

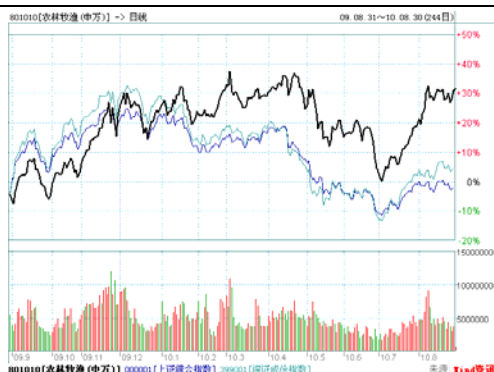
盈利预测: 单位: 百万元, 元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	541	757	1212	1778
yoy	48.6%	40.0%	60.1%	46.6%
净利润	88	119	190	283
yoy	41.5%	35.7%	59.4%	48.6%
每股收益	0.66	0.89	1.43	2.12
yoy	40.4%	35.5%	59.4%	48.6%
毛利率	22.5%	21.6%	21.3%	18.9%

市场数据

上证综合指数	2,610.74
深证成分指数	11,034.74
农林牧渔指数(申万)	2,135.03

相对股价表现



农林牧渔分析师:

李项峰

执业证书编号: S0120109030554

徐伟民

执业证书编号: S0120110080027

8621-68761616-8686

Xuwu@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

雏鹰农牧 (002477)

——中原生猪养殖新秀

合理价格区间: 38.6-45.8 元

投资要点:

IPO 概况: 公司拟发行 3350 万股, 发行后总股本为 13350 万股, 募集资金投向全部围绕主营业务规模持续扩展, 包括年出栏 60 万头生猪生产基地、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方面, 从而增强公司的盈利能力和核心竞争力, 巩固和提高公司行业地位。

公司是具有综合实力的大型专业生猪养殖企业。 公司主营业务为生猪和家禽养殖。通过不断完善和延伸生猪养殖产业链, 公司形成了包括饲料生产、种猪繁育、生猪养殖、技术研发、疫病防治的一体化生猪生产经营模式。截至 10 年 6 月母猪种猪存栏 3.6 万头, 仔猪肉猪存栏 17.9 万头。

难以复制的新颖经营模式形成公司核心竞争力。 类似于包场到户的“雏鹰模式”, 通过“分散养殖、统一管理”极大提高了养殖户的积极性和各个养殖环节的效率, 并能有效降低疫情风险, 保障食品质量。模式复制难度高, 为公司发展提供了有利竞争优势。

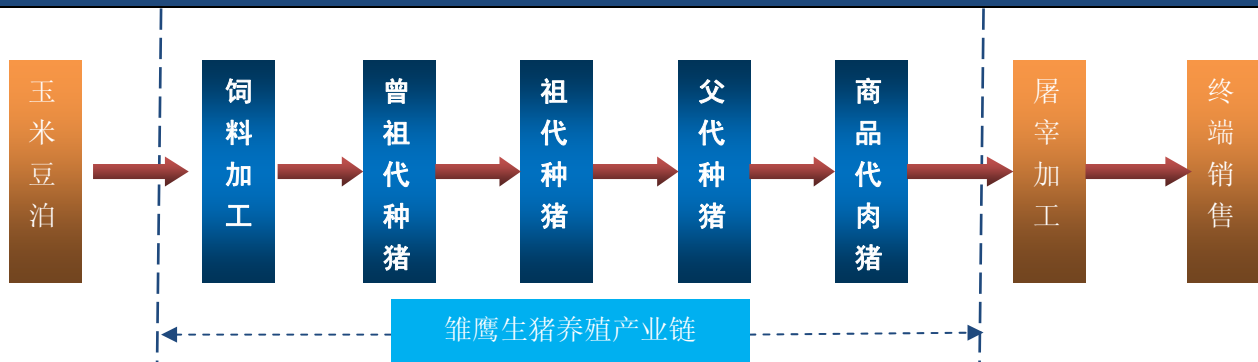
猪价未来 13 个月有望高位运行。 猪肉是我国第一大肉类消费品, 但持续多月的低价格挫伤了生猪养殖的积极性, 10 年 7 月份能繁母猪存栏量处于 2009 年 1 月以来的低点, 养殖周期会使得 11 年 9 月份的生猪供应增长处于低位。而猪肉需求弹性较小, 有利于未来猪肉价格保持上扬态势。受益于公司较高的种猪母猪、仔猪肉猪存栏量, 公司收入及利润有望显著增长。

