



农业/必需消费

雏鹰农牧 (002477)

雏鹰模式带来的翱翔

	秦军		傅佳琦
	021-38676768		021-38674635
	qinjun@gtjas.com		fujiaqi008094@gtjas.com
	S0880206080312		S0880110024659

本报告导读:

雏鹰模式给养殖户带来激励, 给公司带来快速发展机遇。2010/11/12EPS 为 0.89/1.37/1.84 元, 我们建议询价区间为 28.31-33.97, 对应 10 年 PE 为 32-38 倍

投资要点:

- 公司是一家包括饲料生产, 种猪繁殖, 生猪养育, 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, 具有完整的产业链的农业产业化公司。
- 公司作为大型生猪养殖企业, 规模位于同行业前列, 近几年凭借独创的“雏鹰模式”, 生猪养殖和销售规模持续扩大, 2007-2009 年公司销售生猪数量分别为 13.37 万头, 24.91 万头, 48.38 万头, 年平均增长达 90.27%。
- 公司在“雏鹰模式”下实行“分散化经营”和“合作养殖”, 使得公司能够很好的应对动物疫情, 快速的扩张生产经营规模, 而且能够充分调动养殖户的积极性。
- 公司募集资金将投向: 年出栏 60 万头生猪产业化基地, 年产 40 万吨饲料生产建设, 科研培训中心建设和食品安全追溯管理系统工程建设四个项目。将进一步扩大公司生猪养殖规模和配套体系, 进一步完善延伸整条产业链, 巩固和提高公司在行业内的地位。
- 预测公司 2010/11/12 年营业收入 7.57/12.03/16.45 亿元, 净利润为 88.32/118.11/182.99/245.30 百万元, EPS 为 0.66/0.89/1.37/1.84。结合最近一批中小板公司的估值水平, 我们建议雏鹰农牧的询价区间为 28.31-33.97 元, 对应 10 年 PE 为 32-38X。预计首日 40%左右的涨幅, 给予首日定价 39.63-47.56 元。

建议询价区间

28.31-33.97

上市首日定价区间

39.63-47.56

2010.08.27

发行上市资料

总股本 (万股)	10,000
发行量 (万股)	3,350
发行日期	2010.08.31
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	东吴证券
预计上市日期	2010.09.15

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.98
净资产收益率 (%)	8.0%
资产负债率 (%)	46.5%

主要股东和持股比例

侯建芳	46.42
侯五群	3.45
侯斌	3.37
杨志英	3.00
林玲	3.00
万胜投资	2.25
王全贵	1.95
侯建业	1.84
社会流通股	25.09
合计	100.00

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	364	541	757	1,203	1,645
(+/-)%	75%	49%	40%	59%	37%
经营利润 (EBIT)	70	89	125	199	264
(+/-)%	86%	26%	41%	59%	33%
净利润	62	88	118	183	245
(+/-)%	189%	41%	34%	54%	34%
每股净收益 (元)	0.47	0.66	0.89	1.37	1.84
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.10	0.12	0.13

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司概况

公司是一家有多年历史的大型养殖的民营企业,由侯建芳及其家族成员与 2003 年注册成立。公司目前已经建立了包括饲料生产,种猪繁殖,生猪养育,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,具有完整的产业链。

公司作为大型生猪养殖企业,规模位于同行业前列,近几年凭借独创的“雏鹰模式”,生猪养殖和销售规模持续扩大,2007-2009 年公司销售生猪数量分别为 13.37 万头,24.91 万头,48.38 万头,年平均增长达 90.27%。

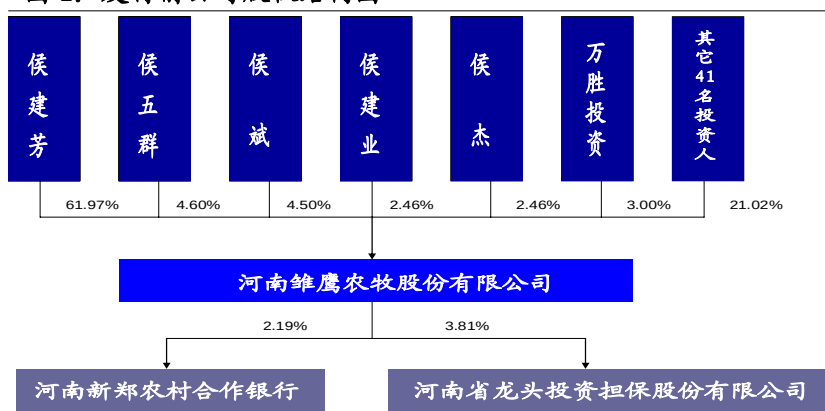
本次发行前董事长兼总经理侯建芳持有 61.97%股份,为公司的实际控制人,拟发行 3,350 万股流通股,发行后公司总股本为 13,350 万股。

