

大康牧业(002505.sz)

雪峰山下，安全优质生猪饲养企业

熊峰 农林牧渔 分析师
电话: 0755-82083888
eMail: xf@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260208020268

雪峰山下，安全优质生猪饲养企业

公司地处养猪大省湖南省怀化市，是以种猪、仔猪、育肥猪饲养销售为主，饲料加工销售为辅的农业产业化龙头企业。公司以农业产业化经营为核心，借助独有的“自然生态+便捷交通”优势，依托优质种猪资源，致力于成为中国一流的安全猪肉供应商。

公司投资亮点

1、本次募投项目之一的40万头生猪屠宰项目达成后，公司将实现从饲料生产、种猪选育到生鲜肉加工、配送的相对完整的生猪养殖产业链。2、公司拥有不可复制的种猪、仔猪繁育基地，公司对引进原种种猪实行核心种群终生系谱管理档案制度；并积极推进引进品种本土化选育。3、独创的“公司+基地+养殖大户+农户”模式，可使公司快速实现低成本规模扩张。4、公司养殖基地位于湘西雪峰山区，地理环境极佳，不仅有利生猪繁育，而且可以有效隔离疫病传播。5、“长株潭两型社会”建设，给公司发展带来新机遇。

募投项目

1、公司作为地区生猪养殖龙头，顺应生猪需求量增长，将引入**30万头规模生态养猪小区建设项目**。此项目将在公司现有猪场基础上，新建8个无公害商品猪生态养殖小区，其中包括3个一级种猪繁育基地，项目投产后将给公司带来4.19亿元/年的营业收入。2、公司计划建设**40万头/年生猪屠宰生产线、分割、冷却肉加工线、农副产品加工线各一条及其配套设施**，总建筑面积1.57万平方米；项目投产后可实现5.80亿元/年的营业收入。

盈利预测

预计公司2010-2012年营业收入分别为4.11、6.41、10.48亿元；对应公司全面摊薄EPS分别为0.43、0.58、0.77元。参考公司未来三年38%的复合增长率、A股畜禽企业2011年38倍PE及同类型雏鹰农牧上市时发行43倍PE，给予公司38-43倍PE，预计公司股票上市合理投资价值区间为22.04-24.94元。

风险提示

生猪疫病风险；生猪价格波动风险；税收优惠政策变动风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	213.34	284.44	410.70	640.80	1047.80
增长率(%)	105.76%	33.33%	44.39%	56.03%	63.51%
EBITDA(百万元)	40.62	41.47	65.17	81.63	103.73
净利润(百万元)	29.57	30.20	43.57	60.00	79.18
增长率(%)	167.07%	2.13%	41.32%	37.71%	51.75%
每股收益(元)	0.46	0.39	0.43	0.58	0.77

数据来源:财务报表,广发证券发展研究中心

发行价格区间

发行价格	24.00元
上市价格	22.04-24.94元

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	76.80/26.00
主要股东:	陈黎明
主要股东持股比例	22.9%

财务比率

ROE	16.05%
ROA	13.77%
资产负债率	31.57%
每股净资产(元)	2.45
2009年报数据	

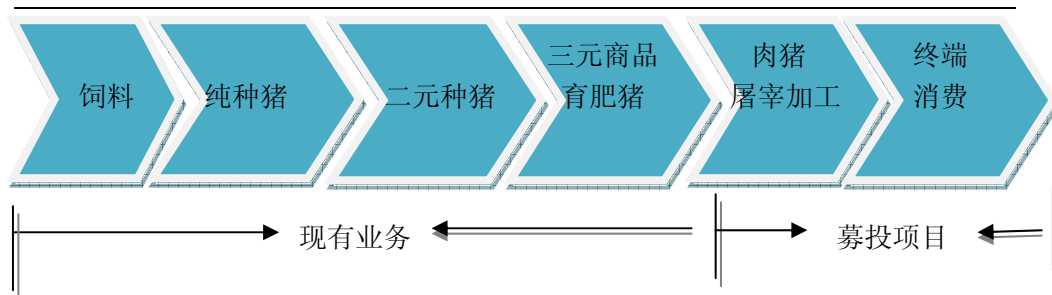
发行信息:

