



模式优势尽显 上调 11 年盈利

增持 维持

目标价格：31-34 元

投资要点:

- 雏鹰模式的优势逐步得到市场广泛认可
- 11 年出栏量突破 100 万头的问题不大
- 上调 11 年盈利预测 15%

报告摘要:

- **雏鹰模式优势逐步受到市场广泛认可。**我们认为，雏鹰模式的成功主要源于公司创建者及管理层对于农村及农户的深入了解，公司+基地+农户的生产方式较好地协调了公司及农户的利益，在成本控制、生猪质量、食品安全等方面又具有极强的保障。相对于工厂化养猪模式，雏鹰模式的优势在于成本及量能扩张更为便捷；相对于公司+农户（包括大农户及合作社等）模式，雏鹰模式的优势在于养殖流程、产品质量及终端产品的最终控制力。雏鹰模式有很多独到的地方，如农户合作建场方式（占公司养殖基地的 30% 左右），即是出于对农村小政治、经济环境的深入了解和充分利用。
- **公司 11 年出栏量突破 100 万头问题不大。**10 年末，公司二元母猪（包括自繁及外购）约 2.57 万头，另外还有 9658 头纯种猪。年内通过种猪自繁及外购，将增加 5-6 万头能繁二元母猪。年内分别按两窝及一窝产仔率估算，11 年出栏量突破 100 万头的问题不大。公司 11Q1 总出栏量 16 万头，我们维持年内总出栏量 105 万头及仔猪 60 万头的预测。
- **行业景气异常高涨。**从 10 下半年来生猪存栏数等数据判断，农户大规模补栏应在今年 2 月份后。根据生猪预警网的数据，5 月 23-29 日，猪料比达到 6.02:1，猪料比达到 7.53:1，同比涨幅分别超过 68% 和 62%，自繁自养盈利达到每头 546 元。我们判断养殖业景气周期有望持续到 2012 年初的春节前后。
- **公司未来几年的业绩仍有相当的保障。**公司 11 年处量价齐升时期，未来两年主要面临生猪供应急速扩大导致猪价下跌的系统性风险。3 年左右一个养殖周期的循环很难打破。公司未来看点：12 年以量补价是趋势；三门峡项目明年有望部分释放产能，以其生态猪定位，每头盈利能达 800 元；屠宰加工项目投产也有望平滑猪价的短期波动。公司产业链优势有望逐步显现。
- **维持增持评级。**考虑到近期猪价的超预期上涨及景气度年内的持续，我们上调公司 11 年盈利预测 15%。预测 11-13 年每股收益（2.67 亿股）分别为 1.01/1.23/1.87 元，维持增持评级及 31-34 元的目标区间。

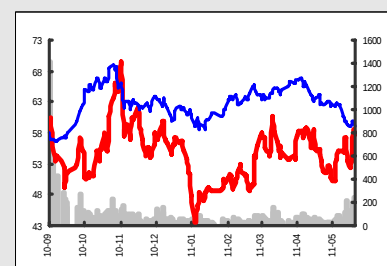
分析师

胡建军 (S1180210010226)

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	股东数	户均持股 (流通股)
20110331	9687	3458
20101231	10090	3320
20100930	13933	1923

数据来源: Wind 资讯

机构持股汇总

报告日期	20101231	20100930
基金持股	104753.99	7225596
占流通 A 股比	31.27%	26.96%
持股家数及进出情况		

数据来源: Wind 资讯

相关研究

公司研究*雏鹰农牧: 出栏量快增 产业链打通 2011-3-29

行业研究*养殖业景气周期有望持续到 2012 年初 2011-3-10

公司各业务分项预测表:

商品仔猪	2007	2008	2009	2010H	2010A	2011E	2012E	2013E
销售数量(头)	98,347	164,697	301,755	169,872	436,400	600,000	910,000	1,450,000
销售重量(千克)	2,483,547	4,044,804	7,616,446	4,382,698	11,259,121	15,480,001	23,478,002	37,410,003
销售均价(元/千克)	21.35	30.31	21.06	22.54	23.82	31	30	30
销售金额(万元)	5302.37	12260.86	16042.55	9878.01	26,818	47,988	70,434	112,230
毛利率	16.92%	34.70%	26.77%	33.41%	36.18%	41.00%	37.50%	38.00%
二元种猪								
销售数量(头)	21,014	24,421	49,053	15,335	29,200	50,000	55,000	75,000
销售均价(元/头)	1,673	2,185	1,901	1,668	1,746	1,900	1,950	2,000
销售金额(万元)	3,515	5,336	9,327	2,558	5,098	9,500	10,725	15,000
毛利率	38.44%	53.57%	48.54%	45.15%	49.51%	52.50%	48%	49%
商品肉猪								
销售数量(头)	14,406	59,935	132,946	83,972	199,300	400,000	615,000	875,000
销售重量(千克)	1,571,889	5,892,513	14,307,959	8,678,599	20,597,875	41,340,442	63,560,930	90,432,217
销售均价(元/千克)	12.49	14.08	11.65	10.83	12.33	15.5	15.5	15.8
销售金额(万元)	1,964	8,296	16,672	9,398	25,387	64,078	98,519	142,883
毛利率	18.08%	12.49%	6.13%	-1.50%	11.06%	14%	13%	12%
种蛋								
销售数量(万枚)	7,299	6,866	8,459	2,899	5,675	6,000	6,000	6,000
销售均价(元/枚)	0.92	0.97	0.97	1.04	1.15	1.5	1.6	1.65
销售收入(万元)	6,716	6,694	8,237	3,105	6,550	9,000	9,600	9,900
毛利率	23.50%	10.68%	17.05%	14.60%	18.58%	20.50%	19.00%	18.00%
鸡苗								
销售数量(万羽)	1,045	1,069	1,196	607	1,260	1,350	1,500	1,700
销售均价(元/羽)	1.63	1.42	1.46	1.33	1.51	2	2	1.8
销售收入(万元)	1,703	1,513	1,746	807	1,899	2,700	3,000	3,060
毛利率	40.07%	16.30%	33.03%	17.58%	24.42%	30%	26%	26%
肉鸡								
销售数量(羽)	649,516	779,947	724,608	458,747	795,600	850,000	960,000	1,050,000
销售重量(千克)	1,829,636	2,197,087	1,990,821	1,158,901	2,009,870	2,147,297	2,425,182	2,652,543
销售均价(元/千克)	7.21	8.86	8.80	10.81	11.28	12.50	13.00	13.50
销售收入(万元)	1,319	1,947	1,752	1,253	2,268	2,684	3,153	3,581
毛利率	0.86%	18.61%	16.34%	26.66%	30.22%	32%	29%	26%
销售总收入(万元)	20,520	36,046	53,776	26,998	68,020	135,950	195,431	286,654
营业成本(万元)	15,644	26,573	41,665	21,755	50,619	98,802	147,203	215,760
毛利	4,875	9,473	12,111	5,243	17,401	37,147	48,229	70,894
毛利率	23.76%	26.28%	22.52%	19.42%	25.58%	27.32%	24.68%	24.73%

分析师简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业研究员, 经济学硕士, 高级经济师。

主要研究覆盖公司: 登海种业、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、獐子岛、国联水产、华英农业、新赛股份、雏鹰农牧。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。