表 1: 本次发行前后股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股 (万股)	比例 (%)	持股 (万股)	比例 (%)
侯建芳	6196.51	61.97	6196.51	46.42
侯五群	460.00	4.60	460.00	3.45
侯斌	450.00	4.50	450.00	3.37
杨志英	400.23	4.00	400.23	3.00
林玲	400.00	4.00	400.00	3.00
万胜投资	300.00	3.00	300.00	2.25
王全贵	260.00	2.60	260.00	1.95
侯建业	245.63	2.46	245.63	1.84
刘京生	180.00	1.80	180.00	1.35
其他 37 名自然人	862.00	8.62	862.00	6.46
社会流通股	-	-	3350.00	25.09
合计	10,000.00	100.00	13,350	100.00

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 1: 发行前公司股权结构图

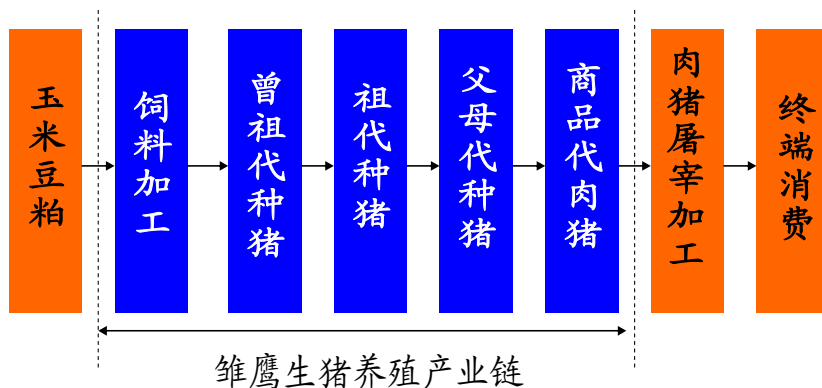


数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

公司拥有完整的产业链,通过外购纯种猪和自繁种猪相结合,实现生猪的自主繁育和生产,养殖生猪包括纯种猪,二元种猪,三元猪。较长的产业链使得公司一方面降低了经营成本,保证了产品质量的安全稳定,

同时又可以采取相对灵活的经营策略，有效规避市场风险。

图 2：公司所处生猪养殖产业链



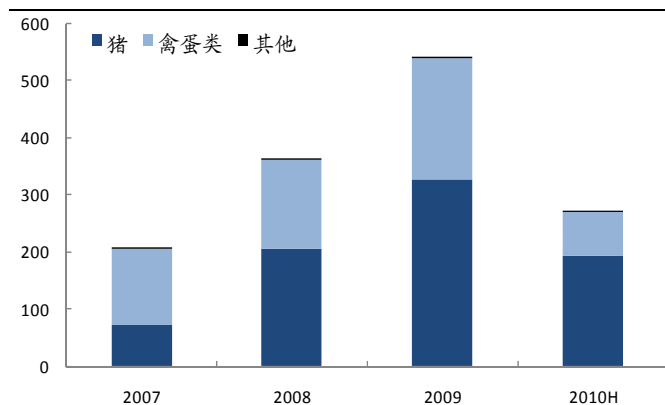
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

2. 主业分析

雏鹰农牧的营业收入主要来自于猪产品的销售和禽蛋类产品的销售，两者合计占据公司营业收入的 98% 以上。其中猪产品的销售占比近几年来在公司营业收入占比逐年上升，07/08/09/10H 分别占比 35%/56%/60%/71%。

