

产能规模扩张，遇上猪价上升期

——雏鹰农牧(002477)调研简报

核心观点

1. 公司战略方向符合行业发展趋势。公司战略有三个方向：1) 增加养殖产能规模，充分体现规模效益；2) 延伸产业链，控制原料收购降低成本，同时增加屠宰、冷藏环节，提升产业链盈利能力；3) 启动规模化生态养殖，走差异化路线，提高产品竞争力。我们认为公司现阶段的战略选择符合生猪养殖行业的未来发展趋势，看好公司成长性。

2. “雏鹰模式”确保产能快速扩张。“雏鹰模式”是公司快速扩张的基础，“雏鹰模式”是一种双赢选择：农户有稳定收入预期，公司可低成本扩张，同时提高养殖管理效率。与公司合作的农户年均收入在5万元左右，这一收入水平对当地40-50岁、无外出打工能力的农村劳动力有很强吸引力。通过已有合作农户的口碑传颂，“雏鹰模式”取得潜在合作农户信赖。目前在河南省内，“雏鹰模式”围绕着重养殖地区呈发散式扩张。“雏鹰模式”有效解决了产能扩张中劳动力的问题。预计11年公司出栏量将达110万头，未来3年仍是产能高速扩张期。

3. 11年猪价上升，业绩弹性增加。2010年底全国生猪和能繁母猪存栏量低于09年同期，生猪供求关系改变是支撑2011年猪价走高的主要逻辑。另一方面，玉米等养殖成本持续上涨，在生猪卖方市场中，养殖成本的转嫁也会很顺利。我们总体看好2011年生猪养殖行业盈利水平提高。公司进入产能释放期，业绩增长对猪价上升有弹性。

4. 产业链向上扩展、向下延伸，降低风险。公司在吉林建立22.5万吨的饲料原料收购公司，能够平滑粮价的短期波动。公司利用超募资金建立200万头屠宰和15万吨猪肉冷藏产能，产业链向下延伸增强公司盈利能力，同时抵御猪价下跌风险的能力也得到显著提升。

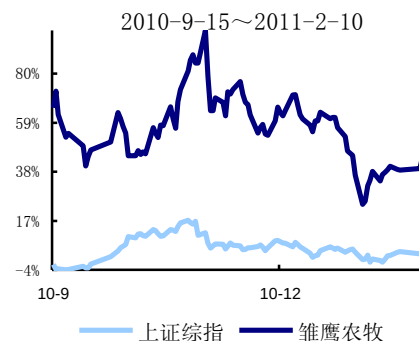
5. 三门峡生态养殖有望成新增长点。公司和三门峡市签订《100万头生态养猪项目合作意向书》，总投资40亿元，项目包括种猪、饲料、养殖和屠宰的生猪全产业链。考虑到融资问题，预计产能释放周期较长，但生态养殖产品的差异化将带来高毛利率，达产后成新业绩增长点。

6. 业绩复合增长率48%。预计公司2011年EPS 1.58元，12年EPS 2.27元，3年业绩复合增长率48%，对应11年动态PE 32.9倍，估值上亦有吸引力，给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	541.08	720.70	1,121.40	1,570.76
同比增速(%)	48.58%	33.20%	55.60%	40.07%
净利润(百万)	88.32	119.10	210.80	302.68
同比增速(%)	55.92%	34.86%	76.99%	43.59%
EPS(元)	0.66	0.89	1.58	2.27
P/E	76.6	56.8	32.9	22.3

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	13350.00
流通A股(万股)	3350.00
52周内股价区间(元)	42.6-69.92
总市值(亿元)	65.71
总资产(亿元)	6.49
每股净资产(元)	3.66
目标价	6个月 12个月

