

日期: 2010 年 9 月 15 日

行业: 畜牧业



郭昌盛

021-53519888*1924

guochangsheng@sigchina.com

执业证书编号: S0870207120112

上市合理价格 RMB 35.93 ~ 43.11

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 33.50

发行后总股本 (百万股) 133.50

发行方式 网下询价配售 20%

网上定价发行 80%

保荐机构 东吴证券

主要股东 (IPO 前) 持股比例

侯建芳 61.97%

侯五群 4.60%

侯斌 4.50%

杨志英 4.00%

林玲 4.00%

深圳万胜投资管理有限公司 3.00%

收入结构 (2009 年)

生猪 77.70%

家禽 21.69%

其他 0.61%

行业平均市盈率的长期走势



报告编号: GCS10-NSP05

首次报告时间: 2010 年 9 月 15 日

中原地区生猪行业的排头兵

盈利预测:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	364.16	541.08	707.77	1121.03	1751.62
年增长率 (%)	74.74	48.58	30.81	58.39	56.25
归属于母公司的净利润	62.50	88.32	80.81	184.14	273.84
年增长率 (%)	188.60	41.32%	-8.50	129.09	48.44
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.47	0.66	0.61	1.38	2.05

数据来源: 公司招股书; 上海证券研究所整理

财务指标:

年度	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 H1
流动比率	1.01	1.00	1.28	1.12
速动比率	0.43	0.50	0.53	0.41
资产负债率 (母公司) (%)	57.36	61.07	43.62	46.51
应收账款周转率	14.42	24.62	38.41	26.84
存货周转率	2.47	2.54	2.77	2.29
主营业务毛利率 (%)	23.66	26.15	22.51	19.46
净资产收益率 (%) (加权)	27.56	44.43	31.96	8.31

数据来源: 公司招股书; 上海证券研究所整理

投资要点:

- **公司生猪业务突出, 盈利能力较强。**其经营性资产全部集中在河南郑州, 09 年生猪销售额占总收入比重达 77.7%, 主导产品仔猪、二元种猪的毛利率分别高达 26%、45% 以上。
- **紧密依托中原的粮食、人口大省的优势。**公司所在的河南省是我国重要的粮食基地, 也是头号的人口大省, 生猪市场成长空间大。另外, 当地的养殖业过于分散也对龙头公司雏鹰农牧十分有利。
- **中国生猪市场进入了缓慢成长期, 但区域发展不平衡。**目前全国产量年均递增 2~3%, 中原的河南省则略快。生猪业的景气度大起大落令企业面临较大的风险, 但上游的种猪仔猪领域稍好。
- **IPO 项目的重心在仔猪、种猪的扩张上, 可扩大公司优势。**超过 80% 的资金将用于 10 万头种猪、50 万头仔猪的增产上, 明后年即可迅速见效, 相当于再造大半个雏鹰农牧。
- **股票合理价为 39.52 元, 较发行价 35 元溢价不多。**后三年预测净利复合增长率为 45%, 可按同类股、中小板新股基准估值。

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

一、公司基本情况与治理结构

1、公司历史沿革、股权结构与实际控制人

河南雏鹰农牧股份有限公司系于 2009 年 7 月整体变更设立，其前身河南雏鹰禽业发展有限公司成立于 2003 年 5 月，由侯建芳及其家族成员侯五群、刘喜娣共同投资组建，初始注册资本 600 万元。侯氏的公司化发展道路就是从此时开始。增资后，公司的业务重心开始由禽业转向生猪生产经营，且随着数次增资的完成，生猪养殖已成为公司的核心业务。目前公司股东的持股情况如表 1。

表 1. 本次发行前、后的股本结构

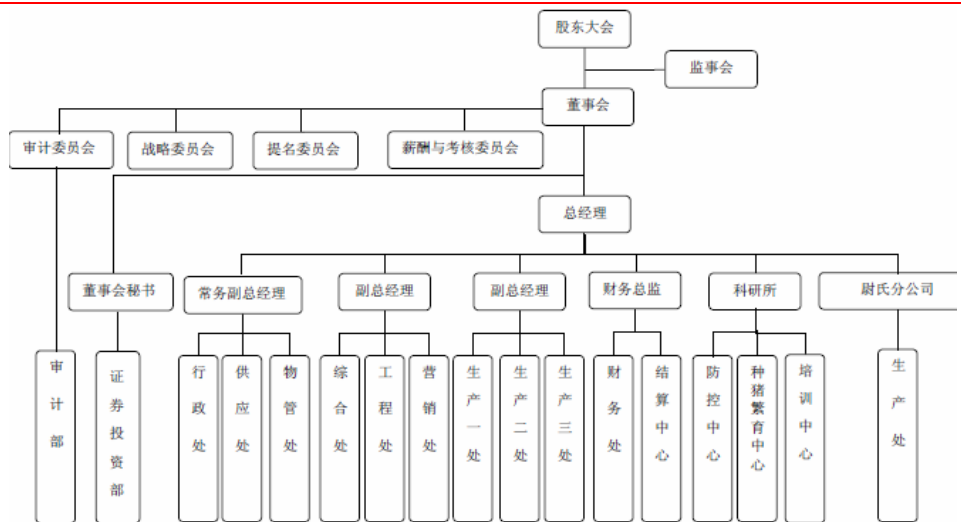
股东名称	发行前		发行后	
	股本 (万股)	比例 (%)	股本 (万股)	比例 (%)
侯建芳	6196.51	61.97	6196.51	46.42
侯五群	4600.00	4.60	4600.00	3.45
侯斌	4500.00	4.50	4500.00	3.37
杨志英	400.230	4.00	400.230	3.00
林玲	400.00	4.00	400.00	3.00
万胜投资	300.00	3.00	300.00	2.25
王全贵	260.00	2.60	260.00	1.95
侯建业	245.63	2.46	245.63	1.84
侯杰	245.63	2.46	245.63	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
本次发行的股份	0	0	3350.00	25.09
合 计	10000	100	13350	100