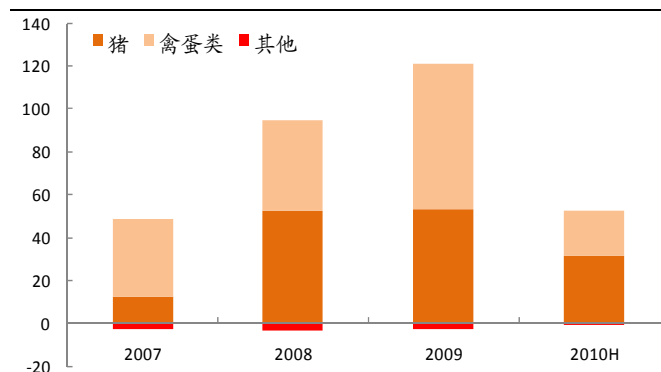
公司产品毛利率主要受产品价格波动影响，相对来讲，禽蛋类产品的毛利率比较稳定，2010 年春节以来猪肉价格的下降和玉米等原材料价格的上涨，严重影响了公司的肉猪产品利润，毛利率为-1.5%。

图 3：07 年至今公司主营业务收入（百万元）



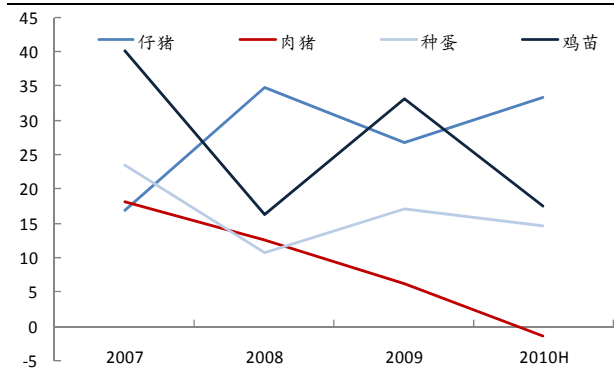
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 4：07 年至今公司主营利润（百万元）



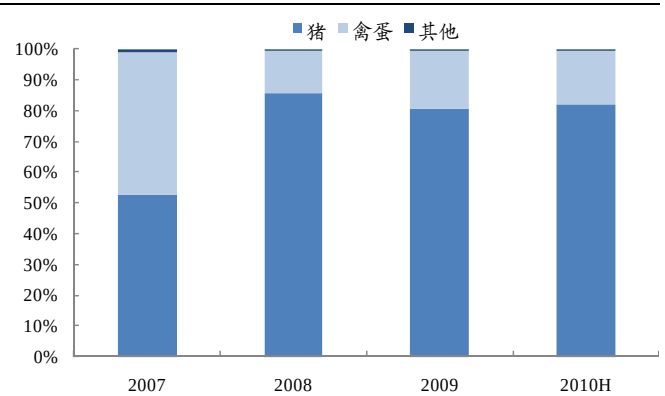
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 5: 雏鹰农牧产品毛利率



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

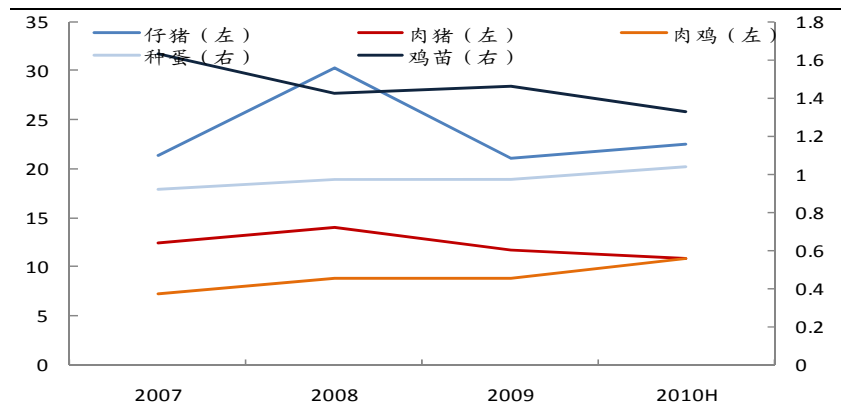
图 6: 雏鹰农牧毛利构成



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

相比公司毛利率, 公司产品近几年销售价格都比较稳定, 仔猪销售价格平均为 23.82 元/千克, 肉猪价格 12.26 元/千克, 种蛋价格 0.98 元/枚, 鸡苗价格 1.46 元/羽, 肉鸡价格为 8.92 元/千克。

