

农林牧渔研究小组

分析师: 方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010006

研究支持: 杨澍

yangshu@ccnew.com

将安全与品质进行到底

——雏鹰农牧 (002477) 调研报告

公司调研

增持 (维持)

发布日期: 2011 年 6 月 28 日

估值区间: 31.9-37.2 元

市场数据

收盘价 (元)	29.85
一年内最高/最低 (元)	34.73 / 21.07
沪深300 指数	2917.58
市净率 (倍)	4.93
流通市值 (亿元)	20.00

基础数据

每股净资产 (元)	11.80
每股经营现金流 (元)	0.05
毛利率 (%)	28.08
净资产收益率 (%)	2.66
资产负债率 (%)	22.85
总股本/流通股 (万股)	26700/6700
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

《从养殖企业迈向食品集团》...2011.3.23

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司是国内发展最快的大型生猪养殖企业, 发展战略清晰, 出栏规模高速增长, 并将于 2012 年进入鲜肉市场。公司长期看受益于雏鹰模式下扩张、防疫、安全、成本并重的综合优势, 短期看受益于行业景气度持续上升, 11 年业绩有望大幅增长。

投资要点:

- 雏鹰模式是公司快速发展的依托, 在业内倍受关注, 我们认为短期内公司不存在被模仿超越的风险, 先进模式所带来的优势将长期存在。
- 独特模式下, 公司种猪和仔猪毛利率大幅高于行业平均水平, 超额利润一方面来自于单位成本较低, 另一方面来自于单位售价较高。
- 尉氏 60 万头生猪产业化基地项目建设进度快于预期, 有望 11 年底基本完工投产, 预计产能可达 60-80%。
- 生态猪项目已经开建, 陕县 50 万头养殖基地是年出栏 100 万头生态猪养殖项目的一期工程, 将在 5 年内达产, 12 年预计可出栏 3 万头。生态猪肉价格预计在 30 元/斤左右, 目标客户聚焦于高端人群, 我们认为该产品会得到市场青睐。
- 对于冷鲜肉, 我们修正此前的谨慎观点, 判断未来销售可能较为顺利。信心源自产品安全性, 所屠宰生猪完全来自自养, 从根本上确保食品安全, 将公司一贯秉承的高品质进一步向下游延伸。“雏鹰冷鲜肉”有望成为国内安全肉、放心肉的代名词。
- 我们预测公司 11 年、12 年每股收益 1.06 元、1.23 元, 对应市盈率 28 倍和 24 倍, 估值在行业内处于较低水平。考虑肉价虽仍处于上升通道, 但有可能在四季度见顶, 因此, 给予公司 11 年 30-35 倍 PE, 合理股价区间 31.91-37.23 元。维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: 产能扩张未达预期; 饲料价格涨幅过大; 大规模疫病。

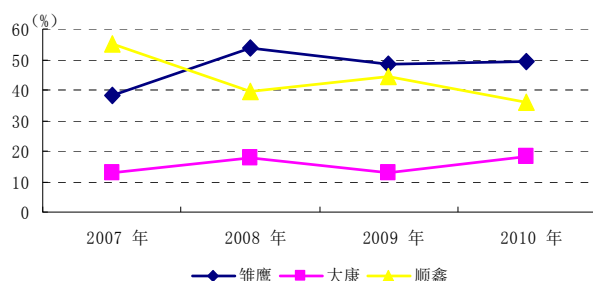
	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	5.41	6.83	12.41	23.39
增长比率 (%)		26.22	81.63	88.57
净利润 (亿元)	0.88	1.23	2.84	3.28
增长比率 (%)		39.24	130.94	15.35
每股收益 (元)	0.47	0.57	1.06	1.23
市盈率 (倍)		52.83	28.06	24.33

1、产品品质高带来超额利润率

公司是河南省大型生猪养殖企业，主要产品包括种猪、仔猪、商品猪等。公司养殖模式先进，具体反映到经营结果中表现为产品毛利率大幅高于行业平均水平。由于养殖阶段的划分口径不同，因此直接对比不同公司间的仔猪与商品猪毛利率并不十分合理，公司的超额利润率在种猪品种得以反映。