2010-2012 年 EPS 估计为 0.89/1.43/2.12 元, 合理区间 38.6-45.8 元。 预计 2010-2012 年公司 EPS 0.89/1.43/2.12 元。公司亮点在于: ①行业潜力; ②猪价未来 13 个月有望高位运行; ③“雏鹰模式”驱动下的养殖模式快速扩张。综合考虑近期农业板块新股估值水平, 我们认为给予公司 27-32 倍 PE 较为合理, 对应合理价值区间 38.6-45.8 元。

一、公司业务

生猪养殖是公司主要的主营业务，2009 年实现销售收入 4.2 元，占公司主营业务收入的 77.7%。2007 年至 2009 年公司生猪销售数量分别为 13.37 万头、24.91 万头、48.88 万头，年均增长 90.27%。

图 1、公司生猪养殖产业链



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

二、雏鹰模式：“包场到户”的新颖经营模式

雏鹰模式：公司将自有禽畜交予农户在公司养殖场进行养殖；农户须缴纳一定比例保证金，防范公司风险；农户按公司养殖流程接受饲料供应、防疫、技术指导和“封闭管理”，但具体养殖方式由农户自行决定；养殖周期结束，公司按照养殖成果支付农户养殖利润；在发生严重疫情等极端情况下，公司将保证养殖农户 1.3~2.0 万元/年的最低保障利润；实行专业化分工，例如养种猪的农户专养种猪，养育肥猪农户专养育肥猪（即分阶段、流程化、专业化养殖）。

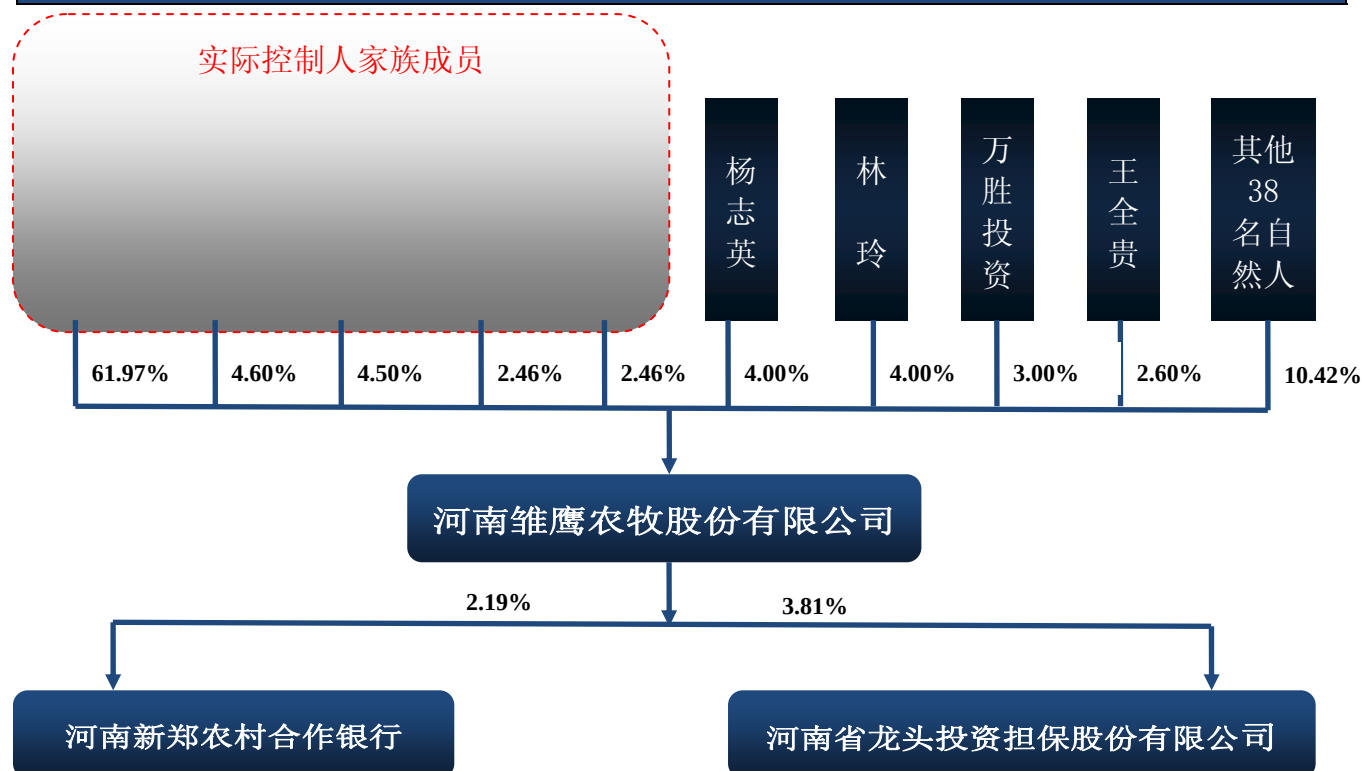
这种模式类似于“带最低保障的包场到户”，报酬与农户的努力紧密联系在一起，符合张五常佃农理论的最优机制设计，极大的调动了农户养殖积极性，使得对养殖业毛利率具有重要的影响的几个指标都远远好于行业平均：配种成功率 92%以上，产仔率 10.7 个/头母猪，存活率 96.2%~96.8%，流产率低于同行 2.5 个百分点。通过“分散养殖、统一管理”有效降低了疫情风险，保障了生猪产品质量。而且该模式避免了养殖业公司+农户模式（例如广州温氏公司）中最头疼的违约问题。

