

农业—畜牧养殖业

王义国

执业证书号: S0960200010020

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

6-12个月目标价: 72元

当前股价: 57.08元

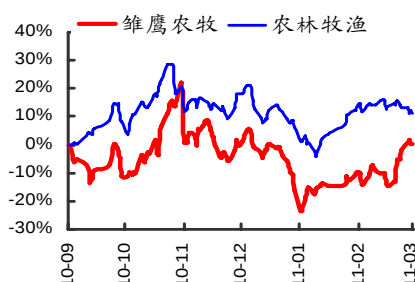
评级调整: 维持

基本资料

上证指数	2897
总股本(百万)	134
流通股本(百万)	33.5
总市值(亿)	76
10EPS	0.92
每股净资产(元)	11.7
资产负债率	12.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
雏鹰农牧	12	0	0
农业行业指数	-3	-6	11



相关报告

《雏鹰农牧: 创新模式下高成长的养猪大王》
2010-11-16

雏鹰农牧

002477

推荐

管理和模式显优势 享受猪价上升好处

事件: 公司3月18日公布年报显示, 营业收入为6.83亿元, 同比增长26%, 归属于母公司所有者权益为1.23亿元, 同比增长39%。公司分配预案为10送转10股, 派现4.5元。

投资要点:

- **公司去年下半年较之上半年业绩大幅增长** 去年上半年猪价低迷, 公司收入2.7亿元, 盈利0.32亿元, 但下半年猪价上升, 公司发挥管理和模式优势, 在毛利率提升十个百分点和产量增长作用下, 收入3.54亿元, 盈利0.91亿元, 下半年业绩较之上半年大幅增长。公司公布的分配预案也属于令人鼓舞。
- **公司制定的清晰发展战略有助公司未来几年快速发展** 雏鹰生猪养殖模式保证公司猪农与公司共同成长, 公司下一步的投资战略是新建大型屠宰厂(年宰200万头猪); 设立洮南市农贸公司和河南投资担保公司, 扩大现有生猪养殖规模; 与三门峡政府合作发展生态猪(占地40万亩、投资40亿元)。我们认为, 管理层制定的清晰发展战略有助公司未来几年快速发展。
- **今年上半年盈利料大幅增长, 未来两年盈利复合增长45%** 我们预计, 今年上半年猪价表现仍然稳定向上, 公司上半年业绩同比将大幅增长。假定明后两年生猪产量为98万吨和140万吨, 综合毛利率23%和21%, 我们预测公司未来两年盈利为1.98亿元和2.73亿元, 盈利复合增长率为45%。
- **维持推荐评级** 基于公司的定性和定量分析, 我们按公司预测业绩计算的公司在价值72元, 相当于11和12年49倍和35倍市盈率。股票现价相对公司内在价值有较大折让, 我们维持“推荐”投资评级。

风险因素: 猪价和粮食价格变动超过我们的预期; 企业新投资项目产出时间和产出效果没能符合预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	541	683	1189	1749
同比(%)	49%	26%	74%	47%
归属母公司净利润	88	123	193	273
同比(%)	41%	40%	57%	41%
毛利率(%)	22.5%	25.6%	23.3%	21.4%
ROE(%)	24.1%	7.8%	10.9%	13.4%
每股收益(元)	0.88	0.92	1.45	2.05
P/E	64.63	61.80	39.45	27.88
P/B	15.60	4.82	4.30	3.72
EV/EBITDA	68	42	27	19

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 公司 2010 年上、下半年生猪量价和毛利率变化

		上半年	下半年	增幅%
仔猪	产量 (万头)	16	26	57%
	价格 (元/公斤)	22.54	25.1	11%
	毛利率	33.4%	37.8%	提高了四个百分点
种猪	产量 (万头)	1.53	1.38	-10%
	价格 (元/头)	1667	1883	10%
	毛利率	45.1%	53.9%	提高了九个百分点
肉猪	产量 (万头)	8.39	11.78	37%
	价格 (元/公斤)	10.83	12.80	18%
	毛利率	-1.5%	18.4%	提高了 20 个百分点

