

买入 (首次)

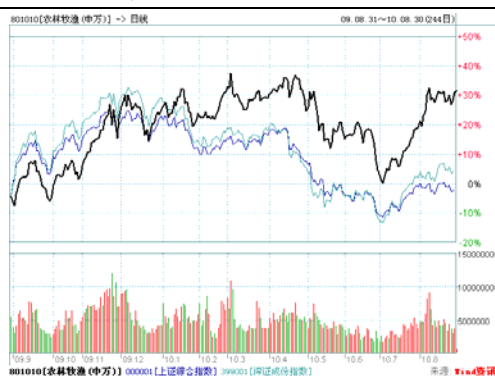
## 雏鹰农牧 (002477)

——携雏鹰模式，行业的快速扩张者

## 市场数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 上证综合指数      | 2,997.050  |
| 深证成分指数      | 13,452.170 |
| 农林牧渔指数 (申万) | 2,501.020  |

## 相对股价表现



## 相关研究

《新股研究：雏鹰农牧——中原生猪养殖新秀》，8月30日

农林牧渔研究小组：

徐伟民

李项峰

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>

## 报告摘要：

猪价未来 11 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 8 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。

行业潜力巨大。规模化养殖是生猪养殖的发展趋势，我国正处在开始阶段，目前生猪养殖仍处于分散状态，1000 头以上的规模养殖仅占生猪养殖的 18.2% 左右，10 万头以上规模养殖更是很少，占比不到 1%。

雏鹰模式将给公司带来快速增长。类似于包场到户的“雏鹰模式”，能为公司带来快速上增长。雏鹰模式的优势在于：①效率高，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。②对内复制容易，可以实现快速扩张。雏鹰模式的本质是公司承担市场风险，农户承担养殖风险，公司管理只需对技术人员进行管理即可，农户会自觉尽责养好猪，使得管理大大简化，有利于复制和快速扩张。③能有效降低疫情风险，保障食品质量。

预计 2010-2012 年 EPS 估计为 0.97/1.57/2.01 元，35-40 倍年合理区间 55-62.8.6 元。予以买入评级。本报告提高了公司的盈利预测，10 年由 0.89 元提高到 0.97 元。

风险提示。价格大幅波动。疫情风险

## 盈利预测：

单位：百万元，元

|      | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 364   | 541   | 789   | 1,288 | 1,781 |
| yoy  |       | 48.6% | 45.8% | 63.2% | 38.3% |
| 净利润  | 62    | 89    | 129   | 210   | 268   |
| yoy  |       | 43.2% | 45.4% | 61.9% | 27.8% |
| 每股收益 | 0.47  | 0.66  | 0.97  | 1.57  | 2.01  |
| yoy  |       | 40.4% | 46.9% | 61.9% | 27.8% |
| 毛利率  | 26.3% | 22.5% | 21.7% | 21.3% | 19.0% |