同时，该模式复制难度很高，全中国 50 多家养猪公司模仿没有一家成功。此外，养猪是很繁琐、有很多疫情和风险的，是一个看似很好进入其实很难做的行业，公司领导层 22 年的养猪经验对于公司来讲是一项宝贵财富。从推介会情况来看，领导层思路清晰，其不从压低成本做更关注投入产出率的思路观念非常深刻。这些都为公司上市后进一步发展提供了强有力的支持和竞争力。

三、公司治理

私人持股动力不言而喻，当然也会带来大股东损害小股东利益风险。

图 2、发行前发行人组织结构及控制关系



资料来源：公司招股说明书

表 1：发行后股权结构

股东名称	股数（万股）	比例（%）
侯建芳	6196.51	46.42%
侯五常	460	3.45%
侯斌	450	3.37%
侯建业	245.63	1.84%
侯杰	245.63	1.84%
杨志英	400.23	3.00%
林玲	400	3.00%
万胜投资	300	2.25%
王全贵	260	1.95%
其他 38 名自然人	1042	7.81%
本次发行股份	3350	25.09%
合计	13350	100%

资料来源：公司招股说明书

四、收入来源及结构

图 3、2009 年公司收入稳步增加 48%（百万元）

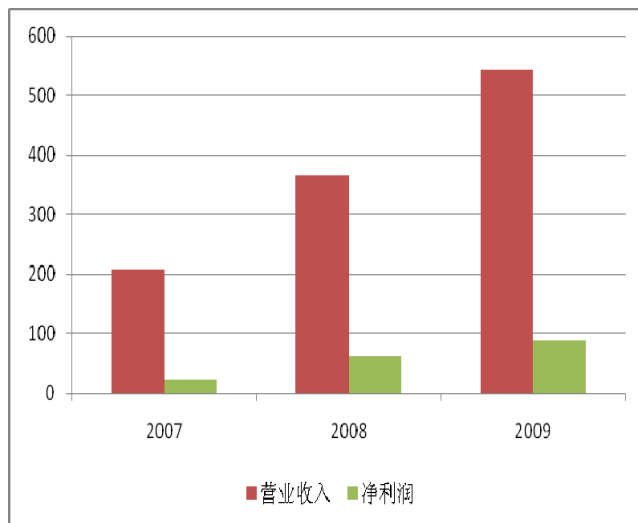
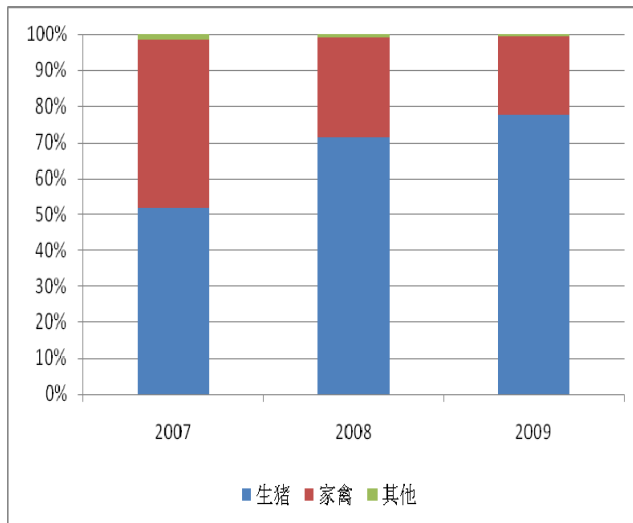