发行价格(元)	24.00
主承销商:	中德证券有限责任公司
发行市盈率	41.38

雪峰山下，安全优质生猪饲养企业

公司地处养猪大省湖南省的怀化市，是以种猪、仔猪、育肥猪饲养销售为主，饲料加工销售为辅的农业产业化龙头企业。公司以农业产业化经营为核心，借助独有的“自然生态+便捷交通”优势，依托优质种猪资源，致力于成为中国一流、优质、安全猪肉供应商。独创“公司+基地+养殖大户+农户”经营模式，并导入严格的“五统一”质量管理体系，使公司近年来迅速实现低成本，高效能的养殖规模扩张。公司被认定为“湖南省农业产业化龙头企业”、“湖南省首届农业产业化十大龙头企业”和湖南省养猪协会副会长单位。

图1：公司主营业务简图



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司投资亮点

1. 公司拥有从饲料加工到生猪配送的完整产业链条

畜牧养殖行业中养殖环节受产品价格波动影响较大，并受上游饲料、种畜，下游终端需求两项挤压。本次募投项目之一的40万头生猪屠宰项目达成后，公司将实现从饲料生产、种猪选育到生鲜肉加工、配送的相对完整的生猪养殖产业链。这将有利于公司从源头控制猪肉产品安全性，为公司成为中国一流安全优质猪肉供应商奠定坚实基础。

2. 不可复制的种猪、仔猪繁育基地

公司引进原种种猪，实行核心种群终生系谱管理档案制度，确保种猪品种纯、生产性能好，公司种猪在原种引进5-7年后仍可保持优势种群遗传基因。公司经过多年摸索，推进引进品种本土化选育，培育出特有的核心基础母猪种群，其中“均益”牌长白、大约克、杜洛克核心种猪群以品种纯、产仔率与瘦肉率高、抗病力强、出栏早等优势备受怀化及周边五省地区广大养殖户的欢迎。另外公司较早布局，抢先占有雪峰山地区种猪厂资源。公司从90年代后期开始逐步收购当地种猪厂，迅速实现低成本规模扩张，截至2010年中期，公司已拥有商品猪场11个，其中包括湖南省原种扩繁场2个，湖南省一级种猪场2个。

3. “公司+基地+养殖大户+农户”模式实现公司规模化经营

规模化养殖是我国畜牧行业今后发展的大方向。公司针对湘西地区山多，耕地少的地域特点，独创了“公司+基地+养殖大户+农户”的经营模式。公司自行培育种猪及仔猪，在自有猪场附近吸引符合条件的养殖大户代养育肥猪，不仅扩大了公司养殖规模，而且分散化养殖也有助于疫病防控。公司对养殖大户实行与公司相同的

“五统一”管理模式，保障了代养育肥猪的产品品质及肉质安全。

4. 养殖基地位于湘西雪峰山区，地理环境极佳

公司的种猪、仔猪繁育基地大多位于湘西雪峰山区，环境优、水质佳、空气好，且湘西地区气候宜人、温差小，使公司无需对猪舍配备供暖及降温设置，不仅可以节省成本，适宜的气候还对生猪育肥更为有利。最重要的是公司养殖基地分散布局，天然山林成为公司绝佳的生猪疫病防护屏障，极大的降低了疫情连片感染现象的发生。公司还利用当地天然中草药饲喂生猪，在增强生猪抗病力的同时，节省疫苗成本。

