

大康牧业 (002505.SZ)

规模快速扩张的湘西养猪龙头

 评级: **暂无**

前次:

目标价(元):

18.98-20.09

分析师

联系人

谢刚

胡彦超

S0740210090003

消费品小组

021-58208304

021-58206874

xiegang@qlzq.com.cn
huyuc@qlzq.com.cn

2010年11月4日

基本状况

总股本(百万股)	76.80
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	213.34	284.44	384.30	528.94	744.58
营业收入增速	105.76	33.33%	35.11%	37.64%	40.77%
净利润增长率	167.07	2.13%	21.24%	52.82%	26.45%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.39	0.36	0.54	0.69
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	1.86	2.45	6.61	7.15	7.84
每股现金流量(元)	0.00	0.24	0.19	0.42	0.41
净资产收益率	24.86%	16.05%	5.39%	7.61%	8.78%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万元)	63.80	76.80	102.80	102.80	102.80

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 湖南大康牧业是从事种猪、仔猪、育肥猪和饲料生产与销售的民营企业。公司地处湘西山区,养殖的自然条件优越,难以复制;公司在湖南市场的市场占有率为 0.3%,空间巨大。本次发行前公司总股本为 7680 万股,拟发行 2600 万股流通股,发行前后的实际控制人均为董事长陈黎明先生。
- 猪价见底的标志——持续亏损,养殖户淘汰母猪的状况前期已经出现,生猪养殖盈利进入新一轮上行周期,我们认为 2011 年 10 月前猪价将保持震荡上行态势,有利于养殖企业的利润增长。
- 公司育肥猪饲养采用“基地+养殖大户”模式,倍增了生猪养殖规模、减少了固定资产投资、实现了低成本扩张。预计 10-12 年育肥猪销量 10-12 年销量为 9.7、19.1、27.5 万头,同比分别增长 35%、97%、44%。而公司种猪高速增长期已过,预计 10-12 年种猪出栏量分别为 6.24、4.75、5.23 万头,同比分别增长 60%、-24%、10%。
- 公司未来战略:养殖规模扩张和一体化并重。未来公司将通过 30 万头生态养猪小区建设,继续扩大公司的养殖规模;同时通过“40 万头生猪屠宰加工项目”向下游进行延伸。
- 通过对比大康和雏鹰农牧的生猪养殖业务,发现大康牧业规模小、毛利率高的种猪与仔猪占出栏量比重低、采购成本偏高、盈利水平低。此外,大康牧业的管理精细化程度也稍显逊色。
- 预计公司 2010-12 年收入分别为 384、529、745 百万元,增速为 35%、38%、41%,归属母公司所有者净利润为 37、56、71 百万元,增速为 21%、53%、26%,对应 EPS 为 0.356、0.544、0.688 元。二级市场合理估值区间为 18.98-20.09 元,对应 10 年 56x 和 11 年 35x。
- 参考近期上市的中小板公司首发市盈率和上市首日涨幅,建议询价区间是 15.73-17.91 元,上市首日定价应在 22-24.7 元。

内容目录

大康牧业：规模快速扩张的湘西养猪龙头	- 4 -
行业趋势：生猪养殖盈利进入新一轮上行周期	- 5 -
公司养殖规模快速扩张，“公司+养殖大户”模式倍增出栏量	- 6 -
募投项目分析：养殖规模扩张和纵向一体化并重	- 7 -
大康 VS 雏鹰：大康规模小、盈利水平稍显逊色	- 8 -
大康的规模较小，种猪和仔猪占出栏的比重低	- 8 -
大康的头均采购成本比雏鹰高 10%以上	- 8 -
大康的种猪、仔猪头盈利远低于雏鹰，育肥猪盈利较高	- 9 -
盈利预测与估值	- 10 -
前提假设和盈利预测	- 10 -
PE 法相对估值	- 10 -
风险提示	- 11 -

图表目录

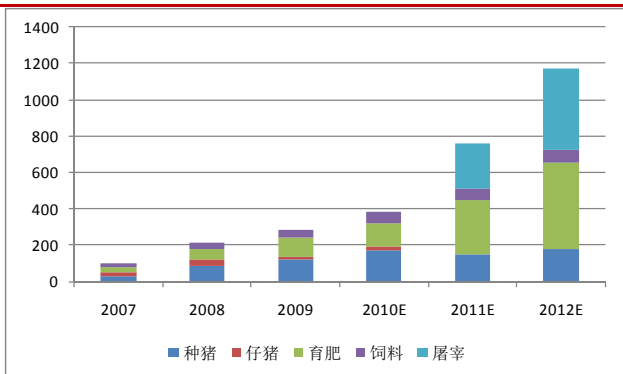
图表 1：主营业务收入未来 3 年复合增长率 60%	- 4 -
图表 2：主营收入毛利未来 3 年复合增长率 34%	- 4 -
图表 3：发行前公司股权结构示意图	- 4 -
图表 4：生猪养殖周期形成机理	- 5 -
图表 5：生猪存栏出现环比回升（万头）	- 5 -
图表 6：母猪存栏 09 年底以来大幅下滑（万头）	- 5 -
图表 7：6 月起生猪养殖盈利进入上升期（单位：元/头）	- 6 -
图表 8：预计年底公司核心种群数增至 1.5 万头	- 6 -
图表 9：上半年种猪销量超过去年全年但不可持续	- 6 -
图表 10：2011 年起公司计划停止销售仔猪	- 7 -
图表 11：公司育肥猪销量高速扩张	- 7 -
图表 12：募投项目概况	- 7 -
图表 13：09 年大康出栏量是雏鹰的 1/3（头）	- 8 -
图表 14：09 年大康种猪和仔猪占出栏比例为 56%	- 8 -
图表 15：大康 09 年玉米采购价格比雏鹰高 18%	- 8 -
图表 16：大康 09 年豆粕采购价格比雏鹰高 10%	- 8 -
图表 17：目前湖南的玉米价格高出河南 10%	- 8 -
图表 18：雏鹰的生猪养殖的整体盈利水平高于大康	- 9 -
图表 19：2009 年湖南和河南生猪价格波动对比	- 9 -
图表 20：期间费用率和实际税率假设	- 10 -

