

雏鹰农牧(002477.sz)

养殖规模迅速扩张 量价齐升业绩佳

熊峰 农林牧渔 分析师
 电话: 0755-82803888
 eMail: xf@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511010018

量价双赢公司盈利提升明显

2010年度实现营业收入6.83亿元,同比增长26.22%;实现净利润1.25亿元,同比增长41.08%;销售综合毛利率为25.67%,同比增加3.16%;每股收益为1.15元(摊薄后为0.93),同比增长30.69%。公司业绩大增主要是受公司养殖规模扩大与产品价格上涨影响。报告期公司通过产品结构调整达到毛利提升,且公司的养殖模式可实现成本压缩。

公司未来看点: 好模式+优秀团队+行业景气, 未来业绩可期

1、养殖模式创新 可大幅降低养殖成本,规模成长是公司未来主要看点。“雏鹰模式”兼具产能的快速复制性和管理的高效性,而因农户的收入与养殖效果和养殖效率息息相关,因此可实现养殖成本的大幅节约。**2、管理团队优秀,努力作大作强企业。****3、**公司募投项目之一的“食品安全追溯管理系统”配备后,可实现从饲料原料到养殖各环节全程的追溯,对公司树立安全高质猪肉品牌有极大的助推作用。**4、**受猪肉价格连续上涨带动,生猪养殖行业景气度逐渐回升。猪粮比价持续在盈亏平衡线以上波动,显示生猪养殖盈利状况良好。目前我国生猪存栏量与能繁母猪存栏量均处于相对低位,显示在未来的一段时间内不会因集中供应而使价格大幅回落。且从通胀的角度看,我们认为我国猪肉价格仍将保持上涨格局。行业景气对公司形成绝对利好。

盈利预测与投资评级

预计公司2011-2013年营业收入分别为12.65、19.13与23.73亿元;对应净利润为2.16、2.92与3.57亿元。按照现有股本计算,对应EPS为1.62、2.19与2.67元。按照现在股价计算对应PE分别为35、26与21倍,公司营业收入未来3年复合增长率为51.45%,考虑到公司的高成长性给予公司“买入”评级。

风险提示

生猪疫病风险;销售压力风险;规模增长后的管理风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	541.08	682.96	1,265.37	1,913.11	2,372.61
增长率(%)	48.58%	26.22%	85.28%	51.19%	24.02%
EBITDA(百万元)	125.91	174.95	231.94	311.28	374.93
净利润(百万元)	88.32	122.97	215.90	291.67	357.04
增长率(%)	27.12%	44.54%	88.22%	36.65%	23.14%
每股收益(元)	0.662	0.921	1.617	2.185	2.674
市盈率	74.98	53.85	30.67	22.70	18.55
市净率	18.10	4.20	3.70	3.18	2.71
EV/EBITDA	40.64	34.25	25.91	19.21	14.86

数据来源:河南雏鹰农牧股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	57.08
目标价格(元)	72.90
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	11.70%	-0.90%	-1.59%
沪深300	-1.50%	-0.89%	-2.35%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	133.50/33.50
主要股东:	侯建芳
主要股东持股比例	46.42%

