

目 录

1、我国生猪养殖规模化趋势正在加速.....	4
2、雏鹰模式：快速扩张的助推器	5
“雏鹰模式”引领公司快速发展:	5
公司规划未来五年生猪出栏规模将保持 50%增速	6
3、公司在生猪养殖领域具有综合竞争优势	7
全产业链保障产品品质及规避生猪价格季节性波动风险	7
分阶段、流程化专业养殖技术.....	8
原料采购成本优势.....	9
4、2011 年将是猪价上升期	9
5、盈利预测与投资建议	10
6、风险提示.....	13

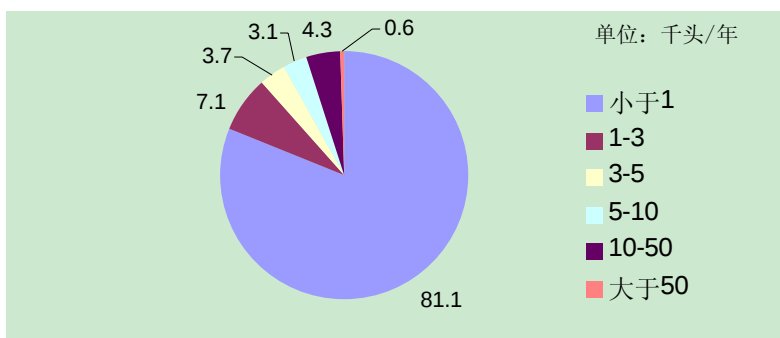
图表目录

图 1: 中国生猪养殖行业仍处于异常分散的状态	4
图 2: 中国生猪年出栏量增速为 2%—3%	4
图 3: 中国商品猪场养殖规模正快速趋于集中化	4
图 4: 雏鹰农牧合作养殖户数量及利润持续快速增长	6
图 5: 雏鹰农牧出栏量及头均盈利情况	6
图 6: 我国猪肉消费的年均增速在 2%-3%之间	7
图 7: 公司目前业务范围涵盖生猪养殖的各个环节, 未来将向下游屠宰加工拓展....	8
图 8: 生猪价格但仍位于近两年的高位水平	10
图 9: 2010 年生猪存栏量同比下降 2.5%	10
表 1: 中国不同规模生猪养殖企业占比及代表公司	5
表 2: 雏鹰公司的“分阶段”养殖场	8
表 3: 雏鹰的“流程化”养殖模式	9
表 4 雏鹰农牧近两年投资建设项目	11
表 5: 雏鹰农牧生猪养殖业务分产品盈利预测表	12
表 6: 雏鹰农牧业绩对猪价敏感性分析	13

1、我国生猪养殖规模化趋势正在加速

我国猪肉年产量达 4900 万吨，占全球产量的约 50%。猪肉的消费量也占到我国肉类总消费量的 60%以上。生猪市场巨大的市场容量为业内企业提供了广阔的市场空间。我国生猪养殖业的结构在十年前基本上是以散养为主。但近两年，随着农业合作组织的出现，农户开始建立合作组织规模化饲养，统一管理，节约成本。有实力的企业和农户也逐渐形成了规模化饲养方式，养殖方式由散养向规模化养殖转变。统计结果显示我国年出栏 5 万头以上的规模化养殖企业生猪出栏量仅占全国的 0.64%，而年出栏小于 1 千头的散户养殖量占全国的 80%以上。从目前现状来看，尽管中国的生猪养殖行业仍处于散户为主导的状态，但是规模化的趋势在加速。

图 1：中国生猪养殖行业仍处于异常分散的状态

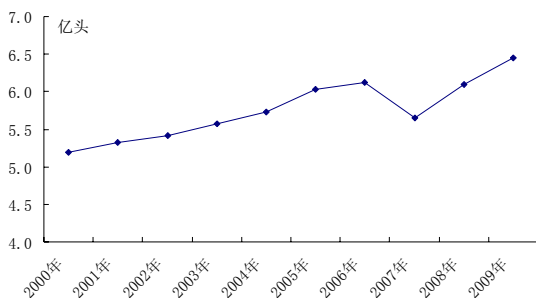


资料来源：中国畜牧业协会，华泰联合证券研究所

近年来生猪产品以及饲料原料（如豆粕）的价格波动越来越剧烈，养殖面临的疫病频发风险也不断增大，同时下游企业对于食品安全的要求越来越高，这些因素都使得生猪养殖行业对于成本控制、产品质量保障和疫病防控的要求越来越高。散户养殖户越来越不适应行业的发展趋势，而规模化养殖成为主流的发展方向。未来，中国将出现横跨饲料生产、生猪养殖、猪肉食品生产与销售的大型食品集团为主导的产业格局。

