

## 雏鹰农牧 (002477)

### 买入/维持评级

股价: RMB32.30

#### 分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

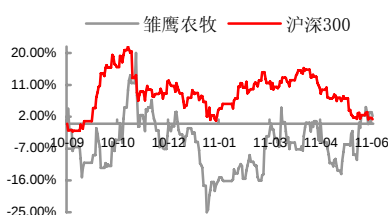
wuxd@mail.htlhsc.com.cn

#### 相关研究

#### 基础数据

|                |       |
|----------------|-------|
| 总股本 (百万股)      | 267   |
| 流通 A 股 (百万股)   | 267   |
| 流通 B 股 (百万股)   | 0     |
| 可转债 (百万元)      |       |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 7,911 |

#### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 中报业绩再超预期

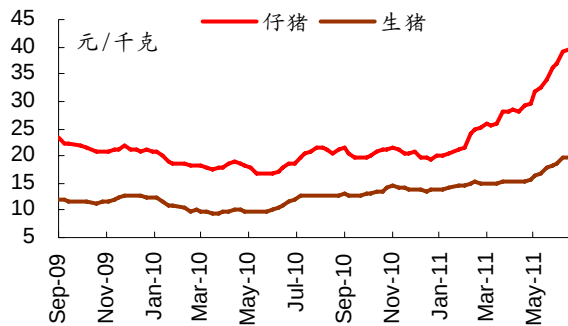
- 事件:8 日晚间公司发布 2011 半年度业绩预告修正公告, 将半年度业绩同比增幅由 130%-180%调高至 **320%至 350%**, 即上半年净利润 **1.35-1.43 亿元**, 全面摊薄后 **EPS 为 0.50-0.53 元**。
- 由于猪价上涨幅度, 以及猪价上涨对公司盈利的提升幅度超过了此前预期 (我们此前预测中报 EPS 约为 0.4 元), 因此我们将公司今年的 EPS 预测由 **1.20 元调整至 1.38 元 (+15%)**, 并维持买入评级。
- 猪价超预期上涨在时间和空间两方面加强。猪价在春节后至今的超预期上涨已经持续了近半年时间, 从目前来看没有任何停止迹象, 根据我们对生猪存栏的研究预计猪价见顶的时间会在四季度, 这意味着猪价的上涨在时间方面仍将超过大多数人的预期。从月度涨幅数据来看, 在 5 月份仔猪、生猪和猪肉价格在已经分别上涨 14.6%、11.6%和 5.3%, 达到了我们认为的“暴涨”水平 (超过 10%)。一般预期下, 接下来猪价的上涨会有所趋缓。但是市场的表现却令人大跌眼镜: 6 月份仔猪、生猪和猪肉价格上涨 21.3%、16.1%和 15.4%, 远远超过了 5 月份上涨幅度, 远远超过了市场预期。预计近两个月的过快上涨后, 三季度上涨势头会有所减弱, 但是进入四季度消费旺季后, 生猪供应不足的问题将再度凸显, 猪价仍会重回上升通道。
- 公司是仔猪价格暴涨的最大受益者。公司的产品结构中, 仔猪、商品肉猪和种猪的头数占比分别为 66%、30%和 4% (2010 年报数据)。由于今年年初以来, 公司生猪产品的成本变动相对于产品价格而言上涨幅度较小 (主要为饲料、人工、疫苗、房舍折旧和水电费等), 因此价格上涨带来的收入提升绝大部分都变为利润。从头均盈利提升幅度来看, 仔猪产品的涨幅无疑是最大的。由于仔猪盈利的提升, 使得销售仔猪相对于育成商品肉猪后销售更有利可图, 因此我们预计今年上半年公司销售仔猪的比例将小幅上升至 70%以上, 预计全年的比例也将在 70%左右。公司生猪产品中的仔猪为主、育肥猪为辅的结构决定了公司在本轮猪价上涨中受益程度最大化。因为上涨由于供应不足所致, 因此越靠近上游涨幅越大。

