



农林牧渔研究小组

分析师：方夏虹

执业证书编号：S0730511010006

联系人：杨澍

021-50588666-8013

量增价升，受益行业景气周期

——雏鹰农牧（002477）2010 年年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2011 年 3 月 25 日

报告关键要素：

雏鹰农牧是大型畜禽繁育养殖企业，生猪养殖规模在国内名列前茅。公司依靠雏鹰模式快速扩张，数个在建项目将于2012年投产。根据经验，猪肉价格在2010年中期见底，2011年价格上涨仍将延续。在行业的景气周期中，公司各项产品毛利率将得到提升。我们维持公司“增持”投资评级。

事件：

- 雏鹰农牧发布2010年年报。报告期内，公司实现营业收入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%；实现净利润1.23亿元，同比增长39.24%；每股收益1.13元，同比增长21.51%。公司计划每10股转增10股派4.5元。

点评：

- **生猪养殖规模持续扩张。**生猪是公司主要业务领域，营业收入占比85%。报告期内，公司生猪销售66.49万头，同比增长37.43%。其中，商品仔猪和商品肉猪增幅接近50%的计划；二元种猪销量下滑40.47%，主要原因是公司自建50万头生猪基地项目将于12年投入使用，因此需要储备一定量种猪，导致外售减少。此外，种蛋销量减少33.17%，主要原因是2010年淘汰部分种鸡所致。2011年公司将继续扩张规模，计划销售生猪110万头，我们认为销量达到90-100万头的可能性较大，增长率在50%左右。

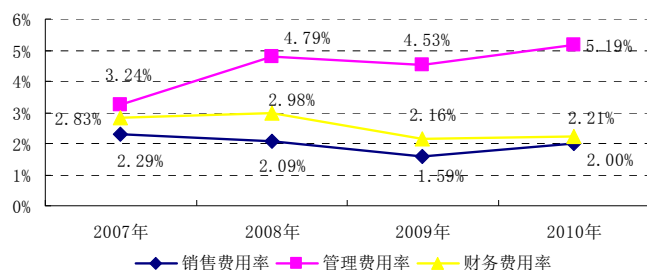
表 1：公司产品销售规模

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
商品仔猪（头）	98247	164697	301755	436400
增长率		67.64%	83.22%	44.62%
二元种猪（头）	21014	24421	49053	29200
增长率		16.21%	100.86%	-40.47%
商品肉猪（头）	14406	59935	132946	199300
增长率		316.04%	121.82%	49.91%
种蛋（万枚）	7301	6902	8492	5675
增长率		-5.47%	23.04%	-33.17%
鸡苗（万羽）	1045	1066	1196	1261
增长率		2.03%	12.23%	5.41%

来源：中原证券研究所

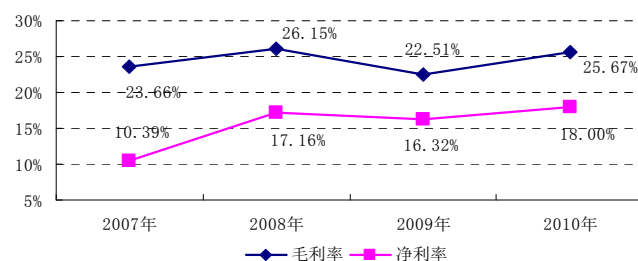
- **费用率水平有所上升。**报告期内，公司销售费用率和管理费用率水平有所上升，一方面是增加工资福利和宣传费用个，为下阶段扩张做准备，另一方面是覆盖上市的部分费用。

图 1: 07-10 年公司费用情况



来源: 中原证券研究所

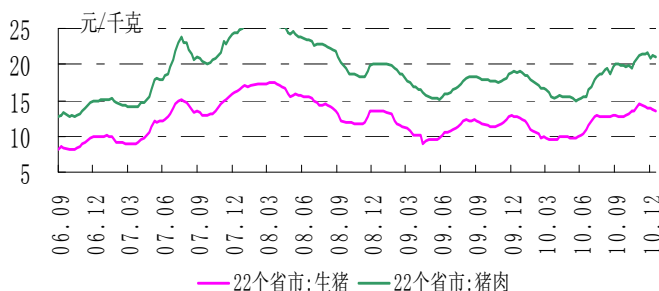
图 2: 国内大型生猪养殖企业



来源: 中原证券研究所

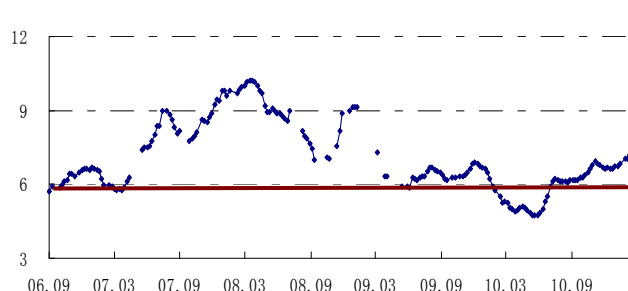
- **猪肉价格在 10 年中期见底，当年生猪毛利率超过 09 年。**猪肉价格在 2010 年经历了先下后上的过程，从年初 19 元/公斤跌至 6 月份 15 元/公斤，期间行业内中小养殖场和散养户出现亏损，公司商品肉猪毛利率也一度为负。进入三季度后肉猪价格大幅反弹，至年底达到 21 元/公斤，猪粮比价回到 6 以上，行业利润率回升。二元种猪与商品仔猪的毛利率波动相对较小，但在下半年也有所提升。