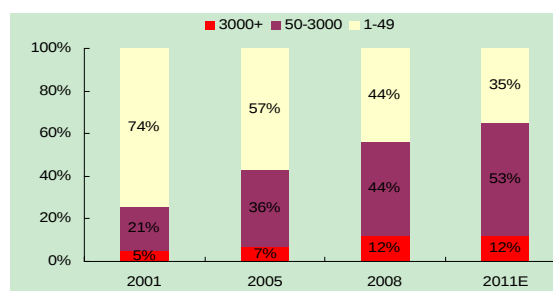
近年来，在 07 年至今整个生猪行业养殖规模没有明显增长的情况下，行业龙头的增长速度却达到了 40%—70%。以行业龙头广东温氏为例，06-10 年的生猪出栏量分别为 133 万头、182 万头、251 万头、345 万头和 490 万头，复合增长率达到 39%。而雏鹰农牧的年出栏量也从 07 年的 13 万头增长至 10 年的接近 70 万头，增长率达 70%。

图 2：中国生猪年出栏量增速为 2%—3%



资料来源：Wind，国家统计局，华泰联合证券研究所

图 3：中国商品猪场养殖规模正快速趋于集中化



资料来源：中国农业部，华泰联合证券研究所

2008 年以来,国内外生猪养殖上下游企业开始意识到我国生猪规模化养殖的市场机遇,纷纷斥巨资进入该行业。介入生猪养殖业的上游企业主要是饲料企业,包括新希望、中粮集团、正虹科技、宁波天邦、江西正邦、正大集团、百世腾等。进入本行业的下游企业包括了屠宰企业和肉制品企业,如双汇发展、新五丰、高金食品、雨润食品、唐人神集团、六和集团等。然而由于生猪养殖的特殊性,新进入养殖企业的规模扩张必须依赖于自身种猪规模的扩大,因此企业的投资计划一般按照 5 年设计,目前,大多新进入企业的养殖计划尚处于实施初期。这意味着未来生猪养殖行业将诞生新一批产业链一体化的规模化企业。

表 1: 中国不同规模生猪养殖企业占比及代表公司

年出栏规模	年出栏量全国占比	主要企业
100 万头以上	0.30%	广东温氏
40-99 万头	0.30%	海南罗牛山、河南雏鹰、河南牧原等
20-39 万头	0.30%	广东长江食品、湖南新五丰等
5-19 万头	0.10%	河南黄泛区农场、江西正邦等
5 万头以下	99.0%	四川高金食品、衡水老白干、广东广弘控股等

资料来源: 公司招股书, 华泰联合证券研究所

2、雏鹰模式：快速扩张的助推器

我国生猪养殖业目前存在的饲养模式很多,总结起来可以分为以下四类:

- 一体化、工业化养猪模式
- 公司+农户养猪模式
- 养殖小区
- 农户饲养

雏鹰模式本质上不同于一体化、工业化的养殖模式,公司将多年从事养猪业取得的养殖技术及经验进行了固化,发展出有别于传统“公司+农户”松散合作模式的一套“雏鹰模式”。其核心在于:在生产安排方面,实现“分阶段、流程化养殖”及“分散养殖、统一管理”,公司将养殖过程分为“配种——妊娠——分娩——保育——育成”五个阶段,并配备不同猪舍与不同的专业农户进行养殖合作。而在生产实施方面,公司与农户建立了保底收益为基础、并根据养殖效果实现利润分配的“共赢”关系。

“雏鹰模式”引领公司快速发展:

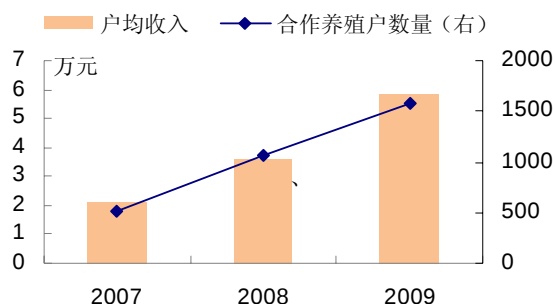
生猪规模化养殖的主要瓶颈是“防疫难”和“大面积养殖用地稀缺”。公司凭借雏鹰模式实现了可复制性扩张,并在多年合作中与农民、农村建立良好的互信合作关系。凭借“分散养殖,统一管理”,公司可利用小块土地实现规模化养殖,解决了“大规

模养殖土地稀缺”的瓶颈。按照公司的技术标准，年出栏 1 万头生猪的养殖场最小占地面积仅为 30 亩。因此，公司可以充分利用充足的零星的小块农业用地实现扩张。在防疫控制方面，一方面公司通过对养殖场地和养殖流程的统一管理，实现了疫病风险的有效控制；另一方面公司充分利用分散养殖基地之间自然隔离，并在养殖用地内建造大量的绿化隔离带（占到养殖用地面积的一半以上），从客观上降低疫病集中爆发的风险。