财务比率

ROE	24.14%
ROA	17.82%
资产负债率	43.62%
每股净资产(元)	3.66
2009 年报数据	

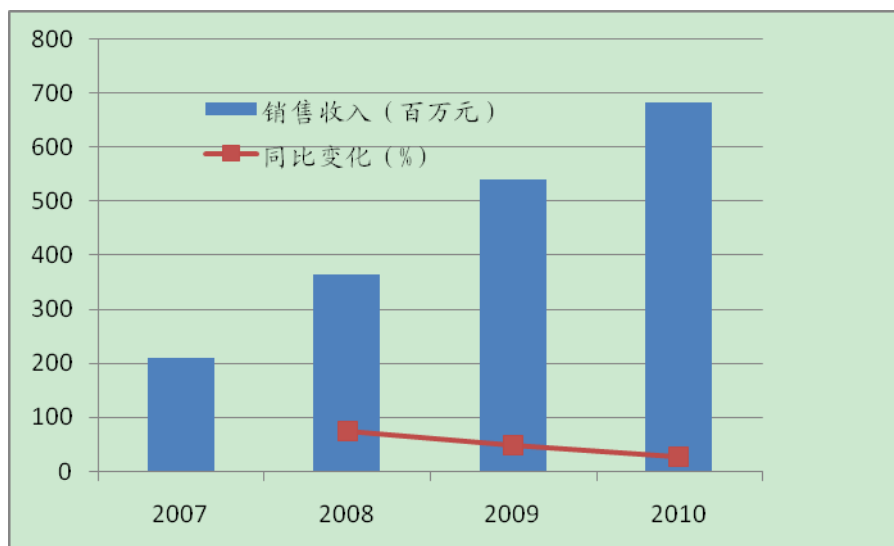
规模扩张迅速 量价齐升业绩好

量价双赢公司盈利提升明显

2010年度实现营业收入6.83亿元，同比增长26.22%；实现净利润1.25亿元，同比增长41.08%；销售综合毛利率为25.67%，同比增加3.16%；每股收益为1.15元（摊薄后为0.93），同比增长30.69%。公司业绩大增主要是受公司养殖规模扩大与产品价格上涨影响。

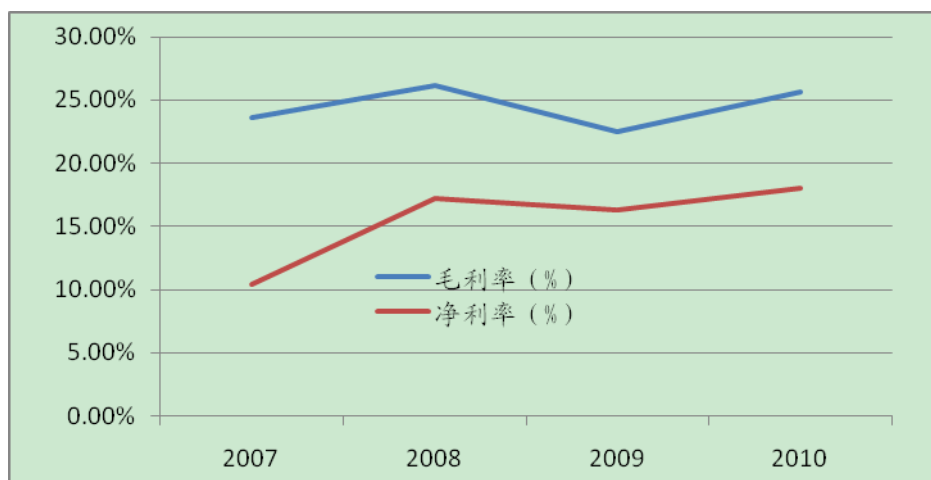
利润分配预案：以2010年末公司总股本1.335亿股为基数，以资本公积金向全体股东转增股本，每10股转增10股，共计转增股本1.335亿股，转增后公司总股本为2.67亿股；同时公司将向全体股东每10股派发现金4.5元（含税）。