图 4、2009 年公司生猪养殖占收入 77.7%



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

图 5、生猪养殖业务快速稳定增长（百万元）

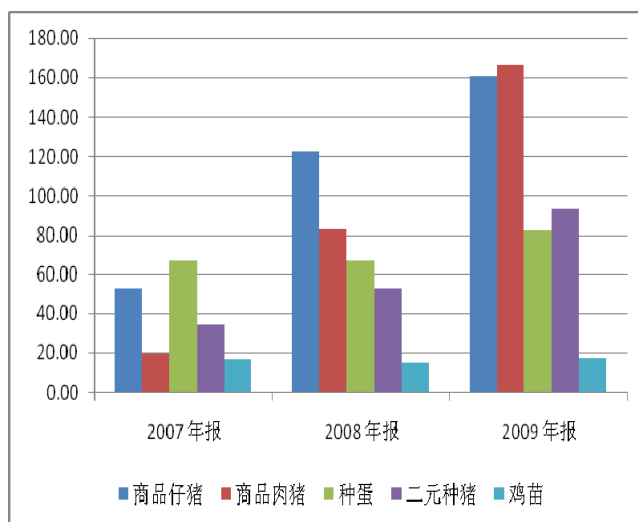
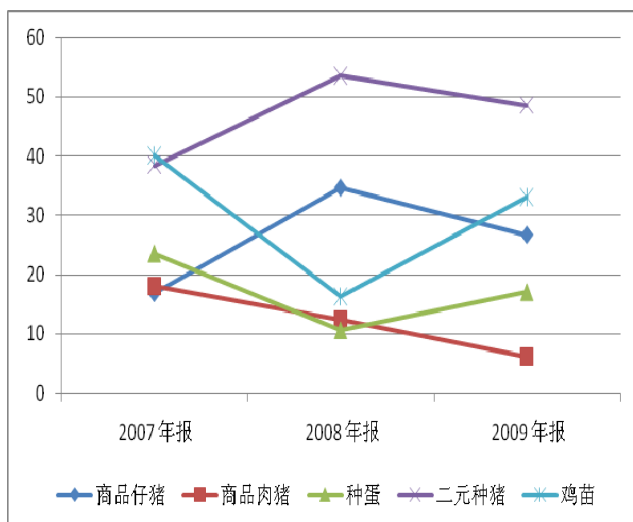


图 6、最高毛利率来源于二元种猪 (%)

