

雏鹰农牧 (002477)

公司研究/年报点评

推荐 维持评级

合理估值: 66.0-69.2 元

头猪毛利迅速回升, 扩充母猪群保增长

民生精品---简评报告/农林牧渔行业

2011 年 3 月 18 日

一、事件概述

雏鹰农牧公布 2010 年年报: 公司实现主营业务收入 6.83 亿元, 同比增长 26.22%; 实现利润总额 1.24 亿元, 同比增长 39.74%; 归属于上市公司股东的净利润 1.23 亿元, 同比增长 39.24%, EPS 为 1.13 元, 符合市场预期。

二、分析与判断

➤ 仔猪和肉猪销量同比涨幅超过 40%, 头猪毛利迅速回升

2010 年公司销售商品仔猪 43.64 万头, 同比增长 44.6%; 销售商品肉猪 19.93 万头, 同比增长 49.92%, 肉猪利润首次超过二元种猪。进入 2010 年第三季度猪肉价格大幅反弹, 公司商品仔猪头猪利润由上半年 194 元提升至全年的 222 元, 商品肉猪头猪利润由上半年亏损 16.8 元提升至全年的 140.9 元, 二元种猪头猪利润也由上半年 752 元提升至全年的 864 元。

➤ 募投项目 2011 年末基本完工投产, 公司扩充母猪群保增长

截至 2010 年末, 公司募投项目“年出栏 60 万头生猪产业化基地”投资进度为 50.22%, 预计 2011 年底可基本完工投产, 产能有望达到 60-80%。公司去年全年仅销售二元种猪 2.92 万头, 同比大幅下降 40.5%, 此举应当是为增加种猪数量保证后续增长; 截至 2010 年末公司拥有生产性生物资产 5256 万元, 较年中增长 27.9%, 由于去年年中共有存栏种猪约 2.5 万头, 粗略估计 2010 年末存栏种猪约 3.2 万头, 按照母猪年可产存活仔猪 20 头, 公司现有母猪群基本可保证 64 万头生猪出栏量, 与公司预计的 60-70 万头吻合; 此外, 公司还计划在 2011 年通过外购与自繁, 增加能繁母猪 5-6 万头, 最终保证今后数年 180 万头左右的生猪出栏量。

➤ 为建设三门峡市生态养猪项目, 公司仍有增发需求

此前公司已披露, 拟在三门峡市投资建设生态养猪项目, 项目用地以荒山、荒坡、荒地为主, 占地面积约 40 万亩, 预计投资规模在 40 亿元。由于该项目投资金额大, 料公司将会考虑增发筹措资金。

三、盈利预测与投资建议

此前市场对公司最大的担忧在于, 目前的母猪群能否保证今后几年生猪产量增长。2010 年公司通过削减二元种猪销量保证现有母猪群接近 3.2 万头, 此外, 还计划在 2011 年通过外购与自繁增加能繁母猪 5-6 万头, 基本解决了此前市场的忧虑。

民生证券研究所

分析师: 王莺

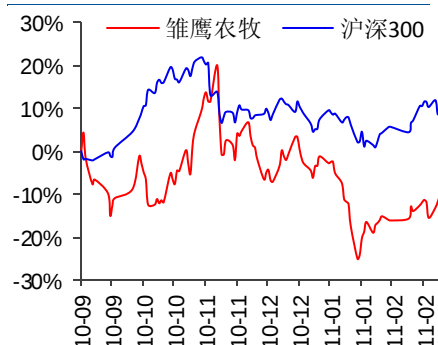
执业证书编号: S0100510120001

电话: 13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

地址: 上海浦东新区浦东南路 588 号
浦发银行大厦 31 楼 200120

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2011-3-18)

收盘价 (元)	57.08
近 12 个月最高/最低	69.92/42.60
总股本 (百万股)	133.5
流通股本 (百万股)	33.5
流通股比例%	25.1%
总市值 (亿元)	76.2
流通市值 (亿元)	19.1