图1：公司销售收入与同比变化



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图2：公司毛利率与净利率变化

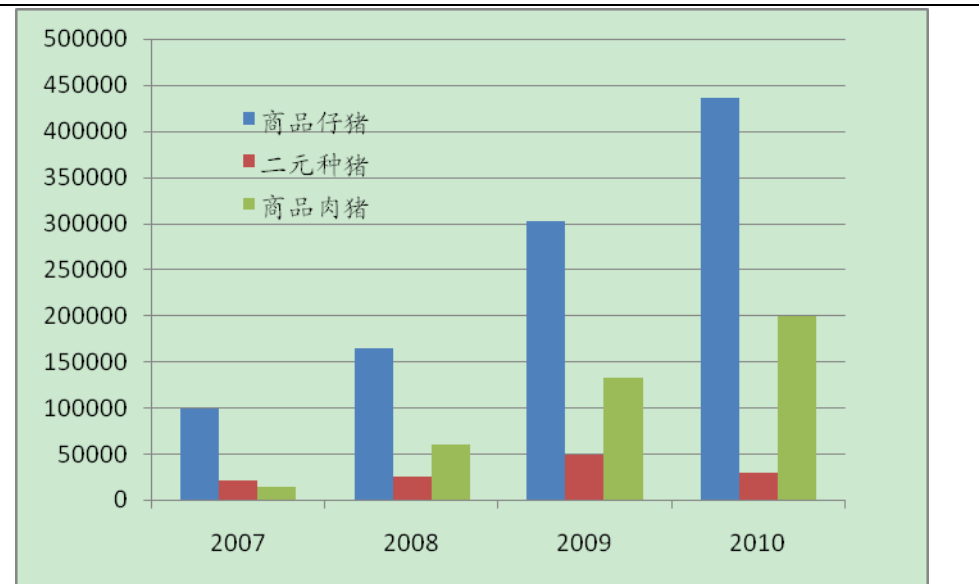


数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

公司业绩高于市场预期：

1、产品结构随市场及时调整，综合毛利率同比增加3.16%。公司养殖分环节结算，可顺应市场将盈利弹性大产品适时销售，从年报上看，今年仔猪与商品肉猪价格上涨明显，公司销售规模分别增长44.60%、49.92%。

图3：公司生猪产品结构



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

2、二元种猪销售规模萎缩，与公司养殖规模扩大有关。公司2010年二元种猪销售量为2.92万头，同比下降40.40%，我们认为这一方面是因为二元种猪价格较去年基本持平有关，另一方面是与公司快速扩张养殖规模，战略储备种猪有关。

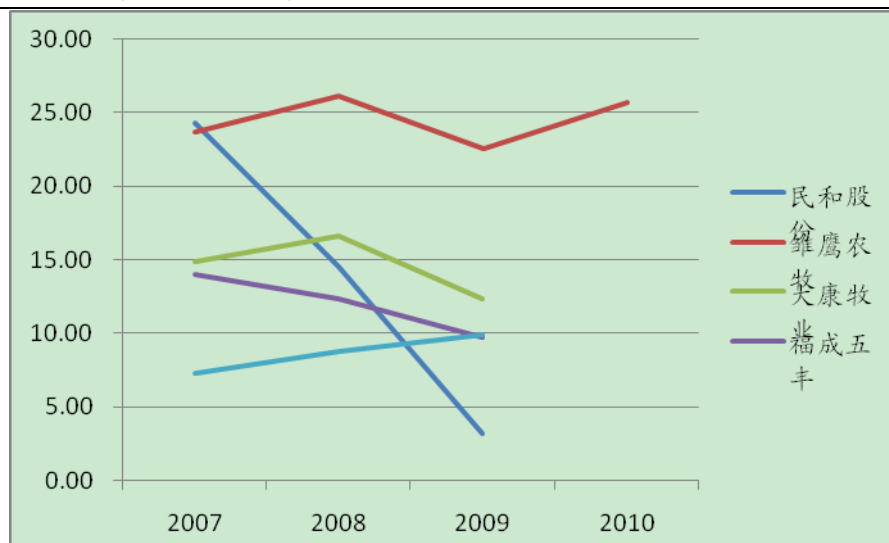
3、公司养殖模式可实现成本压缩。从公司的年报各项数据中可以看出公司2010年实现了量价双赢。而公司所采用的“雏鹰模式”即可以降低料肉比和动物药品的节省，又可大幅压缩养殖成本。

好模式+优质团队+行业景气 企业未来业绩可期

养殖模式创新 可大幅降低养殖成本

“雏鹰模式”兼具产能的快速复制性和管理的高效性，而因农户的收入与养殖效果和养殖效率息息相关，因此可实现养殖成本的大幅节约。经测算我们认为公司养殖模式可比一般工厂化生产节省40-60元/头，比传统农户生产可节省约100元/头。而公司严格监控各养殖环节保证食品安全，且通过限制农户养殖规模来有效控制养殖质量，因此公司出栏生猪安全性高，很受市场欢迎。