图表 21: PE 法相对估值显示二级市场合理价格为 18.98-20.09 元.....	- 10 -
图表 22: 近期中小板新股首发市盈率 53.5 倍, 首日平均涨幅 23%.....	- 11 -
图表 23: 销售详细预测表.....	- 12 -

大康牧业：规模快速扩张的湘西养猪龙头

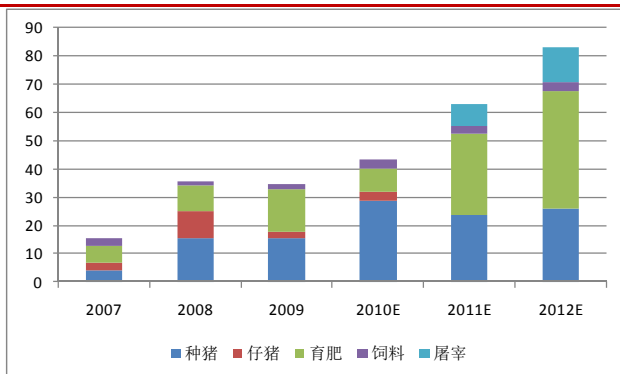
- **湖南大康牧业主要从事种猪、仔猪、育肥猪和饲料的生产与销售。**目前公司拥有商品猪场 11 个，2009 年出栏种猪 3.9 万头、仔猪 5.2 万头、育肥猪 7.2 万头，是湘西养猪行业的龙头企业。
- **公司养殖的自然条件优越，难以复制。**公司的养殖基地主要位于湘西怀化周边雪峰山区的山坳间，防疫压力较轻。同时湘西山区冬天不冷、夏天不热，因此无需长时间大规模对猪舍采取如设备供暖、空调降温等措施，减少了固定资产投资。由于气候和水质原因，公司种猪的产仔率以及仔猪的存活率较高。
- **生猪养殖市场空间广阔。**湖南省是我国生猪养殖第二大省，2009 年出栏量达到 7850 万头，公司的市场占有率仅为 0.3%，未来增长的空间依旧巨大。
- **公司未来战略：养殖规模扩张和一体化并重。**2007 至 2009 年，公司种猪、育肥猪的出栏量分别增长了 346%和 191%，仔猪的出栏量下滑了 9%，规模的扩张带动了公司收入和业绩的快速成长。未来公司将通过 30 万头生态养猪小区建设，继续扩大公司的养殖规模；同时通过“40 万头生猪屠宰加工项目”向下游进行延伸。
- **本次发行前公司总股本为 7680 万股，本次拟发行 2600 万股流通股，发行前后的实际控制人均为董事长陈黎明先生。**

图表 1：主营业务收入未来 3 年复合增长率 60%



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：主营收入毛利未来 3 年复合增长率 34%



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：发行前公司股权结构示意图



来源：招股说明书、齐鲁证券研究所

行业趋势：生猪养殖盈利进入新一轮上行周期

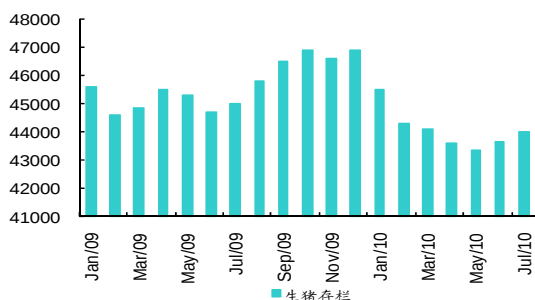
- 6月初以来，猪肉价格在淡季上涨了30%，我们认为猪价并非反弹，而是进入了新一轮的上涨周期。
- **散养户追涨杀跌，以及生猪自然生长周期共同造成了生猪养殖明显的盈利周期。**散养户通常在猪价高点开始养猪，等生猪出栏后正好经历猪价低迷期，出现养殖亏损后开始淘汰存栏量，等到存栏量终于降下来后，猪价又正好反弹到高位，又适逢散养户存栏量最低的时候，为了追求更高的利润，散养户开始积极补栏，于是又开始新一轮的循环。
- **养殖效益从2009年4月以来持续低迷，今年2-6月再度大幅亏损令养殖户雪上加霜。**2009年5-8月养猪出现亏损，随后养猪利润一直在低位徘徊，今年由于上半年的疫病和猪价低迷，养猪行业再度出现了2月-6月长达5个月的亏损，最多时头亏损超过200元。
- **长期的养殖效益低迷导致不少养殖户开始淘汰母猪，这是猪价见底的重要标志。**母猪存栏已经从去年年底的4910万头下滑至7月的4630万头，其中主要是经产母猪大量被养殖户淘汰，最近仔猪价格大幅上涨，农户想买仔猪补栏却买不到的现象就是由于经产母猪供给不足造成的。
- **2011年10月之前猪价将震荡上涨。**目前，由于经产母猪数量少导致仔猪供给不足，而后备母猪需要3-6个月进行配种，4个月的妊娠期才能供给新一批仔猪，仔猪育肥又需要5个月左右育肥，因此新的生猪大量上市应当在12-15个月之后。如果养殖户从7月初开始补母猪，生猪上市要等到2011年10月，因此在明年10月之前生猪供需关系紧张，猪价将震荡上行。