图 7: 雏鹰农牧产品销售价格



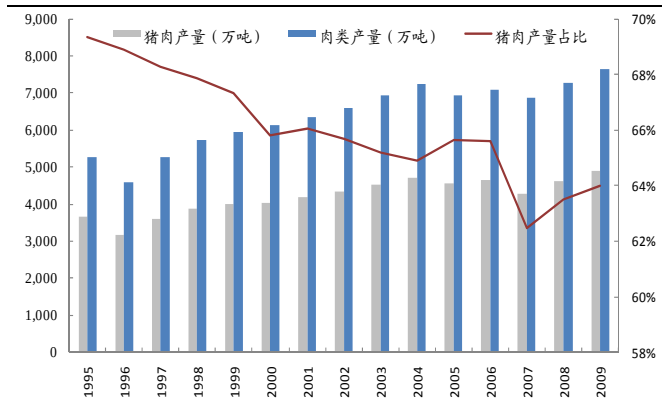
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

3. 行业概况

3.1. 猪肉市场消费空间巨大

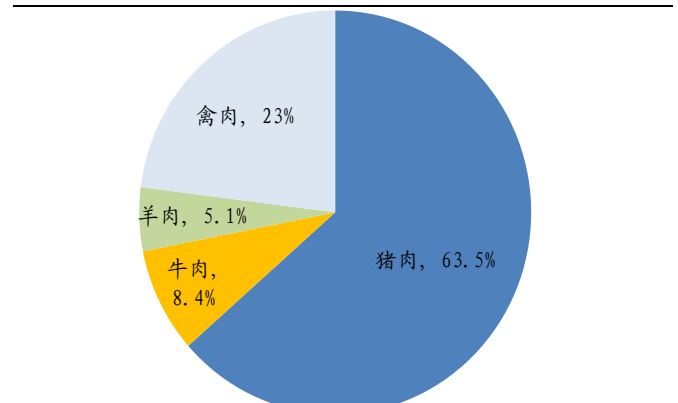
我国居民长期以来所形成的饮食习惯, 使得猪肉是我国肉类消费第一大肉类消费品, 拥有巨大的市场容量。我国猪肉的产量保持稳步增长, 从 2000 年的 4,031 万吨上升至 2009 年的 4,889 万吨, 占比同时期肉类产量始终维持在 62% 以上。同时, 我国居民猪肉消费占肉类总消费量的比重也一直维持在 60% 以上, 2008 年数据显示, 我国猪肉消费量占肉类消费总量的 63.5%。

图 8: 全国猪肉产量及其肉类总产量占比



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

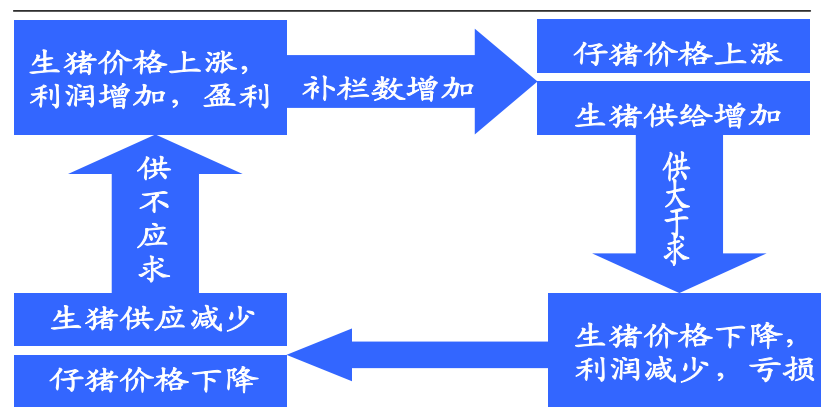
图 9: 我国居民肉类消费结构(2008 年)



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

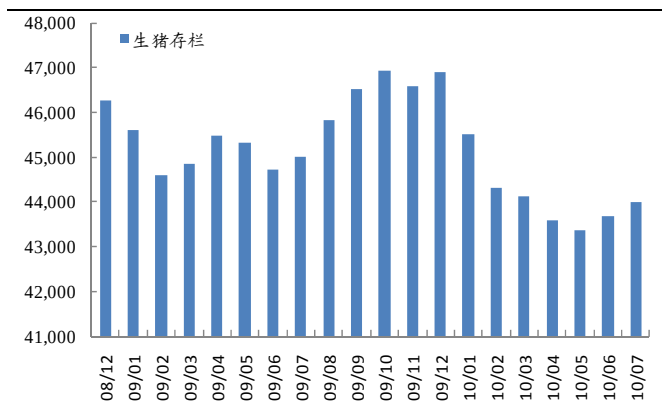
目前猪价正处在从底部回升阶段。生猪养殖行业是农业养殖中周期性较强的品种。猪肉价格短期内受市场供给关系决定，同时也反过来影响养殖户们的经营行为，2010 年春节以来相当长一段时间的猪价低迷，使得养殖户们毫无利润可言，为了弥补亏损，不少地方甚至还出现了屠杀母猪等现象，过低的价格也打击了养殖户后期的补栏积极性，生猪存栏量和能繁母猪存栏数量都出现了连续几个月的下降。