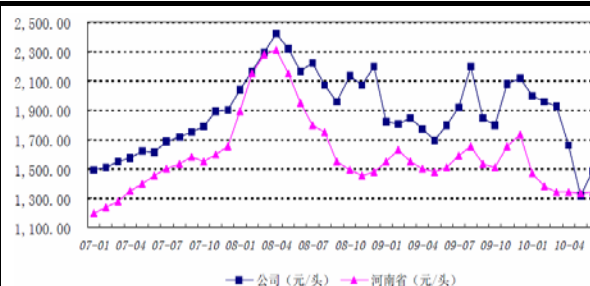
毛利率的超额部分一方面来自于价格，由于产品口碑好、品质高，公司出栏二元种猪与仔猪销售价格明显高于行业；另一方面来自于成本，由于生产效率提升以及先进技术运用，公司产品的生产指标参数较高，因而单位成本较低。

图表 1：种猪毛利率领先同业



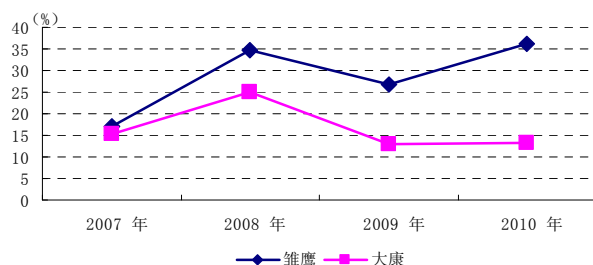
来源：中原证券研究所 WIND

图表 2：种猪价格高于行业水平



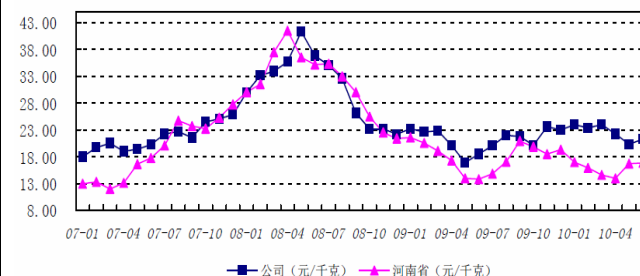
来源：中原证券研究所 招股书

图表 3：仔猪毛利率比较由于口径问题意义不大



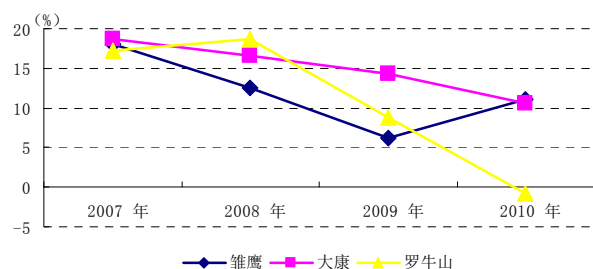
来源：中原证券研究所 WIND

图表 4：仔猪价格高于行业水平



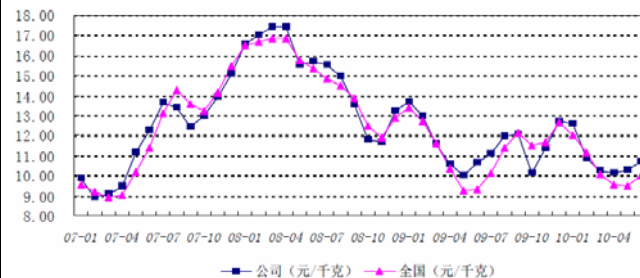
来源：中原证券研究所 招股书

图表 5：商品猪毛利率比较由于口径问题意义不大



来源：中原证券研究所 WIND

图表 6：肥猪价格与行业基本相同



来源：中原证券研究所 招股书

图表 7: 雏鹰模式下的生产指标普遍高于行业平均

	国内普遍水平	公司（三元猪）	国外较高水平（三元猪）
年产仔窝数	1.5-2.0	2.2	2.5
窝产仔数	8-10	10.2	12.5
每胎产活仔数	6-9	9-10	11.8
产活仔率	70-90%	93.0%	94.4%
瘦肉率	40-60%	65%	65-70%

