业概况:** 公司主营业务为家畜、家禽养殖与销售,已经建立了包括饲料生产、种猪繁育、生猪养殖、种蛋生产、鸡苗孵化,技术研发、疫病防治等在内的一体化经营模式,产业链完整。公司通过在实践中不断探索,对传统“公司+基地+农户”模式进行了深化,创新性地建立了具有丰富内涵和特色的“雏鹰模式”。该模式的成熟和可复制性,已使公司迅速成长为具有综合实力的大型畜禽养殖企业。
- ❑ **行业前景:** 2000年以来,我国居民猪肉消费占肉类总消费量的比重一直维持在60%以上。消费习惯决定了猪肉消费在我国的重要地位。近年来,我国居民肉类消费出现明显变化,居民的猪肉消费更重视安全、健康、品牌和质量。猪肉消费正由温饱型向追求质量安全的小康型转变。
- ❑ **核心竞争优势:** 公司在生猪养殖模式上创出了可有效规避行业风险、低成本快速扩张的“雏鹰模式”,并有效运营,获得了快速发展,并保持了较强的盈利能力,构成了公司的核心竞争力。1. 快速扩张优势。“雏鹰模式”的可复制性为迅速扩张生猪养殖规模提供了捷径。它的特点在于“寓集中于分散中”。2. 防疫优势。公司“雏鹰模式”主要通过“防疫技术”和“物理隔离”相结合的方式,将畜禽疫病发生和传播风险降到最低。3. 产品低成本优势。“雏鹰模式”通过“分阶段、流程化”养殖和“共赢”的农户合作方式,提高公司养殖效率。
- ❑ **定价区间与申购建议:** 我们预测公司2010-2012年净利润分别为10412万、15328万和27791万,其CARG为38.72%,摊薄后2010-2012年EPS分别为0.78、1.15和2.08。综合市场可比公司的整体市盈率水平,我们给与公司2010年EPS市盈率区间为35-40倍,对应的询价区间为27.3-31.2元之间。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

本次发行前，公司共有 47 名股东，其中万胜投资为法人，其余均为自然人。具体持股情况见图 1。

图 1: IPO 前雏鹰农牧股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

侯建芳先生个人持有公司 61.97% 的股份，侯建芳及其家族成员合计持有公司 75.98% 的股份；首次公开发行股票完成后，侯建芳个人将持有 46.42% 的股权，侯建芳及其家族成员仍将持有 56.91% 的股份。侯建芳先生同时担任公司的董事长、总经理，因此，侯建芳及其家族成员为公司控股股东和实际控制人。

1.2 公司主营业务

公司主营业务为家畜、家禽养殖与销售，已经建立了包括饲料生产、种猪繁育、生猪养殖、种蛋生产、鸡苗孵化、技术研发、疫病防治等在内的一体化经营模式，产业链完整。公司通过在实践中不断探索，对传统“公司+基地+农户”模式进行了深化，创新性地建立了具有丰富内涵和特色的“雏鹰模式”。该模式的成熟和可复制性，已使公司迅速成长为具有综合实力的大型畜禽养殖企业。

公司生产的主要产品分为两类：一类是生猪产品，包括商品仔猪、二元种猪、商品肉猪，占公司收入的 80% 左右；另一类是家禽产品，包括种蛋、鸡苗和肉鸡（淘汰种鸡）。2009 年，公司销售生猪 48.38 万头、种蛋 8,458.96 万枚、鸡苗 1,196.34 万羽、肉鸡 72.46 万只，占公司收入的 19%

左右。

公司是商务部认定的“中央储备肉活畜储备基地”，获得了河南出入境检验检疫局颁发的“供港澳活猪检验检疫注册证”，是中国畜牧业协会常务理事单位，并于 2008 年被农业部、证监会、发改委等八部委评为“农业产业化国家重点龙头企业”。公司是 2008 年北京奥运会指定猪肉原料供应商之一。

2、行业背景

2.1 行业市场空间

消费习惯决定了猪肉的重要地位

我国肉类消费量在“十五”期间年均增幅约 5%，并且是全球最大的猪肉生产国和消费国，生猪市场容量巨大。2000 年以来，我国居民猪肉消费占肉类总消费量的比重一直维持在 60%以上。2009 年，我国肉类总产量 7,642 万吨，同比增长 5.0%，其中猪肉产量 4,889 万吨，同比增长 5.8%，占肉类总产量的 64.0%。国人这一延续千年的消费习惯决定了猪肉消费在我国的重要地位。