| 经营预测与估值       | 2010A | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 683.0 | 1317.9 | 1894.7 | 2827.4 |
| (+/-%)        | 26.2  | 93.0   | 43.8   | 49.2   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 123.0 | 367.1  | 443.2  | 654.1  |
| (+/-%)        | 39.2  | 198.6  | 20.7   | 47.6   |
| EPS(元)        | 0.46  | 1.38   | 1.66   | 2.45   |
| P/E(倍)        | 70.1  | 23.5   | 19.4   | 13.2   |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **公司处于快速成长期，下半年出栏规模将高于上半年。**由于公司今年出栏规模扩张幅度达到 50%，而猪舍等基础设施的建成投产以及种猪的引进都是逐步进行的，因此下半年的出栏规模会显著高于上半年。以 2010 年为例，全年出栏量达 67 万头，同比 2009 年增幅为 50% 左右，其中上下半年出栏量分别为 27 万头和 40 万头。我们预计今年上半年公司的生猪出栏头数在 35-40 万头，若要达到全年 105 万头的出栏量，意味着下半年的出栏规模要达到 65-70 万头。
- **再次上调盈利预测，源于猪价表现和头均盈利超预期。**在 5 月份，我们观察到了年内最大的月度猪价涨幅，仔猪、生猪和猪肉涨幅分别达到 14.6%、11.6% 和 5.3%。原本预计如此之高的单月涨幅不可持续，但是刚过去的 6 月份猪价涨幅甚至超过了这个水平，仔猪、生猪和猪肉价格在高位上再度分别上涨 21.3%、16.1% 和 15.4%，远远超过了市场预期。5、6 月份的猪价“暴涨”直接导致了公司的头均盈利超预期，我们估计公司上半年的出栏规模在 35-40 万头（其中仔猪占比 70%），则头均盈利达到 350 元-400 元。根据对存栏数据的分析，我们判断到 2012 年 3-4 月份才会达到生猪供需的拐点。考虑到价格因素的提前反映，预计猪价在今年年末达到高点，即下半年猪价仍将维持强势（预计在二季度过快上涨后三季度持平或略有回调，进入四季度消费旺季后再度上涨）。因此，下半年的头均盈利水平至少不会低于上半年。
- **行业景气仍在上行通道，维持买入评级。**我们基于全年 105 万头的出栏量及 330 元的头均盈利水平，调高公司 2011 年 EPS 至 1.38 元（6 月预测值为 1.20 元）；未来两年公司出栏量仍将保持 50% 左右的增长，我们在考虑 2012 年猪价从高景气回落导致销售价格及毛利率回落因素后，预测公司 2012-2013 年 EPS 为 1.66 元和 2.45 元。目前股价 32.30 元对应 2011-2013 年的 PE 水平分别为 23X、19X 和 13X。由于我们预计价格将在四季度见顶，因此目前行业仍处于景气上升期，公司业绩超预期因素将会持续至年底，仍然维持买入评级。
- **风险因素：**（1）猪价先于预期步入下行通道；（2）公司出栏量不达预期；（3）疫病因素

图 1：5、6 月份仔猪价格加速飙升，生猪价格上涨提速



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 2：6 月份猪肉价格上涨幅度达到 15%以上



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表1：生猪、猪肉及饲料原料价格涨幅统计

|                | 仔猪      | 生猪     | 猪肉     | 玉米    | 豆粕     |
|----------------|---------|--------|--------|-------|--------|
| 当前价格（20110701） | 39.34   | 19.74  | 28.71  | 2.33  | 3.22   |
| 当前价格同比涨幅       | 102.86% | 82.87% | 71.80% | 9.22% | 3.25%  |
| 当前价格相对年初涨幅     | 73.16%  | 31.01% | 21.63% | 9.76% | -7.56% |
| 1 月份环比涨幅       | 3.00%   | 3.31%  | 1.62%  | 0.98% | 2.33%  |
| 2 月份环比涨幅       | 18.76%  | 6.97%  | 4.92%  | 1.45% | 0.00%  |
| 3 月份环比涨幅       | 6.69%   | -0.20% | 0.85%  | 1.43% | -3.13% |
| 4 月份环比涨幅       | 9.93%   | 0.87%  | 2.39%  | 2.35% | -4.69% |
| 5 月份环比涨幅       | 14.60%  | 11.56% | 5.32%  | 2.29% | -2.15% |
| 6 月份环比涨幅       | 21.27%  | 16.10% | 15.37% | 3.59% | 0.94%  |
| 2010 上半年均价     | 18.04   | 10.23  | 16.07  | 1.97  | 3.19   |
| 2010 下半年均价     | 20.50   | 13.32  | 20.11  | 2.07  | 3.42   |
| 2010 均价        | 19.41   | 11.78  | 18.06  | 2.01  | 3.32   |
| 2011 年至今均价     | 27.81   | 15.75  | 23.47  | 2.16  | 3.35   |
| 相对 2010 年均价涨幅  | 43.27%  | 33.72% | 29.94% | 7.66% | 0.90%  |