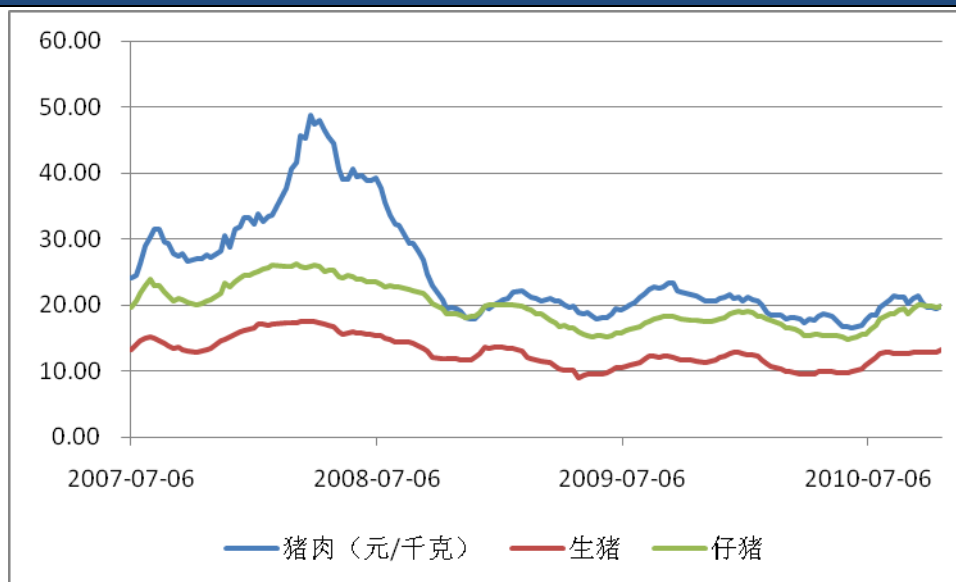
请务必阅读正文后的免责条款部分

**雏鹰模式简介：** 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）。

**雏鹰模式（以育肥猪为例）**可以归结为管理和最终结算两个方面。管理方面：公司建厂或租厂（20—60 栋猪舍，100 头猪/栋），农户进厂养猪（2 栋/户），封闭式管理，公司提供仔猪、饲料、防疫、技术支持等（按签约价格卖给户）。最终结算为，按协议价将养到时间的猪卖给公司，猪的重量决定了农户最终收入。这里之所以以育肥猪为例是因为公司不同阶段的生殖养殖是不一样的，例如种猪配种阶段、分娩阶段，但类似。

这种模式类似于“带最低保障的包场到户”，使得报酬与农户的努力程度紧密联系在一起，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。