消费升级决定了猪肉安全生产的发展方向

近年来，我国居民肉类消费出现明显变化，表现为人均猪肉占有量逐年增加和人均猪肉在人均肉类占有量的比例逐年下降。居民的猪肉消费更重视安全、健康、品牌和质量。猪肉消费正由温饱型向追求质量安全的小康型转变。

生猪养殖行业是国家政策大力扶持的产业

生猪生产是农业的重要组成部分，是农民收入的重要来源，猪肉是国内城乡居民的主要副食品。稳定生猪生产，保持合理的价格水平，对增加农民收入、保证民生、促进经济发展具有重要意义。防止猪肉价格大幅波动是国家对生猪养殖调控的直接目标，国家宏观调控目标实现的主要手段是促进规模化养殖比例的提高。

2.2 行业竞争的情况

生猪市场的竞争主要表现为众多散养户与少数大规模企业之间的竞争，而大规模企业之间的竞争激烈程度较小。

在商品仔猪和二元种猪市场，小规模养殖企业和散养户对大规模养殖企业产品更加青睐，而且由于散养户仍是国内目前主要的养殖主体，市场规模较大，大规模企业之间竞争激烈程度较小。

在商品肉猪市场，下游猪肉食品制造企业和屠宰企业首选质量保证的规模养殖生猪；同时，国内大型猪肉食品生产企业需求量远远超过规模企业的产量；加之国内猪肉消费市场容量较大，这都导致大规模生产企业之间竞争激烈程度较小。

在原有规模企业扩张和新进入企业积极进入生猪养殖的背景下，未来 5 年生猪养殖市场的竞争格局预计将有一定改变，主要趋势表现为：大型养殖企业与散养农户的竞争，将导致农户散养的比例逐渐下降，但大型养

殖企业之间的竞争激烈程度仍然较小。大型养殖企业之间的竞争将主要表现在：养殖成本、产品差异化、质量安全性和饲料、疫苗研发等方面。

新进入生猪养殖的企业需要一定的时间克服大规模养殖存在的壁垒，因此，目前已经实现生猪规模养殖的大型企业将在未来的行业扩张中占据先发优势，在竞争格局中处于有利地位。

3、公司竞争优势分析

3.1 “雏鹰模式”养殖的优势

1. 快速扩张优势

“雏鹰模式”的可复制性为迅速扩张生猪养殖规模提供了捷径。它的特点在于“寓集中于分散中”。

“分散”可以使公司充分利用取得众多零星的小块土地，并且充分利用自然条件将疫病风险降到最低，从而成功突破制约规模化养殖“防疫难”和“大面积养殖土地稀缺”的瓶颈。

“集中”表现为所有畜禽产品的养殖过程均由公司“统一管理”，“统一管理”的内容包括：统一采购、统一供料、统一供种、统一防疫、统一流程、统一销售。通过统一管理，公司将影响产品质量的所有环节纳入管理范围，从而实现了大规模集中生产的产品品质提升，保证了公司绿色产品质量。

2. 防疫优势

公司“雏鹰模式”主要通过“防疫技术”和“物理隔离”相结合的方式，将畜禽疫病发生和传播风险降到最低。“防疫技术”指公司凭借多年积累的技术手段防止疫情发生；“物理隔离”指公司养殖场地“分散养殖、封闭管理”，防止疫情发生和传播。

生猪养殖“防疫难”严重制约了行业大规模化程度。事实证明，国内养殖企业仅依靠“防疫技术”难以防范防疫风险。因此，将“物理隔离”和“防疫技术”相结合是现实选择。“雏鹰模式”对“物理隔离”的内涵进行了深化，能有效切断公司分散养殖场之间的疫情传播途径。因此，公司在迅速扩张生猪养殖规模的同时，始终将疫病风险控制在较低水平。

