

农林牧渔行业

雏鹰农牧 (002477)

公司点评报告

评级: 买入 维持

收盘价(元) 54.90

目标价(元) 75.00

市场数据

总股本(百万) 133.5

流通 A 股(百万) 33.5

流通 B 股/H 股(百万) -/-

食品安全凸显公司价值

——雏鹰农牧(002477) 2010 年年报公告点评、及调研报告

事项: 3月18日公司公布2010年年报及成立担保公司公告, 3月21日我们到公司调研。

点评及投资要点:

雏鹰2010年年报出炉, 盈利能力的高速增长值得注意: 2010 年公司实现营业收入68296.46万元, 同比增长26.22%; 实现利润总额12420.11万元, 同比增长39.74%; 实现净利润12296.77万元, 同比增长39.24%; 对应摊薄后EPS 为0.921元, 略低于我们前期预计的0.97元。但公司高达39.74%的总利润增长率和39.29%的净利润增长率, 显示公司盈利能力仍然在飞速提升。

担保公司降低农户入场门槛, 助公司突破扩张瓶颈。公司公告称, 拟投资设立担保公司, 注册资本1亿元, 为雏鹰农牧全资子公司。结合公司的雏鹰模式, 我们会发现担保公司将大大降低农户入场门槛, 促进农户的更快速扩张。雏鹰模式要求农户入场要交2万元押金, 这对该地区农户来讲是一个不小的数目, 通过担保公司提供1000元担保金, 农户可以从银行贷到1万元, 从而使得农户自有1万元就可以入场养猪, 大大降低了门槛。使得公司养猪所必需的合格养殖农户数量大大增加。另外, 担保公司也将为共同建场养殖(租场, 详见正文雏鹰模式介绍)提供类似担保。仅此, 1亿元的担保公司, 将为公司撬动近20亿元的扩张所需资金。而且由于整个过程都是服务于公司主营扩张, 风险很小, 带来扩张资金不仅不需要公司支付利息, 还能带来收入(向担保对象收取合理的担保费及存入放款银行保证金的存款利息)。显示出公司管理层无与伦比融资能力和财务管理艺术。

双汇“瘦肉精”事件对于公司是一重大利好。公司雏鹰模式是将农户请进养殖厂进行生猪养殖的, 除了激励相容、简化管理环节之外, 其食品安全各个环节更是可控的。不像其他与农户合作, 其实, 是农户在自己家里养猪, 质量很难控制。双汇“瘦肉精”事件的出现必将对生猪养殖企业的食品安全问题提出更高要求。我们认为拥有雏鹰养殖模式的雏鹰农牧将因此而获益。我们认为雏鹰农牧的雏鹰养殖模式, 应该被提高到一个新的高度来被市场认识。我们甚至认为雏鹰模式是未来来养殖性企业和农户有效结合的不二选择。关于雏鹰模式的详细见正文。

受国家宏观调控影响, 猪肉价格将更长时间内保持高位。受去年四季度开始的通胀管理影响, 猪肉价格并没有剧烈上升, 只是保持在了一个较高位置。受此影响, 农户养殖积极性没有得到提高, 补栏乏力, 这从能繁母猪存栏及生猪存栏数据可见一斑(目前存栏数量仍然很低, 甚至低于有记录2009年6月), 受此影响, 春节过后, 生猪价格不仅没有出现下降, 反而稳中有升。我们预计, 受此影响, 目前较高的猪肉价格有可能维持到四季度, 甚至是明年。

相关研究

《中原生猪养殖新秀——雏鹰农牧(002477)新股研究报告》, 2010830
《携雏鹰模式, 行业的快速扩张者——雏鹰农牧(002477)调研报告》, 20101028

《三季度业绩超预期, 未来业绩也可期——雏鹰农牧(002477)三季度业绩点评》, 20101028

《产业化+消费升级+品牌——德邦证券 2011 年农林牧渔行业策略报告》, 20101221

《强烈推荐雏鹰农牧——关于双汇瘦肉精事件点评》, 2011316

农林牧渔行业研究小组

联系

徐伟民
8621-68761616-8686
xuwm@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

请务必阅读正文后的免责条款部分

公司产能进入快速扩张期。公司上市后的养猪场建设年前已部分开始投入使用，这意味着公司在三月份之后的生猪产量将会出现大幅提高。根据公告，公司募投项目“年出栏60万头生猪产业化基地”2011年底可基本完工投产，预计产能可达60%-80%，公司现有母猪群年可产出仔猪60-70万头，2011年公司计划通过外购及自繁，增加能繁母猪5-6万头，预计可产出仔猪60万头左右（每头母猪每窝10头仔猪，每年两窝，雏鹰可以做到2.25窝/年，10.7头/窝），即至2011年末，公司具有年产仔猪160万头-170万头的能力。其中，至2010年末公司拥有9658头纯种猪（可能继续外购扩大），意味着公司纯种猪至少拥有20万头的繁殖能力，其中，有近7万头可以成为二元种猪，其余转为商品肉猪；至2010年末公司拥有25739头二元种猪，这一项意味着商品仔猪的产量为50-60万头。我们估计今年全年的产能应该在120万头左右。