我们认为该模式的核心优势在于在风险和利益的分担方面，公司做到了杜绝农户亏损风险，并保障农户最低收益，真正实现了与农户的“共赢”。与散养模式相比，农户的亏损风险被降至最低，受到“40-50”中老年养殖户的广泛欢迎。在养殖过程中，农户一般需要先缴纳不超过饲养货物价值 10% 的保证金（1-3 万元）。随后由公司提供养殖场所、提供仔猪、饲料、疫苗以及一系列的养殖服务，在养殖过程中，农户不花一分钱，也不获一分钱。养殖过程结束后，根据农户的养殖成果和物料消耗核算利润。农户的养殖利润与受精率、成活率、出栏重量等生产性指标直接相关，而与猪价、饲料价格等不挂钩，一般而言都能获得高于当地平均收入水平的利润。在突发疫病或者市场行情较差时，公司会向农户支付 1.3—2.0 万元/户的最低利润以保障其基本生活所需。因此，在雏鹰模式下，合作养殖户可独立于市场行情获得相对稳定的收益。

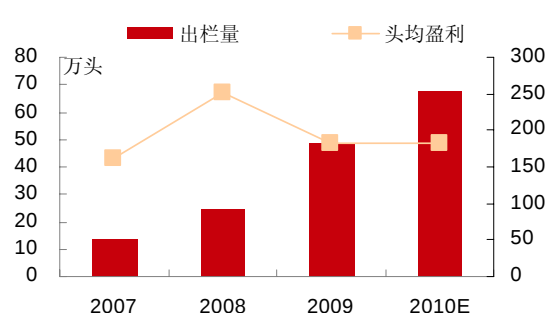
公司的合作养殖规模在过去的几年都保持了 50% 左右的增长。我们认为这种规模化的快速复制在将来还将会继续。

图 4：雏鹰农牧合作养殖户数量及利润持续快速增长



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5：雏鹰农牧出栏量及头均盈利情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

从公司的角度而言，公司在饲养的全过程都拥有生猪的所有权，猪价上涨的过程中，公司获取绝大部分的收益。而在猪价下跌的过程中，由于要保障农户的最低收益，因此公司承担的风险也比较大。但是该模式的优势在于，能够培养养殖户与公司之间的长期稳定合作关系，为公司养殖规模的快速稳定扩张提供保障。如果不出现在 06 年蓝耳病那样的极端性疫病情况，公司的养殖业务一般不会出现亏损。

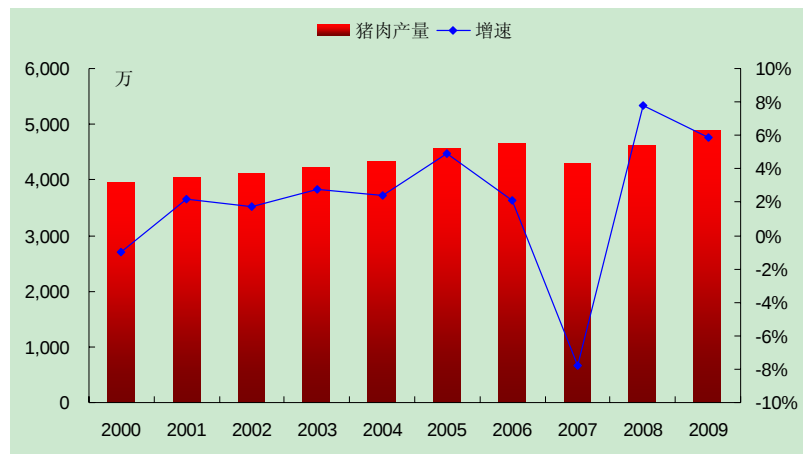
公司规划未来五年生猪出栏规模将保持 50% 增速

目前规模占比仅为全国的千分之一，未来成长空间巨大。公司 2010 年生猪出栏量不足 70 万头，而 2010 年全国的生猪出栏量将超过 7 亿头，河南作为全国第三大生猪养殖省份，其生猪出栏量也达到 5000 万头以上。因此，雏鹰农牧目前的生猪养殖规模只占河南市场的百分之一，全国市场的千分之一。而目前生猪养殖行业正处于快速集中化的过程中，公司的成长空间巨大。在河南市场，与公司规模相当的竞争对手是

河南牧原，其余均为出栏量在 10 万头以下的第二梯队企业。因此，公司未来的竞争对手主要是中小养殖户，公司的竞争优势比较突出。

从下游需求来看，我国作为全球最大的猪肉消费国，多年来需求保持稳定增长（除了 07 年疫病导致的生猪供应锐减而猪肉消费量下降），增速在 2%—3% 之间。市场的整体增速虽然不快，但是公司的生猪产品凭借疫病少、品质好、一致性高的优势，在下游屠宰企业、食品加工企业等大客户的采购中占据优先地位。