图4：各养殖企业毛利率比较

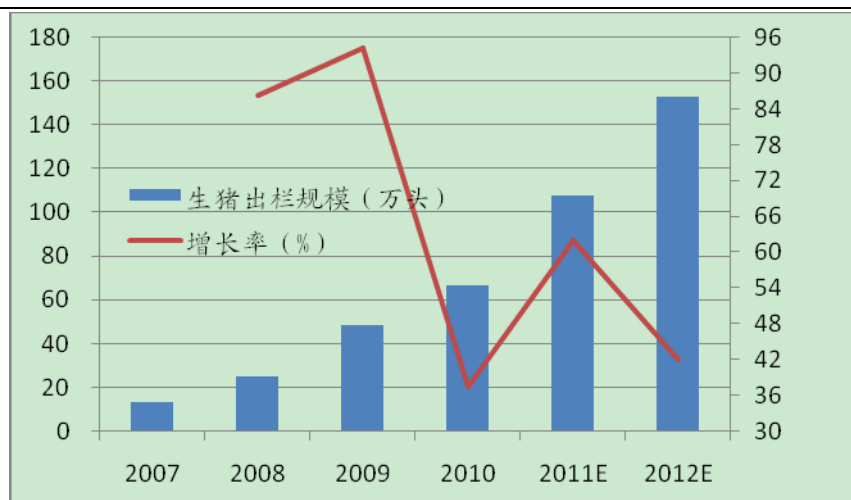


数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

产能快速复制 规模扩张迅速

公司养殖模式可实现产能的快速扩张。从公司年报来看，公司募投项目“年出栏60万头生猪产业化养殖基地”在2011年即可投产，预计可达产40-60%。考虑到公司原有生猪规模的增长情况下，预计公司2011年生猪出栏规模在100-110万头。

图5：公司生猪养殖规模变化



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

优秀团队 努力做大作强企业

管理团队的决策是决定一个公司长久发展的关键。从公司近期公告冷链仓储物流中心和生态养猪项目上看，我们认为公司把养猪业务继续作大作强的意愿强烈。公司主要管理团队都是与公司共同成长起来的，对公司感情深，且通过了解我们认为公司管理团队执行力强，并有积极做好养殖主业的能力与动力。

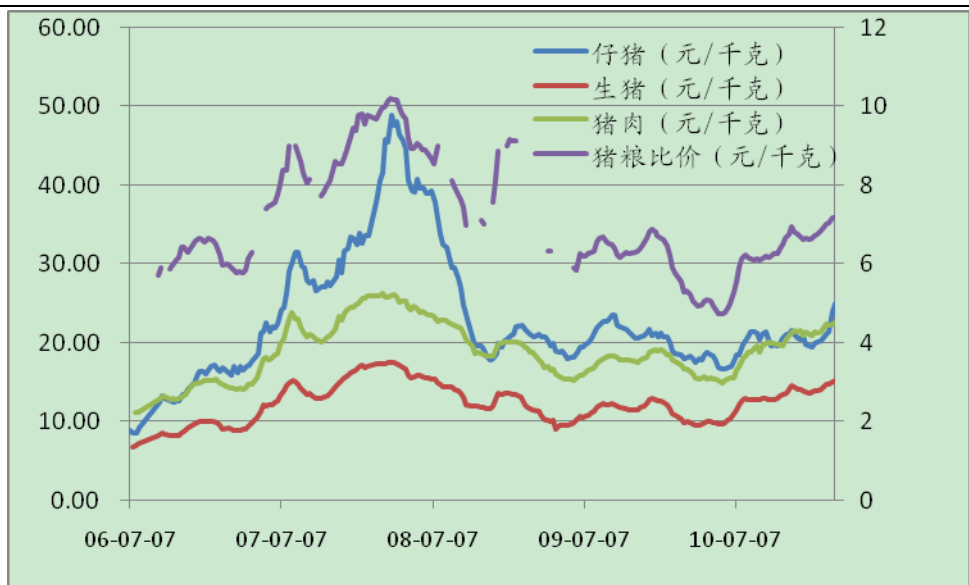
食品安全受重视 追溯系统有看头

食品的安全性在“三氯氰胺”及“瘦肉精猪肉”等事件后，愈发受到消费大众的重视。而公司募投项目之一就是“食品安全追溯管理系统”。公司的“雏鹰模式”已实现各养殖环节全程监控。而去年公司又在东北设立饲料原料收购基地，并已基本完成原料玉米的收购工作，这样公司在追溯系统配备后，可实现从饲料原料到养殖各环节全程的追溯。追溯系统建立后我们认为对公司树立安全高质猪肉品牌有极大的助推作用。

行业景气上升 公司业绩可期待

受猪肉价格连续上涨带动，生猪养殖行业景气度逐渐回升。而从猪粮比价持续在盈亏平衡线以上波动，显示生猪养殖盈利状况良好。目前我国生猪存栏量为44410万头，环比降0.22%，同比增0.18%；能繁母猪存栏量为4730万头，环比下降0.21%，同比下降3.27%，均处于相对低位，显示在未来的一段时间内不会因集中供应而使价格大幅回落。且从通胀的角度看，我们认为我国猪肉价格仍将保持上涨格局。