图 10: 生猪价格蛛网理论



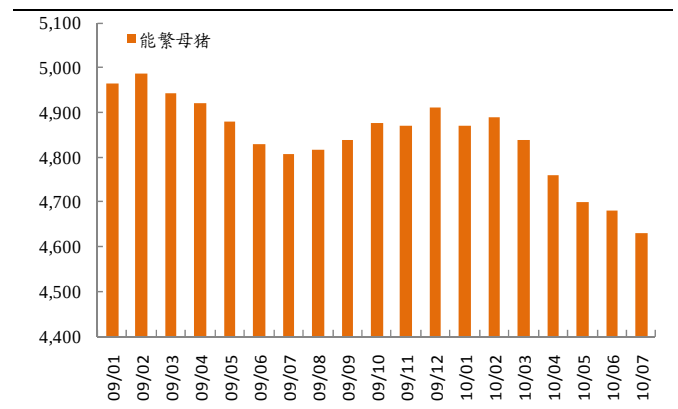
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 11: 全国生猪存栏量月度变化（万头）



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 12: 全国能繁母猪存栏量月度变化（万头）

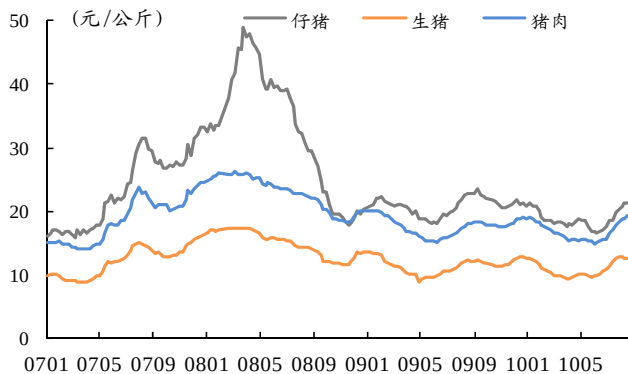


数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

受到生猪存栏量连续下降和国家实施冻肉收储等行为的刺激，使得生猪

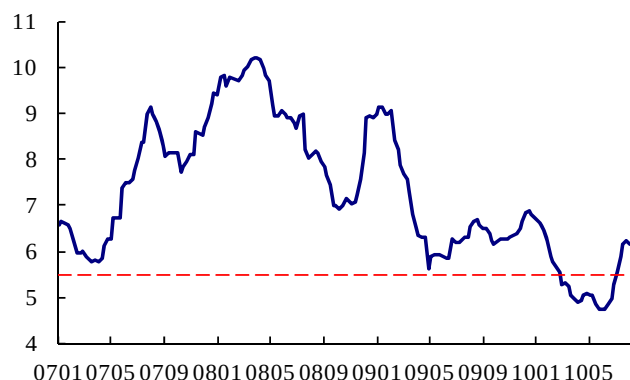
收购价自从5月底以来有所反弹,从9.7元/公斤,上升至12.68元/公斤。猪粮比也从盈亏平衡点5.5下方开始回升至目前的6.11。同时,今年夏季我国部分地区持续的高温和频繁发生的洪涝灾害,影响了生猪行业的流通。因此,据我们估计,2010年下半年猪肉仍将进入价格上升通道。

