

湘西生猪养殖：机遇与风险并存

大康牧业（002505）

定价区间：18.4-20.7 元

新股分析报告

2010 年 11 月 3 日 星期三

农林牧渔小组

李臣燕

010-59707122

证书编号：S0630210110001

lcy@longone.com.cn

联系人：沈燕

021-50586660-8639

shyan@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股)	7,680
本次发行股数(万股)	2,600
发行后总股本(万股)	10,280

财务指标（2009-12-31）

每股收益（元/股）	0.47
每股净资产（元/股）	2.45
净资产收益率（%）	22.0
资产负债率（%，母公司）	31.57

申购要点

- **企业概况：**公司主营业务为种猪、仔猪、育肥猪以及饲料的生产、销售。2009 年，公司生猪出栏量占湖南省生猪出栏量的 0.3%，排名省内第二。“大康牧业”和“均益”牌的双品牌在湘西地区具有一定影响力，且于 2004 年率先通过国家农业部无公害农产品认证和省农业厅无公害农产品产地认证。
- **行业前景：**生猪养殖业以高度分散的散养农户为主，行业集中度、技术含量低。生猪年出栏数量在 5 万头以上的企业总生猪出栏量占全国比例仅为 1%。近年来，我国居民肉类消费出现明显变化，城镇居民的猪肉消费更重视安全、健康、品牌和质量，猪肉消费正由温饱型向追求质量安全的小康型转变；随着农民可支配收入的增长，农村猪肉消费市场将被激活。
- **核心竞争优势：**1、**地域优势。**公司地处湘西，不仅有良好的自然生态环境以养育更健康的生猪，更有天然的防疫优势。同时随着长株潭地区周边生猪产业逐渐西移。公司承接了西移的产能和市场，发展空间得以扩大。2、**独特的“公司+基地+养殖大户+农户”的经营模式。**通过委托养殖大户代养，实施“五统一”管理，实现公司生猪养殖规模的快速扩张，使公司可专注核心种猪群的培育和打造。
- **定价区间与申购建议：**在生猪养殖行业，公司在防疫和产品特色上占有优势，公司的经营模式也有助于其快速扩张。但在原料成本处于劣势，盈利能力一般。公司的高端产品刚刚开始起步，向下游的拓展将通过募投项目展开，将面临运输与营销成本的双重提升。

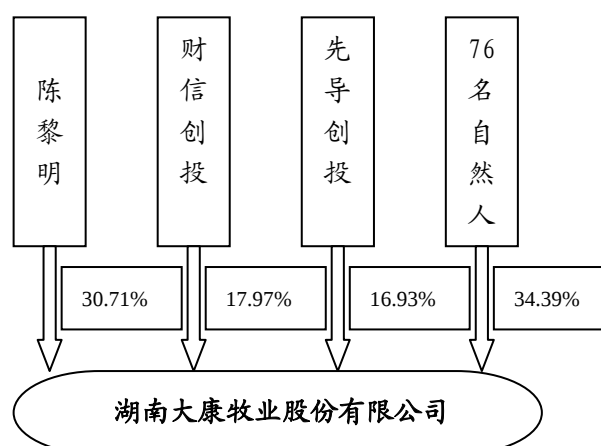
我们预测公司 2010-2012 年净利润分别为 3530 万、5220 万和 6970 万，其 CARG 为 44.47%，摊薄后 2010-2012 年 EPS 分别为 0.46、0.68 和 0.91。综合市场可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 40-45 倍，对应的询价区间为 18.4-20.7 元之间。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

本次发行前，公司共有 79 名股东，其中财信创投、先导创投为法人，其余 76 名为自然人股东。具体持股情况见图 1。

图 1: IPO 前大康牧业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

发行人的控股股东和实际控制人为陈黎明先生，目前持有公司 2,358.23 万股股份，占发行前总股本的 30.71%。

公司本次发行前总股本为 7,680 万股，本次拟公开发行不超过 2,600 万股 A 股股票，发行完成后公司股本不超过 10,280 万股。本次发行的股份占发行后总股本的比例为 25.29%。