资料来源：公司招股说明书

本次发行前，公司的全部股份由 47 位自然人股东、1 位法人股东所持有。实际控制人、第一大股东（自然人）侯建芳任董事长兼总经理，是唯一持有 5%以上股权者，持有 61.97%（占发行后 46.42%）的股本，另外的四名家族成员累计持有 14.02%的股份，全部五名家族成员共持有 75.99%股本（占发行后的 56.92%），已构成绝对控股。法人股东万胜投资为深圳的一家创投企业，持有 3%（占发行后的 2.25%）股份。来自外部的职业经理人、常务副总经理李花直接持有 0.2%股权并间接持有 0.1%的股权。公司本次 IPO 成功发行流通股 3350 万股并将在深圳中小板上市，发行后的总股本为 13350 万股。

大股东侯建芳除持有公司股权外，尚未投资或持有其他企业的股权，也未以其他形式经营与公司相同或相似的业务。公司曾经仅有的关联交易对方是富民担保公司，后者由侯建芳之胞弟侯建业、侯杰及侯建芳之妻共同持有，系开展对雏鹰客户——养殖户提供资金担保的业务，并且已于 2010 年 4 月按银监会的行业规范予以注销。公司目前除了拥有已布局于母体内的经营性资产外，并无设立其他控股子公司，只是以 329 万元（占股本 2.19%）参股了河南新郑农村合作银行、以 600 万元（占股本 3.81%）参股了河南龙头投资担保股份有限公司等两家金融企业。总之，资产与业务可谓完全独立，结构简单易辨。

图 1. 雏鹰农牧的组织结构



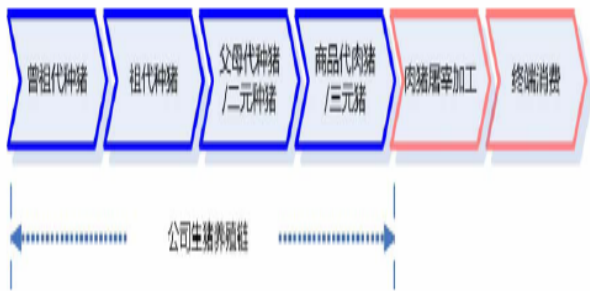
资料来源：公司招股说明书；

2、一家快速成长中的区域生猪供应商

始建于 2003 年 5 月的河南雏鹰农牧股份有限公司，最初从事家禽养殖业务，后壮大为以生猪养殖为主、肉禽与蛋禽养殖为辅的大型农牧业企业，并于 2008 年被认定为“农业产业化国家重点龙头企业”。公司业务归属于（国标）畜牧业中的四位码行业“牲畜的饲养（0310）”和“其他畜牧服务业（0539）”这两个细分领域。

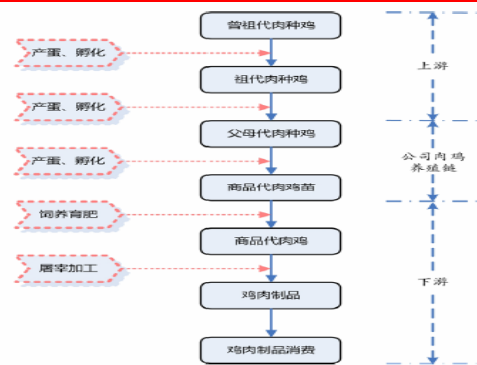
2009 年，主导产品生猪、家禽的销售收入分别占总收入的 77.7% 和 21.69%。公司的生产经营性资产全部集中在河南省郑州市，并且皆布局于股份公司母体内，市场遍布整个中原及周边地区。公司目前总共拥有 41 个猪场、13 鸡场、2 个饲料厂，年销售生猪 48 万头、种蛋 8459 万枚、鸡苗 1196 万羽、肉鸡 72 万只，饲料产能 15 万吨/年。雏鹰农牧的供应链简要示意如图 2、图 3。

图 2. 雏鹰农牧的生猪供应链示意图



资料来源：公司招股说明书；

图 3. 雏鹰农牧的家禽供应链示意图



资料来源：公司招股说明书；

二、主营业务：主导产品突出，盈利能力超强

1、主营养殖业，生猪为先导

雏鹰农牧从事禽畜业已 7 年有余，目前经营生猪、肉鸡两大类产品的生产与销售，其生产的饲料完全自用而非外销，生猪业务除提供商品肉猪外，还生产并销售种猪、仔猪；肉鸡业务系生产销售商品种蛋和鸡苗，仅少量提供商品肉鸡。目前拥有种猪与商品肉猪共 93 万头的产能，募集资金项目完成后将达 150 万头；还拥有商品种蛋产能 1.32 亿枚，种鸡苗 99 万羽。过去三年公司主业占总收入的比重保持在 98%以上，2008、2009 年两年的复合增长率超过 61%。公司之能实现持续较快的成长，主要依靠收入比重高达 77%的生猪业务拉动。

表 2. 雏鹰农牧的近年各项产品收入构成情况（万元）

项目名称	2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
一、主营业务	53777.98	99.39	36047.88	98.99	20519.56	98.46
1. 生猪	42041.61	77.70	25893.16	71.10	10781.29	51.73
商品仔猪	16042.55	29.65	12260.86	33.67	5302.24	25.44
二元种猪	9326.67	17.24	5335.64	14.65	3515.15	16.87
商品肉猪	16672.39	30.81	8296.66	22.78	1963.90	9.42
2. 家禽	11736.37	21.69	10154.72	27.89	9738.27	46.73
种蛋	8237.24	15.22	6694.92	18.38	6716.92	32.23
鸡苗	1746.58	3.23	1513.56	4.16	1702.88	8.17
肉鸡	1752.55	3.24	1946.24	5.34	1318.47	6.33
二、其他业务	330.24	0.61	367.81	1.01	320.26	1.54
营业收入合计	54108.22	100	36415.69	100	20839.83	100