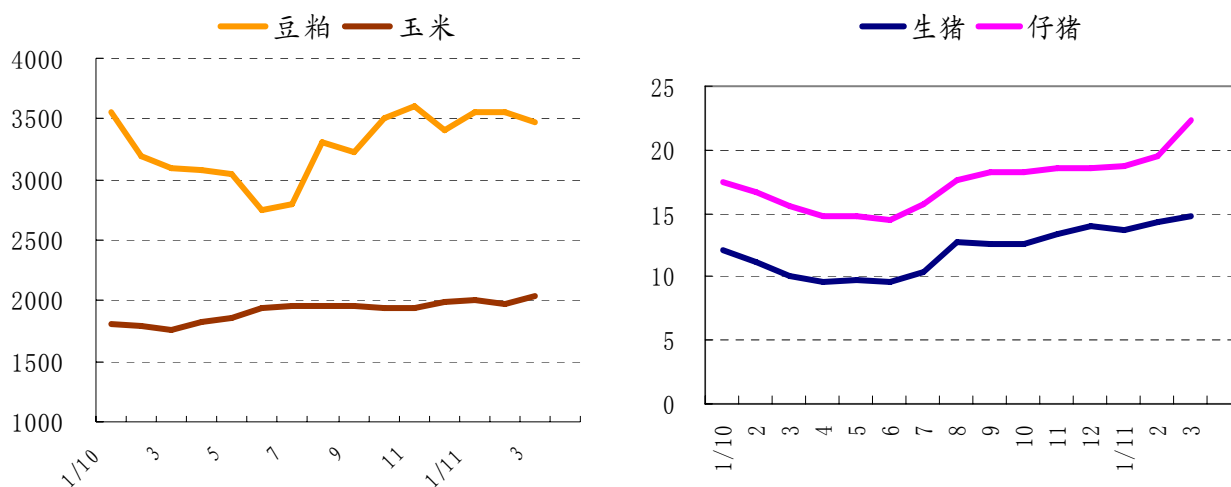
来源: 公司报告、中投证券研究所

表 2: 公司与农户之间的养殖成果核算

养殖阶段	养殖成果核算标准	协议价
后备舍	种猪量	150 元/头
预备出生舍	怀孕母猪量	112 元/头
分娩舍	仔猪重	6.68 元/公斤
保育舍	仔猪增重量	6.80 元/公斤
育成舍	生猪出栏重	10.84 元/公斤

来源: 公司报告、中投证券研究所

表 3: 养猪原料和产品价格变化



来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	298	1179	1452	1726	营业收入	541	683	1189	1749
现金	69	783	818	769	营业成本	419	508	912	1375
应收账款	20	27	48	87	营业税金及	0	0	0	0
其它应收款	6	5	12	17	营业费用	9	14	24	38
预付账款	28	66	119	165	管理费用	25	35	59	87
存货	175	298	456	687	财务费用	12	14	9	9
其他	0	0	0	0	资产减值损	1	0	0	0
非流动资产	350	683	632	662	公允价值变	0	0	0	0
长期投资	3	9	9	9	投资净收益	0	0	0	25
固定资产	155	250	298	346	营业利润	77	111	185	264
无形资产	61	89	89	89	营业外收入	13	15	12	13
其他	131	335	235	218	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	649	1863	2083	2388	利润总额	89	124	195	275
流动负债	234	227	255	284	所得税	1	1	1	2
短期借款	177	154	150	150	净利润	88	123	193	273
应付账款	19	30	55	82	少数股东损	0	0	0	0
其他	38	43	50	52	归属母公司	88	123	193	273
非流动负债	50	56	56	58	EBITDA	114	184	284	398
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.88	0.92	1.45	2.05
其他	10	16	16	18	主要财务比				
负债合计	283	283	311	342	会计年度	2009	2010	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%	26.1%	74.1%	47.1%
资本公积	204	1261	1261	1261	营业利润	28.1%	45.3%	65.8%	43.2%
留存收益	61	185	378	651	归属于母公	41.3%	39.6%	56.6%	41.5%
归属母公司股东权	366	1580	1773	2046	获利能力				
负债和股东权益	649	1863	2083	2388	毛利率	22.5%	25.6%	23.3%	21.4%
现金流量表					净利率	16.3%	18.1%	16.3%	15.6%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	ROE	24.1%	7.8%	10.9%	13.4%
经营活动现金流	53	56	92	91	ROIC	17.4%	12.8%	17.2%	19.0%
净利润	88	123	193	273	偿债能力				
折旧摊销	25	58	90	125	资产负债率	43.6%	15.2%	14.9%	14.3%
财务费用	12	14	9	9	净负债比率				
投资损失	-0	0	0	-25	流动比率	1.28	5.20	5.70	6.07
营运资金变动	-65	-146	-200	-288	速动比率	0.53	3.88	3.91	3.65
其它	-8	6	-1	-3	营运能力				
投资活动现金流	-132	-395	-44	-131	总资产周转	0.96	0.54	0.60	0.78
资本支出	168	356	38	150	应收账款周	38	29	32	26
长期投资	0	6	0	0	应付账款周	24.24	20.78	21.53	20.04
其他	36	-34	-6	19	每股指标				
筹资活动现金流	77	1053	-13	-9	每股收益(最	0.66	0.92	1.45	2.05
短期借款	13	-23	-4	0	每股经营现	0.40	0.42	0.69	0.68
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.74	11.83	13.28	15.33
普通股增加	55	34	0	0	估值比率				
资本公积增加	204	1057	0	0	P/E	64.63	61.80	39.45	27.88
其他	-196	-14	-9	-9	P/B	15.60	4.82	4.30	3.72
现金净增加额	-3	714	35	-49	EV/EBITDA	68	42	27	19

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

王义国: 中投证券研究所农业行业分析师, 4 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、好当家、新赛股份、东凌粮油、开创国际、山下湖、西王食品、雏鹰农牧、圣农发展

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434