相关研究

- 1、《大禹节水(300021)深度报告: 突破区域市场的节水滴灌龙头》2011.2.24

我们保守估计 2011-2013 年公司分别销售生猪 87.5 万头、125.4 万头和 150.9 万头；归属母公司股东净利润分别为 2.31 亿元、2.72 亿元和 3.53 亿元；实现每股收益分别为 1.73 元、2.04 元和 2.64 元。给予公司 2011 年 40 倍 PE，对应目标价 69.2 元。

四、风险提示

能繁母猪存栏量增长低于预期；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	683	997	1,341	1,642
增长率 (%)	26.22%	45.99%	34.48%	22.43%
归属母公司股东净利润 (百万元)	123	231	272	353
增长率 (%)	39.24	87.71	17.75	29.70
每股收益 (元)	1.13	1.73	2.04	2.64
毛利率 (%)	25.7%	30.0%	27.6%	26.2%
净资产收益率 ROE (%)	27.7%	36.2%	30.6%	29.3%
每股净资产 (元)	3.91	5.64	7.68	10.32
PE	50.51	33.01	28.04	21.62
PB	14.59	10.12	7.43	5.53
EV/EBITDA	53.55	31.80	26.75	20.21

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	683	997	1,341	1,642
减：营业成本	508	698	971	1,212
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	14	24	34	43
管理费用	35	55	75	44
财务费用	15	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	1	1	1	1
二、营业利润	111	220	262	343
加：营业外收支净额	13	13	13	13
三、利润总额	124	233	275	356
减：所得税费用	1	2	3	4
四、净利润	123	231	272	353
归属于母公司的利润	123	231	272	353
五、基本每股收益 (元)	1.13	1.73	2.04	2.64

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	53.55	31.80	26.75	20.21
成长能力:				
营业收入同比	26.2%	46.0%	34.5%	22.4%
营业利润同比	45.5%	97.8%	18.8%	31.1%
净利润同比	39.2%	87.7%	17.7%	29.7%
营运能力:				
应收账款周转率	28.50	29.52	28.68	27.52
存货周转率	2.89	3.08	3.21	3.01
总资产周转率	0.87	0.96	1.01	0.99
盈利能力与收益质量:				
毛利率	25.7%	30.0%	27.6%	26.2%
净利率	18.0%	23.2%	20.3%	21.5%
总资产净利率 ROA	15.7%	22.1%	20.6%	21.2%
净资产收益率 ROE	27.7%	36.2%	30.6%	29.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	5.97	8.33	9.87	11.93
资产负债率	13.4%	12.6%	12.1%	11.1%
长期借款/总负债	32.5%	27.0%	22.4%	19.4%
每股指标 (元)				
每股收益	1.13	1.73	2.04	2.64
每股经营现金流量	0.01	1.19	0.91	1.68
每股净资产	3.91	5.64	7.68	10.32

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	0	131	219	413
应收票据	0	0	0	0
应收账款	28	40	54	66
预付账款	66	100	134	164
其他应收款	5	10	13	16
存货	298	349	485	606
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	397	630	906	1,265
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	237	258	278	297
在建工程	199	207	219	227
无形资产	55	49	43	37
其他非流动资产	19	19	19	19
非流动资产合计	518	542	568	589
资产总计	915	1,172	1,474	1,855
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	30	41	58	72
预收账款	0	0	0	0
其他应付款	34	34	34	34
应交税费	2	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	66	76	92	106
长期借款	40	40	40	40
其他非流动负债	16	32	46	60
非流动负债合计	56	72	86	100
负债合计	123	148	178	207
股本	134	134	134	134
资本公积	204	204	204	204
留存收益	184	415	687	1,039
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	522	753	1,025	1,377
负债和股东权益合计	645	901	1,203	1,584

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	1	158	122	225
投资活动现金流量	(233)	(43)	(48)	(45)
筹资活动现金流量	(184)	16	14	14
现金及等价物净增加	(416)	131	88	194

分析师与行业专家简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	
联系人	栾晓莎		
电话	010-85127892		
手机	13811313398		
E-mail	luanxiaosha@mszq.com		

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层，100005；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。