来源：中原证券研究所

2、雏鹰模式是公司发展原动力

国内普遍存在的生猪养殖模式有三种，分别为农户独立养殖、“公司+农户”养殖、工业自动化养殖。其中农户独立养殖适用于中小规模，产业链短，风险抵御能力弱，存在“赚一年、亏两年”的经营困境，并易滋生疫病、食品安全等问题，因而处于逐渐淘汰的过程中。“公司+农户”以及工业自动化养殖适用于大规模生产，一体化程度高，对价格波动的容忍度较强，但两者在现实操作过程中同样也存在一些固有缺陷。

图表 8: 国内生猪养殖的三种普遍模式

模式	特征	优势	缺陷
农户独立养殖	1、农户场地，自行采购原料 2、产业链短，集中单一环节 3、人工操作，分散养殖 4、传统全程式饲养	对环境压力小、废弃物多回归农田	抵御风险能力弱、防疫标准低、食品安全性不足
大型工业自动化养殖	1、公司场地，招聘工人作业 2、产业链长，一体化程度高 3、工业化操作，集中养殖 4、分阶段流程化饲养	防疫流程齐全、产品品质好	劳动主动性弱、疫情风险集中、资本投入大、扩张难度高
“公司（合作社）+农户”养殖	1、农户场地，购买公司原料 2、产业链长，一体化程度高 3、人工操作，分散养殖 4、农户专营育肥阶段	劳动积极性高、风险分散、投入小、易扩张	防疫效果差、产品品质难控、易产生纠纷

来源：中原证券研究所

雏鹰模式是在总结现有规模化养殖利弊的基础上，开展流程再造与要素重组，探索实践而成。可简单描述为：公司租赁土地建场或由合作农户租赁土地建造养殖场，与养殖农户合作进行分阶段、流程化养殖，期间公司给予统一管理，并按照固定标准与农户结算利润。该模式是公司快速发展的动力源泉，支撑了公司生猪销售由 07 年的 13.37 万头（1.08 亿元）增至 09 年的 48.38 万头（4.2 亿元），并有望继续支撑公司 11-14 年生猪出栏量年均 50% 的增长目标。

雏鹰模式的优势体现在有针对性化解了规模养殖在扩张、防疫、安全、成本四个方面的制约。首先，采用防疫技术加物理隔离双重保险，降低染疫概率同时减小全损风险；其次，分阶段流程化养殖培养熟练劳动力，再配以共赢的核算机制，养殖效率得到极大提升；第三，开发利用小片土地，并倚重人工作业，降低初期资本投入，具备较强扩张能力；第四，农户在公司场区内封闭养殖，强化管控力度，提升产品安全性。因此在该模式下，扩张、防疫、安全、成本四要素均能够得到满足。

图表 9：雏鹰模式解决规模化养殖难题

规模化养殖制约	雏鹰模式	效果比较
防疫问题	防疫技术+物理隔离	结合“工业化养殖”与“公司+农户”的优势，拥有双重保险
食品安全问题	统一管理	产品产权归属公司，对合作农户的管理效果强于“公司+农户”模式
扩张问题	合作共赢+能人效应+分散养殖	利用小片土地经营，资金投入有限，扩张能力强于“工业化养殖”
成本问题	分阶段流程化+农户作业	专业化作业提升养殖技术，绩效核算机制激发农户积极性，达到成本最优

来源：中原证券研究所

雏鹰模式由于其独特优势在行业内倍受关注，也得到了主管部门的认可。某大型畜牧综合类企业曾数次前往公司交流学习，河南省畜牧局也组织了全省范围内的推广活动。即便如此，我们认为雏鹰模式并非简单的操作流程，其精髓在于制度背后经过长期实践所形成并被各方主体认可的思维定势，这是简单模仿所无法触及的层面，因而短期内公司不存在被模仿超越的风险，先进模式为公司带来的优势将长期存在。

3、产能扩张计划及实施进度

在主营业务选择上，公司将集中精力做大生猪产业，家禽养殖业务则不再扩张，并不排除未来逐渐萎缩的可能。当前围绕生猪产业的在建项目较多，包括 60 万头生猪产业化基地、40 万吨饲料厂、15 万吨冷鲜肉屠宰加工厂项目、10 万吨冷链仓储物流中心、50 万头生态猪养殖基地等。其中尉氏养殖基地、三门峡生态养殖基地、15 万吨冷鲜肉屠宰加工厂是我们重点关注的项目。