3. 产品低成本优势

“雏鹰模式”通过“分阶段、流程化”养殖和“共赢”的农户合作方式，培养了专业养殖户，充分发挥了责任心，提高公司养殖效率。“规模经营”通过种猪自主繁育，药品统一采购、饲料自主加工等方面，降低了公司养殖成本。“共赢”的合作理念，可以充分调动农户积极性和责任心，为公司扩张提供合作基础；通过发挥农村“能人效应”，可以利用农户闲散资金，缓解公司扩张的资金需求，减少公司养殖场外部协调和管理成本。

3.2 公司成功完成与农户磨合的优势

提出模式是一个前提，但成功与实际结合实现了效益才能证明是可行

的模式。公司的“雏鹰模式”已非业内秘密，但其他成功者寥寥。模式的实施需要一个双方磨合的过程，而过程的终点不都指向成功。

公司前身脱胎于农村养殖，对农民有深刻理解和认识，因此公司非常重视农户的切身利益，在保证农户利益和公司长远发展中寻求平衡。

农民具有保守性，公司受农户信赖的优势是多年积累而来。2003 年“非典”、2005 年“禽流感”、2006 年“蓝耳病”等多次重大疫情爆发造成全国范围内畜禽产品价格下降的情形下，公司均始终坚持按约定内容完整兑现农户收入，从而取得了农户信赖。多年来在周边农村树立了“尊重农民劳动，保护农民利益”的外部形象，随着公司养殖场的年轮式扩张，良好口碑的影响也逐渐扩散。公司“农户赔钱，雏鹰有责”的宣传在周边农村广为人知。这些多年的积累将成为后来者的成本和时间代价。

3.3 产业链长，灵活应对市场的优势

商品仔猪和二元种猪的价格波动主要随着养殖户补栏积极性而变化，商品肉猪的价格波动随着当期猪肉供需情况变化；由于生猪喂养周期较长，养殖户根据未来 3~6 个月猪肉价格的变化预期决定商品仔猪和二元种猪的补栏情况，这就造成不同种类猪价的波动差异。

公司已经建立了包括饲料生产、种猪繁育、生猪养殖、种蛋生产、鸡苗孵化，技术研发、疫病防治等在内的一体化经营模式，产业链完整。可以利用生猪各产品价格短期波动幅度的不同，适度调节商品仔猪、二元种猪的转栏和销售比例，获取最大收益。

4、公司财务分析

4.1 收入、利润结构分析

公司营业收入主要来源于生猪产品和家禽产品，其产品销售收入合计占营业收入的比重在 98% 以上，主营业务非常突出。

近年来公司营业收入产品结构有较大变化，主要表现为：2007 年、2008 年、2009 年、2010 年 1~6 月，生猪产品营业收入占比分别为 51.73%、71.10%、77.70%、80.85%，持续增长。公司收入产品结构变化的主要原因是：生猪产品养殖规模和营业收入同步快速增长，同时家禽产品养殖规模和营业收入变化幅度较小。

公司综合毛利逐年上升，但各年度利润主要来源有所变化，主要表现为生猪产品占比逐渐上升，目前达 82%；家禽产品占比逐渐下降，目前达 17%。

表 2：雏鹰农牧营业毛利结构表

产品	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
生猪小计	4,314.75	82.1	9,844.41	80.83	8,149.18	85.57	2,603.29	52.79
家禽小计	915.85	17.43	2,267.89	18.62	1,324.23	13.9	2,272.39	46.08
其他	24.92	0.47	66.3	0.54	50.35	0.53	55.7	1.13
合计	5,255.52	100	12,178.59	100	9,523.76	100	4,931.38	100

4.2 盈利能力分析

1、收入增长

公司近年来主营业务收入快速增长，2007 年、2008 年、2009 年、2010 年 1-6 月，公司销售收入分别为 20,839.83 万元、36,415.69 万元、54,108.22 万元、27,004.26 万元，前三年年均增长 61.66%；公司销售生猪数量分别为 13.37 万头、24.91 万头、48.38 万头、26.92 头，前三年年均增长 90.27%。