图6：猪肉价格走势与猪粮比价



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

基本假设

1. 预计公司仔猪、生猪与二元种猪规模持续增长，2011-2013年公司销售生猪总规模分别达107.7万头、152.9万头与188.63万头。
2. 公司鸡苗与种蛋业务保持稳定。
3. 猪肉价格在未来1年持续增长。

盈利预测

预计公司2011-2013年营业收入分别为12.65、19.13与23.73亿元，对应公司2011-2013年营业净利润为2.16、2.92与3.57亿元。按照公司目前1.34亿的股本计算，对应EPS为1.62、2.19与2.67元。按照现在股价（57.08元）计算对应PE为35、26与21倍，公司营业收入未来3年复合增长率为51.45%，考虑到公司的高成长性给予公司“买入”评级。

表 1：公司盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
商品仔猪						
销售数量（头）	164697.0	301755.0	436337.7	567239.1	709048.8	886311.0
销售均价（元/千克）	30.0	21.0	24.6	27.9	28.9	29.5
销售收入（万元）	12261.0	16043.0	26818.0	39505.6	51205.2	65286.7
毛利率（%）	34.7	26.8	36.2	34.0	30.3	32.4
二元种猪						
销售数量（头）	24421.0	49053.0	29235.6	60000.0	100000.0	100000.0
销售均价（元/头）	2185.0	1901.0	1743.8	1920	1950	2000
销售收入（万元）	5336.0	9325.0	5098.2	11520.0	19500.0	20000.0
毛利率（%）	53.6	48.5	49.5	47.0	48.4	50.0
商品肉猪						
销售数量（头）	59935.0	132946.0	199312.6	450000.0	720000.0	900000.0
销售均价（元/千克）	14.0	12.0	12.1	14.0	14.6	15.0
销售收入（万元）	8297.0	16672.0	25387.1	65913.8	110735.1	141879.3
毛利率（%）	12.5	6.1	11.1	11.5	11.0	11.0
种蛋						
销售数量（万枚）	6867.0	8459.0	5675.1	5800.0	5800.0	5800.0
销售均价（元/万枚）	9700.0	9700.0	9500.0	9785.0	9785.0	9500.0
销售收入（万元）	6661.0	8205.2	6550.4	5675.3	5675.3	5510.0
毛利率（%）	10.7	16.8	18.6	12.5	12.5	15.8
鸡苗						
销售数量（万羽）	1069.0	1196.0	1260.5	1200.0	1200.0	1320.0
销售均价（元/羽）	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
销售收入（万元）	1518.0	1746.2	1899.1	1860.0	1860.0	2046.0
毛利率（%）	16.3	33.0	24.4	20.0	20.0	20.0
肉鸡						
销售数量（万羽）	779947.0	724608.0	795547.1	600000.0	660000.0	726000.0
销售均价（元/千克）	8.9	8.8	10.2	10.5	11.0	11.0
销售收入（万元）	1946.6	1751.9	2268.5	1762.2	2035.4	2238.9
毛利率（%）	18.6	16.4	30.2	20.0	20.0	20.0
其他						
收入（万元）	368.0	330.0	275.2	300.0	300.0	300.0
毛利率（%）	17.0	17.5	46.3	17.0	17.0	17.0
销售总收入（百万元）	364.2	541.1	683.0	1265.4	1913.1	2372.6
销售收入增长率（%）	74.7	48.6	26.2	85.3	51.2	24.0
综合毛利率（%）	26.2	22.5	25.7	22.1	20.2	20.5

销售利润（百万元）	95.2	121.8	175.3	279.1	386.8	485.3
-----------	------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