1.2 公司主营业务

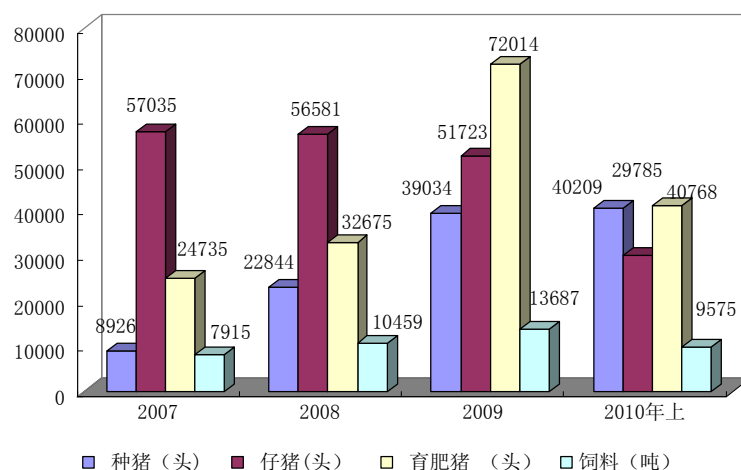
公司主营业务为种猪、仔猪、育肥猪以及饲料的生产、销售。

目前拥有 11 个商品猪场、1 条年产 6 万吨饲料生产线，其中包括湖南省原种扩繁场 2 个，湖南省一级种猪场 2 个。

公司产品以种猪、育肥猪为主。公司种猪、育肥猪、仔猪、饲料的销售收入占营业收入的平均比重为 42.84%、30.22%、10.70%、16.24%，

公司 2009 年生猪出栏量为 16.3 万头，占湖南省 2009 年生猪出栏量的 0.3%，湖南省内排名第二，仅次于湖南新五丰股份有限公司。

图 2：大康牧业主营产品销量



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2004 年 3 月公司被认定为“湖南省农业产业化龙头企业”，并于 2004 年 7 月获得“农业部无公害猪产品”认证和“无公害猪原产地”认证，2009 年 5 月被评为“湖南省首届农业产业化十大龙头企业”，2010 年 2 月被选为湖南省养猪协会副会长单位。

2、行业背景

2.1 行业市场空间

饮食结构决定猪肉的刚性消费

自 1990 年以来,我国肉类产品总产量和总消费量始终处于世界首位,而猪肉产量占肉类产量的比例保持在 65%左右,趋于稳定。近四十年我国猪肉产量年复合增长率为 8.2%,高于世界 3.3%的年复合增长率水平。年人均居民猪肉消费量已由 1990 年的 20 千克增加到 2008 年 39.6 千克,增长近一倍。

收入增长激活农村猪肉消费市场

随着农民可支配收入的增长,农村猪肉消费市场将被激活,若农村人均猪肉消费达到城镇居民消费水平,全国农村猪肉消费量将每年增加 1,500 万吨至 2,000 万吨。

“食品安全”呼吁“优质放心肉”

随着居民消费水平的提高,近年来纷纷扰扰的食品安全事件,让消费者更加关注食品安全、饮食健康。这为专注于提供优质猪肉的规模养殖企业提供了发展机遇。

2.2 行业竞争的情况

行业集中度有所提升 但仍处于规模化初级阶段

生猪养殖业以高度分散的散养农户为主,行业集中度相当低。近年来,行业规模化程度有所提升,但仍处于规模化的初级阶段。2007 年,全国年出栏 50 头以上的规模养猪专业户和商品猪场出栏生猪占全国出栏总量的比例约为 48%,2008 达到 62%。而我国生猪年出栏数量在 5 万头以上的企业总生猪出栏量占全国比例仅为 1%。

完全竞争 猪肉价格周期性波动

行业集中度低直接导致行业门槛低,行业处于完全竞争阶段,生猪价格呈现周期性波动。行业参与者无障碍地进出市场,导致行业产量调整总是滞后于市场需求的变化,进而带动猪肉价格的周期性波动。而猪肉价格的波动又会影 响行业参与者业绩的稳定性。

规模化养殖企业优势显著

规模化养殖企业凭借技术(种猪选育扩繁、饲养、防疫)、基地环境、资金、销售渠道上的优势,有效控制成本、防范风险、经济效益显著。

3、公司竞争优势分析

3.1 湖南生猪产业西移的最大收益者

湖南是全国第二位的生猪养殖大省。随着《长株潭城市群资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验总体方案》出台，该地区生猪养殖产业将逐渐向湘西转移。公司凭借十多年来在湘西的布局谋划，有足够的实力来承接长株潭地区生猪养殖业的西移，并借此契机实现跳跃式发展。

3.2 “公司+基地+养殖大户+农户”的经营模式

公司依托自身技术优势和规模平台，实施“公司+基地+养殖大户+农户”的经营模式。截至2010年6月30日，加盟公司的养殖大户共136户，公司与养殖大户签订具有代养性质的加盟合同，对养殖大户实施“五统一”管理（即统一管理、统一供种苗、统一供料、统一防疫、统一回收），在回收时支付30-60元人工费以及成本。通过对养殖大户的统一管理，加强了生猪的品质控制力度，实现公司生猪养殖的轻资产、低成本扩张。目前公司自有基地育肥猪和养殖大户代养猪成本基本持平。此外公司还通过向周边养猪农户提供技术、防疫、销售服务，实现仔猪、饲料销售，调动周边地区商品猪生产的氛围。同时也为农民工就业、农民增收、推进社会主义新农村建设作出贡献。