2、毛利率的同行业对比

通过对比同行业上市公司的毛利水平（见表 3），我们发现公司的毛利率处于同行业中较高水平，显示出较强的盈利能力：

表 3：雏鹰农牧与同行业上市公司毛利率对比表

单位：%

上市公司	2009 年度	2008 年度	2007 年度
顺鑫农业	44.43	60.46	-
罗牛山	8.81	18.75	17.32

新五丰	10.46	9.4	7.05
平均	21.29	29.54	12.19
雏鹰农牧	23.42	31.47	24.15

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

较高的毛利率水平主要源于产品结构。公司生猪毛利主要由商品仔猪、二元种猪贡献，其二者合计占生猪毛利均超过 85%。公司商品仔猪和二元种猪的良好品质使得销售价格高于中小养殖场产品。商品仔猪和二元种猪的高毛利率及结构占比较大导致公司生猪产品毛利率明显高于除顺鑫农业之外的其他可比公司。

另一方面，公司“雏鹰模式”的成本优势也功不可没。“雏鹰模式”建立了公司与农户之间“共赢”的合作机制，使得公司在成本和产品质量控制等方面有明显优势，因此，公司商品肉猪的毛利率也具有比较优势。

公司 2009-2007 年末的资产负债率分别为 43.62%、61.07%和 57.36%，资产负债率偏高。但公司的利息保障倍数较高，同期分别为 7.2、5.9、6.54 倍。公司的应收账款数额较小，销售商品、提供劳务收到的现金 2007-2009 年的同比增长情况为 98%，39%，同期主营收入的同比增长情况为 75%，49%，显示公司的收入回款情况良好。公司的偿债能力有保障。

表 4：公司其他财务指标

其他财务指标	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	1.12	1.28	1.00	1.01
速动比率	0.41	0.53	0.50	0.43
应收账款周转率	26.84	38.41	24.62	14.42
存货周转率	2.29	2.77	2.54	2.47
资产负债率（母公司，%）	46.51	43.62	61.07	57.36
	2010 年半年度	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润（万元）	5,526.99	12,859.95	9,492.88	5,553.06
利息保障倍数	7.33	7.20	5.90	6.54
每股经营活动的净现金流量（元）	0.21	0.53	0.53	-0.19
基本每股收益（元/股）	0.32	0.88	0.62	0.22
加权平均净资产收益率（%）	8.31	31.96	44.43	27.56

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 疫情风险

疫情，作为不可预测的突发事件，是影响畜禽业的最大风险。疫情风险是导致国内生猪行业规模化程度较低的最主要因素。疫情的发生和传播可能为公司养殖带来资产的损失，同时还可能对居民消费心理带来影响而导致产品滞销，带来价格风险。因此，公司作为大型畜禽养殖企业存在较大的疫情风险。

5.2 市场风险

产品价格风险

生猪行业毛利率波动具有一定周期性，由其农产品属性决定。生猪产品市场需求量大，但相对稳定，其产品价格在没有疫情期间，主要由供应情况决定。近 10 年中，我国生猪价格除了 1999 年~2003 年较为稳定外，其余年份都出现了较大幅度波动。

生猪价格波动由价值规律调节供求关系而变，这种调节具有一定规律。生猪饲养盈利增加——种猪存栏增加——生猪供应增加——猪价下跌——生猪盈利下降——种猪存栏下降——猪价上涨——生猪盈利增加。因此，根据生猪现阶段行业盈利水平、生长周期、种猪存栏的变化，可以预期生猪价格走势。但猪病等突发事件能在短时期内改变供求格局，整个调节过程会因此而改变。

原料价格风险

公司饲料成本占养殖总成本的比重保持在 60%左右。玉米、豆粕是饲料的主要原材料。公司玉米、豆粕的采购价格受农产品价格波动的影响明显。玉米、豆粕等原材料采购价格波动对公司盈利能力稳定性产生了一定影响。

因此，公司面临着一定的市场风险。

6、募集资金投向

项目概览

本次 IPO 计划发行 3,350 万股，募集资金拟投资于表 4 所列的 4 个项目，项目投资总额 57,030.27 万元，其中拟使用募集资金 51,946.27 万元。

表 4：雏鹰农牧募集资金投向

单位：万元

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金	投资回收期（年）	达产后预计年新增收入	内部收益率（%）
年出栏 60 万头生猪产业化基地项目	43,709.37	42,125.37	5.4	44,708	23.9
年产 40 万吨饲料生产建设项目	8,529.63	5,029.63	-	-	-
科研培训中心建设项目	3,634.27	3,634.27	-	-	-
食品安全追溯管理系统工程建设项目	1,157.00	1,157.00	-	-	-
合计	57,030.27	51,946.27	-	-	-