图表4：生猪养殖周期形成机理

阶段	行业表现	持续时间
亏损期	养猪场/户资金链断裂，开始淘汰母猪	3-5个月
供不应求期	淘汰母猪后3-5个月转为供不应求，价格从谷底反弹	3-5个月
补栏观望期	走出亏损进入盈利后观望，母猪补栏者较少	6个月
快速补栏期	进入盈利半年后，行情渐高，补栏者增加，母猪存栏开始增长	6个月
猪价高位期	补栏母猪一年内无法影响生猪供应，猪价高位保持一年，母猪补栏持续一年	12个月
出栏增长期	一年后生猪供应增加，出栏持续增加，供大于求，价格下跌	3-6个月

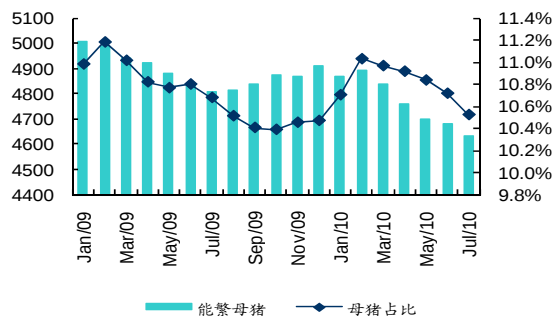
来源：齐鲁证券研究所

图表5：生猪存栏出现环比回升（万头）



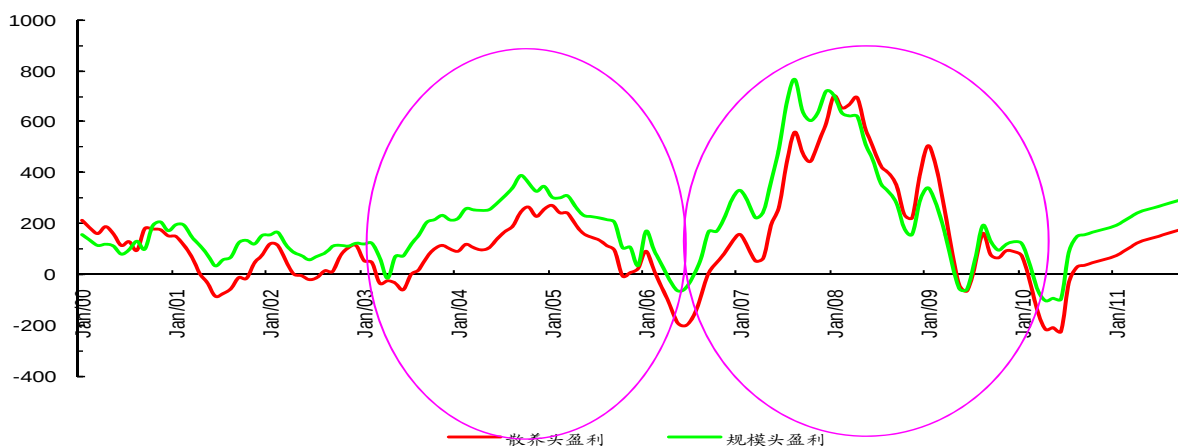
来源：农业部、齐鲁证券研究所

图表6：母猪存栏09年底以来大幅下滑（万头）



来源：齐鲁证券研究所

图表 7: 6 月起生猪养殖盈利进入上升期 (单位: 元/头)

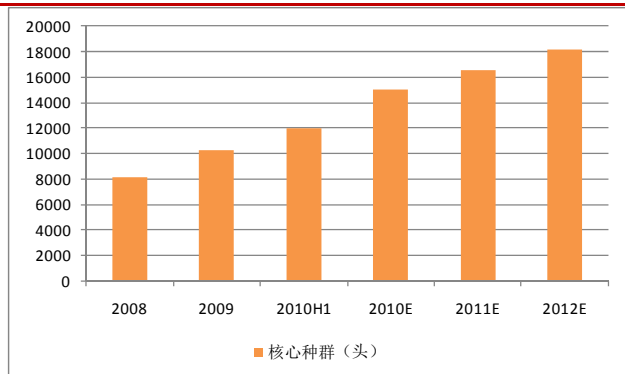


来源: 齐鲁证券研究所

公司养殖规模快速扩张, “公司+养殖大户”模式倍增出栏量

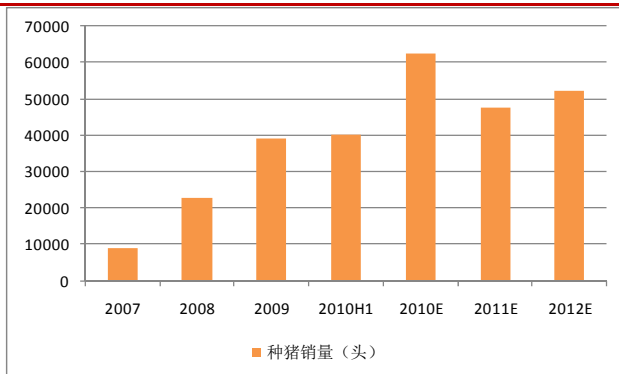
- 2007 至 2009 年, 公司种猪、育肥猪的出栏量分别增长了 346% 和 191%, 仔猪的出栏量下滑了 9%, 规模的扩张带动了公司收入和业绩的快速成长。
- 种猪高速增长期已过, 预计 10-12 年种猪出栏量分别为 6.24、4.75、5.23 万头, 同比分别增长 60%、-24%、10%。行业规律表明, 养殖户一般选择在猪价低迷时淘汰原有种猪, 更新血缘。随着目前生猪养殖效益的回暖, 养殖户对种猪的需求将有所下滑。
 - 公司种猪完全由公司自繁自育, 公司种猪产品繁育性能好, 在当地市场具有较高的认可度。2007 至 2009 年, 公司通过原种繁殖、外购种猪提高了公司的核心种群数, 种猪产销量快速扩大。