3.3 基地资源不可复制

公司的生猪养殖基地大多位于湘西怀化周边雪峰山区的山坳间，山体相隔，局部封闭，当地森林覆盖率达到65.3%、人口密度低，人员流动少，人畜污染轻，并且基地与基地之间相距较远，从而有效避免了连片感染现象的发生。天然屏障、冬暖夏凉、绿色环保的环境提高了生猪免疫力、存活率，有效降低了疫病发生的机率。不可复制的区位优势让公司经营几乎没受08年雪灾、10年水灾的影响。公司基地具有大约300万头生猪的承载能力，相比目前16.3万的生猪出栏量，还有相当广阔的扩容空间。

3.4 技术先行 品质保证 品牌夯实

公司通过与农户“技术服务先行”的共赢模式、“五统一”的养殖大户合作模式，构建客户信赖和品牌认同度。

公司大力投资优质种群的培育、疫病的防范让公司的产品受到各方认可。公司成功实施“大康牧业”、“均益”双品牌战略，并于2004年率先

通过国家农业部无公害农产品认证和省农业厅无公害农产品产地认证。作为大力倡导食品安全的先行者，公司显著的品牌影响力，带动公司市场份额的不断扩大。

3、 公司财务分析

4.1 收入、利润结构分析

公司营业收入主要来源于生猪养殖业，其产品销售收入合计占营业收入的比重平均为 83.76%。

公司生猪养殖业主要包括种猪、育肥猪、仔猪三种产品。从产品构成来看，种猪在主营业务收入所占的比例最高，报告期内占主营业务收入的比重平均为 42.84%；其次为育肥猪，平均为 30.22%；仔猪所占的比重最低，平均为 10.70%。

种猪业务增长快速，报告期内种猪的销售量分别为 8,926、22,844、39,034、40,209 头，09 年销量是 07 年的 4.37 倍；这充分说明种猪业务已经成为公司重要盈利点、以及核心竞争力。

公司综合毛利有所降低，各年度利润主要来源有所变化，主要表现为种猪、育肥猪占比逐渐上升，目前达 44.56%、43.45%；而仔猪的占比逐渐下降，目前仅占 2.44%。

表 1：大康牧业营业毛利结构表

项目	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
种猪	1,751.05	91.25%	1,546.49	44.56%	1,561.57	44.13%	390.29	25.40%
育肥猪	-33.08	-1.72%	1,508.07	43.45%	919.32	25.98%	561.01	36.51%
仔猪	46.92	2.44%	238.61	6.88%	918.63	25.96%	311.77	20.29%
饲料	154.12	8.03%	177.43	5.11%	139.18	3.93%	273.51	17.80%
合计	1,919.01	100.00%	3,470.58	100.00%	3,538.69	100.00%	1,536.58	100.00%

4.2 盈利能力分析

1、收入增长

2007 年以来公司实现主营业务收入分别为 10,368.80 万元、21,334.45 万元、28,404.46 万元和 19,719.95 万元，2009 年比 2008 年、2008 年比 2007 年分别增长 33.33%、105.76%，2010 年 1-6 月同比上升 52.64%。且公司营业收入主要来自于主营业务收入，其他业务收入对营业收入的影响很小。

2、毛利率的同行业对比

通过对比同行业上市公司的毛利水平（见表2），我们发现公司的毛利率处于同行业中下水平，盈利能力不是很突出：

表 2：大康牧业与同行业上市公司毛利率对比表

单位：%

上市公司	2009 年度	2008 年度	2007 年度
顺鑫农业	44.43	60.46	-
罗牛山	8.81	18.75	17.32
新五丰	10.46	9.4	7.05
雏鹰农牧	23.42	31.47	24.15
平均	21.78	30.02	16.17
大康牧业	12.34	16.59	14.82

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

4、 公司主要风险

5.1 疫情风险

疫情，作为不可预测的突发事件，是影响畜禽业的最大风险。目前我国的生猪养殖以农村散养为主，饲养环境较差，疫病防治机制淡薄，十分容易引发大规模疫情。一旦生猪养殖行业在某个区域爆发疫病，将会导致消费者的恐慌，导致周内滞销，影响业内企业业绩甚至危及生存。