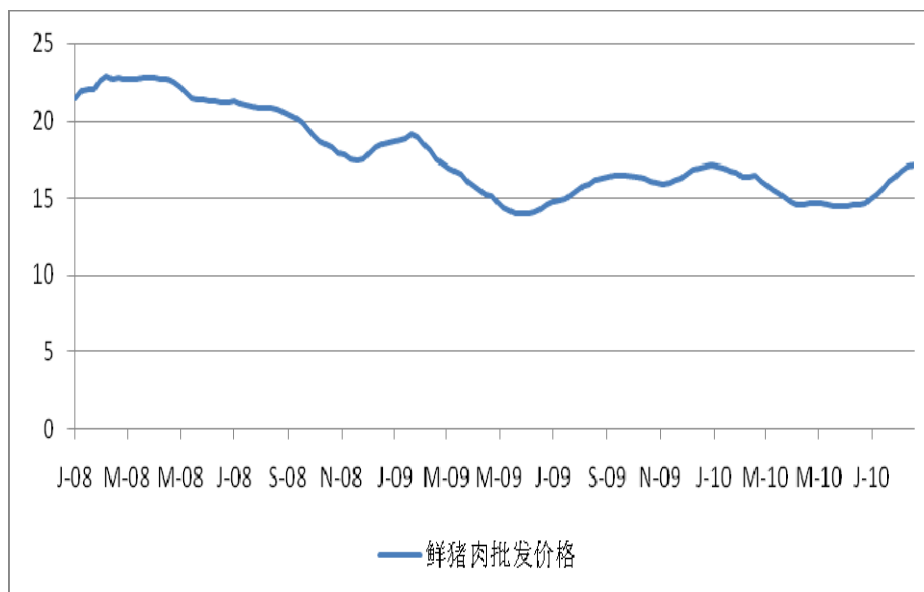


资料来源：公司招股说明书，德邦证券

五、猪肉价格未来 13 个月有望高位运行

根据养猪周期，我们认为猪肉价格在未来 13 个月有望在高位运行。

图 7、全国生猪价格快速反弹（至 8 月 20，周数据）



资料来源：中国畜牧业信息网，德邦证券

图 8、生猪存栏量有所恢复（万头，月数据）



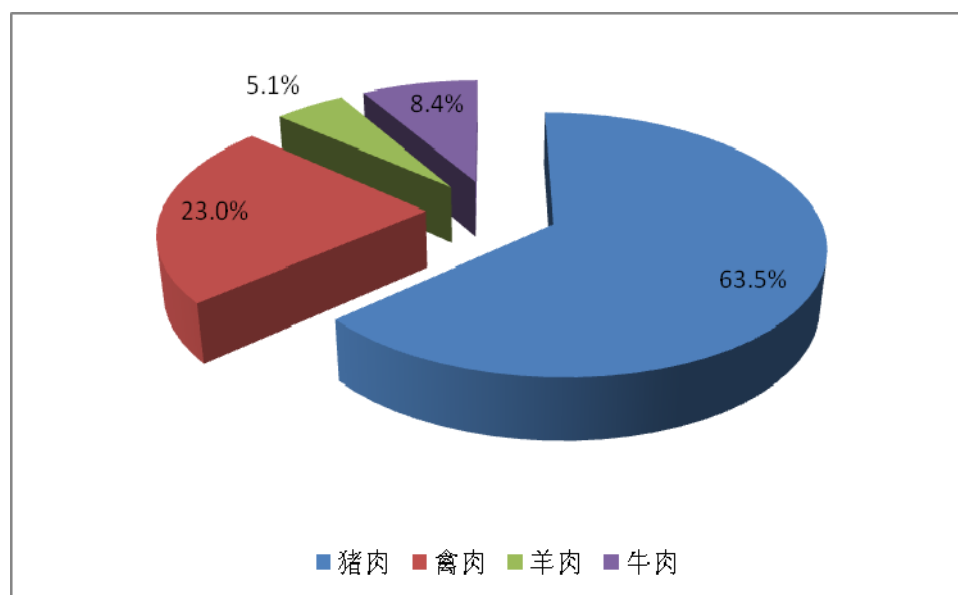
资料来源：中国畜牧业信息网

图 9、能繁母猪存栏量持续降低（万头，月数据）



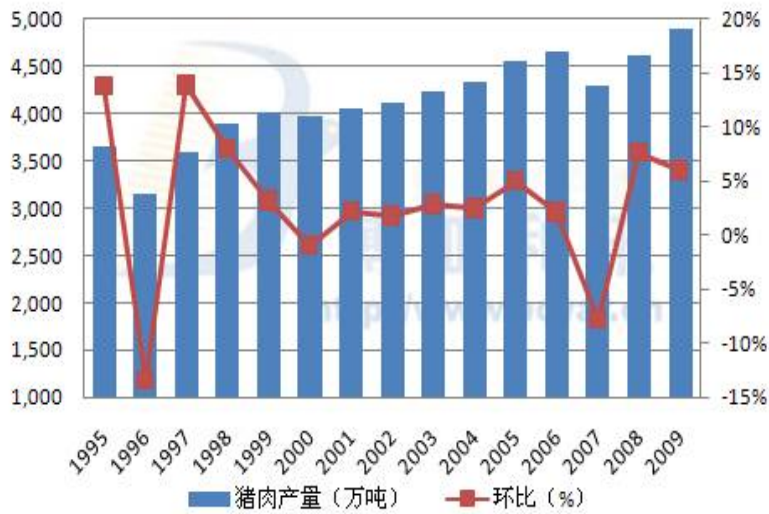
资料来源：中国畜牧业信息网

图 10 我国居民肉类消费结构



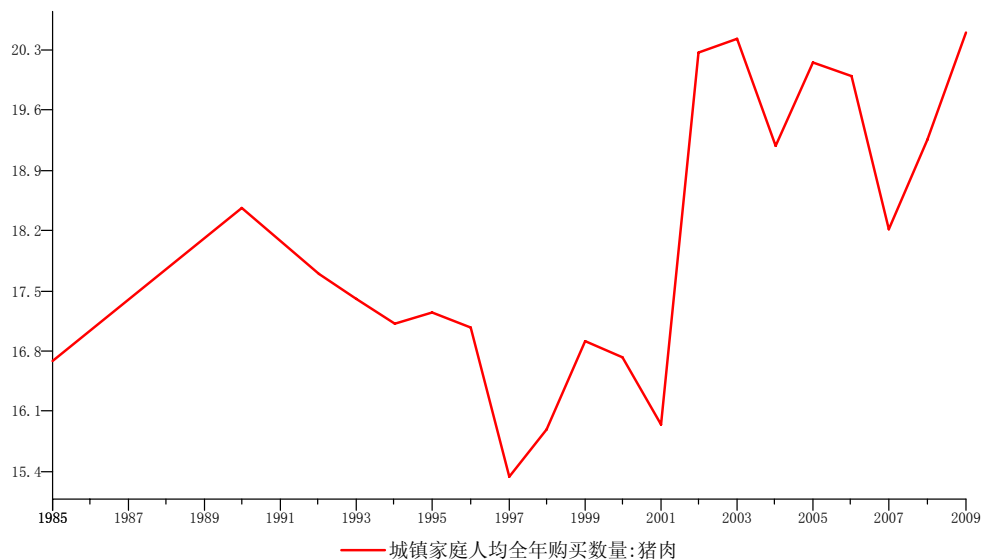
资料来源：公司招股说明书

图 11 我国猪肉产量



资料来源：中国畜牧业信息网

图 10 城镇家庭人均猪肉购买量（千克，月数据）



数据来源：Wind 资讯

资料来源：公司招股说明书

六、行业空间大

养猪行业目前还处于非常分散状态，再加上三农政策扶持力度逐步加大，行业空间很大，机会多。

七、募集资金运用

表 2：募投项目情况

项目名称	总投资 (万元)	运用募集资金 (万元)	建设期	项目目标
年出栏 60 万头生猪产业化基地项目	43709.37	42125.37	2 年	为养殖规模扩大提供稳定的二元种猪和商品猪仔
年产 40 万吨饲料生产项目	8529.63	5029.63	1 年	为养殖规模扩大提供相应的饲料产能
科研培训中心建设项目	3634.27	3634.27	1 年	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建设项目	1157	1157	1 年	为产品质量提供可靠保障
合计	57030.27	51946.27	-	

资料来源：公司招股说明书

八、收入拆分

表 3：收入拆分

项 目		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
二元种猪	销售数量（头）	21,014	24,421	49,053	70,600	99,400	133,700