图 13: 07 年至今猪肉价格



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 14: 07 年至今猪粮比

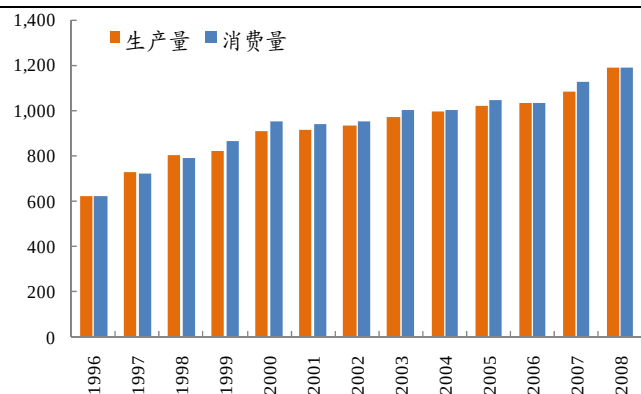


数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

3.2. 鸡肉市场稳步增长

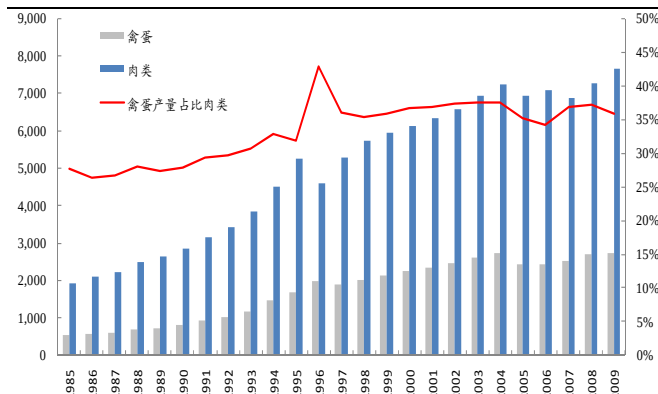
鸡肉作为我国第二大的肉类消费品,整个行业发展速度基本保持稳定,鸡肉产量从2000年的926.9万吨增长至2009年的1,210万吨,年平均增长率保持在3.04%;鸡肉消费量从2000年的939.4万吨增长至2009年的1,222万吨,年平均增长达到3.01%。

图 15: 我国鸡肉生产消费量 (万吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

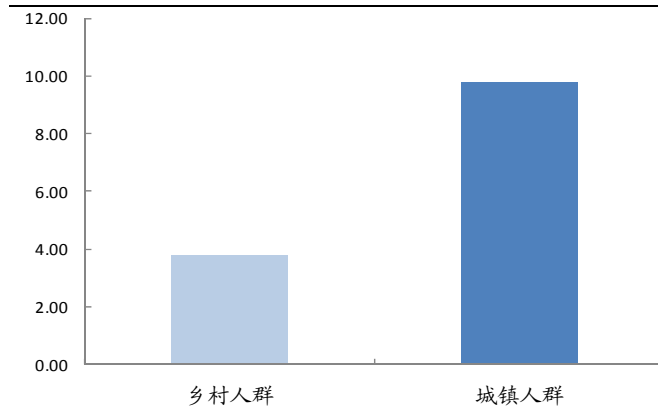
图 16: 我国禽蛋类和肉类产量 (万吨)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

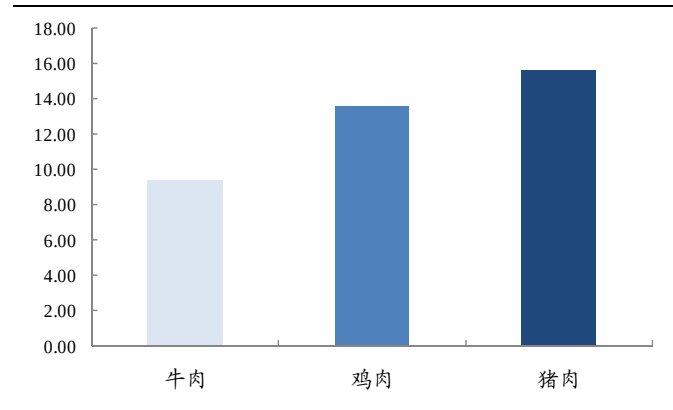
过去的几年鸡肉的消费在世界范围内增长较快,从世界人均消耗来看,2009的牛肉/鸡肉/猪肉分别为9.46/1.54/15.67千克/人,其中鸡肉的人均消费量增长幅度高于同期猪肉的增长率。随着城乡生活水平的提高,乡村居民的消费能力提升对禽肉类产量将会有明显拉动,市场空间较大。

图 17: 城镇乡村人群禽肉类消费量 (千克/人)