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

募投项目对公司发展的意义

不断提高规模化养殖比例是生猪养殖行业发展的必然趋势。生猪市场的竞争格局主要表现为散养户与大规模企业之间的竞争，而大规模企业之间的竞争激烈程度较小。因此，生猪养殖规模企业如能实现规模持续扩张，将在未来的竞争格局中占据有利地位。

公司经过多年发展，养殖技术成熟，产品质量稳定，拥有良好的客户基础与市场口碑，但 2009 年公司生猪销售 48.38 万头，仅占全国出栏量 0.08%。公司拟继续凭借“雏鹰模式”的可复制性，抓住行业规模化发展的历史机遇，继续扩大养殖规模，并进一步完善产业链，在未来的市场竞争中占据有利地位。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

1、不考虑募投的增收，公司原有业务在 2010、2011、2012 年同比实现 35%、40%和 25%的增长；

2、募投的增收情况根据公司募投预测，项目建设期两年。公司现已开始建设项目，我们假设 2010、2011 年为建设期，2012 年达产。在 2012 年可实现全部销售收入和生产性生物资产处置收入。

3、公司产品价格和原料成本价格不出现大幅波动。

4、公司现享有的税收优惠政策不变。

表 5：雏鹰农牧盈利预测

单位：元

	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入(元)	208,398,258.09	364,156,899.24	541,082,228.39	730,461,008.33	1,022,645,411.66	1,725,386,764.57
其中：营业收入(元)	208,398,258.09	364,156,899.24	541,082,228.39	730,461,008.33	1,022,645,411.66	1,725,386,764.57
二、营业总成本(元)	177,415,979.94	304,390,928.80	464,626,112.86	631,610,495.60	871,282,568.03	1,459,314,509.45
其中：营业成本(元)	159,084,474.59	268,919,342.22	419,296,298.95	562,454,976.41	787,436,966.98	1,328,547,808.72
营业税金及附加(元)	-	-	-	-	-	-
销售费用(元)	4,774,768.30	7,624,187.44	8,608,770.75	12,710,021.54	16,873,649.29	26,743,494.85
管理费用(元)	6,755,108.38	17,441,680.92	24,517,841.34	40,175,355.46	51,132,270.58	86,269,338.23
财务费用(元)	5,903,840.69	10,843,857.33	11,702,365.78	16,070,142.18	15,339,681.17	17,253,867.65
资产减值损失(元)	897,787.98	-438,139.11	500,836.04	200,000.00	500,000.00	500,000.00
投资收益（元）	-	-	109,764.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
三、营业利润(元)	30,982,278.15	59,765,970.44	76,565,879.53	99,850,512.73	152,362,843.63	267,072,255.13
加：营业外收入(元)	3,025,658.96	4,378,816.68	13,005,019.12	8,000,000.00	5,000,000.00	15,800,000.00
减：营业外支出(元)	1,035,749.43	1,649,482.06	693,376.99	3,000,000.00	3,000,000.00	3,000,000.00
四、利润总额(元)	32,972,187.68	62,495,305.06	88,877,521.66	104,850,512.73	154,362,843.63	279,872,255.13
减：所得税(元)	11,317,257.99	-	561,419.38	733,953.59	1,080,539.91	1,959,105.79
五、净利润(元)	21,654,929.69	62,495,305.06	88,316,102.28	104,116,559.14	153,282,303.73	277,913,149.34
总股本	100,000,000.00	100,000,000.00	100,000,000.00	133,500,000.00	133,500,000.00	133,500,000.00
基本每股收益	0.22	0.62	0.88	0.78	1.15	2.08

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司在生猪养殖模式上创出了可有效规避行业风险、低成本快速扩张的“雏鹰模式”，并有效运营，获得了快速发展，并保持了较强的盈利能力，构成了公司的核心竞争力。

募投项目有助于公司滚动扩大生产规模，在“雏鹰模式”已成熟运营多年的情况下，我们认为公司的规模扩张风险不大，并有助于公司取得更为有利的市场地位。

基于上述考虑，再综合可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司2010年EPS市盈率区间为35-40倍，对应的询价区间为27.3-31.2元之间。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李臣燕，农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，9 年证券从业经验，2010 年 2 月加盟东海证券。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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，公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122