图表 8: 预计年底公司核心种群数增至 1.5 万头



来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 上半年种猪销量超过去年全年但不可持续



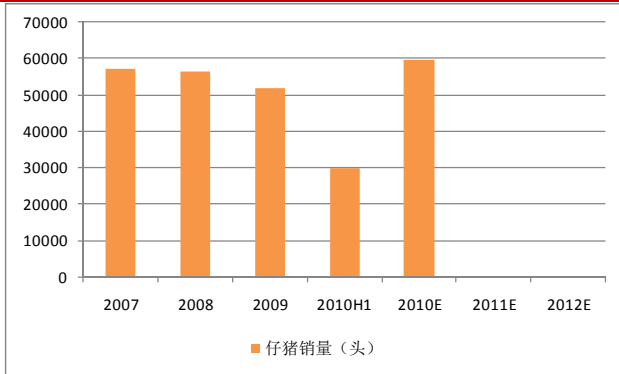
来源: 齐鲁证券研究所

- 公司育肥猪饲养采用“基地+养殖大户”模式, 倍增了生猪养殖规模, 减少了固定资产投资、实现了低成本扩张。公司与一些符合条件的养殖大户签署协议, 由养殖大户为公司代养育肥猪, 公司按头数支付养殖户 30-60 元

不等。08、09 年和 10 年上半年，养殖大户的代养出栏量为 2.3、2.8、3.0 万头，分别为公司自养的 2.3、0.7、3.0 倍。

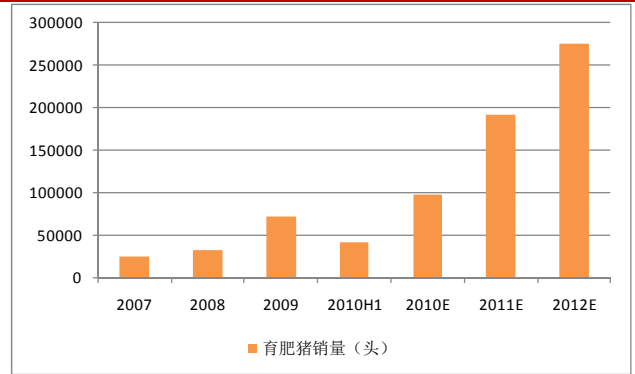
- 未来公司将停止出栏仔猪，全部育肥后出售，育肥猪出栏量将继续保持高速增长。预计 10-12 年育肥猪销量 10-12 年销量为 9.7、19.1、27.5 万头，同比分别增长 35%、97%、44%。公司停止仔猪销售的主要原因希望保证公司新建屠宰产能有足够的屠宰量。

图表 10：2011 年起公司计划停止销售仔猪



来源：齐鲁证券研究所

图表 11：公司育肥猪销量高速扩张



来源：齐鲁证券研究所

募投项目分析：养殖规模扩张和纵向一体化并重

- 公司计划使用募集资金 2.2 亿元，投资于“30 万头生态养猪小区建设”和“40 万头生猪屠宰加工项目”。
- 30 万头生态养猪小区建设目标在于继续扩大公司的养殖规模。计划以公司现有规模猪场为基础，新建 8 个无公害商品猪生态养猪小区，其中包括 3 个一级种猪基地。达产后年新增出栏种猪 2 万头、商品猪 30 万头。我们预计募投项目在 2011-2011 年分别投产 2、4、2 个养猪小区，养殖规模扩张是公司未来高速成长的核心驱动因素。
- 40 万头生猪屠宰加工项目是养殖环节向下游的自然延伸，项目完全投产后，公司将新增 5,000 吨冷库和 40 万头生猪屠宰分割加工生产线，预计将于明年年初投入运营，预计 11-13 年屠宰量分别为 15 万头、25 万头、30 万头。屠宰行业是一个微利行业，行业一般毛利率低于 10%。但公司仍在这业务上加大投入。主要原因在于：1) 公司成功进入长沙放心肉体系，未来可向大中专院校供货，销路有保障；2) 使公司能够淡储旺销，部分降低猪价波动对公司造成的不利影响，降低公司的业绩波动水平。

图表 12：募投项目概况

项目名称	投资金额 (万元)	具体内容	投产进度预计		
			2011E	2012E	2013E
30万头规模生态养猪小区	13,781.00	新建8个无公害商品猪生态养猪小区，其中包括3个一级种猪基地。达产后年新增出栏种猪2万头、商品猪30万头	2个小区	4个小区	2个小区
40万头生猪屠宰加工	8,110.00	新增5,000吨冷库和40万头生猪屠宰分割加工生产线	15万头屠宰量	25万头屠宰量	30万头屠宰量