资料来源：公司招股说明书等；上海证券研究所整理

表 3. 雏鹰农牧的近年各项产品毛利构成情况（万元）

项目名称	2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
一、主营业务	12112.30	99.46	9473.40	99.47	4875.70	98.87
1.生猪	9844.41	80.83	8149.18	85.57	2603.29	52.79
商品仔猪	4295.28	35.27	4254.62	44.67	896.96	18.19
二元种猪	4527.08	37.17	2858.16	30.01	1351.34	27.40
商品肉猪	1022.04	8.39	1036.40	10.88	354.99	7.20
2.家禽	2267.89	18.62	1324.23	13.90	2272.39	46.08
种蛋	1404.55	11.53	715.31	7.51	1578.76	32.01
鸡苗	576.96	4.74	246.75	2.59	682.35	13.84
肉鸡	286.38	2.35	362.17	3.80	11.27	0.23
二、其他业务	66.30	0.54	50.35	0.53	55.70	1.13
营业毛利合计	12178.59	100	9523.76	100	4931.38	100

资料来源：公司招股说明书等；上海证券研究所整理

2、种猪、仔猪盈利能力强，已成业绩支柱

相对于各年生猪收入的比重而言，其毛利比重更高一筹。2009 年生猪、家禽的毛利比重分别达 80.83%、18.62%。生猪业务中的仔猪、种猪的贡献更大，而低盈利能力的商品肉猪利润贡献不大。

三、行业分析：国内生猪市场已结束高成长期

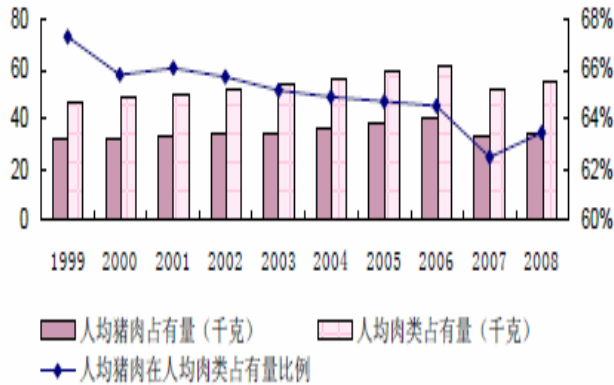
1、全国生猪市场增速已放缓

中国畜牧业在经历了世纪之交的快速扩张后，近几年进入相对稳定成长期。随着我国城镇化进程的发展，国内人均肉类占有量、消费量将能保持平稳增长的态势。目前中国肉类市场基本由国内生产满足供应，目前的年净进口量约为三、五十万吨，占总消费量的比例不超过 1%。1999~2009 年国内肉类总产量年复合增长率为 2.55%，猪肉为 2.01%，禽肉为 5.61%。虽然禽肉的增长相对较快，但是禽肉产能的过剩也较严重，即使在供应链上游——种蛋、种鸡和鸡苗的情况亦如此。总之，整个生猪和禽类市场面临着日益激烈的竞争。

2009 年全国肉类总产量为 7649 万吨，同比增长 5.08%，生猪增长 5.81%，之所以增长稍快是因为上年市场震荡、生猪出栏量下降。可能影响行业效益的中短期波动因素包括：以“猪粮比”的水平为标志的养殖成本波动；突发性禽畜疫情及食品安全问题的冲击。而

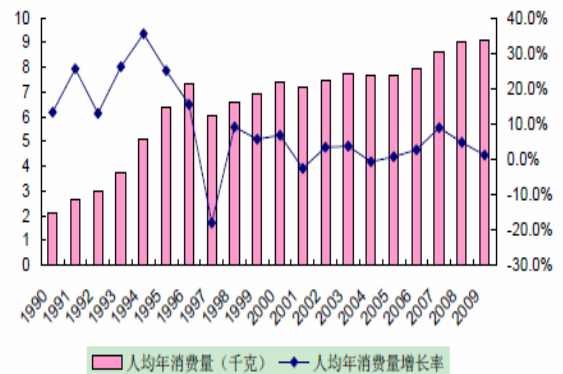
制约中国生猪养殖业长期健康发展的瓶颈是生产集约化的水平偏低，目前，我国生猪出栏量的 56% 以上来自规模在 100 头以下的小型养殖场。因此，规模化养殖企业尤其是农业产业化龙头企业更有能力分享市场未来成果并抵御经营风险。

图 4. 国内人均肉类及猪肉的占有量



资料来源：国家统计局；上海证券研究所整理

图 5. 国内居民人均鸡肉的消费量

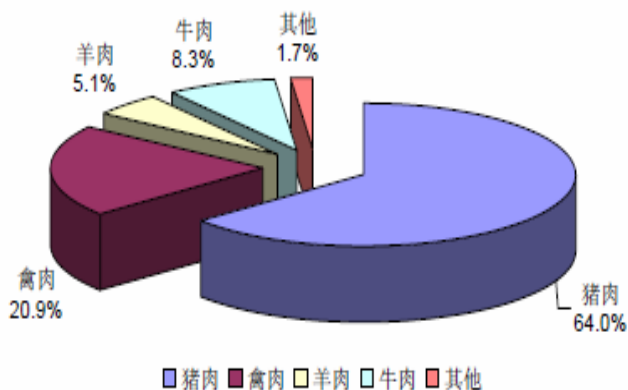


数据来源：USDA，上海证券研究所整理

2、国内肉类消费的扩张空间犹存

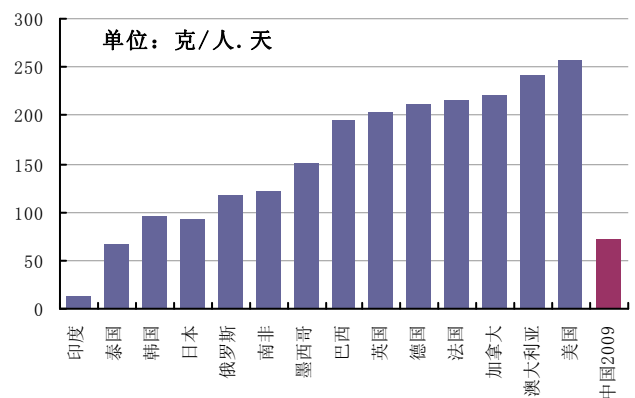
与新兴的发展中国家和发达国家相比，中国国内人均肉类消费水平并不高，未来中长期内仍存在着较大的提升空间（参见图 6）。按照国家“十二五”规划的精神，到 2015 年全国人均肉类占有量将达 61 公斤，相当于每人每年提高 1 公斤。在我国居民的全部肉类消费量中，猪肉和禽肉分别占 64% 和 20.9%，且据上文阐述，猪肉与禽肉之间存在着相对互补关系，因此未来长期内，生猪的规模化养殖企业、肉禽养殖企业仍将面临良好的发展前景。