5.2 市场风险

产品价格风险

生猪行业毛利率波动具有一定周期性，由其农产品属性决定。生猪产品市场需求量大，但相对稳定，其产品价格在没有疫情期间，主要由供应情况决定。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波动。

原料价格风险

公司生产所需的主要原材料玉米、豆粕采购金额合计占公司原材料采购总额的平均比例为 74.71%。公司玉米、豆粕的采购价格受农产品价格波动的影响明显。玉米、豆粕等原材料采购价格波动对公司盈利能力稳定性产生了一定影响。

6、募集资金投向

项目概览

本次 IPO 计划发行 2600 万股，募集资金拟投资于表 3 所列的 2 个项目，项目投资总额 21,891 万元。

表 3: 大康牧业集资金投向

单位: 万元

项目名称	项目投资总额	静态投资回收期(年)	达产后预计年新增收入	内部收益率(%)
30 万头规模生态养猪小区建设项目	13,781.00	4.33	41800	41.57%
40 万头生猪屠宰加工项目	8,110.00	5.14	57984.16	28.68%
合计	21,891.00	-	99784.16	-

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

募投项目对公司发展的意义

不断提高规模化养殖比例是生猪养殖行业发展的必然趋势。生猪市场的竞争格局主要表现为散养户与大规模企业之间的竞争，而大规模企业之间的竞争激烈程度较小。因此，生猪养殖规模企业如能实现规模持续扩张，将在未来的竞争格局中占据有利地位。

虽然公司 2009 年生猪出栏量为 16.3 万头，排名湖南省第二，但只占湖南省 2009 年生猪出栏量的 0.3%。公司规模在怀化及周边五省地区生猪行业有一定影响力，但在全省乃至全国还十分微不足道。

公司通过 30 万头规模生态养猪小区项目的建设，将新建 8 个无公害商品猪生态小区，达产后新增出栏种猪 2 万头、商品猪 30 万头，实现产能的快速扩张，进一步发挥生猪养殖规模化、产业化、集约化带来的经济效益。

此外公司拟建设 40 万头/年生猪屠宰生产线、分割、冷却肉加工线、副产品加工线各一条及其配套设施。充分配合新增 30 万商品猪产能的屠宰加工需要。实现生猪养殖规模扩张的同时，向产业链下游延伸，有效提升公司应对原材料、猪肉价格波动的灵活性，避免公司业绩出现过大的波动；这同时也是整合上下游资源、提高效率、提升产业链价值的有效途径。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

1、30 万头规模生态养猪小区建设项目将如期在 2011、2012、2013 年逐步建成；40 万头生猪屠宰加工项目 2011、2012、2013 年屠宰量分别达到 20 万头、30 万头、40 万头。

2、公司产品价格和原料成本价格不出现大幅波动。

3、公司现享有的税收优惠政策不变。

表 4：公司盈利预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	103.7	213.3	284.4	425.9	712.1	949.2
营业总成本	93.8	185.4	256.1	392.6	662.4	882.0
营业成本	88.3	178.0	249.3	379.3	642.6	853.0
营业税金及附加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
销售费用	1.1	0.8	2.1	4.3	5.0	4.7
管理费用	1.8	2.9	3.3	6.4	10.7	14.2
财务费用	2.4	3.3	2.5	2.1	3.6	9.5
资产减值损失	0.2	0.4	-1.2	0.5	0.5	0.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	9.8	27.9	28.4	33.3	49.7	67.2
加：营业外收入	1.2	2.4	2.0	2.5	3.0	3.0
减：营业外支出	0.0	0.8	0.1	0.5	0.5	0.5
利润总额	11.1	29.6	30.2	35.3	52.2	69.7
减：所得税	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	11.1	29.6	30.2	35.3	52.2	69.7
减：少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	11.1	29.6	30.2	35.3	52.2	69.7
每股收益(元/股)	0.14	0.39	0.39	0.46	0.68	0.91
每股净资产	1.15	1.55	2.45	2.91	3.59	4.50

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

在生猪养殖行业，公司在防疫和产品特色上占有优势，公司的经营模式也有助于其快速扩张。但在原料成本处于劣势，盈利能力一般。公司的

高端产品刚刚开始起步，向下游的拓展将通过募投项目展开，将面临运输与营销成本的双重提升，风险较大。对公司来说，将有部分业务直接面对终端市场，风险与机遇并存，初期存在行业内转型的经营风险。

基于上述考虑，再综合可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司2010年EPS市盈率区间为40-45倍，对应的询价区间为18.4-20.7元之间。

附注:**分析师简介:**

李臣燕，农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010年2月加盟东海证券。

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 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122