风险提示

1. 生猪疫病风险.
2. 公司规模扩张后的销售压力.
3. 农场数目众多而引发的管理风险。

资产负债表

单位：百万元

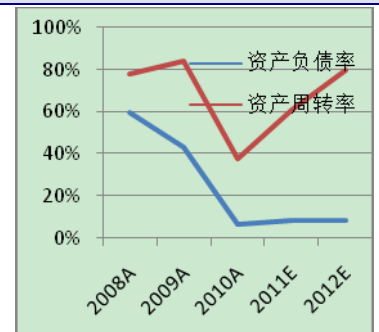
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	294.65	1,170.23	1,227.36	1,468.79	1,861.72
货币资金	65.68	773.24	665.11	699.58	1,113.73
应收及预付	48.33	93.51	188.09	243.02	292.59
存货	298.33	359.16	508.19	435.39	298.33
其他流动资产	8.63	5.56	12.36	20.85	29.36
非流动资产	350.40	623.64	758.86	807.75	823.30
长期股权投资	3.35	9.30	9.30	9.30	9.30
固定资产	197.30	301.80	643.90	694.13	711.03
在建工程	67.01	198.54	0.00	0.00	0.00
无形资产	60.86	88.60	99.40	98.20	97.00
其他长期资产	4.88	6.40	6.26	6.11	5.97
资产总计	645.05	1,793.87	1,986.22	2,276.54	2,685.02
流动负债	229.72	161.27	137.72	136.38	187.82
短期借款	177.00	97.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	28.91	30.16	103.61	102.27	153.71
其他流动负债	23.81	34.11	34.11	34.11	34.11
非流动负债	49.50	57.57	57.57	57.57	57.57
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
应付债券	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09
其他非流动负债	8.41	16.48	16.48	16.48	16.48
负债合计	279.23	218.84	195.30	193.96	245.39
股本	100.00	133.50	133.50	133.50	133.50
资本公积	204.44	1,257.17	1,257.17	1,257.17	1,257.17
留存收益	61.38	184.35	400.25	691.91	1,048.96
归属母公司股东权益	365.83	1,575.02	1,790.92	2,082.59	2,439.63
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	465.04	645.05	1,808.32	2,078.68	2,395.15

利润表

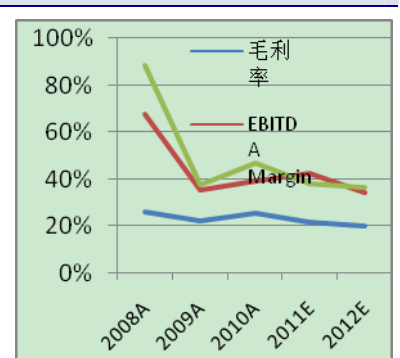
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	541.08	682.96	1,265.37	1,913.11	2,372.61
营业成本	419.30	507.68	986.23	1,517.86	1,887.17
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	8.61	13.67	25.31	38.26	47.45
管理费用	24.52	35.43	56.94	86.09	106.77
财务费用	11.66	14.95	-11.30	-13.05	-18.10
资产减值损失	0.50	0.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	75.97	109.81	206.69	282.45	347.81
营业外收入	12.42	13.29	9.27	9.27	9.27
营业外支出	0.08	0.13	0.07	0.05	0.04
利润总额	88.32	122.97	215.90	291.67	357.04
所得税	0.48	1.10	1.50	1.50	1.50
净利润	88.32	122.97	215.90	291.67	357.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	88.32	122.97	215.90	291.67	357.04
EBITDA	125.91	174.95	231.94	311.28	374.93
EPS (元)	0.662	0.921	1.617	2.185	2.674