图 6. 中国国内的肉类消费结构（2009 年）



资料来源：中国肉类协会；上海证券研究所整理

图 7. 各国人均每天肉类消费量比较（2005 年）



数据来源：FAO-2005，中国统计摘要 2009，上海证券研究所

四、竞争结构分析：区域生猪龙头，优势相对突出

1、生猪市场结构与公司地位

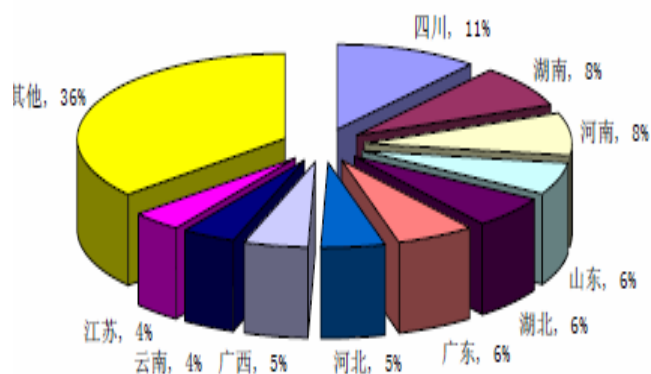
我国生猪养殖业最亟待解决的问题是生产过度分散，大型企业数量较少。目前全国千头以上的大规模养殖场共有 5.5 万家，但仅占全部养殖场数量的 0.08%，其合计出栏量也仅占全国总出栏量的 18.91%（参见表 4）。

表 4. 我国生猪养殖业的规模结构

养殖规模（头）	养殖场数量（个）	养殖场数量占比（%）	年出栏量占比（%）
1~49	69,960,452	96.6547	44.05
50~99	1,623,484	2.2429	12.93
100~499	633,791	0.8756	15.74
500~999	108,676	0.1501	8.38
1,000~2,999	40,010	0.0553	7.12
3,000~4,999	8,744	0.0121	3.74
5,000~9,999	4,172	0.0058	3.13
10,000~49,999	2,432	0.0034	4.28
50,000 以上	69	0.0001	0.64
合计	72,381,830	100	100

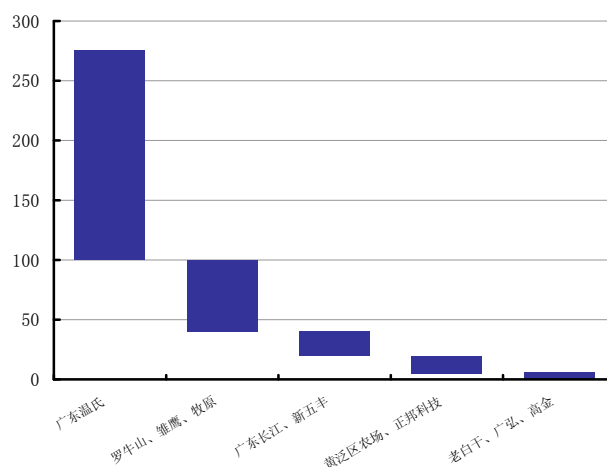
资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

图 8. 全国生猪出栏量的地区分布（2008 年）



资料来源：农业部，BOABC；上海证券研究所整理

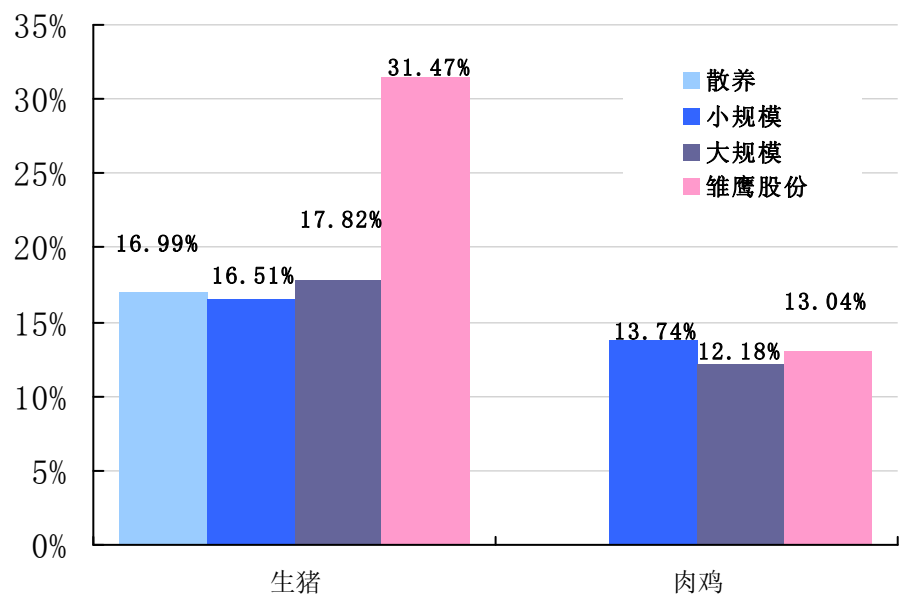
图 9. 生猪养殖行业企业的规模比较（万头/年）



资料来源：公司招股说明书；

雏鹰农牧所在的河南是我国生猪生产的重要省份，该省的年生猪出栏量仅次于四川、湖南省位居第三，约占全国总出栏量的8%。按2009年公司销售数据测算，雏鹰农牧在河南省内的生猪市场份额为12.29%，是当之无愧的区域行业龙头。同时也注意到，虽然依托着粮食基地和首屈一指的劳动力人口资源，但河南省生猪养殖行业整体的竞争优势并非突出（如图10），生猪的平均毛利率不高，恐怕与当地的中小企业占据市场主导有关，于是更凸显了公司规模化经营的优越性。雏鹰农牧的竞争对手应主要是当地中小规模养殖户，且彼此的竞争具有一定程度的非对称性，无疑前者更占优。