相关报告

1. 《国都证券-公司研究-新股研究-雏鹰农牧(002477): “雏鹰模式”引领公司快速增长》 2010-08-27

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940510120004

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 11 年二元种猪收入增速 63%、12 年增长 47%；假设 11 年商品仔猪收入增长 74%、12 年收入增长 53%；假设 11 年商品肉猪收入增长 62%、12 年收入增长 40%。
- 2、假设 11 年、12 年二元种猪毛利率 46%；假设 11 年商品仔猪毛利率 35.5%、12 年毛利率 33.5%；假设 11 年商品肉猪毛利率随猪价上涨，上升至 10%，12 年毛利率略有下降至 9%。
- 3、公司规模扩张期，管理费用增长较快，但收入规模增速超过期间费用增速，期间费用水平下降，假设 11 年期间费用占比 6.9%，12 年期间费用占比 6.1%。
- 4、假设公司目前享受的营业税和所得税优惠政策延续。

1.2 盈利预测

表 1：雏鹰农牧主营业务收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E
二元种猪收入（万元）	9326.67	12427.09	20293.44	29831.35
收入增速（%）	74.80%	33.24%	63.30%	47.00%
毛利率（%）	48.54%	46.00%	46.00%	46.00%
商品仔猪收入（万元）	16042.55	20164.23	35085.76	53681.22
收入增速（%）	30.84%	25.69%	74.00%	53.00%
毛利率（%）	26.77%	33.50%	35.50%	33.50%
商品肉猪收入（万元）	16672.39	25349.05	41166.85	57427.76
收入增速（%）	100.95%	52.04%	62.40%	39.50%
毛利率（%）	6.13%	6.50%	10.00%	9.00%
种蛋收入（万元）	8237.24	9770.10	10747.11	10747.11
收入增速（%）	23.04%	18.61%	10.00%	0.00%
毛利率（%）	17.05%	15.00%	16.00%	16.00%
鸡苗收入（万元）	1746.58	1855.52	2084.50	2308.88
收入增速（%）	15.40%	6.24%	12.34%	10.76%
毛利率（%）	33.03%	19.00%	20.00%	21.00%
肉鸡收入（万元）	1752.55	2203.74	2461.99	2779.81
收入增速（%）	-9.95%	25.74%	11.72%	12.91%
毛利率（%）	16.34%	27.00%	27.50%	27.00%
其他收入（万元）	330.24	300.00	300.00	300.00
收入增速（%）	-10.22%	-9.16%	0.00%	0.00%
毛利率（%）	20.08%	26.00%	25.00%	25.00%
营业收入（万元）	54108.22	72069.73	112139.65	157076.12
营业成本（万元）	41929.63	55459.49	83344.05	117172.04

资料来源：国都证券研究所

表 2：雏鹰农牧盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	54,108.22	72,069.73	112,139.65	157,076.12
营业收入(万元)	54,108.22	72,069.73	112,139.65	157,076.12
营业总成本(万元)	46,462.61	60,417.88	91,115.33	126,800.81
营业成本(万元)	41,929.63	55,459.49	83,344.05	117,172.04
营业税金及附加(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用(万元)	860.88	944.11	1,457.82	2,120.53
管理费用(万元)	2,451.78	2,587.30	4,014.60	4,680.87
财务费用(万元)	1,170.24	1,426.98	2,298.86	2,827.37
资产减值损失(万元)	50.08	0.00	0.00	0.00
其他经营收益(万元)				
公允价值变动净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益(万元)	10.98	100.00	100.00	100.00
营业利润(万元)	7,656.59	11,751.84	21,124.32	30,375.31
营业外收入(万元)	1,300.50	400.00	400.00	400.00
营业外支出(万元)	69.34	160.00	300.00	300.00
利润总额(万元)	8,887.75	11,991.84	21,224.32	30,475.31
所得税(万元)	56.14	81.54	144.33	207.23
净利润(万元)	8,831.61	11,910.30	21,079.99	30,268.08
少数股东损益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润(万元)	8,831.61	11,910.30	21,079.99	30,268.08
全面摊薄每股收益(元)	0.66	0.89	1.58	2.27

资料来源：国都证券研究所

2、投资建议

生猪养殖规模型企业进入快速增长通道，公司整体战略符合行业发展趋势，产能规模扩张带来业绩高增长。我们认为 2011 年仍然是猪价上升周期，公司业绩有较大弹性，预计公司 2011 年 EPS0 1.58 元，12 年 EPS 2.27 元，3 年业绩复合增长率 48%，对应 11 年动态 PE 32.9 倍，估值上亦有吸引力，给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			