分配方案对股票流动性和短期股价有一定正面刺激作用。公司推出2010年每10股派现4.5元、转增10股的分配预案，我们认为这将对公司股票流动性和短期股价表现会有一定刺激作用，但不具有实际意义。快速成长和扩张、雏鹰模式以及公司管理层不俗的管理能力仍是公司的最大看点。

预计2011-2013年EPS 估计为1.62/2.08/2.35元，基于公司独特的经营模式、不俗的管理能力和快速成长能力，我们认为公司可以享受一定的溢价，综合这些因素，我们对雏鹰农牧仍然持坚定推荐买入评级，目标价格75元。

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	364	541	683	1,268	1,669	2,023
yoy		48.6%	26.2%	85.6%	31.7%	21.2%
净利润	62	89	124	217	279	316
yoy		43.2%	39.4%	75.2%	28.4%	13.2%
每股收益	0.47	0.66	0.92	1.62	2.08	2.35
yoy		40.4%	39.7%	75.8%	28.5%	13.0%
毛利率	26.3%	22.5%	25.7%	22.2%	21.2%	20.4%

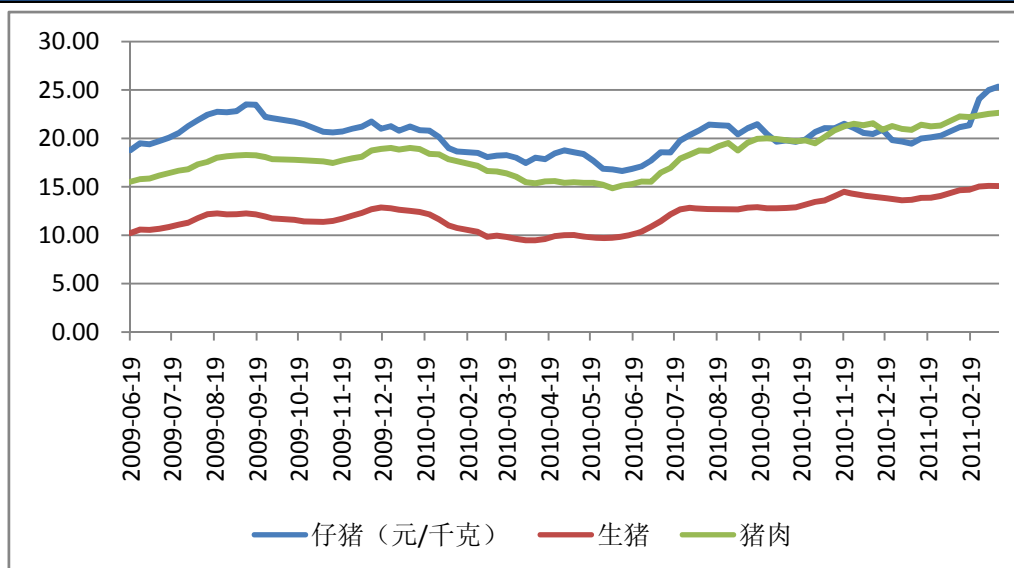
雏鹰模式再介绍：公司将自有禽畜交予农户在公司养殖场进行养殖；农户须缴纳一定比例保证金（2 万元），防范公司风险；农户按公司养殖流程接受饲料供应、防疫、技术指导和“封闭管理”（例如，不能自己带饲料），但具体养殖方式由农户自行决定；养殖周期结束，公司按照养殖成果支付农户养殖利润；在发生严重疫情等极端情况下，公司将保证养殖农户 1.3~2.0 万元/年的最低保障利润；实行专业化分工，例如养种猪的农户专养种猪，养育肥猪农户专养育肥猪（即分阶段、流程化、专业化养殖）。我们后面是以育肥猪为例的对此进行更细致的介绍。