图 6：我国猪肉消费的年均增速在 2%-3% 之间



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

目前，公司 IPO 募投项目“年出栏 60 万头生猪产业化基地”养殖用地已经解决，目前已进入实施阶段，按照 2 年建设期，预计新增产能将在 2011-2012 年逐步投放。项目达产后，能够年新增出栏 50 万头仔猪和 10 万头二元种猪，对公司未来两年的快速增长提供保障。

由于公司 1 万头生猪养殖出栏量的用地量在 30-60 亩之间，因此要达到 2014 年 360 万头出栏量的目标（即新增 300 万头出栏量）需要新增养殖用地量 1.8 万亩。对于公司来说，可以通过公司租赁的方式，或者与河南当地农民合作的方式来获取养殖。

而从投资额而言，单纯商品猪养殖产能的单位投资为 400 元/头，而仔猪和二元种猪产能的单位投资额在 700 元/头左右。因此，公司未来新增 300 万头产能需要投资 12—21 亿元。因此，公司未来扩张需要的资金通过贷款融资或少量增发即可解决。而在正常情况下，公司的生猪头均盈利可达 150—250 元/头，ROIC 高达 20%—50%。因此，公司的扩张可认为是一种轻资产、高回报的扩张方式，我们看好其发展前景。

3、公司在生猪养殖领域具有综合竞争优势

全产业链保障产品品质及规避生猪价格季节性波动风险

生猪养殖产业是一个以血缘关系为纽带的多元代次畜禽产业，其产业链是以“曾祖代种猪—祖代种猪—父母代种猪/二元种猪—商品代肉猪/三元猪”良种繁育体系为基础，包括养殖、屠宰、加工至肉制品消费的完整、系统的商业链条。我国的猪肉产品还处于产品计划无差异化、品牌价值小、且质量追溯系统尚未建立的初级阶段。在人们对

食品安全和差异化的要求日益提高的背景下，产业链一体化的优势企业将迎来黄金发展期。

公司的业务范围涵盖了生猪养殖的全部环节，即纯种猪的繁育至商品肉猪的养殖均有覆盖，产品以生猪方式销售。虽然上市前公司由于自有产能不足会外购部分种猪，但是未来公司的种猪将以自主群繁的方式逐步达到完全自给，这就从源头上保障了公司产品的安全性和高品质。

公司目前正积极向下游拓展，随着年产 15 万吨屠宰加工厂及 10 万吨冷链仓储物流中心项目的投入建设，公司未来的产业链将延伸到下游的屠宰加工及猪肉购销领域。由于公司目前的产品主要以生猪形式活体销售，而活体销售的特点是达到出栏时间点后无法储存，而屠宰加工后的冷冻猪肉储存时间达到半年以上，因此一旦公司的屠宰加工厂和冷链仓储物流中心投入使用，公司可在生猪市场不景气时将生猪产品变为冷冻猪肉以规避生猪市场短期低迷的影响（按照最近几年的规律，生猪和猪肉市场一般上半年较为低迷，而下半年随着多个节日消费旺季的到来，景气度显著高于上半年）。

图 7：公司目前业务范围涵盖生猪养殖的各个环节，未来将向下游屠宰加工拓展



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

随着公司在产业链的下游布局完成，公司将成为一家集饲料生产、生猪养殖、屠宰加工和冷链物流为一体的猪肉生产商，公司的产品品质将得到更好的保障，同时依靠产业链一体化优势熨平生猪产品价格波动剧烈的风险。

分阶段、流程化专业养殖技术

公司对生猪养殖的理解比较深刻，依据生猪的良种繁育体系、疫病防治体系以及“分阶段、流程化”养殖的要求创新性地设计了具有自身特色的生猪养殖流程，并设计了不同功能的养殖场与代次养殖流程相对应。

表 2：雏鹰公司的“分阶段”养殖场

养殖对象		养殖方式
祖代猪场	纯种猪	通过单一品种配种选育生产纯种猪，或通过两个品种杂交生产二元种猪
种猪场	纯种猪	通过两个品种纯种猪杂交生产二元仔猪
后备种猪场	祖代猪场选留种猪及种猪场选留二元种猪	育成
三元仔猪场	二元种猪	通过二元种猪（母）与杜洛克公猪杂交生产三元仔猪
育肥场	其他养殖场转入的育肥为商品猪出售的仔猪	育肥