5. “长株潭两型社会”建设，给公司发展带来新机遇

2007年12月，国务院批准了发改委关于“长沙、株洲、湘潭（简称长株潭）城市群为国家资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验区”的提案，即长株潭两型社会构建提案。随着长株潭两型社会的构建，养猪行业作为污染较大的行业将逐渐迁出湘江两岸，整个行业将逐渐西移。公司凭借在湖南西部已打造的养殖平台，将较好地承接产业转移，且公司是较早进驻该地区企业，无论是种猪选育扩繁，还是商品猪养殖都已取得一定的区域竞争优势；另外作为湘西地区规模最大的生猪养殖企业，公司具有一定的区域定价权优势。

公司募投项目前景分析

1. 30万头规模生态养猪小区建设项目

项目概览

我国居民消费能力的上升、城市化进程的加快等因素均使我国猪肉消费量呈现逐年增长态势，加上长株潭两型社会构建的逐步推进，湖南作为我国养猪大省，承接了越来越多的生猪供给任务。公司作为地区生猪养殖龙头，顺应生猪需求量增长，将引入30万头规模生态养猪小区建设项目。此项目将在公司现有猪场基础上，新建8个无公害商品猪生态养殖小区，其中包括3个一级种猪繁育基地。

经济效益分析

根据公司招股说明书说明，项目投产建成后，可分别实现种猪、育肥猪销售量2万头、30万头；分别按照销售价格2900元/头、1200元/头计算，将给公司带来4.18亿元的营业收入，按照9.14%的常年销售利润率，将给公司带来0.38亿元的销售利润。

2. 40万头生猪屠宰加工项目

项目概览

此项目拟建设40万头/年生猪屠宰生产线、分割、冷却肉加工线、农副产品加工线各一条及其配套设施，总建筑面积1.57万平方米；可实现年屠宰加工生猪40万头，年加工冷却肉2.2万吨、分割肉0.6万吨、猪副产品0.6万吨、猪皮14万张。

经济效益分析

根据公司招股说明书说明，该项目建成后，将给公司带来5.80亿元的销售收入，年利润总额将达到0.35亿元。

表 1、40 万头生猪屠宰项目盈利测算表

单位：万吨、元/吨、亿元

	预计销售量	预计销售单价	预计销售收入
冷却肉	2.2	17000	3.74
分割肉	0.6	21000	1.26

定点屠宰收入	0.06
冷链物流经营收入	0.1
猪副产品	0.64
合计	5.8

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表 2、公司募投项目预算情况表				单位：万元
项目名称	总预算	建设投入	铺底流动资金投入	备案机关与备案编号
30 万头规模生态养猪小区建设项目	13781	11381	2400	怀化市发展和改革委员会 (怀化改农[2010]3 号)
40 万头生猪屠宰加工项目	8110	5958	2152	怀化市发展和改革委员会 (怀化改农[2010]4 号)
合计	21891	17339	4552	

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

盈利预测

我们认为公司盈利能力提升主要受到种猪、育肥猪及仔猪价格及公司养殖规模影响。因此给予以下假设。

1、假设种猪、育肥猪、仔猪价格在国民收入稳定增长及城镇化不断深化引领的消费升级带动下，将保持稳定增长。

2、假设公司养殖规模可以按照募投项目计划顺利进行的大前提下。预计 2010-2011 年可分别实现种猪销售量 7 万头、5 万头、6 万头，分别给公司带来 1.87 亿元、1.35 亿元、1.65 亿元的销售收入；实现育肥猪销售量 10 万头、25 万头、45 万头，分别给公司带来 1.45 亿元、3.99 亿元及 7.54 亿元的销售收入。而因公司扩大养殖规模需要，从 2011 年起暂停仔猪销售，此项销售收入基本为零。

3、公司饲料销售因主要是供应公司本身及养殖大户，所以预计此项业务收入将与公司养殖规模增长基本同步，预计未来将分别给公司带来 0.61 亿元、0.69 亿元、0.88 亿元的营业收入。