图 1、全国生猪价格快速反弹（至 9 月 30，周数据）



资料来源：中国畜牧业信息网，德邦证券

图 2、生猪存栏量有所恢复（万头，月数据）



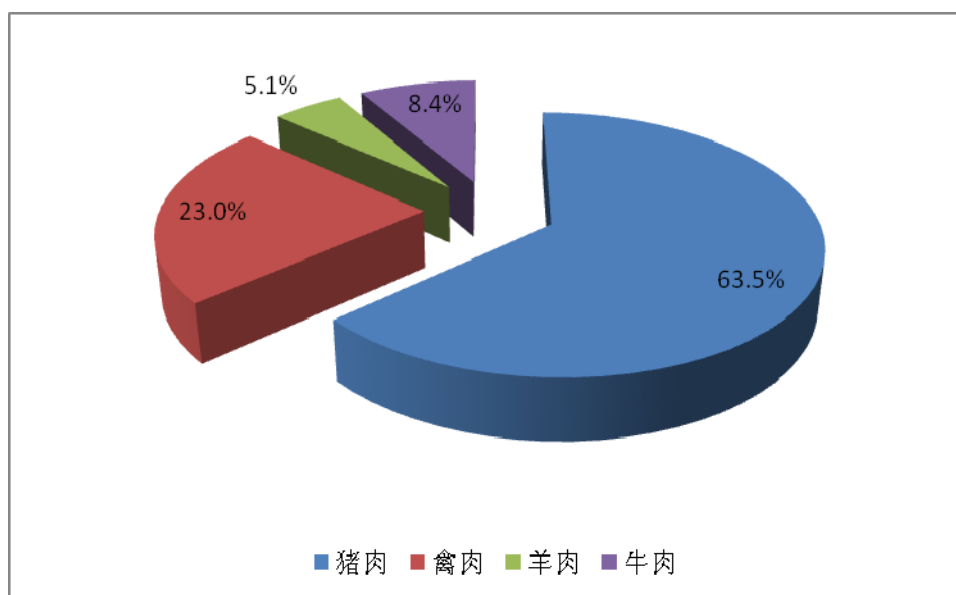
资料来源：中国畜牧业信息网

图 3、能繁母猪存栏量出现复苏（万头，月数据）



资料来源：中国畜牧业信息网

图 4 我国居民肉类消费结构



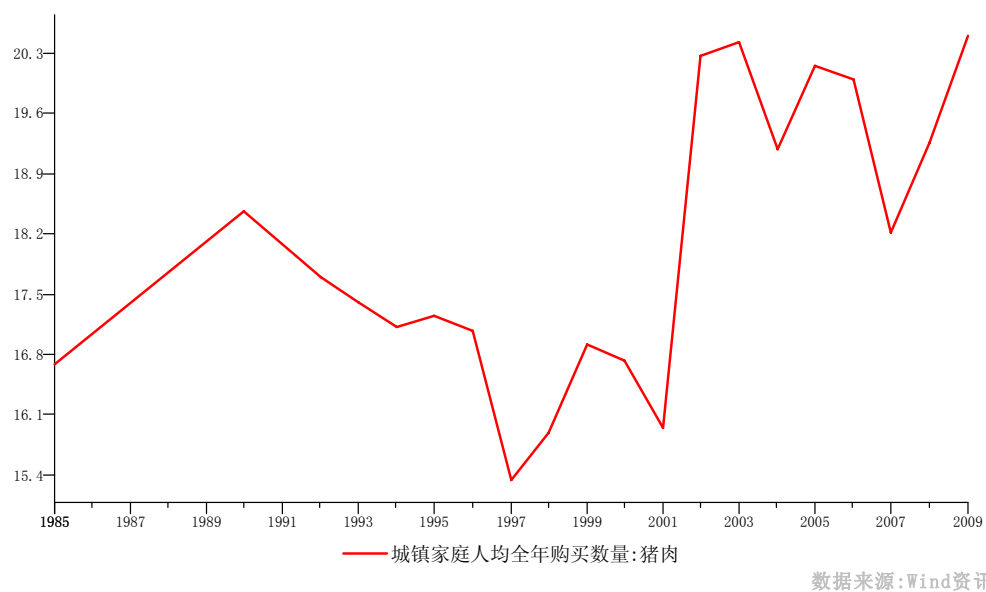
资料来源：公司招股说明书

图 5 我国猪肉产量



资料来源：中国畜牧业信息网

图 6 城镇家庭人均猪肉购买量（千克，月数据）



资料来源：公司招股说明书

附表 1：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   | 1,790   | 1,850     | 1,850     |
|      | 销售收入（万元）   | 3,515   | 5,336   | 9,327   | 12,637  | 18,389    | 24,735    |
|      | YOY        |         | 51.81%  | 74.79%  | 35.49%  | 45.51%    | 34.51%    |
|      | 毛利率        | 38.44%  | 53.57%  | 48.54%  | 48.00%  | 46.50%    | 43.00%    |
| 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      | 23.5    | 25        | 24.2      |
|      | 销售收入（万元）   | 5,302   | 12,261  | 16,043  | 22,161  | 32,950    | 40,989    |
|      | YOY        |         | 131.25% | 30.85%  | 38.13%  | 48.69%    | 24.40%    |
|      | 毛利率        | 16.92%  | 34.70%  | 26.77%  | 32.50%  | 35.50%    | 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      | 12.6    | 13.8      | 12.3      |
|      | 销售收入（万元）   | 1,964   | 8,297   | 16,672  | 34,298  | 67,616    | 102,453   |
|      | YOY        |         | 322.45% | 100.94% | 105.72% | 97.14%    | 51.52%    |
|      | 毛利率        | 18.08%  | 12.49%  | 6.13%   | 6.50%   | 8.80%     | 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  | 69,096  | 118,955   | 168,177   |
|      | YOY        |         | 140.18% | 62.36%  | 64.35%  | 72.16%    | 41.38%    |
|      | 毛利率        | 24.15%  | 31.47%  | 23.41%  | 22.43%  | 22.02%    | 19.48%    |
| 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  | 78,871  | 128,753 | 178,106 |
|      | YOY      |        | 74.75% | 48.58%  | 45.76%  | 63.24%  | 38.33%  |
|      | 综合毛利率    | 23.76% | 26.28% | 22.5%   | 21.7%   | 21.3%   | 19.0%   |

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   | 789   | 1,288 | 1,781 |
| 二、营业总成本       | 177   | 304   | 465   | 669   | 1084  | 1523  |
| 其中：营业成本       | 159   | 268   | 419   | 617   | 1013  | 1442  |
| 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    | 119   | 204   | 258   |
| 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    | 129   | 210   | 268   |
| 减：所得税         | 11    | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 五、净利润         | 22    | 62    | 88    | 129   | 210   | 268   |
| 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    | 129   | 210   | 268   |
| 六、全面摊薄每股收益    | 0.16  | 0.47  | 0.66  | 0.97  | 1.57  | 2.01  |
| 发行后总股本        | 13350 | 13350 | 13350 | 13350 | 13350 | 13350 |

资料来源：德邦研究所

## 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。