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

“雏鹰模式”将不同生长阶段的猪分类进行专业饲养，有助于进行疫病防治以及提高养殖过程的专业化和标准化，提高养殖效率。公司拥有繁育功能的养殖场，即祖代猪

场、种猪场、三元仔猪场，分别设立了后备舍、妊娠舍、分娩舍、保育舍；同时，在祖代猪场、后备种猪场和育肥场设立了育成舍。

表 3：雏鹰的“流程化”养殖模式

名称	功能	养殖时间	养殖方式
后备舍	对种猪进行人工配种并进行妊娠前期饲养	约 57 天	农户合作养殖
妊娠舍	对已成功受孕的母猪进行定位饲养以降低流产风险	约 57 天	农户合作养殖
分娩舍	怀孕母猪临产前一周转入，使临产母猪顺利产仔	约 35 天	农户合作养殖
保育舍	对断奶后的自主进行饲养管理	约 35 天	农户合作养殖
育成舍	对保育舍出栏的仔猪进行育成或育肥	约 90 天(育肥至 100kg)	农户合作养殖

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

凭借专业化的养殖场以及流程化化的养殖模式，公司的“可复制性”扩张成为现实，而公司的产品质量和疫病控制能力在扩张的过程中也能够得以维持。

原料采购成本优势

饲料原料的采购在生猪养殖的成本中占比达到 60%，生猪饲料的主要成分为玉米和豆粕。公司地处粮食大省，交通便利，粮食采购成本具有天然优势。

公司拥有拥有与京广铁路相连接的铁路专用线及周边近 150 亩土地，并将募投项目的 40 万吨饲料厂设在铁路线周围，可以直接通过该铁路专线运送玉米和豆粕等大宗原料，有效地节约运输和存储成本。

另外，公司已斥资 5000 万元在我国主要的玉米和大豆产地吉林设立全资子公司——吉林雏鹰农贸有限公司，在饲料粮主产区直接设立收储公司并进行风干处理，采购基地和初加工处理，能直接降低采购成本。预计仓储设施和设备将在 2011 年底完工，项目建成后的第一和第二年预计将为公司完成 10 万吨和 15 万吨的粮食购销。

按正常的市场行情，东北地区玉米和大豆的价格比河南当地低约 200 元/吨。由于公司对采购的农产品进行自然风干和储存，然后通过公司自有铁路专用线运输到公司饲料加工厂，一方面直接节省了烘干费用（烘干费用是 140 元/吨），另一方面，铁路运输的成本也不高。通过大致测算，与直接采购玉米原料进行烘干（或直接买烘干后水分在 15% 以下）的饲料粮相比，能够节省约 150 元/吨。依此测算，若以第一年 10 万吨规模测算，可为公司节约饲料粮采购成本 1500 万元。假设公司的饲料粮未来可完全通过吉林子公司自给，若按照 1 公斤生猪消耗 3 公斤饲料粮计算，每头商品猪（出栏重量 110 公斤）可以节约成本 50 元。

4、2011 年将是猪价上升期

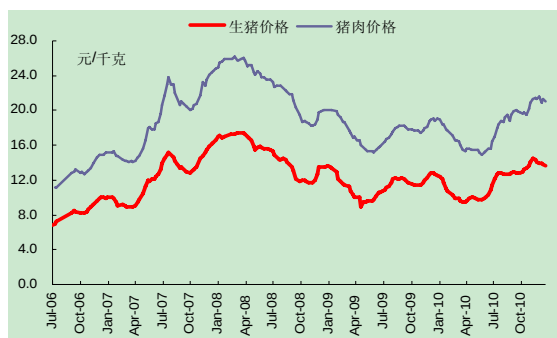
我们对比 09 年下半年和今年下半年的两轮猪价上涨，发现其走势是极其类似的：

1) 时间区间契合。上半年猪价持续下跌，从 6、7 月份开始大幅反弹，在下半年猪价持续上涨，并且在年末达到高点；2) 价格的高低点一致。低点在 9.45 元/千克左右，而高点则在 13 元/千克，涨幅均为 30% 左右；3) 上涨的初始推动力均为成本推动，两轮上涨的起点猪粮比均低于 6，行业处于亏损状态。

生猪价格在大宗商品牛市背景下 08 年 3 月达到 17.45 元/千克的顶峰之后逐月下降，在 08 年 11 月份降至 11.7 元/千克。虽然在年末消费高峰的带动下一度上涨至 09 年 1 月份 13.6 元/千克的价位，但是生猪存栏持续处于高位且经济危机后消费需求有所减速，因此猪价之后持续低迷，到 5 月份触及 9.45 元/千克的低点。从 6 月开始，猪价开始快速反弹，至 9 月份涨至 12.25 元，涨幅为 30%。之后有所震荡上扬，但上下幅度均不及 10%，11 月下探至及 11.4 元，至 12 月末又上涨至 12.87 元。