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**表 2 雏鹰农牧分产品收入利润表**

|               | 2009     | 2010     | 2011E   | 2012E   | 2013E    |
|---------------|----------|----------|---------|---------|----------|
| <b>公司总计</b>   |          |          |         |         |          |
| 营业收入（百万元）     | 420.42   | 573.03   | 1202.40 | 1773.58 | 2700.32  |
| 营业成本（百万元）     | 321.97   | 422.68   | 745.74  | 1193.41 | 1842.95  |
| 毛利润（百万元）      | 98.44    | 150.35   | 456.66  | 580.17  | 857.37   |
| 毛利率           | 23.42%   | 26.24%   | 37.98%  | 32.71%  | 31.75%   |
| <b>仔猪</b>     |          |          |         |         |          |
| 销售数量（万头）      | 30.18    | 43.64    | 70.00   | 105.00  | 147.00   |
| 销售价格（元/千克）    | 21.06    | 24.39    | 32.92   | 31.28   | 32.21    |
| 销售收入（百万元）     | 160.43   | 268.18   | 580.73  | 827.54  | 1,193.31 |
| 销售成本（百万元）     | 117.47   | 171.15   | 307.47  | 475.04  | 685.01   |
| 毛利（百万元）       | 42.95    | 97.03    | 273.26  | 352.50  | 508.30   |
| 毛利率           | 26.77%   | 36.18%   | 47.05%  | 42.60%  | 42.60%   |
| <b>二元种猪</b>   |          |          |         |         |          |
| 销售数量（万头）      | 4.91     | 2.92     | 5.26    | 7.88    | 10.25    |
| 单头售价（元/头）     | 1,901.35 | 1,745.95 | 2095.14 | 2137.04 | 2201.15  |
| 销售收入（百万元）     | 93.27    | 50.98    | 110.12  | 168.48  | 225.60   |
| 销售成本（百万元）     | 48.00    | 25.74    | 53.29   | 83.93   | 112.38   |
| 毛利（百万元）       | 45.27    | 25.24    | 56.83   | 84.56   | 113.22   |
| 毛利率           | 48.54%   | 49.51%   | 51.61%  | 50.19%  | 50.19%   |
| <b>商品肉猪</b>   |          |          |         |         |          |
| 销售数量（万头）      | 13.29    | 19.93    | 30.89   | 49.43   | 79.08    |
| 销售均价（元/千克）    | 11.65    | 11.79    | 15.33   | 14.57   | 15.00    |
| 销售收入          | 166.72   | 253.87   | 511.55  | 777.56  | 1,281.41 |
| 销售成本          | 156.50   | 225.79   | 384.98  | 634.44  | 1,045.56 |
| 毛利            | 10.22    | 28.08    | 126.57  | 143.11  | 235.85   |
| 毛利率           | 6.13%    | 11.06%   | 24.74%  | 18.41%  | 18.41%   |
| <b>家禽产品小计</b> |          |          |         |         |          |
| 收入            | 117.36   | 107.18   | 112.54  | 118.17  | 124.07   |
| 成本            | 94.68    | 83.52    | 90.03   | 95.71   | 100.50   |
| 毛利            | 22.68    | 23.66    | 22.51   | 22.45   | 23.57    |
| 毛利率           | 19.32%   | 22.08%   | 20.00%  | 19.00%  | 19.00%   |