由于建设生猪养殖场的初期资金投入较大，且涉及地方政府的配套政策、当地农户合作意愿等诸多问题，因而公司选择“年轮式”扩张，由近及远逐步推广雏鹰模式。目前除尉氏、三门峡两个大型自建项目外，其他与农户合作建设的小型育肥场基本位于新郑周边，新增育肥产能不断达产。

尉氏 60 万头生猪产业化基地项目建设进度快于预期，预计能够支撑公司 2011 年、2012 年 50% 的生猪出栏增长计划。该项目原计划建设周期两年，11 年-13 年达产率分别为 50%、80%、100%。目前来看，2011 年底即可基本完工投产，年内即有生猪出栏，11 年底预计产能可达到 60-80%。

生态猪项目于今年3月份完成了合约签署工作，计划在陕县建设年出栏50万头的生猪养殖基地，并已于5月份开工。据我们了解，50万头是年出栏100万头生态猪养殖项目的一期工程，将在5年内完全达产，12年预计可出栏生猪3万头。

4、未来冷鲜肉销售较为乐观

畜牧行业内，养殖企业向下游零售环节拓展的情况屡见不鲜，上市公司中就包括新五丰、华英农业等，但成功的案例甚少。发展零售的关键在于品牌打造与渠道建设，我们看好公司鲜肉品牌的塑造，并对未来渠道建设进程保持重点关注。

对鲜肉品牌的信心来自其安全特质，公司所屠宰生猪完全源于自养，不存在对外采购的情况。该模式从根本上控制了食品安全，将公司一贯秉承的高品质进一步向消费者延伸。在此基础上，“雏鹰冷鲜肉”拥有了独特的品牌定位，有望成为国内安全肉、放心肉的代名词，享有品牌溢价，从而与双汇、雨润等大众品牌有所区隔。

生态猪是公司塑造冷鲜肉品牌的又一大立足点。生态猪肉质鲜美、营养丰富、无药物残留，受到高端人群的青睐，目前市面上的生态猪肉多为地方性品牌，供应规模较小，单价普遍在40-50元/斤，是普通猪肉的3-5倍。公司三门峡项目100万头达产后，将成为国内规模最大的生态猪养殖企业，进入蓝海。公司生态猪肉计划零售价30元/斤左右，我们判断在食品安全问题日益突出的当下，雏鹰生态猪肉将得到市场青睐，不但本身得以顺利销售，同时也有助于公司安全、高端形象的塑造。