预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 4.11 亿元、6.41 亿元、10.48 亿元；归属母公司营业净利润分别为 0.44 亿元、0.60 亿元、0.80 亿元；对应公司全面摊薄 EPS 分别为 0.42 元、0.58 元、0.77 元。参考公司未来三年 38% 的复合增长率、A 股畜禽饲养企业 2011 年 38 倍 PE 的估值水平，及同类型企业雏鹰农牧上市发行 43 倍 PE 水平，给予公司 38-43 倍 PE，预计公司上市后合理投资价值区间为 22.04-24.94 元。

表 3、公司主营业务盈利预测表						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	103.7	213.3	284.1	410.7	640.8	1047.8
主营业务毛利率(%)	14.8	16.6	12.2	11.7	9.3	9.5
种猪销售价格(元/头)	3446	3797	3035	2700	2750	2750
种猪销售量(万头)	0.9	2.3	3.9	7.0	5.0	6.0
种猪销售收入(百万元)	30.8	86.8	118.5	189.0	137.5	165.0
毛利率(%)	12.7	18.0	13.1	13.1	12.0	12.0

育肥猪销售价格(元/头)	1208	1689	1460	1400	1540	1617
育肥猪销售量(万头)	2.5	3.3	7.2	10.0	25.0	45.0
育肥猪销售收入(百万元)	29.9	55.2	105.2	140.0	385.0	727.7
毛利率(%)	18.8	16.7	14.3	13.0	10.5	10.5
仔猪销售价格(元/头)	359.6	661.1	356.9	350.0	0	0
仔猪销售量(万头)	5.7	5.6	5.2	6.0	0	0
仔猪销售收入(百万元)	20.5	36.8	18.5	21.0	0	0
毛利率(%)	15.2	25.0	12.9	12.9	0	0
饲料销售价格(元/吨)	2848.1	3308.2	3065.9	3370.0	3450.0	3550.0
饲料销售量(万吨)	0.7914	1.0459	1.3686	1.8	2.5	3.0
饲料销售收入(百万元)	22.54	34.6	41.96	60.7	86.3	106.5
毛利率(%)	12.11	4.02	4.22	4.22	4.22	4.22
生猪屠宰量(万头)	0	0	0	0	20.0	30.0
屠宰业务销售收入(百万元)	0	0	0	0	32.0	48.6
毛利率(%)	0	0	0	0	3.1	3.1

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 4、农业畜禽及饲料企业 2010-2012 年估值情况

证券简称	2010PE(E)	2011PE(E)	2012PE(E)
华英农业	43.8	30.6	24.1
农产品	34.2	27.9	22.7
新希望	32.8	27.3	22.0
益生股份	40.2	30.7	24.8
雏鹰农牧	64.9	40.6	29.1
西部牧业	67.9	50.1	37.2
天邦股份	29.1	22.6	17.7
正邦科技	51.1	32.9	25.0
海大集团	46.0	33.6	25.9
大北农	52.3	36.2	26.9
獐子岛	57.7	43.9	35.2
东方海洋	67.0	43.4	32.4
新五丰	117.6	80.7	84.0
PE 均值	54.2	38.5	31.3