雏鹰模式（以育肥猪为例）可以归结为管理和最终结算两个方面。管理方面：公司建厂或租厂（20—60 栋猪舍，100 头猪/栋），农户进厂养猪（2 栋/户），封闭式管理。流程为，首先，公司提供仔猪，称总重，农户接收仔猪。然后，农户在接收公司提供的饲料、防疫、技术等（按签约价格卖给户（只计价，将来作为成本扣除），不随市场价格波动）支持下养猪。最终结算为，按协议价（5.42 元/斤，约合为 11 元/公斤，也是固定，即农户不承担任何市场风险）将养到时间的猪卖给公司，扣除农户接收时猪的总重量决定了农户最终收入。例如，公司给农户 200 头仔猪，总重 4000 公斤（每头 20 公斤），最后养三个月后，卖回给公司时是 20000 公斤（每头 100 公斤），扣除仔猪重量（4000 公斤），农户的成绩为 16000 公斤，大约可以得到 176000 元，扣除饲料、疫苗等费用，农户净的可以大约得到 1.5-2 万元，一年可以养三批，收入为大约 4.5-6 万元。这一过程中，仔猪死亡，是农户承担的最大风险。对于农户来说，一头猪出栏重量约为 100 公斤，死了，就是 1000 元没有了，这对于农户来说将是一个重大损失，正因为如此，雏鹰模式下的农户对猪的呵护超出了我们的想象，这正是雏鹰模式具有强大激励机制所在。这里之所以以育肥猪为例是因为公司不同阶段的生殖养殖是不一样的，例如种猪配种阶段、分娩阶段，但类似。

这种模式类似于“带最低保障的包场到户”，使得报酬与农户的努力程度紧密联系在一起，符合张五常佃农理论的最优机制设计，激励相容，极大的调动了农户养殖积极性，使得对养殖业毛利率具有重要影响的几个指标都远远好于行业平均水平：配种成功率 92%以上，产仔率 10.7 个/头母猪，存活率 96.2%~96.8%，流产率低于同行 2.5 个百分点。通过“分散养殖、统一管理”有效降低了疫情风险，保障了生猪产品质量。而且该模式避免了养殖业公司+农户模式中最头疼的违约问题。

另外，这种模式意味着公司只承担市场风险和大规模疫情风险，而农户则完全承担养殖风险，农户会竭尽全力养好猪。对一个猪场公司管理只需对技术人员和门卫进行管理即可，使得管理大大简化，有利于复制和快速扩张。