	销售均价（元/头）	1,673	2,185	1,901	1,760	1,800	1,850
	销售收入(万元)	3,515	5,336	9,327	12,426	17,892	24,735
	YOY		51.81%	74.79%	33.22%	43.99%	38.24%
	毛利率	38.44%	53.57%	48.54%	47.00%	45.00%	42.00%
商品仔猪	销售数量（头）	98,247	164,697	301,755	377,200	527,200	677,500
	销售重量（吨）	2,484	4,045	7,616	9,430	13,180	16,938
	销售均价（元/千克）	21	30	21	23	24.5	24
	销售收入（万元）	5,302	12,261	16,043	21,689	32,291	40,650
	YOY		131.25%	30.85%	35.19%	48.88%	25.89%
	毛利率	16.92%	34.70%	26.77%	32.00%	35.00%	34.00%
商品肉猪	销售数量（头）	14,406	59,935	132,946	259,245	466,640	793,289
	销售重量（吨）	1,572	5,893	14,308	27,221	48,997	83,295
	销售均价（元/千克）	12	14	12	11.7	12.5	12.3
	销售收入（万元）	1,964	8,297	16,672	31,848	61,247	102,453
	YOY		322.45%	100.94%	91.03%	92.31%	67.28%
	毛利率	18.08%	12.49%	6.13%	6.00%	8.50%	8.00%
生猪小计	销售数量（头）	133,667	249,053	483,754	707,045	1,093,240	1,604,489
	销售收入（万元）	10,781	25,894	42,042	65,963	111,430	167,838
	YOY		140.18%	62.36%	56.90%	68.93%	50.62%
	毛利率	24.15%	31.47%	23.41%	22.27%	22.04%	19.31%