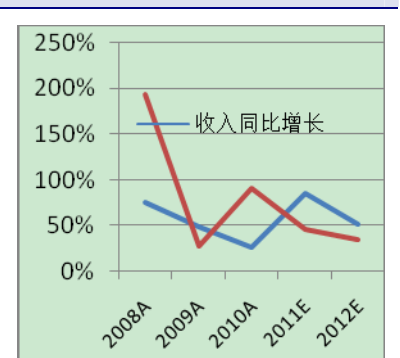
资产负债率趋势



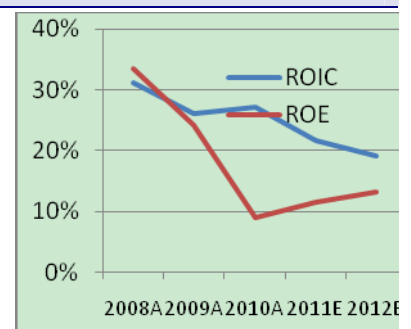
经营利润率趋势



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

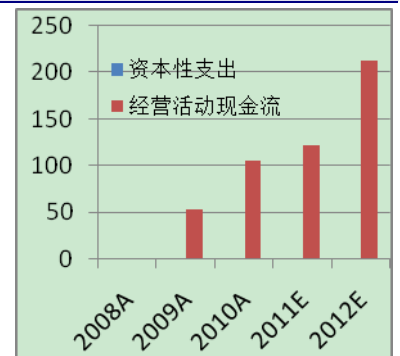
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	53.12	25.68	129.37	92.20	436.83
净利润	79.77	118.76	206.69	282.45	347.81
折旧摊销	25.38	35.80	25.78	31.11	34.44
营运资金变动	-64.66	-129.20	-103.11	-221.35	54.57
其它	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-132.50	-294.67	-151.80	-70.78	-40.77
资本支出	0.00	168.00	80.00	50.00	0.00
投资变动	28.21	0.00	0.00	168.00	80.00
其他	0.00	0.00	28.20	9.22	9.23
筹资活动现金流	76.91	992.53	-85.70	13.05	18.10
银行借款	0.00	-177.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	-11.30	-13.05	-18.10
股权融资	0.00	1172.50	0.00	0.00	0.00
其他	14.65	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-2.47	723.55	-108.13	34.47	414.15
期初现金余额	61.98	59.47	773.24	665.11	699.58
期末现金余额	65.68	773.24	665.11	699.58	1,113.73

主要财务比率

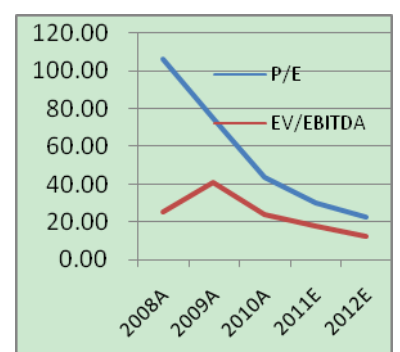
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	48.58%	26.22%	85.28%	51.19%	24.02%
营业利润	27.12%	44.54%	88.22%	36.65%	23.14%
归属于母公司净利润	41.32%	39.24%	75.57%	35.10%	22.41%
获利能力					
毛利率	22.51%	25.67%	22.06%	20.66%	20.46%
净利率	16.32%	18.00%	17.06%	15.25%	15.05%
ROE	24.14%	7.81%	12.06%	14.01%	14.64%
ROIC	25.96%	23.84%	20.67%	22.87%	22.87%
偿债能力					
资产负债率	43.29%	12.20%	9.83%	8.52%	9.14%
净负债比率	148.80%	76.33%	7.08%	9.08%	9.08%
流动比率	128.26%	725.62%	891.17%	1076.95%	991.23%
速动比率	52.05%	540.64%	630.39%	704.33%	759.41%
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.38	0.64	0.84	0.88
应收账款周转率	26.71	24.67	22.33	27.00	27.17
存货周转率	2.40	1.70	2.75	2.99	4.33
每股指标 (元)					
每股收益	0.66	0.92	1.62	2.19	2.67
每股经营现金流	0.40	0.19	0.97	0.69	3.27
每股净资产	2.74	11.79	13.42	15.60	18.27
估值比率					
P/E	74.98	53.85	30.67	22.70	18.55
P/B	18.10	4.20	3.70	3.18	2.71
EV/EBITDA	40.64	34.25	25.91	19.21	14.86

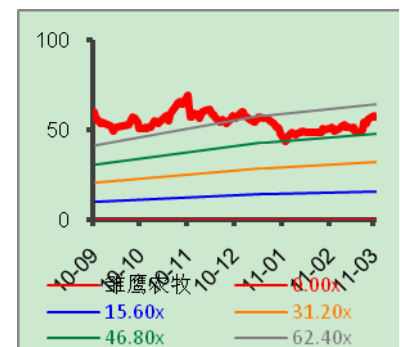
资本支出与经营活动现金流



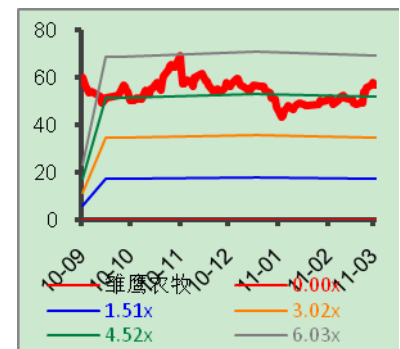
相对估值



PE BAND



PB BAND



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。