图 1、节后全国生猪价格稳中有升（至 3 月 11 日，周数据）



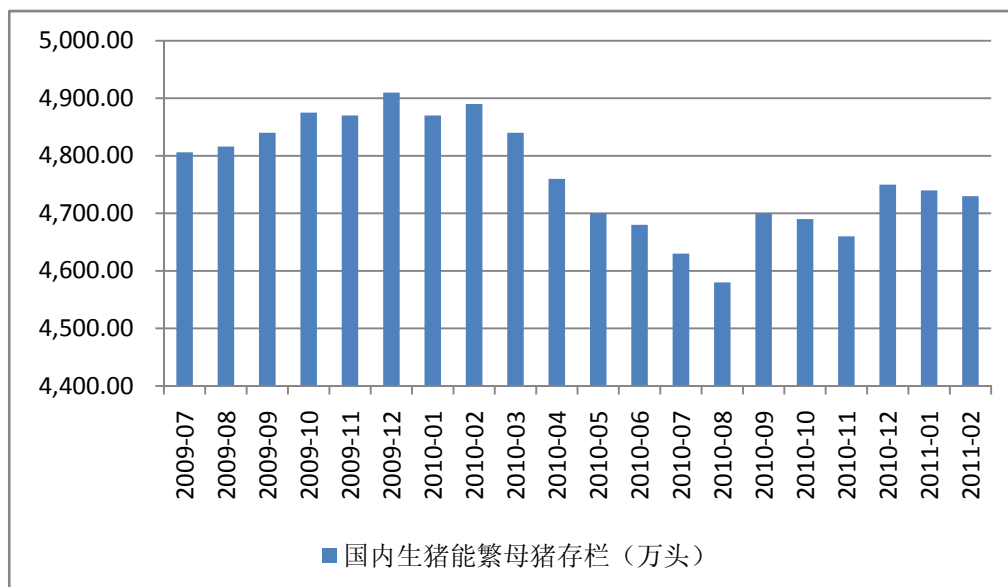
资料来源：中国畜牧业信息网，德邦证券

图 2、生猪存栏量没有出现持续增长反而有所降低（万头，月数据）



资料来源：中国畜牧业信息网

图 3、能繁母猪存栏量出现复苏迹象，但增长乏力（万头，月数据）



资料来源：中国畜牧业信息网

附表 1：收入拆分

项 目		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
二元种猪	销售数量（头）	24,421	49,053	29,200	38,000	65,000	85,000
	销售均价（元/头）	2,185	1,901	1,746	1,950	1,940	1,930
	销售收入（万元）	5,336	9,327	5,098	7,410	12,610	16,405
	YOY	51.81%	74.79%	-45.34%	45.34%	70.18%	30.10%
	毛利率	53.57%	48.54%	49.51%	47.50%	46.50%	45.50%
商品仔猪	销售数量（头）	164,697	301,755	436,400	645,200	787,500	947,800
	销售重量（吨）	4,045	7,616	11,015	16,130	19,688	23,695
	销售均价（元/千克）	30	21	24.35	25	24.8	24.3
	销售收入（万元）	12,261	16,043	26,818	40,325	48,825	57,579
	YOY	131.25%	30.85%	67.16%	50.36%	21.08%	17.93%
	毛利率	34.70%	26.77%	36.18%	35.80%	35.20%	34.90%
商品肉猪	销售数量（头）	59,935	132,946	199,300	486,640	683,300	859,960
	销售重量（吨）	5,893	14,308	20,927	51,097	71,747	90,296
	销售均价（元/千克）	14	12	12.13	13.5	13.3	13.1
	销售收入（万元）	8,297	16,672	25,387	68,981	95,423	118,287
	YOY	322.45%	100.94%	52.28%	171.71%	38.33%	23.96%
	毛利率	12.49%	6.13%	11.06%	12.00%	11.00%	10.00%
生猪小计	销售数量（头）	249,053	483,754	664,900	1,169,840	1,535,800	1,892,760
	销售收入（万元）	25,894	42,042	57,304	116,716	156,858	192,271
	YOY	140.18%	62.36%	36.30%	103.68%	34.39%	22.58%
	毛利率	31.47%	23.41%	26.24%	22.48%	21.39%	20.49%
种蛋	销售数量（万枚）	6,867	8,459	5,675	5,800	5,750	5,700
	销售均价（元/枚）	0.97	0.97	1.15	1.1	1.1	1.1
	销售收入（万元）	6,695	8,237	6,550	6,380	6,325	6,270
	YOY	-0.33%	23.03%	-20.48%	-2.60%	-0.86%	-0.87%
	毛利率	10.68%	17.05%	18.58%	16.00%	16.00%	16.00%
鸡苗	销售数量（万羽）	1,069	1,196	1,261	1,200	1,200	1,200
	销售均价（元/羽）	1.42	1.46	1.506	1.5	1.5	1.5
	销售收入（万元）	1,514	1,747	1,899	1,800	1,800	1,800
	YOY	-11.10%	15.39%	8.69%	-5.20%	0.00%	0.00%
	毛利率	16.30%	33.03%	24.42%	22.00%	22.00%	22.00%
淘汰种鸡	销售数量（羽）	779,947	724,608	795,600	650,000	650,000	650,000
	销售重量（吨）	2,197	1,991	1,909	1,560	1,560	1,560
	销售均价（元/千克）	8.86	8.8	11.88	10.5	10.5	10.5
	销售收入（万元）	1,946	1,753	2,268	1,638	1,638	1,638
	YOY	47.65%	-9.92%	29.40%	-27.79%	0.00%	0.00%

	毛利率	18.61%	16.34%	30.22%	24.00%	24.00%	24.00%
家禽小计	销售收入（万元）	10,155	11,737	10,717	9,818	9,763	9,708
	YOY	4.28%	15.58%	-8.69%	-8.39%	-0.56%	-0.56%
	毛利率	13.04%	19.32%	22.08%	18.43%	18.45%	18.46%
其他	销售收入（万元）	368	330	275.23	250	300	350
	YOY	15.00%	-10.33%	-16.60%	-9.17%	20.00%	16.67%
	毛利率	46.28%			30.00%	30.00%	30.00%
营业收入	收入合计（万元）	36,417	54,109	68,297	126,784	166,921	202,329
	YOY	74.75%	48.58%	26.22%	85.64%	31.66%	21.21%
	综合毛利率	26.28%	22.5%	25.7%	22.2%	21.2%	20.4%

资料来源：德邦研究所

九、利润表

表4：利润表

单位：百万元，元，万股

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	364	541	683	1,268	1,669	2,023
二、营业总成本	304	465	572	1058	1397	1714
其中：营业成本	268	419	508	987	1315	1610
营业税金及附加	0	0	0	0	0	
销售费用	8	9	14	16	18	20
管理费用	17	25	35	46	56	67
财务费用	11	12	15	8	7	16
资产减值损失	0	1	0	1	1	1
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1	1
三、营业利润	60	77	112	211	273	310
加：营业外收入	4	13	14	9	9	9
减：营业外支出	2	1	2	3	3	3
四、利润总额	62	89	124	217	279	316
减：所得税	0	1	1	1	1	2
五、净利润	62	88	123	216	278	314
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	62	88	123	216	278	314
六、全面摊薄每股收益	0.47	0.66	0.92	1.62	2.08	2.35
发行后总股本	13350	13350	13350	13350	13350	13350

资料来源：德邦研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。