来源：招股说明书、齐鲁证券研究所（注：投产进度是齐鲁预期）

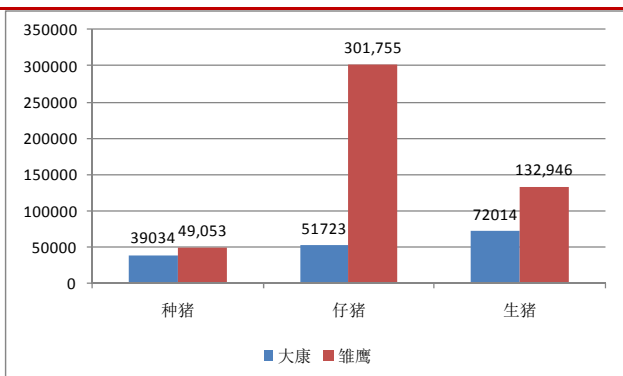
大康 VS 雏鹰：大康规模小、盈利水平稍显逊色

- 通过相对比较，大康规模较雏鹰小，毛利率高的种猪与仔猪占出栏量比重低、采购成本偏高、盈利水平低。

大康的规模较小，种猪和仔猪占出栏的比重低

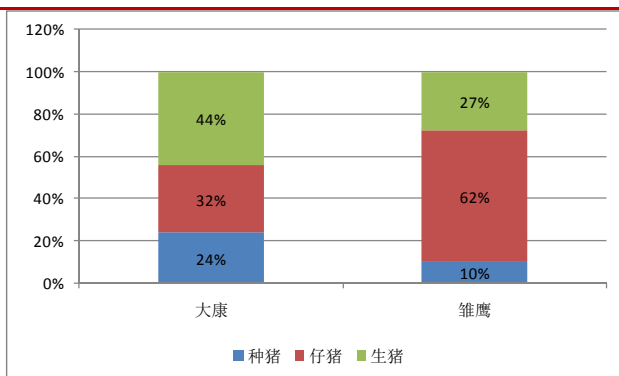
- 大康牧业的规模较小。大康 09 年出栏量为 16 万头，为雏鹰农业的 1/3。
- 大康牧业种猪、仔猪出栏占比低。产品结构方面，2009 年大康牧业毛利率较高的仔猪和种猪的占总出栏量的比重为 56%，而雏鹰仔猪和种猪占出栏量的比重达到 73%，比大康高出 17%。

图表 13：09 年大康出栏量是雏鹰的 1/3（头）



来源：齐鲁证券研究所

图表 14：09 年大康种猪和仔猪占出栏比例为 56%



来源：齐鲁证券研究所

大康的头均采购成本比雏鹰高 10% 以上

- 饲料原料采购价格上雏鹰农业具有明显的优势，而饲料成本占生猪养殖的 60%-70%，因此雏鹰的养殖成本要大大低于大康。
- 雏鹰所在地交通便利，且为玉米的主产区；而大康深处湘西内陆，原料的运输成本较高。
- 2009 年大康玉米和豆粕的采购均价分别比雏鹰高出 18% 和 10%，简单测算一头 100 公斤育肥猪饲料成本大康要比雏鹰高出 150-200 元。

图表 15：大康 09 年玉米采购价格比雏鹰高 18%

玉米采购价格（元/公斤）	2007	2008	2009
雏鹰农牧	1.56	1.62	1.58
大康牧业	1.66	1.79	1.87
大康采购成本高出雏鹰	6%	11%	18%

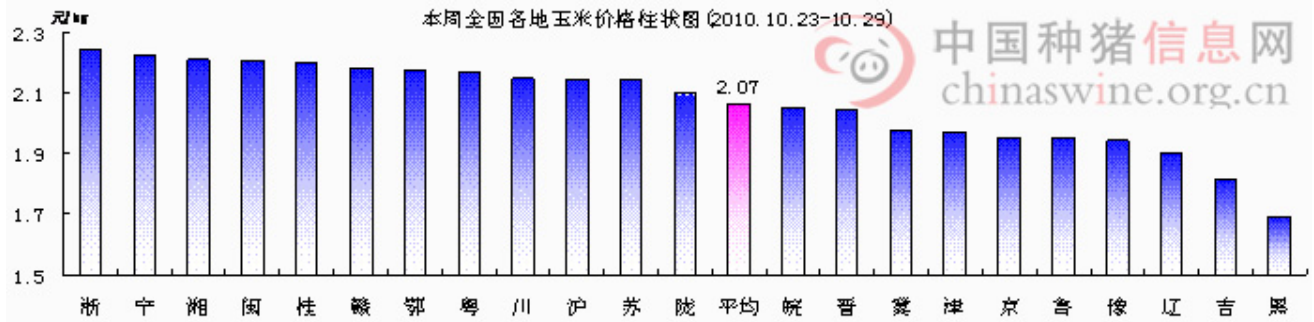
来源：齐鲁证券研究所

图表 16：大康 09 年豆粕采购价格比雏鹰高 10%

豆粕采购价格（元/公斤）	2007	2008	2009
雏鹰农牧	2.84	3.86	3.47
大康牧业	2.82	4.20	3.82
大康采购成本高出雏鹰	-1%	9%	10%