图 10. 河南省生猪、肉鸡养殖行业的不同规模企业的毛利率（2008 年）



资料来源：农产品成本收益资料；上海证券研究所整理

2、公司的竞争优、劣势分析

雏鹰农牧参与市场竞争并力图取胜的关键首先在于大规模地实施科学化养殖；其次是做好营销服务；同时对经营成本的控制也十分重要。公司的生猪市场主要在省内，小部分在上海；而家禽市场则主要分散在省外的四川、甘肃、云南、湖北等地。与竞争对手相比，公司的主要优势体现在：

（1）显著的区位优势。河南是我国人口第一大省和最重要的粮食主产省之一，这里消费群体庞大且饲料成本和人工成本低廉，加之全省养殖集约化水平偏低，较少有势均力敌的竞争对手，这对公司优势的发挥与市场开拓十分有利。另外，公司毗邻京广铁路、京珠高速，物流、运输也十分便利。

(2) 生产管理经验的优势。公司独创了禽畜防疫技术与物理隔离相结合的方法,并成熟地运用在养殖生产中,能将动物疫病的风险控制在极低的限度内,且成为其经营规模持续长期扩张的有力法宝,它还将能持续得到完善,令生产经营进入良性循环。

(3) 核心客户关系的稳定性。经长期的市场培育,公司在当地广大养殖农户中树立了良好口碑,并与肉制品行业的双汇发展、河南众品、上海五丰等一批优质客户建立了稳固关系。

(4) 治理机制上的优势。公司股权集中在以侯建芳为首的家族成员手中,且侯建芳个人年富力强且持股比例高,其领导下的经营班子在市场前景长期向好的背景下,应内在地冀望股权价值的实现,并积极、自觉地推动公司的可持续成长。

雏鹰农牧的劣势在于:肉禽业务还较小且需要跨区经营,至今尚未就近在当地建立起像样的客户关系;且在真正的技术研发层面投入较少,公司自有技术力量也较薄弱,而是主要依赖外脑,这不利于市场地位的巩固。此外,若公司资本规模不能迅速做到足够大,甚至也很容易遭遇如双汇、众品、雨润等上游渗透者的有力挑战。

五、募投项目盈利能力强、见效快

公司本次 IPO 募集资金 5.19 亿元以实施四个项目(参见表 5),资金重心在“年出栏 60 万头生猪产业化基地”项目上,占整个资金计划的 81%,并扩充生猪产能 61%;其余资金分别用于一个 40 万吨饲料生产线、两个辅助性的(科研培训中心、食品安全管理系统)建设项目上,饲料的新增产能将完全用于所属的各个养殖场,因此其对业绩的贡献将最终体现在生猪和家禽的收入中。生猪项目细分为 10 万头种猪、50 万头仔猪两部分,其总进度周期为两年,第一年末开始项目验收并投产,第三年中期即 2012 年下半年方可达产。

表 5. 雏鹰农牧的本次募集资金项目情况

项目名称	拟利用金额 (万元)	建设期	新增营业收入 (万元/年)	新增净利润 (万元/年)
年出栏 60 万头生猪产业化基地项目	42125.37	2 年	44708	8608
年产 40 万吨饲料生产建设项目(自用)	5029.63	1 年	节省成本	13760 万元
科研培训中心建设项目	3634.27	1 年	/	/
食品安全追溯管理系统工程建设项目	1157.00	1 年	/	/
合 计	51946.27	/	44708	8608

资料来源:公司招股说明书等;上海证券研究所整理

据招股说明书称，上述全部的募集资金项目完工达产后，将新增销售收入 44708 万元和利润总额 8608 万元，相当于再造大半个雏鹰。参考其阐述的经营目标——2012~2014 年分别销售生猪 160 万头、240 万头、360 万头，我们预计 2010~2014 年项目的产能释放进度将分别为 0%、30%、60%、90%、100%，到 2012 年，项目大约可实现效益目标的 60%以上。

六、财务分析与预测：盈利能力尚可，成长趋缓

1、历年财务状况的分析

据对招股书中的会计数据分析，知其财务状况大体一般，较显著的特征是主导产品具有较强的盈利能力。但其他各类财务指标相对较差且纵向看有一定的波动。财务状况具体概括为如下方面：

（1）成长能力分析

2008、2009 年，公司营收增速加快，营业毛利的复合增长率略有滞后，但净利润的复合增长率略超前，盈利能力强的生猪业务快速扩张成为主要推动力。2009 年利润增速的略放缓，与当年国内生猪市场相对低迷有关；但 2010 年上半年增速进一步放缓，也表明了公司抗风险不足，既有的成长进程受挫。

表 6. 营业收入、利润增长率

项 目	2010 年上半年	2009 年	2008 年
营业收入增长率（%）	8.20	48.59	74.74
营业毛利增长率（%）	-4.55	27.88	93.13
归属于母公司股东的净利润增长率（%）	-15.40	41.32	188.60

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理；

（2）盈利能力指标分析

公司的主业毛利润率过去几年有所波动，净利润率的波动更大。主导产品生猪的毛利率曾明显高于家禽，但 2010 年中期已差距不大（如表 7）。净利润率的波动较大，除售价、成本等因素影响外，还与所得税率变动、营业外收益有关。但注意到，各期的非经常性损益对收益的影响均为 10%左右，并非很大。