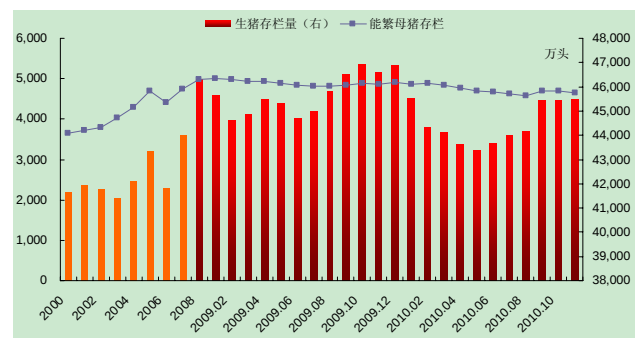
2010 年前三个季度的走势与 2009 年极为类似，从年初起生猪价格不断下调，猪肉价格在 3-6 月份持续位于 10 元/千克以下的水平，从 6 月起猪肉价格开始快速反弹，至 7 月末达到 12.84 元的水平（以 5 月末 9.7 元的价位计算涨幅达到 33%），之后陷入高位盘整。进入 10 月份后猪价从高位启动再度上涨，11 月中旬涨至年内高点 14.5 元/千克（与 9 月末启动时相比涨幅约 13%），后由于口蹄疫等疫病的影响逆势下跌，截止目前已从高点下降约 6%，但仍位于 13.7 元/千克的高位水平。

图 8：生猪价格但仍位于近两年的高位水平



资料来源：国家发改委，华泰联合证券研究所

图 9：2010 年生猪存栏量同比下降 2.5%



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们将 09 年下半年的猪价上涨定义为反弹，但认为 2010 年下半年以来的上涨属于趋势性上涨，并将延续至 2011 年全年；我们预计 2011 年度的生猪均价将同比上涨 10%-15%。理由主要有以下几点：

- 猪肉的消费逐年稳步增长，而 2010 年的生猪存栏出现了同比下降。
- 饲料原料粮（玉米、豆粕）的价格上升构成猪价上涨的成本推动力。
- 目前疫病导致的生猪提前出栏和猪价反常下跌，将成为未来猪价反弹的动力。

5、盈利预测与投资建议

公司在近 2 年将要投产的项目主要包括了年产 40 万吨饲料生产建设项目、设立吉林雏鹰农贸子公司、年产 60 万头生猪产业化基地项目、年屠宰 200 万头生猪加工厂项目、冷链仓储物流中心建设项目等，涵盖了饲料生产、生猪养殖、屠宰加工、冷链物流整条产业链，反映出公司抓住行业机遇快速发展的思路。

我们认为，未来公司的竞争优势及盈利点仍将集中在生猪养殖环节。而屠宰加工及冷链物流项目则主要为公司消化部分生猪产品、优化产品结构提供了一条渠道；设立吉林农贸子公司，以及在铁路沿线设立 40 万吨饲料厂均是为降低饲料成本，提高生猪盈利水平服务。因此，在我们的预测中，我们主要关注生猪产品的盈利情况。

表 4 雏鹰农牧近两年投资建设项目

项目名称	总投资(百万元)	建设期(年)	项目成效
IPO 募集资金项目			
1 年产 60 万头生猪产业化基地项目	437	2	新增 60 万头生猪年出栏量
2 年产 40 万吨饲料生产建设项目	85	1	在铁路专线沿线设立年产 40 万吨饲料厂
3 科研培训中心建设项目	36	1	增强科研实力
4 食品安全追溯管理系统工程项目	12	1	增强食品安全性
超募资金及自有资金项目			
5 归还银行贷款	278	-	年节约利息 1746 万元
6 设立吉林雏鹰农贸子公司	50	2	年采购玉米、豆粕 15 万吨, 节省采购费用 2250 万元
7 年屠宰 200 万头生猪加工厂项目	155	2	新增年屠宰产能 200 万头
8 冷链仓储物流中心建设项目	150	2	年冷鲜肉存储量 10 万吨

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

盈利预测关键假设:

- 公司 07-09 年的生猪出栏量分别为 13.4 万头、24.9 万头、48.4 万头, 我们预计 2010 年的出栏量将达到 67 万头。未来, 公司将继续以快速扩大生猪养殖方向为主要战略, 公司规划未来 5 年的出栏量增速将达 50%, 我们预计公司 2010-2014 年的出栏量分别为 67 万头、106 万头、157 万头、228 万头和 325 万头, 年均增速均达到 46%。
- 在未来 3 年的产品结构中, 商品猪的比例将逐步提高至 35% 以上的水平, 而仔猪及种猪的比例将有所下降, 反映出公司向产业链下游拓展的努力。
- 2010 年猪价与 2009 年基本持平, 未来 4 年保持 4%-5% 的增速。
- 饲料原料的价格涨幅基本与猪价一致, 未来公司的毛利率水平保持平稳。
- 公司的各项费用率保持相对稳定。