来源：齐鲁证券研究所

图表 17：目前湖南的玉米价格高出河南 10%



来源：中国种猪信息网、齐鲁证券研究所

大康的种猪、仔猪头盈利远低于雏鹰，育肥猪盈利较高

- 通过比较我们发现，雏鹰农牧的生猪养殖盈利水平好于大康牧业，得益于雏鹰拥有规模优势、成本优势和较高管理效率。08、09 年雏鹰的养猪毛利率为 31%、23%，高于大康的 17%、12%。其中，2009 年雏鹰仔猪的头盈利为 142 元，远高于大康牧业的 46 元；种猪的头盈利为 923 元，同样远高于大康的 396 元；但是育肥猪的头盈利大康为 209 元，高于雏鹰的 77 元。
- 我们发现 2001 年大康育肥猪的头毛利大康要高出雏鹰 132 元，差异在于大康 2009 年的销售均价是 1460 元/头，比雏鹰的 1253 元/头高 17%，而湖南 2009 年的生猪销售均价比河南仅高 1%。对于大康销售均价高，我们猜测可能的原因是当地的销售价格较高，公司对销售时点和节奏的把握较好。

图表 18：雏鹰的生猪养殖的整体盈利水平高于大康

仔猪头盈利（元）	2007	2008	2009
雏鹰农牧	91	258	142
大康牧业	55	162	46
雏鹰/大康	167%	159%	309%
种猪头盈利（元）	2007	2008	2009
雏鹰农牧	643	1170	923
大康牧业	437	684	396
雏鹰/大康	147%	171%	233%
育肥猪头盈利（元）	2007	2008	2009
雏鹰农牧	246	173	77
大康牧业	227	281	209
雏鹰/大康	109%	61%	37%
生猪养殖整体毛利水平	2007	2008	2009
雏鹰农牧	24%	31%	23%
大康牧业	15%	17%	12%

来源：齐鲁证券研究所

图表 19：2009 年湖南和河南生猪价格波动对比

生猪价格（元/公斤）	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	算术平均	理论售价	公司售价
河南	13.57	11.95	11.09	9.65	9.5	9.85	10.75	11.89	11.84	11.19	11.37	12.69	11.28	1241	1253
湖南	13.6	12.32	11.62	10.21	9.58	9.67	10.49	11.76	11.98	11.44	11.52	12.37	11.38	1252	1460

来源：中国种猪信息网、齐鲁证券研究所（理论售价按 110 公斤出栏计算）

- 小结一下我们上文观点：大康和雏鹰的生猪养殖业务相比，规模小、

毛利率高的种猪与仔猪占出栏量比重低、采购成本偏高、盈利水平低。此外，大康牧业的管理精细化程度也比较低，雏鹰对养殖户已经细化到按生猪增重公斤数进行结算，而大康还在按养殖头数进行考核。

盈利预测与估值

前提假设和盈利预测

- 对公司整体销售情况的预测请参阅后文“销售收入预测表”，对公司期间费用、实际税率的假定详见下表：

图表 20：期间费用率和实际税率假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业费用	-1	-1	-2	-2	-4	-6
% 销售收入	1.0%	0.4%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%
管理费用	-2	-3	-3	-5	-7	-10
% 销售收入	1.8%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
财务费用	-2	-3	-3	-2	2	2
% 销售收入	2.3%	1.5%	0.9%	0.4%	-0.4%	-0.3%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：齐鲁证券研究所

- 我们的盈利预测结果显示：公司 2010-12 年收入分别为 384、529、745 百万元，增速为 35%、38%、41%，归属母公司所有者净利润为 37、56、71 百万元，增速为 21%、53%、26%，对应 EPS 为 0.356、0.544、0.688 元。

PE 法相对估值

- 参考与公司业务类似的 A 股上市养殖企业如雏鹰农牧、圣农发展、正邦科技、华英农业等公司，平均估值水平为 10 年 56.4X 和 11 年 34.9X，我们认为公司规模虽小但成长性高，理应给予可比公司平均估值水平，二级市场对应合理估值区间为 18.98-20.09 元。

图表 21：PE 法相对估值显示二级市场合理价格为 18.98-20.09 元

	收盘价	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
正邦科技	20.26	2.69	54.58	0.24	0.40	0.60	85.20	51.06	33.57
华英农业	20.98	1.47	30.84	0.27	0.35	0.54	76.59	60.73	38.77
民和股份	20.9	1.08	22.47	-0.39	0.34	0.62	-52.94	61.96	33.81
新五丰	11.42	1.80	20.56	0.07	0.02	0.14	164.25	579.01	81.81
圣农发展	28.42	4.10	116.52	0.49	0.71	0.94	58.15	39.79	30.23
雏鹰农牧	54.92	1.34	73.32	0.66	0.80	1.45	83.02	68.46	37.96
平均PE(剔除估值较高的新五丰)								56.40	34.87
大康牧业		1.03		0.294	0.356	0.544		20.09	18.98

来源：wind，齐鲁证券研究所（剔除 PE 较高的新五丰）

- 参考近期上市的中小板公司首发市盈率（09A 摊薄）54 倍和雏鹰农牧 61 倍，建议询价区间是 15.73-17.91 元。
- 10 月以来中小板上市首日涨幅普遍在 1.5%-37.9%之间，平均值为 23%，