图 3: 猪肉价格在 2010 年中期触底回升



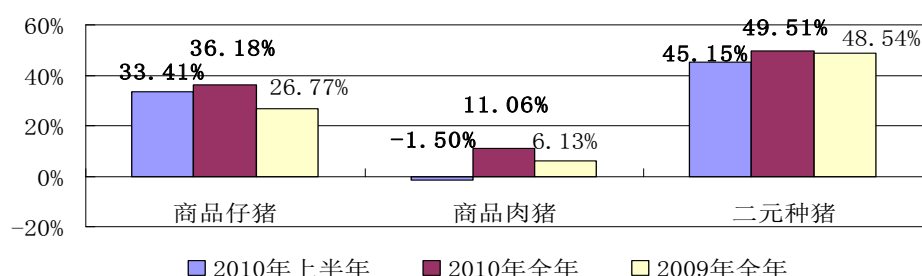
来源: 中原证券研究所

图 4: 猪粮比价回到 6 以上



来源: 中原证券研究所

图 5: 公司生猪产品毛利润



来源: 中原证券研究所

- **2011 年行业延续景气周期。**生猪行业完成一个完整的扩张周期需要 530 天，由此导致价格波动中的上涨及下跌周期往往在 18 个月左右。我们认为，2010 年中期猪肉价格开启了新一轮上涨周期，2011 年四季度前上涨趋势有望延续。此外，考虑通胀阶段，2011 年饲料原料价格也将有所上涨，但我们

认为其涨幅不及肉价，因此生猪行业的景气周期仍将延续，全年猪粮比价应维持在 7-8.5 之间。

- **食品安全意识提升有利于公司扩张。**双汇瘦肉精事件对现有食品加工业形成打击，“公司+农户”养殖模式受到质疑。我们认为，无论模式如何，养殖环节的管理纵深是问题的核心。公司在行业内做到了最好，雏鹰模式兼顾安全效率、解决扩张瓶颈，成为其横向扩张和向下游拓展的坚实基础。在整个行业反思食品安全问题时，我们有理由对公司冷鲜肉产品上市效果给予更乐观的预期。
- **盈利预测。**由于我们还不掌握公司冷鲜肉体系建设以及费用计划，因此对 2012 年业绩给予保守假设。预计公司 2011-2012 年营业收入 11.69 亿、36.78 亿，实现净利润 2.08 亿、2.19 亿，对应每股收益（EPS）1.56 元、1.64 元，结合行业整体估值水平，给予 2011 年 40-45 倍 PE，合理股价区间 62.3 元-70.1 元。维持“增持”投资评级。
- **风险提示。**公司未达成产能扩张计划；饲料原料价格涨幅超出预期；大规模疫病暴发；冷鲜肉零售渠道建设效果不佳。

盈利预测

	2009 年	2010	2011E	2012E
营业收入（百万元）	541.08	682.96	1169.16	3677.85
增长比率（%）	48.58	26.22	71.19	214.57
净利润（百万元）	88.32	122.97	207.86	219.36
增长比率（%）	41.32	39.24	69.04	5.53
每股收益（元）	0.93	1.13	1.56	1.64
市盈率（倍）	65.19	53.65	38.94	36.90

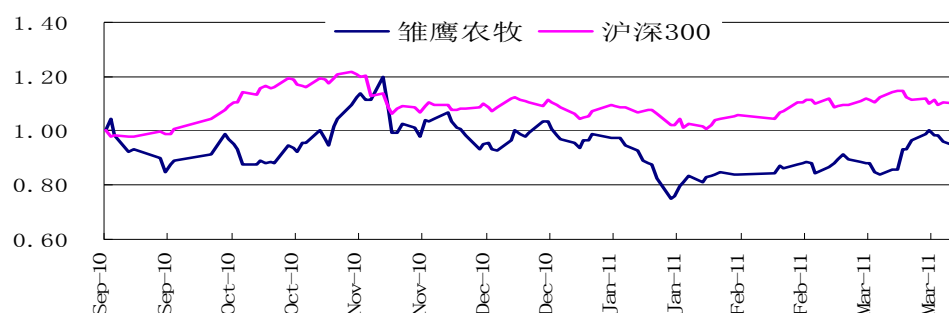
市场数据（2011年3月25日）

收盘价（元）	60.63
一年内最高/最低（元）	69.58/43.50
沪深300指数	3251.36
市净率（倍）	5.13
流通市值（亿元）	20.31

基础数据（2010年12月数据）

每股净资产（元）	11.80
每股经营现金流（元）	0.19
毛利率（%）	25.67
净资产收益率（%）	17.6
资产负债率（%）	12.67
总股本/流通股（亿股）	1.335/0.335
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。