根据我们的估值模型, 公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.92 元、1.58 元和 2.39 元, 目前股价 (43.50 元) 对应的 2010-2012 年动态 PE 分别为 48X、28X 和 18X。考虑到公司未来 5 年预计的产量复合增速达到 46%, 且公司能够凭借其产业链优势获取超越行业的盈利水平。公司兼具高成长、确定性及业绩高弹性, 我们认为目前价格存在严重低估, 首次给予“买入”投资评级。

2010 年先抑后扬的猪价、以及大幅上涨的原料粮价格塑造了一个生猪盈利水平较差的年份。我们认为在未来几年中, 公司生猪产品的平均盈利水平将会高于 2010 年 (年度之间波动幅度可能会较大)。因此, 公司的总体盈利增速将至少能够跟上公司产量的增速。即公司的产能扩张只要能够得以成功实施, 未来 5 年公司的盈利增速将达到 46% 以上的水平。

我们以上的盈利预测并没有考虑价格因素对公司业绩的影响。事实上, 公司的业绩对猪价的弹性较大。我们假设公司的平均售价为 850 元/头, 按照 2010 年出栏量 70 万头计算, 则肉价在目前价格每上涨 1% 对公司收入和利润的贡献为 595 万元, 折 EPS0.045 元。按 2011 年 110 万头出栏量计, 肉价上涨 1% 可增厚公司 EPS0.070 元。

表 5：雏鹰农牧生猪养殖业务分产品盈利预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
仔猪								
销售数量（万头）	9.82	16.47	30.18	45.27	70.16	101.74	142.43	192.28
销售单价（元/头）	539.68	744.45	531.64	620.07	638.67	657.83	677.56	697.89
单头净利（元/头）	46.12	184.93	98.27	155.98	160.66	165.48	170.45	175.56
销售收入（百万元）	53.02	122.61	160.43	280.69	448.12	669.26	965.08	1,341.94
销售成本	44.05	80.06	117.47	186.22	297.30	444.02	640.27	890.30
毛利	8.97	42.55	42.95	94.47	150.82	225.24	324.80	451.64
毛利率	16.92%	34.70%	26.77%	33.66%	33.66%	33.66%	33.66%	33.66%
分业务净利润	4.53	30.46	29.65	70.61	112.73	168.36	242.77	337.57
二元种猪								
销售数量（万头）	2.10	2.44	4.91	5.53	9.96	13.94	19.52	27.33
销售单价（元/头）	1,672.77	2,184.86	1,901.35	1,848.62	1,904.08	1,961.20	2,020.03	2,080.64
单头净利	503.06	954.94	765.27	697.31	723.20	750.00	777.72	806.40
销售收入（百万元）	35.15	53.36	93.27	102.29	189.65	273.48	394.36	568.66
销售成本	21.64	24.77	48.00	55.01	101.50	145.65	209.01	299.93
毛利	13.51	28.58	45.27	47.28	88.15	127.83	185.35	268.73
毛利率	38.44%	53.57%	48.54%	46.22%	46.48%	46.74%	47.00%	47.26%
分业务净利润	10.57	23.32	37.54	38.59	72.03	104.58	151.83	220.40
商品肉猪								
销售数量（万头）	1.44	5.99	13.29	16.62	25.76	41.21	65.94	105.51
单头售价（元/头）	1,363.25	1,384.28	1,254.07	1,241.20	1,303.26	1,342.36	1,382.63	1,424.11
单头净利	132.31	36.43	-27.09	-39.82	16.97	29.23	42.10	55.59
销售收入	19.64	82.97	166.72	206.27	335.70	553.23	911.72	1,502.52
销售成本	16.09	72.60	156.50	195.35	302.79	494.16	806.47	1,316.15
毛利	3.55	10.36	10.22	10.92	32.91	59.07	105.26	186.37
毛利率	18.08%	12.49%	6.13%	5.29%	9.80%	10.68%	11.54%	12.40%
分业务净利润	1.91	2.18	-3.60	-6.62	4.37	12.05	27.76	58.65
生猪产品合计								
生猪销量（万头）	13.37	24.91	48.38	67.42	105.88	156.90	227.90	325.12
生猪平均单价（元/头）	806.58	1,039.66	869.07	874.01	919.38	953.48	996.57	1,049.80
生猪头均盈利（元/头）	162.01	250.93	182.56	181.26	198.66	203.74	209.54	215.73
收入	107.81	258.93	420.42	589.25	973.47	1,495.97	2,271.16	3,413.12
成本	81.78	177.44	321.97	436.58	701.59	1,083.83	1,655.75	2,506.38
毛利	26.03	81.49	98.44	152.66	271.88	412.14	615.41	906.74
毛利率	24.15%	31.47%	23.42%	25.91%	27.93%	27.55%	27.10%	26.57%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们在上文的盈利预测中并没有考虑价格因素对公司业绩的影响。事实上，公司的业绩对猪价的弹性非常大。我们假设公司的平均售价为 850 元/头，按照 2010 年出栏量 70 万头计算，则肉价在目前价格每上涨 1% 对公司收入和利润的贡献为 595 万元，折 EPS0.045 元。按 2011 年 110 万头出栏量计算，肉价上涨 1% 可增厚公司 EPS0.070 元。而根据上文的分析，我们判断 2011 年生猪价格将在 2010 年均价 11.78 元/千克的基础上同比上涨 10%—15%，达到 13—13.5 元/千克。若猪价在 2011 年的均价涨幅确实达到我们的预测水平，而成本端的上涨落后于猪价涨幅，那么公司的业绩还存在进一步的上调空间。