据此测算，大康牧业上市首日定价应在 **22.0-24.7 元**。如果询价结果离我们预测较远，则首日定价也将做相应调整。

图表 22：近期中小板新股首发市盈率 53.5 倍，首日平均涨幅 23%

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发价格	首发市盈率 (摊薄)	首日开盘价	首日收盘价	首日涨跌幅 (%)
002485.SZ	希努尔	2010-10-15	26.6	48.36	27	27	1.5
002486.SZ	嘉麟杰	2010-10-15	10.9	54.5	15.5	15.03	37.9
002487.SZ	大金重工	2010-10-15	38.6	50.79	45.61	47.6	23.3
002488.SZ	金固股份	2010-10-21	22	73.33	25.1	25.4	15.5
002489.SZ	浙江永强	2010-10-21	38	51.35	39.99	40.11	5.6
002490.SZ	山东墨龙	2010-10-21	18	32.73	20	20.53	14.1
002491.SZ	通鼎光电	2010-10-21	14.5	46.77	18.9	19.05	31.4
002492.SZ	恒基达鑫	2010-11-02	16	44.2	22.22	20.42	27.6
002493.SZ	荣盛石化	2010-11-02	53.8	38.16	58	63.25	17.6
002494.SZ	华斯股份	2010-11-02	22	75.86	32.47	28.3	28.6
002495.SZ	佳隆股份	2010-11-02	32	65.31	33.5	33.81	5.7
002477.SZ	雏鹰农牧	2010-09-15	35	60.98	62	58	65.7
			平均值	53.53		首日平均涨幅	22.86

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- **生猪疫情暴发的风险。**近年来，我国生猪疫情频发，疫情的发生和传播将对公司养殖带来一定影响，还可能导致居民恐慌心理，减少消费，进而导致公司产品滞销。
- **猪价波动的风险。**作为养殖企业，公司不可避免的受到猪价波动的影响。历史上来看，2007-2009 年主营毛利率分别为 14.9%、16.6%、12.2%，波动较大，存在一定的市场风险。

图表 23：销售详细预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
种猪						
平均售价（元/头）	3,446.49	3,797.47	3,034.92	2,731.43	3,141.14	3,455.26
增长率（YOY）	—	10.18%	-20.08%	-10.00%	15.00%	10.00%
销售数量（头）	8,926	22,844	39,034	62,400	47,500	52,250
增长率（YOY）	—	155.93%	70.87%	59.86%	-23.88%	10.00%
销售收入（百万元）	30.76	86.75	118.47	170.44	149.20	180.54
增长率（YOY）	—	181.99%	36.56%	43.87%	-12.46%	21.00%
毛利率	12.69%	18.00%	13.05%	16.84%	15.92%	14.47%
销售成本（百万元）	26.86	71.13	103.00	141.74	125.45	154.41
增长率（YOY）	—	164.83%	44.80%	37.61%	-11.49%	23.08%
毛利（百万元）	3.90	15.62	15.46	28.70	23.75	26.13
增长率（YOY）	—	300.11%	-0.97%	85.61%	-17.26%	10.00%
占总销售额比重	29.83%	40.66%	41.71%	44.35%	28.21%	24.25%
占主营业务利润比重	25.40%	44.13%	44.56%	66.26%	37.88%	31.53%
仔猪						
平均售价（元/头）	349.53	650.58	356.94	356.94	0.00	0.00
增长率（YOY）	—	86.13%	-45.14%	0.00%	-100.00%	—
销售数量（头）	57,035	56,581	51,723	59,570	0	0
增长率（YOY）	—	-0.80%	-8.59%	15.17%	-100.00%	—
销售收入（百万元）	19.94	36.81	18.46	21.26	0.00	0.00
增长率（YOY）	—	84.65%	-49.85%	15.17%	-100.00%	—
毛利率	15.64%	24.96%	12.92%	14.01%	0.00%	0.00%
销售成本（百万元）	16.82	27.62	16.08	18.28	0.00	0.00
增长率（YOY）	—	64.26%	-41.80%	13.74%	-100.00%	—
毛利（百万元）	3.12	9.19	2.39	2.98	0.00	0.00
增长率（YOY）	—	194.65%	-74.03%	24.83%	-100.00%	—
占总销售额比重	19.33%	17.25%	6.50%	5.53%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	20.29%	25.96%	6.88%	6.88%	0.00%	0.00%
育肥猪						
平均售价（元/头）	1,207.86	1,688.82	1,460.24	1,350.00	1,552.50	1,707.75
增长率（YOY）	—	39.82%	-13.53%	-7.55%	15.00%	10.00%
销售数量（头）	24,735	32,675	72,014	97,000	191,484	274,989
增长率（YOY）	—	32.10%	120.39%	34.70%	97.41%	43.61%
销售收入（百万元）	29.88	55.18	105.16	130.95	297.28	469.61
增长率（YOY）	—	84.70%	90.56%	24.53%	127.02%	57.97%
毛利率	18.78%	16.66%	14.34%	6.30%	9.66%	8.78%
销售成本（百万元）	24.27	45.99	90.08	122.71	268.56	428.36
增长率（YOY）	—	89.52%	95.87%	36.22%	118.86%	59.51%
毛利（百万元）	5.61	9.19	15.08	8.25	28.72	41.25
增长率（YOY）	—	63.87%	64.04%	-45.33%	248.36%	43.61%
占总销售额比重	28.97%	25.87%	37.02%	34.08%	56.20%	63.07%
占主营业务利润比重	36.51%	25.98%	43.45%	19.03%	45.82%	49.77%
屠宰						
销售数量（万头）	0.00	0.00	0.00	0.00	15.00	25.00
增长率（YOY）	—	—	—	—	—	66.67%
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	247.38	446.44
增长率（YOY）	—	—	—	—	—	80.47%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.03%	2.80%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	239.88	433.94
增长率（YOY）	—	—	—	—	—	80.90%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	7.50	12.50
增长率（YOY）	—	—	—	—	—	66.67%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	46.77%	59.96%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	11.96%	15.08%
饲料						
平均售价（元/吨）	2,848.17	3,308.31	3,065.75	3,219.04	3,379.99	3,548.99
增长率（YOY）	—	16.16%	-7.33%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（吨）	7,914.61	10,459.35	13,686.64	19,149.42	20,106.89	21,112.24
增长率（YOY）	—	32.15%	30.86%	39.91%	5.00%	5.00%
销售收入（百万元）	22.54	34.60	41.96	61.64	67.96	74.93
增长率（YOY）	—	53.50%	21.26%	46.91%	10.25%	10.25%
毛利率	12.13%	4.02%	4.23%	5.50%	4.00%	4.00%
销售成本（百万元）	19.81	33.21	40.19	58.25	65.24	71.93
增长率（YOY）	—	67.67%	21.00%	44.96%	12.00%	10.25%
毛利（百万元）	2.74	1.39	1.77	3.39	2.72	3.00
增长率（YOY）	—	-49.11%	27.48%	91.08%	-19.82%	10.25%
占总销售额比重	21.86%	16.22%	14.77%	16.04%	12.85%	10.06%
占主营业务利润比重	17.80%	3.93%	5.11%	7.83%	4.34%	3.62%
内部合并抵消						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	-232.88	-426.94
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	-232.88	-426.94
销售收入小计	103.12	213.34	284.04	384.30	528.94	744.58
销售成本小计	87.75	177.96	249.34	340.98	466.25	661.71
毛利	15.37	35.39	34.71	43.32	62.69	82.87
平均毛利率	14.90%	16.59%	12.22%	11.27%	11.85%	11.13%