数据来源: 网络, 国泰君安证券研究

图 18: 2009 年世界人均肉类消费量 (千克/人)



数据来源: 网络, 国泰君安证券研究

4. 竞争优势

4.1. 创新型的经销方式

公司多年来专注于畜禽类养殖, 并且探索出一套适合企业自身发展的具有创新性的“雏鹰模式”。雏鹰模式概括的说就是“分散经营”和“合作养殖”。

4.1.1. 分散经营

- 同传统的大规模机械化养殖场不一样, 公司各养殖场平均占地规模较小而且相互之间保持合理的距离, 对各养殖场施行“封闭式管理”。
- 各个养殖场之间的“物理距离”使得其成为一个相对独立的个体, 在生产经营上, 互相不干扰, 更重要的是在疾病发生的时候, 通过严格的隔离措施能够很好的切断疫情的传播路径。
- 养猪场的选址是需要考虑到生产经营, 交通, 以及环境保护等诸多问题。公司分散化的小规模养殖场的经营策略, 能够使得公司更有效的利用零星的小块土地进行生产, 具备快速扩张经营规模的优势。

4.1.2. 合作养殖

- 公司将畜禽交予农户在公司养殖场进行养殖, 并且为农户提供防疫用药和饲料等生产资料, 具体的养殖方法由农户自己决定; 等到养殖周期结束, 公司按照养殖成果支付农民养殖利润。(扣去养殖期间所赊欠公司的防疫用药和饲料等费用)
- 养殖户们并不需要很多资金就可以来公司养猪, 并且公司的利润核算办法能够充分调动他们的积极性, 发挥他们在养猪方面的经验和优势, 为自己也为公司带来了生产利益。

4.2. 产品品质稳定且便于管理

由于公司所有畜禽产品的养殖过程均由公司“统一管理”: 统一采购, 统一供料, 统一供种, 统一防疫, 统一流程, 统一销售。保证了公司产品品质的稳定, 杜绝了困扰生猪养殖业的“瘦肉精”和“抗生素”滥用等问题。

4.3. 长产业链带来的优势

如图 2 所示，公司的产业链延伸较长，因此公司可以灵活的根据生猪各部分产品价格短期波动幅度的不同，适度的调价产品结构从而获取最大收益。

5. 募投项目

公司本次 IPO 拟发行 3350 万股，募集资金将投向：年出栏 60 万头生猪产业化基地，年产 40 万吨饲料生产建设，科研培训中心建设和食品安全追溯管理系统工程建设四个项目。将进一步扩大公司生猪养殖规模和配套体系，进一步完善延伸整条产业链，巩固和提高公司在行业内的地位。

表 2：募集资金去向

项目名称	总投资 (万元)	备注
年出栏 60 万头生猪产业化基地项目	43,709.37	为养殖规模扩大提供稳定的二元种猪和商品仔猪
年产 40 万吨饲料生产建设项目	8,529.63	为规模扩大提供相应的饲料产能
科研培训中心建设项目	3,634.27	提供技术人才培训和提高科研水平支撑
食品安全追溯管理系统工程项目	1,157	为产品质量提供可靠保障
合计	57,030.27	-

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

6. 盈利模式和估值

	2009	2010E	2011E	2012E
生猪小计				
销售头数(万头)	48,37	70,08	110,07	160,07
销售金额(百万元)	420.42	654.04	1,101.33	1,550.99
收入增长率(%)	62.37	55.57	68.39	41.83
毛利率(%)	23.42	21.8	20.99	20.05
家禽小计				
销售金额(百万元)	117.36	100.9	98.69	91.67
毛利率(%)	19.15	17.34	12.21	8.08
其他				
收入(百万元)	3.3	2.02	2.77	2.7
毛利率(%)		17.52	16.66	13.84
收入合计(百万元)	541.08	756.96	1,202.79	1,645.20
综合毛利率(%)	22.96	21.19	20.26	17.48

我们预测公司 2010/11/12 年营业收入 7.57/12.03/16.45 亿元，净利润为 88.32/118.11/182.99/245.30 百万元，EPS 为 0.66/0.89/1.37/1.84。结合最近一批中小板公司的估值水平，我们建议雏鹰农牧的询价区间为 28.31-33.97 元，对应 10 年 PE 为 32-38X。预计首日 40%左右的涨幅，给予首日定价 39.63-47.56 元。

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

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		