数据来源：WIND资讯，广发证券发展研究中心

风险提示

1. 生猪疫病风险
2. 生猪价格剧烈波动风险
3. 税收优惠政策变化的风险

资产负债表

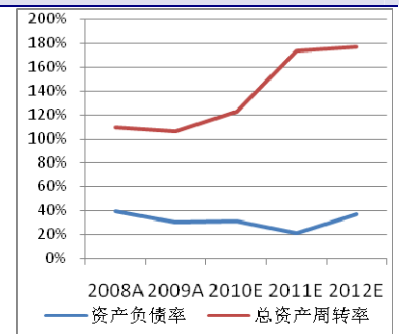
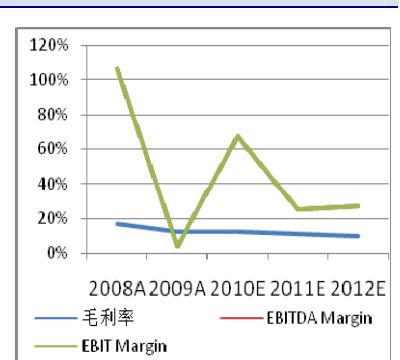
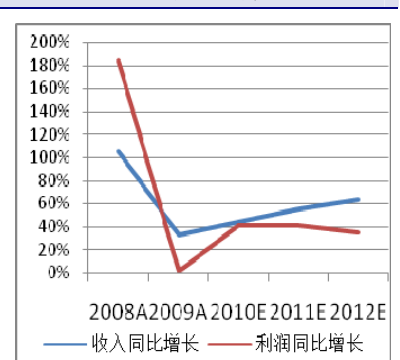
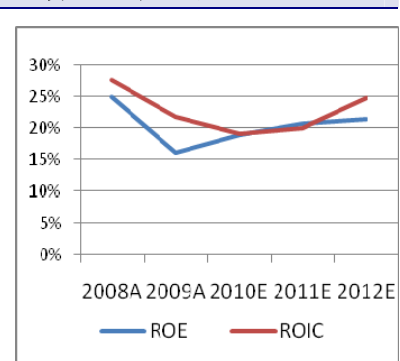
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	96.91	110.81	196.67	248.25	489.51
货币资金	9.80	27.71	4.11	6.41	10.48
应收及预付	13.02	13.70	32.40	40.12	79.92
存货	63.46	65.66	143.15	186.35	361.51
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	99.69	157.07	138.49	119.91	101.33
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	50.62	62.13	117.17	101.43	85.69
在建工程	31.41	70.79	0.00	0.00	0.00
无形资产	17.66	24.16	21.32	18.48	15.64
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	196.60	267.88	335.16	368.16	590.84
流动负债	73.67	79.72	103.43	76.43	219.56
短期借款	36.49	63.29	63.89	32.28	140.44
应付及预收	10.62	7.21	30.32	34.92	69.89
其他流动负债	6.80	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	3.98	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3.98	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	77.65	79.72	103.43	76.43	219.56
股本	63.80	76.80	10.28	10.28	10.28
资本公积	1.91	27.91	27.91	27.91	27.91
留存收益	53.25	83.45	127.02	187.02	266.57
归属母公司股东权益	118.96	188.16	231.73	291.73	371.27
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债和股东权益	196.60	267.88	335.16	368.16	590.84

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	213.34	284.44	410.70	640.80	1,047.80
营业成本	177.96	249.34	361.42	570.31	948.26
营业税金及附加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
销售费用	0.80	2.09	2.87	4.49	7.33
管理费用	2.93	3.31	3.29	6.41	10.48
财务费用	0.00	0.00	3.02	2.44	4.40
资产减值损失	0.44	-1.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	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
营业利润	27.94	28.36	40.07	57.11	77.25
营业外收入	2.39	1.97	3.50	3.50	3.50
营业外支出	-0.7	-0.2	0.0	-0.5	0.5
利润总额	29.57	30.20	43.57	60.00	79.54
所得税	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
净利润	29.57	30.20	43.57	60.00	79.54
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	29.57	30.20	43.57	60.00	79.54
EBITDA	37.35	38.93	65.17	81.63	103.73
EPS (元)	0.39	0.39	0.43	0.58	0.77