表 7. 公司主业分项利润率的走势

项 目	2010 上半年	2009 年度	2008 年度	2007 年度
一、主营业务毛利润率（%）	19.46	22.51	26.15	23.66
1.生猪（%）	19.76	23.42	31.47	24.15
商品仔猪	33.41	26.77	34.70	16.92
二元种猪	45.15	48.54	53.57	38.44
商品肉猪	-1.50	6.13	12.49	18.08
2.家禽（%）	18.05	19.32	13.04	23.33
种蛋	14.60	17.05	10.68	23.50
鸡苗	17.58	33.03	16.30	40.07
肉鸡	26.66	16.34	18.61	0.86
3.其他业务（%）	25.97	20.08	13.69	17.39
二、净利润率（%）	11.75	16.32	17.16	10.39

资料来源：公司招股说明书等；上海证券研究所整理

表 8. 公司净收益水平的分析

项 目	归属于公司股东的净利润				扣除非经常性损益后公司股东的净利润			
	2010' H1	2009 年	2008 年	2007 年	2010' H1	2009 年	2008 年	2007 年
基本每股收益（元）	0.32	0.88	0.62	0.22	0.29	0.77	0.60	0.20
稀释每股收益（元）	0.32	0.88	0.62	0.22	0.29	0.77	0.60	0.20
净资产收益率（加权平均）	8.31	31.96	44.43	27.56	7.69	27.7	42.49	25.88

资料来源：公司招股说明书等；上海证券研究所整理

（3）其他指标及横向比较

与可比的罗牛山、圣农发展、新五丰相比，过去三年雏鹰农牧的盈利能力指标十分突出；但后者的运营能力、偿债能力指标相对较差，尽管基本处于合理水平。而上半年数据更反映盈利能力优势弱化。

表 9. 雏鹰农牧与主要同类公司的财务指标比较

指 标	2009 年				2008 年				2007 年			
	罗牛 山	圣农 发展	新五 丰	雏鹰 农牧	罗牛 山	圣农 发展	新五 丰	雏鹰 农牧	罗牛 山	圣农 发展	新五 丰	雏鹰 农牧
应收账款周转率	30.81	20.39	36.82	38.41	31.52	22.17	38.36	24.62	30.34	21.22	24.85	14.42
存货周转率	4.62	5.42	3.89	2.77	5.84	6.67	10.46	2.54	4.03	6.68	11.51	2.47
总资产周转率	0.36	0.79	0.86	0.96	0.36	1.00	1.28	0.99	0.36	0.83	1.00	/
流动比率	1.64	1.64	1.70	1.28	1.46	0.49	2.24	1.00	1.03	0.39	2.68	1.01
速动比率	1.28	1.12	1.04	0.53	1.20	0.24	1.62	0.50	0.87	0.18	2.36	0.43
资产负债率	32.96	27.50	36.55	43.62	25.83	54.48	24.23	61.07	36.07	49.93	24.28	57.36
利息保障倍数	4.71	6.04	8.06	7.20	9.65	5.36	3.16	5.90	16.18	8.67	/	6.54
销售毛利率	13.34	20.91	9.93	22.51	18.58	21.68	8.76	26.15	19.63	27.24	7.28	23.66
销售净利润率	7.47	13.94	3.77	16.32	10.15	14.00	1.05	17.16	45.60	18.65	3.30	10.39
净资产收益率	3.92	23.55	4.66	31.96	5.45	31.15	1.84	44.43	25.99	33.85	3.99	27.56

资料来源：公司招股说明书、Wind 资讯；上海证券研究所整理

2、未来经营业绩的预测

(1) 未来前景的预期与假设

我们预计随着我国城镇化进程的发展，公司将能稳步、较快的成长。在城镇人口仅占 36% 的河南，必需消费品的成长空间、需求结构的升级空间巨大，生猪市场能趋于旺盛。届时，公司生猪的收入比重将超 90%，而家禽产品的成长或将停顿。假定国家为使生猪市场、饲料市场稳定，除通过库存储备与抛售来平抑波动外，仍将在生猪生产环节奉行既定的鼓励政策，公司的低税收水平也可望基本不变。

现阶段中国的“三农”政策可以继续营造一个相对平稳的国内粮油市场，因此饲料原料成本、生猪价格基本能小幅上升，但肉猪的需求量波动或牵动价格，仔猪种猪则相对刚性。假定在未来三年内，公司的仔猪价格、生猪价格均能依次上涨 10%、10%、10%，养殖成本每年也将有 8~10% 的递增，于是生猪的综合毛利率会波动不大。

(2) 分项业务的收入、毛利预测

对公司未来三年的分项业务的收入和毛利的预测如表 10、表 11。

表 10. 雏鹰农牧的分项业务收入预测

	产品名称	2007'A	2008'A	2009'A	2010'E	2011'E	2012'E
商品仔猪	销量（千克）	2483548	4044804	7616443	8625000	13000000	26875000
	平均单价（元/千克）	21.35	30.31	21.06	23.50	25.75	27.55
	收入（百万元）	53.02	122.61	160.43	202.69	334.75	740.41
二元种猪	销量（头）	21014	24421	49053	65000	133000	170000
	平均单价（元/头）	1672.77	2184.86	1901.35	2100.00	2300.00	2550.00
	收入（百万元）	35.15	53.36	93.27	136.50	305.90	433.50
商品肉猪	销量（千克）	1571890	5892513	14307959	20475000	27300000	32550000
	平均单价（元/千克）	12.49	14.08	11.65	11.75	12.55	13.25
	收入（百万元）	19.64	82.97	166.73	240.58	342.62	431.29
生猪收入小计（百万元）		107.81	258.93	420.42	579.77	983.27	1605.19
种蛋	销量（万枚）	7300	6867	8459	9000	9500	10000
	平均单价（元/枚）	0.92	0.97	0.97	0.98	0.99	1.00
	收入（百万元）	67.17	66.95	82.37	88.20	94.05	100.00
鸡苗	销量（万羽）	1045	1069	1196	1150	1150	1150
	平均单价（元/羽）	1.63	1.42	1.46	1.59	1.78	1.90
	收入（百万元）	17.03	15.14	17.47	18.29	20.47	21.85
商品肉鸡	销量（公斤）	1829636	2197087	1990821	2100000	2184000	2240000
	平均单价（元/公斤）	7.21	8.86	8.80	8.58	8.95	9.23
	收入（百万元）	13.18	19.46	17.53	18.02	19.55	20.68
家禽收入小计（百万元）		97.38	101.55	117.36	124.50	134.07	142.53
其他项累计收入（百万元）		3.20	3.68	3.30	3.50	3.70	3.90
收入合计（百万元）		208.40	364.16	541.08	707.77	1121.03	1751.62