对于品牌打造以及营销网络建设等一系列整体方案，目前公司已在设计当中，并委托专业机构广州愿望星进行策划与实施安排。

综合以上原因，通过本次与公司的沟通，我们修正此前的谨慎观点，判断公司未来冷鲜肉销售有望较为顺利。

4、盈利预测及投资建议

图表 10: 公司主要产品预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E
1、商品仔猪						
销量 (头, 25kg)	98247	164697	301755	436400	770000	1136000
销量 (吨)	2483	4045	7618	10910	19250	28400
单位售价 (元/公斤)	21.35	30.31	21.06	24.58	29.50	26.55
单位成本 (元/公斤)	17.74	19.79	15.42	15.69	17.57	17.57
营业收入 (万元)	5302	12261	16043	26818	56782	75395
毛利 (万元)	897	4256	4296	9703	22961	25497
毛利率	16.91%	34.71%	26.78%	36.18%	40.44%	33.82%
2、二元种猪						
销量 (头)	21014	24421	49053	29200	55000	96000
单位售价 (元/头)	1672.77	2184.86	1901.35	1745.95	2095.14	1885.62
单位成本 (元/头)	1029.70	1014.49	978.45	881.58	987.37	987.37
营业收入 (万元)	3515	5336	9327	5098	11523	18102
毛利 (万元)	1351	2858	4527	2524	6093	8623
毛利率	38.44%	53.57%	48.54%	49.51%	52.87%	47.64%
3、商品肉猪						
销量 (头, 100kg)	14406	59935	132946	199300	275000	368000
销量 (吨)	1572	5893	14311	19930	27500	36800
单位售价 (元/公斤)	12.49	14.08	11.65	12.74	14.65	13.92
单位成本 (元/公斤)	10.24	12.32	10.94	11.33	12.69	12.69
营业收入 (万元)	1964	8297	16672	25387	40284	51212
毛利 (元/公斤)	354	1037	1016	2808	5390	4517
毛利率	18.01%	12.50%	6.09%	11.06%	13.38%	8.82%
4、种蛋						
销量 (万枚)	7301	6902	8492	5675	8492	8492
单位售价 (元/枚)	0.92	0.97	0.97	1.15	1.33	1.26
单位成本 (元/枚)	0.70	0.87	0.81	0.94	1.05	1.05
营业收入 (万元)	6717	6695	8237	6550	11272	10709
毛利 (万元)	1578	715	1404	1217	2334	1771
毛利率	23.50%	10.68%	17.05%	18.58%	20.71%	16.53%
5、鸡苗						
销量 (万羽)	1045	1066	1196	1261	1196	1196
单位售价 (元/羽)	1.63	1.42	1.46	1.51	1.73	1.65
单位成本 (元/羽)	0.98	1.18	0.98	1.14	1.27	1.27
营业收入 (万元)	1703	1514	1747	1899	2072	1968
毛利 (万元)	682	247	577	464	547	443
毛利率	40.07%	16.30%	33.03%	24.42%	26.39%	22.52%
6、淘汰种鸡						
销量 (吨)	1829	2197	1992	1992	1992	1992
单位售价 (元/公斤)	7.21	8.86	8.80	9.24	10.63	10.09
单位成本 (元/公斤)	7.14	7.21	7.36	8.10	9.07	9.07
营业收入 (万元)	1318	1946	1753	2268	2116	2010
毛利 (万元)	11	362	286	281	310	205
毛利率	0.86%	18.61%	16.34%	12.38%	14.67%	10.18%
7、冷鲜肉						
销量 (吨)						27600
单位售价 (元/公斤)						27.00
单位成本 (元/公斤)						26.06
营业收入 (万元)						74520
毛利 (万元)						2608
毛利率						3.50%

来源: 中原证券研究所

调升公司 11 年、12 年每股收益至 1.06 元、1.23 元，按 6 月 17 日收盘价计算，对应市盈率 28 倍和 24 倍，估值在行业内处于较低水平。考虑肉价虽仍处于上升通道，但有可能在四季度见顶，因而给予公司 11 年 30-35 倍 PE，合理股价区间 31.91-37.23 元。维持“增持”的投资评级。

图表 11: 公司利润预测

单位: 万元	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入	54,108.22	68,296.46	124,050.26	233,916.83
营业成本	41,929.63	50,767.78	86,415.70	190,252.69
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	860.88	1,366.98	2,482.91	3,721.70
管理费用	2,451.78	3,543.49	6,436.22	10,599.36
财务费用	1,170.24	1,512.21	2,746.70	2,000.00
资产减值损失	50.08	14.51	0.00	0.00
投资净收益	10.98	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,656.59	11,143.16	25,968.72	27,343.09
营业外收入	1,300.50	1,494.57	2,714.66	5,622.23
营业外支出	69.34	217.63	395.29	299.77
利润总额	8,887.75	12,420.11	28,683.38	32,965.32
所得税	56.14	123.34	284.85	208.23
净利润	8,831.61	12,296.77	28,398.54	32,757.09
归属母公司净利润	8,831.61	12,296.77	28,398.54	32,757.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.93	1.13	1.06	1.23

来源: 中原证券研究所

图表 12: 公司利润预测

证券代码	证券简称	2011 年 EPS 预测	收盘价 (6 月 17 日)	PE
600975.SH	新五丰	0.14	12.83	91.64
000735.SZ	罗牛山	0.15	7.05	48.62
300106.SZ	西部牧业	0.40	15.27	38.18
002505.SZ	大康牧业	0.42	15.80	37.62
002234.SZ	民和股份	0.64	24.00	37.50
002299.SZ	圣农发展	0.53	15.78	29.77
002477.SZ	雏鹰农牧	1.06	29.85	28.16
002321.SZ	华英农业	0.82	17.48	21.32
002458.SZ	益生股份	1.14	20.42	17.91
600965.SH	福成五丰	-	7.44	-
平均:				38.97

来源: 中原证券研究所

5、风险提示

产能扩张计划未达成; 饲料原料价格涨幅超出预期; 大规模疫病暴发。

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。

免责声明

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。