来源：齐鲁证券研究所

附录 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	104	213	284	384	529	745
增长率	—	105.8%	33.3%	35.1%	37.6%	40.8%
营业成本	-88	-178	-249	-341	-466	-662
% 销售收入	85.2%	83.4%	87.7%	88.7%	88.1%	88.9%
毛利	15	35	35	43	63	83
% 销售收入	14.8%	16.6%	12.3%	11.3%	11.9%	11.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-1	-1	-2	-2	-4	-6
% 销售收入	1.0%	0.4%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%
管理费用	-2	-3	-3	-5	-7	-10
% 销售收入	1.8%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	12	32	30	36	52	66
% 销售收入	12.0%	14.8%	10.4%	9.4%	9.8%	8.9%
财务费用	-2	-3	-3	-2	2	2
% 销售收入	2.3%	1.5%	0.9%	0.4%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	0	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	10	28	28	35	54	69
营业利润率	9.5%	13.1%	10.0%	9.0%	10.2%	9.2%
营业外收支	1	2	2	2	2	2
税前利润	11	30	30	37	56	71
利润率	10.7%	13.9%	10.6%	9.5%	10.6%	9.5%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	11	30	30	37	56	71
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	11	30	30	37	56	71
净利率	10.7%	13.9%	10.6%	9.5%	10.6%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	30	37	56	71
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	8	15	22	26
非经营收益	0	0	3	2	2	2
营运资金变动	0	0	-22	-34	-37	-57
经营活动现金净流	0	0	19	19	43	42
资本开支	22	30	51	128	48	48
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-22	-30	-51	-128	-48	-48
股权募资	14	1	39	455	0	0
债权募资	0	10	16	0	0	0
其他	-1	-1	-2	-4	-4	-4
筹资活动现金净流	13	10	53	450	-4	-4
现金净流量	-9	-20	21	342	-9	-10

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	5	14	35	377	368	357
应收账款	13	14	7	14	19	27
存货	53	63	66	93	128	181
其他流动资产	10	10	11	23	31	44
流动资产	80	101	118	507	546	610
% 总资产	53.1%	50.3%	42.9%	65.0%	64.5%	65.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	57	82	133	249	277	301
% 总资产	37.6%	40.9%	48.3%	31.9%	32.8%	32.3%
无形资产	14	18	24	24	23	23
非流动资产	71	100	157	273	301	324
% 总资产	46.9%	49.7%	57.1%	35.0%	35.5%	34.7%
资产总计	151	201	275	779	847	934
短期借款	33	43	63	63	63	63
应付款项	24	30	16	29	40	57
其他流动负债	1	4	7	7	7	8
流动负债	59	78	87	100	111	128
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	0	0	0	0
负债	63	82	87	100	111	128
普通股股东权益	89	119	188	680	735	806
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	151	201	275	779	847	934

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	0.174	0.463	0.393	0.356	0.544	0.688
每股净资产 (元)	1.387	1.865	2.450	6.610	7.154	7.843
每股经营现金净流 (元)	0.000	0.000	0.243	0.189	0.422	0.409
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.51%	24.86%	16.05%	5.39%	7.61%	8.78%
总资产收益率	7.31%	14.74%	10.98%	4.70%	6.61%	7.57%
投入资本收益率	10.61%	21.32%	13.70%	9.89%	11.97%	12.98%
增长率						
营业总收入增长率	—	105.76%	33.33%	35.11%	37.64%	40.77%
EBIT 增长率	—	154.50%	-6.23%	21.98%	42.46%	28.90%
净利润增长率	—	167.07%	2.13%	21.24%	52.82%	26.45%
总资产增长率	—	32.46%	37.09%	183.46%	8.62%	10.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.9	8.1	4.1	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	109.1	119.2	94.5	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	—	—	—	0.0	0.0	0.0
固定资产周转天数	81.0	82.6	72.3	85.5	84.3	63.0
偿债能力						
净负债/股东权益	32.50%	24.83%	15.15%	-46.12%	-41.39%	-36.48%
EBIT 利息保障倍数	5.1	9.7	11.7	22.7	-21.7	-29.3
资产负债率	41.54%	40.69%	31.57%	12.81%	13.12%	13.72%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501