资料来源：公司招股说明书等；上海证券研究所数据库

2010~2012 年生猪销售收入的比重一路上升至 91.64%，生猪销售毛利的比重更达 94%以上，来自高毛利率的二元种猪的收入和毛利将分别占 25%、43%，该产品仍将成为业绩增长的最大亮点。

未来业绩的增长较依赖于原有产能的利用率提高和募集资金项目的投产达产。尽管公司产品尤其是生猪产品供不应求，但本报告仍选择了中性偏谨慎、保守的达产进度和销售规模预期，因此业绩预测可视为略偏谨慎。2010 年上半年的销量增长放缓对全年业绩预测有一定的影响，但自 2011 年起因产能的释放以及需求的完全恢复，届时业绩可望大上台阶。

表 11. 雏鹰农牧的分项业务毛利预测（百万元）

产品名称	2007'A	2008'A	2009'A	2010'E	2011'E	2012'E
生猪业务	26.03	81.49	98.44	118.79	255.38	431.32
家禽业务	22.72	13.24	22.68	21.65	24.82	26.28
综合毛利	49.31	95.24	121.79	141.14	280.83	458.27

资料来源：公司招股说明书等；上海证券研究所数据库

(3) 利润预测表及业绩增长趋势

如表 12 的测算, 2010~2012 年公司营业收入将依次增长 30.81%、58.39%、56.25%，归属于母公司股东的净利润依次增长-8.50%、129.09%、48.71%；按本次 IPO 后的总股本 13350 万股全面摊薄计算，后三年每股收益将依次为 0.61 元、1.38 元、2.05 元。未来的进程基本显示出持续、较快成长的特征。

表 12. 雏鹰农牧的利润预测简表 (单位: 百万元)

项 目	2007'A	2008'A	2009'A	2010'E	2011'E	2012'E
营业收入	208.40	364.16	541.08	707.77	1121.03	1751.62
营业成本	159.08	268.92	419.30	566.62	840.21	1293.35
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
销售费用	4.77	7.62	8.61	13.09	22.42	34.16
管理费用	6.76	17.44	24.52	34.33	62.22	113.86
财务费用	5.90	10.84	11.70	20.17	18.50	39.41
资产减值损失	0.90	-0.44	0.50	2.00	2.00	2.00
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	30.98	59.77	76.57	71.56	175.69	268.84
加: 营业外收入	3.03	4.38	13.01	15.00	20.00	25.00
减: 营业外支出	1.04	1.65	0.69	5.00	10.00	15.00
利润总额	32.97	62.50	88.88	81.56	185.69	278.84
减: 所得税费用	11.32		0.56	0.75	1.55	5.00
净利润	21.65	62.50	88.32	80.81	184.14	273.84
归属于母公司股东的净利润	21.65	62.50	88.32	80.81	184.14	273.84
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.47	0.66	0.61	1.38	2.05
(按 IPO 后 13350 万股总股本)						

资料来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所数据库

七、风险因素

影响公司未来业绩趋势的风险因素主要来自如下几方面:

一是饲料粮价格波动的风险。饲料占公司养殖成本的 58%, 而玉米、豆粕合并占饲料的原料成本 77%, 然而至少在一两年内, 国内饲料粮市场将处于剧烈震荡期, 自然灾害已导致玉米市场的供给缺口增大, 于是价格更容易受到国际市场冲击, 于是公司购进饲料粮的成本波动可能影响经营业绩;

二是禽畜疫病以及自然灾害的风险。公司主要从事种畜、苗畜的生产经营, 这些生物资产或单价昂贵 (一头种猪价值 2000 元以上) 或抵御疫病、灾害的能力脆弱, 一旦此类风险在养殖基地降临, 则轻者可能导致额外的费用支出, 重者则可能直接带来大规模资产减损和产能的下降;

三是市场需求波动的风险。国内生猪养殖户端近年一再遭遇市场的大起大落, 未来一旦重回供给过剩且需求相对不足状态, 则商品肉猪的价格甚至可令猪粮比大幅度低于警戒线, 这些风险必传至上游的

雏鹰农牧;

四是潜存于规范治理层面的风险。公司股本集中于以侯建芳为首的家族内部人,或形成公司前景对其道德水准、自觉规范的理念过分依赖,一旦相关隐患出现,则处于弱势的公众股东极易受损。

八、估值定价:合理位 13.57 元

■ 国内外可比股票的相对估值

在国内 A 股市场与雏鹰农牧的业务属于同类者约有 8~10 家公司,最相近的 8 家列举如表 13,其中的罗牛山(000735)、益生股份(002458)较有可比性。然而国际市场的同类股票(剔除极端波动因素后)平均估值存在较大落差,主要因后者普遍成长性不足,故暂不具备定价参照意义。仅以 A 股市场为参照,同类股目前的 PE 均值 2009 年为 78.74 倍,2010 年预测 PE 为 51.86 倍,至于罗牛山的 113 倍、71 倍 PE 似过分溢价,但益生股份 44 倍 PE 或略低。