种蛋	销售数量（万枚）	7,300	6,867	8,459	5,850	5,800	5,750
	销售均价（元/枚）	0.92	0.97	0.97	1.05	1.1	1.1
	销售收入（万元）	6,717	6,695	8,237	6,143	6,380	6,325
	YOY		-0.33%	23.03%	-25.43%	3.87%	-0.86%
	毛利率	23.50%	10.68%	17.05%	14.00%	10.00%	8.00%
鸡苗	销售数量（万羽）	1,045	1,069	1,196	1,200	1,200	1,200
	销售均价（元/羽）	1.63	1.42	1.46	1.45	1.5	1.5
	销售收入（万元）	1,703	1,514	1,747	1,740	1,800	1,800
	YOY		-11.10%	15.39%	-0.40%	3.45%	0.00%
	毛利率	40.07%	16.30%	33.03%	18.00%	17.00%	15.00%
淘汰种鸡	销售数量（羽）	649,516	779,947	724,608	775,000	600,000	660,000
	销售重量（吨）	1,830	2,197	1,991	1,860	1,440	1,584
	销售均价（元/千克）	7.21	8.86	8.8	9.1	9.5	9.5
	销售收入（万元）	1,318	1,946	1,753	1,693	1,368	1,505
	YOY		47.65%	-9.92%	-3.45%	-19.18%	10.00%
	毛利率	0.86%	18.61%	16.34%	26.00%	20.00%	20.00%
家禽小计	销售收入（万元）	9,738	10,155	11,737	9,575	9,548	9,630
	YOY		4.28%	15.58%	-18.42%	-0.28%	0.86%
	毛利率	23.33%	13.04%	19.32%	16.85%	12.75%	11.18%
其他	销售收入（万元）	320	368	330	200	250	300
	YOY		15.00%	-10.33%	-39.39%	25.00%	20.00%
	毛利率				17.00%	16.00%	15.00%
营业收入	收入合计（万元）	20,839	36,417	54,109	75,738	121,228	177,768
	YOY		74.75%	48.58%	39.97%	60.06%	46.64%
	综合毛利率	23.76%	26.28%	22.52%	21.57%	21.30%	18.86%

资料来源：德邦研究所

九、利润表

表4：利润表

单位：百万元，元，万股

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	208	364	541	757	1212	1778
二、营业总成本	177	304	465	648	1028	1505
其中：营业成本	159	269	419	596	957	1424
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
销售费用	5	8	9	11	16	18
管理费用	7	17	25	26	36	40
财务费用	6	11	12	15	18	22
资产减值损失	1	0	1	0	1	1
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	31	60	77	109	184	273

加：营业外收入	3	4	13	12	9	13
减：营业外支出	1	2	1	2	3	3
四、利润总额	33	62	89	119	190	283
减：所得税	11	0	1	0	0	0
五、净利润	22	62	88	119	190	283
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	22	62	88	119	190	283
六、全面摊薄每股收益	0.16	0.47	0.66	0.89	1.43	2.12
发行后总股本	13350	13350	13350	13350	13350	13350

资料来源：德邦研究所

十、相近公司估值水平

表5：相近上市公司估值水平

公司	最新价格(元)	总市值(亿元)	每股收益(元)			PE		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
圣农发展	30.02	123.08	0.65	1.03	1.28	46	29	23
民和股份	14.66	15.76	0.34	0.62	0.95	43	24	15
华英农业	19.07	28.03	0.48	0.69	0.87	40	28	22
正邦科技	16.05	43.24	0.40	0.60	0.81	40	27	20
罗牛山	7.65	67.33	-	0.15	-	-	53	-
新五丰	9.45	17.04	0.10	0.14	0.14	97	67	70
平均						42	32	20

资料来源：德邦证券研究所

十一、财务指标

表6：部分财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收帐款周转率	存货周转率
2007A	1.01	0.43	57.36	9.62	1.88
2008A	1.00	0.50	61.07	24.62	2.54
2009A	1.28	0.53	43.62	38.41	2.77

资料来源：公司招股说明书

十二、风险提示

猪价波动风险。公司畜禽产品毛利率主要由畜禽产品销售价格及饲料成本决定。畜禽产品和饲料原料均具有农产品属性，其市场价格呈周期性波动，但二者短期内波动趋势及幅度的不同，导致公司产品（尤其是生猪产品）毛利率波动幅度较大。

疫情风险。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一定影响，同时还可能对居民消费心理带来影响而导致公司产品滞销。

投资评级

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 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。