表 6：雏鹰农牧业绩对猪价敏感性分析

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
出栏数量（万头）	70	110	160	240	360
销售均价（元/头）	850	850	850	850	850
价格上涨幅度	1%	1%	1%	1%	1%
收入利润增加（万元）	595	935	1360	2040	3060
EPS 增加（元）	0.045	0.070	0.102	0.153	0.229

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

6、风险提示

生猪疫病出现大规模扩散

猪价出现长时间低迷

公司的产能扩张进度慢于预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	298	1627	1779	2167	营业收入	541	718	1109	1638
现金	69	1244	1205	1374	营业成本	419	546	817	1205
应收账款	20	40	60	69	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	6	14	22	32	营业费用	9	12	19	28
预付账款	28	70	105	138	管理费用	25	32	50	74
存货	175	259	387	554	财务费用	12	14	17	17
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	2
非流动资产	350	500	585	544	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	3	9	9	9	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	155	349	429	390	营业利润	77	114	205	314
无形资产	61	68	74	81	营业外收入	0	10	6	7
其他非流动资产	17	74	72	63	营业外支出	1	2	1	1
资产总计	649	2127	2364	2711	利润总额	89	122	210	320
流动负债	234	480	505	532	所得税	1	0	0	0
短期借款	177	400	400	400	净利润	88	122	210	320
应付账款	19	24	38	55	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	55	67	77	归属母公司净利	88	122	210	320
非流动负债	50	46	46	47	EBITDA	88	195	341	485
长期借款	40	40	40	0	EPS (元)	0.66	0.92	1.58	2.39
其他非流动负	8	6	6	7	主要财务比率				
负债合计	283	525	552	579	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	100	134	134	134	营业收入	48.6%	32.8%	54.4%	47.7%
资本公积	204	1285	1285	1285	营业利润	28.1%	49.2%	79.8%	52.7%
留存收益	61	184	394	714	归属母公司净利	41.3%	38.4%	72.1%	52.0%
归属母公司股	366	1602	1812	2132	获利能力				
负债和股东权	649	2127	2364	2711	毛利率(%)	0.0%	23.9%	26.3%	26.5%
现金流量表					净利率(%)	16.3%	17.0%	19.0%	19.5%
单位: 百万元					ROE(%)	24.1%	7.6%	11.6%	15.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	15.0%	16.0%	21.2%	27.5%
经营活动现金	53	83	181	298	偿债能力				
净利润	88	122	210	320	资产负债率(%)	43.6%	24.7%	23.3%	21.4%
折旧摊销	0	67	119	155	净负债比率(%)	159.18	83.76	79.74	76.01
财务费用	12	14	17	17	流动比率	1.28	3.39	3.52	4.07
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.53	2.85	2.75	3.03
营运资金变动	0	-131	-167	-194	营运能力				
其他经营现金	41	12	2	1	总资产周转率	0.96	0.52	0.49	0.65
投资活动现金	-132	-232	-203	-112	应收账款周转率	38	24	22	25
资本支出	168	218	195	104	应付账款周转率	24.24	25.22	25.98	25.68
长期投资	0	6	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-8	-8	-8	每股收益(最新)	0.66	0.92	1.58	2.39
筹资活动现金	77	1323	-17	-17	每股经营现金流	0.40	0.63	1.36	2.23
短期借款	13	223	0	0	每股净资产(最	2.74	12.00	13.57	15.97
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	55	34	0	0	P/E	66.50	64.32	37.37	24.59
资本公积增加	204	1080	0	0	P/B	16.05	4.91	4.34	3.69
其他筹资现金	-196	-14	-17	-17	EV/EBITDA	69	41	23	16
现金净增加额	-3	1175	-39	169					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn