



南汉馨

执业证书编号：S0730209090109

nanhx@ccnew.com

2010年8月30日

“雏鹰模式”助推公司快速成长

——雏鹰农牧（002477）新股定价报告

研究报告-新股定价报告

建议询价区间：26.84-32.20 元

发布日期：2010年8月30日

报告关键要素：生猪市场容量巨大，但集中度低，公司拥有禽畜养殖一体化的经营模式和完整的产业链，公司特有的“雏鹰模式”将助推公司规模实现快速扩张；下半年生猪价格有望继续保持上涨态势，带来公司业绩大幅反弹。

事件：

- **雏鹰农牧（002477）拟在中小板发行上市。**雏鹰农牧（002477）拟在中小板发行3350万股A股，占发行后股本总额25.09%，募集资金将投向年出栏60万头生猪产业化基地项目、年产40万吨饲料生产建设项目、科研培训中心建设项目、食品安全追溯管理系统工程建设项目共计四个项目。

点评：

- **拥有一体化经营模式和完整产业链的大型禽畜养殖企业。**公司是一家有多年历史的大型养殖企业，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；另一类是家禽产品，包括种蛋、鸡苗和肉鸡；其中生猪产品是公司主要收入贡献来源，07/08/09/10H 生猪收入分别占营业收入比例为35%/56%/60%/71%。根据中国畜牧业协会出具的说明，公司生猪出栏量和综合实力排列在全国前十名。侯建芳先生现持有公司61.97%的股份，本次发行后持有公司46.42%的股份，为公司控股股东和实际控制人。

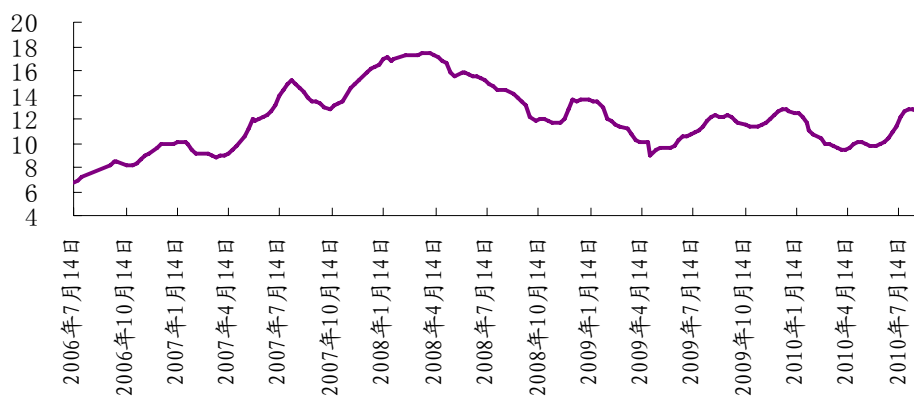
表 1、行业内主要企业及市场份额

年出栏规模	年出栏量全国占比（%）	主要企业
100 万头以上	0.3	广东温氏食品集团有限公司
40-99 万头	0.3	海口农工贸（罗牛山）股份有限公司、河南雏鹰农牧股份有限公司、河南省内乡县牧原养殖有限公司等
20-39 万头	0.3	广东长江食品有限公司、湖南新五丰股份有限公司等
5-19 万头	0.1	河南省黄泛区农场、江西正邦科技股份有限公司等
5 万头以下	99	河北衡水老白干酒业股份有限公司、广东广弘控股股份有限公司、四川高金食品股份有限公司等
合 计	100	

资料来源：公司招股说明书

- **生猪市场容量巨大，“雏鹰模式”助推公司快速成长。**我国生猪市场容量巨大，未来五年，只要公司养殖规模能够实现持续扩张，就可以实现盈利能力持续增长。公司对传统“公司+基地+农户”模式进行了深化，将各种养殖模式的优势加以有效组合和创新，创新性地建立了具有丰富内涵和特色的“雏鹰模式”，解决了制约规模养殖的“规模扩张”与“防疫”之间的矛盾。
 - **“雏鹰模式”自身的可复制性。**凭借成熟和可复制的“雏鹰模式”，公司生猪养殖和销售规模持续扩大，盈利能力快速增长。2007-2009年，公司销售收入分别为2.08亿、3.64亿和5.41亿，年均增长61.66%；净利润分别为2,165.49万、6,249.53万、8,831.61万，年均增长114.96%；销售生猪数量分别为13.37万头、24.91万头、48.38万头，年均增长90.27%。
 - **“雏鹰模式”外部的短期难以复制性。**“雏鹰模式”建立在公司多年积累的周边农户信赖基础之上，利用合作农户对其他农户的影响，实现养殖规模的年轮式扩张。公司与农户合作的经验积累需要时间，农户信赖的培育也需要过程，因此，未与农户建立长期良好合作关系的养殖企业难以在短期内复制这一模式。
- **下半年生猪价格有望维持上涨态势，将带来公司业绩大幅反弹。**生猪养殖行业的利润水平受生猪价格影响较大，敏感性分析显示公司的营业毛利对生猪的价格的变动较为敏感。我国生猪生产呈现周期性波动，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的波动。2010年1-3月，受生猪市场供大于求影响，猪肉价格持续回落，4月以来，国家先后五次启动冻猪肉收储政策，猪肉价格开始企稳并在低位运行，6月份生猪价格开始逐渐回升，至8月中旬，生猪价格已从底部回升近23%。今年夏季我国部分地区持续高温，同时伴随严重洪涝灾害，相关地区生猪供给减少，因此预计下半年生猪价格有望继续保持上涨态势，从而带来公司业绩的大幅反弹。

图 1：22 个省生猪周平均价格走势



资料来源：WIND、中原证券

- **募集资金投向：**本次公司拟发行3350万股，募集资金将投向年出栏60万头生猪产业化基地项目、年产40万吨饲料生产建设项目、科研培训中心建设项目、食品安全追溯管理系统工程建设项目共计四个项目。募投项目投产后，将进一步扩大公司的养殖规模，提升产品质量，改善公司产品结构，降低养殖成本，增强公司产品的市场竞争力，为公司快速发展提供有力支撑。

盈利预测与估值: 我们预计公司2010、2011年营业收入为760.54百万元、1184.77百万元; 净利润为119.42百万元、183.37百万元; 完全摊薄EPS为0.89元, 1.37元, 结合公司行业地位以及可比上市公司估值, 我们建议雏鹰农牧的询价区间为26.84元-32.20元, 对应2010年PE为30倍-36倍。预计上市首日涨幅约为30%-50%。

风险提示: 疫情风险、生猪价格波动的风险、实际控制人控制的风险。

盈利预测

	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	541.08	760.54	1184.77
增长比率(%)	48.58	40.56	55.78
净利润(百万元)	88.32	119.42	183.37
增长比率(%)	41.31	35.21	53.55
每股收益(元)	0.66	0.89	1.37
市盈率(倍)			

发行数据

发行价(元)	
发行数量(万股)	3350
发行方式	网下配售
	网上资金申购
预计发行日期	2010/09/01

基础数据(2009年06月30日)

每股净资产(元)	3.98
每股经营现金流(元)	
毛利率(%)	19.46
净资产收益率(%)	7.98
资产负债率(%)	46.51
发行后总股本(万股)	13350
B股/H股(亿股)	/

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。