资产负债率趋势

经营利润率趋势

收入与利润增长趋势

投资回报率趋势


现金流量表

单位：百万元

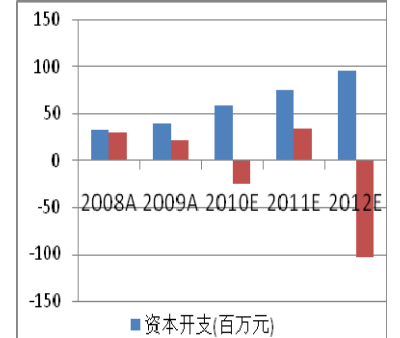
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	28.92	21.17	-24.69	32.88	-103.14
净利润	29.60	30.33	40.07	56.54	76.09
折旧摊销	3.00	8.73	18.58	18.58	18.58
营运资金变动	--	0.40	-46.20	9.10	165.05
其它	6.20	0.00	0.00	0.00	4.40
投资活动现金流	-30.20	-50.66	3.50	3.47	3.45
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资变动	0.00	0.2	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	3.50	3.50	3.45
筹资活动现金流	10.30	53.04	-2.42	-34.04	103.76
银行借款	9.90	53.04	0.60	-31.60	108.16
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	00.0	3.00	2.70	-5.60
现金净增加额	9.10	23.56	-23.61	2.30	4.07
期初现金余额	4.70	13.76	27.71	4.11	6.41
期末现金余额	13.80	27.71	4.11	6.41	10.48

主要财务比率

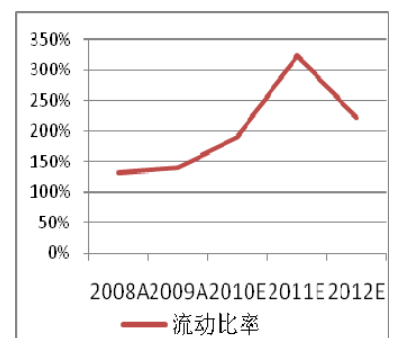
单位： %

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	105.76%	33.33%	44.39%	56.03%	63.51%
营业利润	183.78%	1.48%	41.32%	41.09%	34.59%
归属于母公司净利润	167.07%	2.13%	44.28%	37.71%	32.56%
获利能力					
毛利率	16.59%	12.34%	12.00%	11.00%	9.50%
净利率	13.86%	10.62%	10.61%	9.36%	7.59%
ROE	24.86%	16.05%	18.80%	20.57%	21.42%
ROIC	27.67%	21.68%	19.02%	19.94%	24.82%
偿债能力					
资产负债率	39.49%	29.76%	30.86%	20.76%	37.16%
净负债比率	65.27%	42.37%	44.64%	26.20%	59.14%
流动比率	131.56%	138.99%	190.15%	324.82%	222.95%
速动比率	45.42%	56.64%	51.75%	81.00%	58.30%
营运能力					
总资产周转率	1.09	1.06	1.23	1.74	1.77
应收账款周转率	64.64	90.09	44.73	63.63	48.94
存货周转率	2.80	3.80	2.52	3.06	2.62
每股指标 (元)					
每股收益	0.39	0.39	0.43	0.58	0.77
每股经营现金流	0.419	0.276	-0.321	0.428	-1.343
每股净资产	1.549	2.450	3.017	3.799	4.834
估值比率					
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.77	0.99	0.98	0.40	1.35

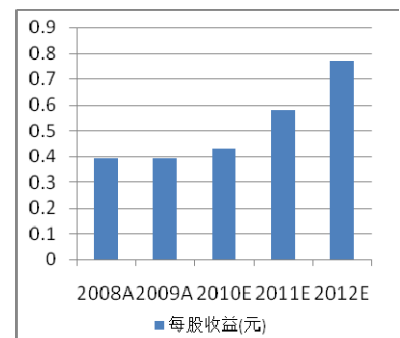
资本开支与经营活动现金流



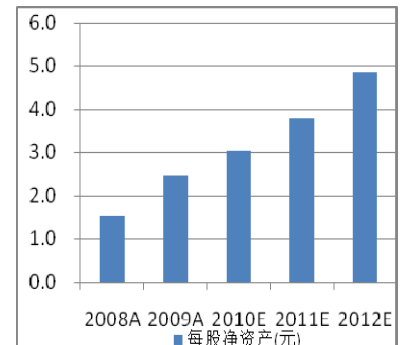
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发农业研究小组

熊峰，分析师，南开大学经济学博士，15 年证券从业经历，2007 年进入广发证券发展研究中心。

李冰，研究助理，东京农业大学农学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lb8@gf.com.cn，020-87555888-629。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。