

买入 (维持)

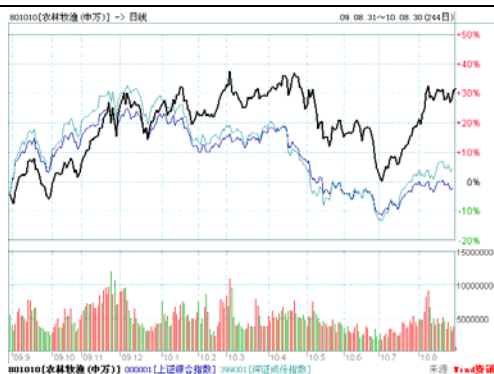
三季度业绩超预期，未来业绩也可期

——雏鹰农牧 (002477) 三季度点评

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——中原始猪养殖新秀》，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>

事件： 公司公布三季度报，1-9 实现营业收入约 4.52 亿万，较上年同期增长 18.69%，净利润 7383 万元，同比增长 16.99%。EPS 为 0.74，三季度单季为 0.42。

点评：

公司业绩超预期。 公司三季度报超出市场预期，市场普遍预期公司 2010 年 EPS 为 0.88 左右，三季度报显示 EPS 为 0.74，三季度单季为 0.42，现在猪肉价格平稳，且四季度是猪肉消费旺季，所以四季单季 EPS 应也在 0.42 左右，如此，2010 年公司的 EPS 应在 0.95-1.16 元之间，高于市场预期近 30%。

猪肉价格上涨是公司业绩亮丽的主要原因。 下半年猪肉价格快速上涨，生猪价格已从 6 月 4 日的 9.75 元/千克，涨到目前 13.17 元/千克。在此带动下，公司的种猪、猪仔价都大幅提升，大大提高了公司的盈利能力。

未来公司 11 年公司业绩有保证。 9 月，能繁母猪数量首次上升，按照生猪养殖周期，从能繁母猪扩张到生猪供应大幅扩张的时间周期为 13 个月。另外，猪肉价格目前只是处于历史中间位置，并不是非常高。基于这些，我们认为到明年 10 份，至少到明年 7 月份猪肉价格应该保持较高位置运行。还有春节是我国猪肉需求最大节气，能够有力保证公司 11 年业绩。

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。维持买入评级。

风险提示。 疫情风险

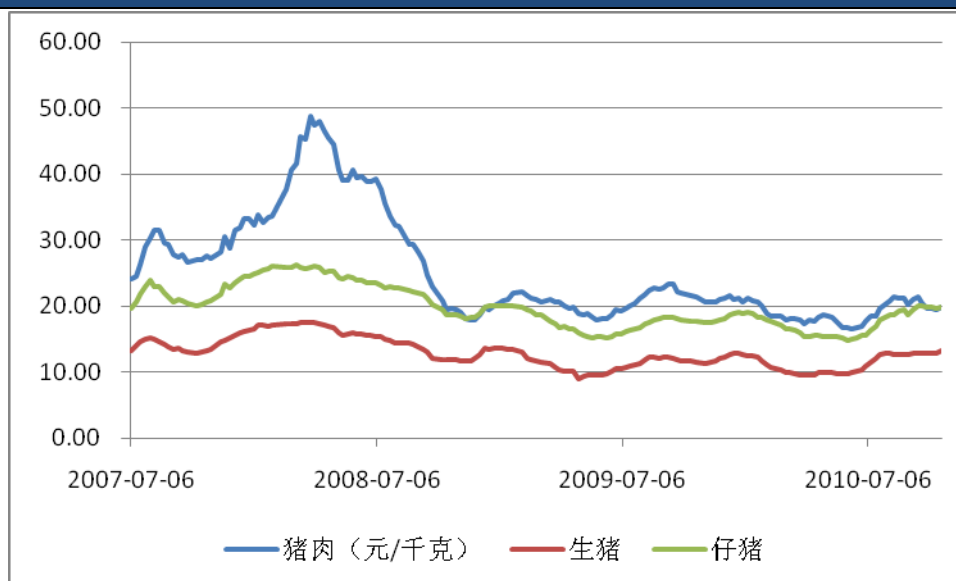
盈利预测：

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

图 1、全国生猪价格快速反弹（至 9 月 30，周数据）



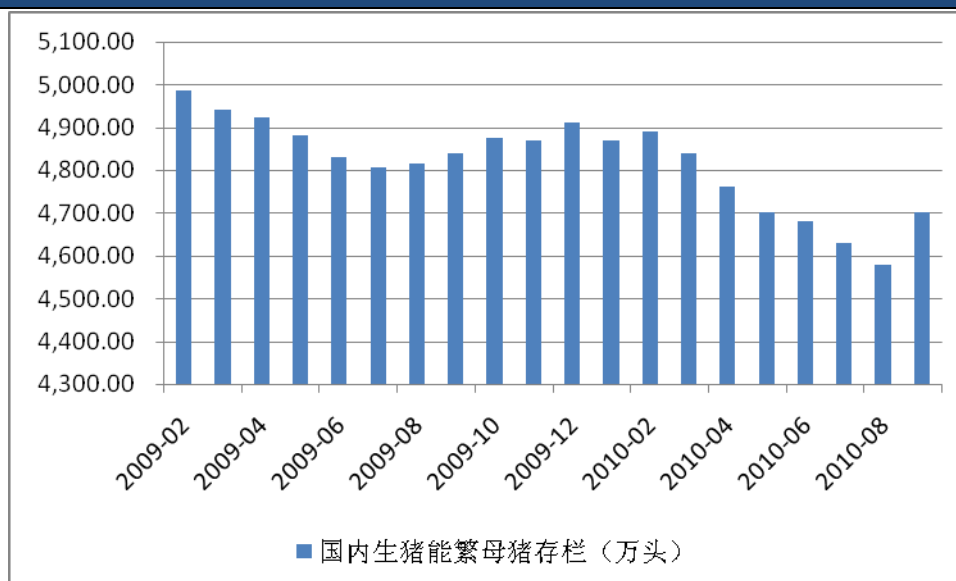
资料来源：中国畜牧业信息网，德邦证券

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

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。