表 13. 国内/国际同类股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
000529.SZ	广弘控股	7.04	0.10	0.12	0.14	80.42	64.00	54.70	6.68
000735.SZ	罗牛山	8.13	0.07	0.11	0.15	112.95	71.36	54.03	4.41
002157.SZ	正邦科技	16.88	0.20	0.40	0.60	88.77	44.61	29.32	5.35
002234.SZ	民和股份	15.03	-0.39	0.34	0.62	/	53.01	28.92	3.52
002299.SZ	圣农发展	30.80	0.49	0.66	0.98	63.13	46.71	31.39	8.03
002321.SZ	华英农业	20.65	0.27	0.48	0.69	73.86	42.24	29.49	3.28
002458.SZ	益生股份	33.33	0.75	0.77	0.98	41.92	41.11	32.25	4.00
600975.SH	新五丰	9.45	0.12	0.10	0.14	90.11	111.64	76.66	4.38
国内平均值			/			78.74	51.86	42.10	4.95
泰森食品	US	17.16	-10.05	2.07	1.93	-1.71	8.29	8.89	1.33
DEAN FOODS CO	US	10.40	9.63	1.01	1.14	1.08	10.30	9.12	1.32
MAPLE LEAF FOODS INC	CN	10.82	2.41	0.68	0.91	4.49	15.91	11.89	1.16
PACIFIC ANDES RESOURCE DEVE	SG	0.32	0.29	0.29	2.61	1.10	1.10	0.12	3.81
THAI UNION FROZEN PROD PUB	TB	55.50	0.75	4.1	4.42	74.00	13.54	12.56	2.86
雨润食品	HK	28.35	0.96	1.17	1.42	29.53	24.23	19.96	5.67
国际平均值			/			22.04	11.70	10.00	2.69

数据来源: Wind、Bloomberg; 上海证券研究所整理; 股价取 2010 年 9 月 14 日收盘价

■ 雏鹰农牧的估值水平及价格区间：35.93~43.11 元

基于市场同类股的估值：以雏鹰的未来三年净利润复合增长率 45.83% 预期看，与同类股水平大致相当，故可参考同类公司平均 PE。取行业公司的 PE 均值 78.74 倍和 51.86 倍，测算得（2009、2010 年每股收益 0.66 元、0.61 元）股票合理价格应在 31.63~51.97 元的区间，该区间中点为 41.08 元。

基于中小板可比新股的估值：根据最近上市 20 只中小板股票市况（参见表 14），可比新股 2009 年、2010 年平均 PE 依次为 64.17 倍、55.01 倍，可见较前述的同类股估值基准略低。据此可得股票合理价格区间为 33.56~42.35 元，该区间的中点为 37.96 元。

综合确定估值：以上述的同类股、创业板新股这两个参考估值区间的中点为依据，可得初步估值区间为 37.96~41.08 元，两者的中点为 39.52 元，再经 $\pm 10\%$ 的区间拓展，便可得到雏鹰农牧的股票二级市场合理价格区为 35.93~43.11 元，中枢价格（39.52 元）对应的 2009、2010 年 PE 分别为 59.88 倍和 64.79 倍。注意到，由于该股发行价过高，形成上述区间的下限 35.93 元距离发行价仅一步之遥，故可以认为股票上市后“破发”的风险依旧不小。

（注：表 15. 近期中小板股票市况在最后一页）

表 14. 近期上市的中小板股票的市况

证券代码	证券简称	首发 PE 摊薄	首日涨 跌幅%	累计 溢价率%	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
					2009 A	2010 E	2011 E	2009 A	2010 E	2011 E	
002473.SZ	圣莱达	48.48	185.06	137.31	0.45	0.50	0.61	111.61	91.54	63.76	7.37
002472.SZ	双环传动	51.85	60.82	42.54	0.27	0.29	0.38	67.62	39.52	31.10	4.07
002471.SZ	中超电缆	49.33	121.62	86.49	0.13	0.16	0.19	87.18	58.13	46.19	5.49
002470.SZ	金正大	50.00	85.33	57.33	0.34	0.44	0.62	77.58	54.65	42.55	6.48
002469.SZ	三维工程	60.59	80.37	50.16	0.47	0.78	1.10	91.72	64.18	47.11	5.02
002468.SZ	艾迪西	39.06	235.04	162.08	0.75	0.77	0.98	85.33	70.94	59.09	6.91
002467.SZ	二六三	50.00	59.58	47.42	0.84	1.05	1.28	65.39	59.25	47.88	4.51
002466.SZ	天齐锂业	90.36	176.83	156.00	0.53	0.84	1.27	206.40	158.97	108.02	8.06
002465.SZ	海格通信	71.20	31.39	19.79	0.60	0.66	0.79	71.42	62.00	49.95	3.68
002464.SZ	金利科技	51.67	107.74	125.74	0.63	0.85	1.01	109.62	83.41	65.46	6.70
002463.SZ	沪电股份	35.56	26.38	22.00	0.39	0.55	0.80	43.71	38.91	31.75	4.74
002462.SZ	嘉事堂	50.00	75.92	159.58	0.75	0.86	1.08	117.50	107.67	82.39	4.96
002461.SZ	珠江啤酒	44.62	177.24	397.24	0.32	0.43	0.53	228.89	183.58	149.66	6.26
002460.SZ	赣锋锂业	69.42	185.99	205.46	0.29	0.43	0.62	186.74	142.96	102.18	9.15
002459.SZ	天业通联	49.91	62.51	40.25	0.53	0.73	1.07	66.40	40.38	28.54	4.26
002458.SZ	益生股份	32.43	50.25	31.25	0.72	1.02	1.24	41.92	41.09	32.14	4.00
002457.SZ	青龙管业	33.33	29.20	26.28	0.64	0.82	1.09	37.66	29.94	24.72	3.27
002456.SZ	欧菲光	58.69	54.33	86.83	0.41	0.51	0.65	105.54	67.31	43.09	5.73
002455.SZ	百川股份	33.28	64.95	56.50	0.55	0.68	0.84	52.08	47.42	39.82	4.09
002454.SZ	松芝股份	30.16	22.80	60.71	0.85	1.10	1.41	46.25	31.50	26.01	4.34
平均值		50.00	94.67	98.55	0.47	0.61	0.80	64.17	55.01	21.17	5.45

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理, 估值股价取自 2010 年 9 月 14 日收盘价

分析师的研究范围

郭昌盛：农业、食品业

行业重点跟踪研究的公司：北大荒、天康生物、顺鑫农业、正邦科技、东凌粮油、天邦股份、民和股份、登海种业。

分析师申明

本人，郭昌盛在此申明：以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。