资料来源: 华泰联合证券研究所

**盈利预测**

| 资产负债表        |             |              |             |              | 利润表            |             |              |              |              |
|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元       |             |              |             |              | 单位:百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度         | 2010        | 2011E        | 2012        | 2013E        | 会计年度           | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>  | 1180        | 1222         | 1456        | 1937         | <b>营业收入</b>    | 683         | 1318         | 1895         | 2827         |
| 现金           | 783         | 604          | 569         | 595          | 营业成本           | 508         | 838          | 1291         | 1945         |
| 应收账款         | 28          | 68           | 72          | 120          | 营业税金及附加        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他应收款        | 5           | 20           | 27          | 34           | 营业费用           | 14          | 26           | 38           | 57           |
| 预付账款         | 66          | 108          | 148         | 214          | 管理费用           | 35          | 69           | 99           | 147          |
| 存货           | 298         | 421          | 640         | 974          | 财务费用           | 15          | 23           | 29           | 29           |
| 其他流动资产       | 0           | 0            | 0           | 0            | 资产减值损失         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b> | 624         | 1203         | 1466        | 1667         | 公允价值变动收        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资         | 9           | 9            | 9           | 9            | 投资净收益          | 1           | 1            | 0            | 0            |
| 固定资产         | 249         | 811          | 1037        | 1172         | <b>营业利润</b>    | 111         | 363          | 438          | 649          |
| 无形资产         | 89          | 104          | 124         | 138          | 营业外收入          | 15          | 9            | 10           | 12           |
| 其他非流动        | 276         | 278          | 295         | 348          | 营业外支出          | 2           | 1            | 1            | 1            |
| <b>资产总计</b>  | 1803        | 2425         | 2921        | 3604         | <b>利润总额</b>    | 124         | 370          | 447          | 659          |
| <b>流动负债</b>  | 171         | 495          | 547         | 573          | 所得税            | 1           | 3            | 4            | 5            |
| 短期借款         | 97          | 400          | 400         | 400          | 净利润            | 123         | 367          | 443          | 654          |
| 应付账款         | 30          | 37           | 67          | 98           | 少数股东损益         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负        | 44          | 58           | 80          | 76           | 归属母公司净利        | 123         | 367          | 443          | 654          |
| <b>非流动负债</b> | 58          | 48           | 49          | 51           | EBITDA         | 162         | 488          | 662          | 943          |
| 长期借款         | 40          | 40           | 40          | 40           | EPS (元)        | 0.92        | 1.38         | 1.66         | 2.45         |
| 其他非流动        | 18          | 8            | 9           | 11           | <b>主要财务比率</b>  |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>  | 228         | 543          | 596         | 624          | <b>会计年度</b>    | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权        | 0           | 0            | 0           | 0            | <b>成长能力</b>    |             |              |              |              |
| 股本           | 134         | 267          | 267         | 267          | 营业收入           | 26.2%       | 93.0%        | 43.8%        | 49.2%        |
| 资本公积         | 1257        | 1124         | 1124        | 1124         | 营业利润           | 45.5%       | 225.4        | 20.8%        | 48.2%        |
| 留存收益         | 184         | 491          | 935         | 1589         | 归属母公司净利        | 39.2%       | 198.6        | 20.7%        | 47.6%        |
| 归属母公司        | 1575        | 1882         | 2325        | 2979         | <b>获利能力</b>    |             |              |              |              |
| <b>负债和股东</b> | 1803        | 2425         | 2921        | 3604         | 毛利率(%)         | 25.7%       | 36.4%        | 31.9%        | 31.2%        |
| <b>现金流量表</b> |             |              |             |              | 净利率(%)         | 18.0%       | 25.3%        | 21.7%        | 18.0%        |
| 单位:百万元       |             |              |             |              | ROE(%)         | 7.8%        | 19.5%        | 19.1%        | 22.0%        |
| <b>会计年度</b>  | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012</b> | <b>2013E</b> | ROIC(%)        | 13.6%       | 22.2%        | 21.0%        | 23.7%        |
| <b>经营活动现</b> | 26          | 300          | 450         | 520          | <b>偿债能力</b>    |             |              |              |              |
| 净利润          | 123         | 367          | 443         | 654          | 资产负债率(%)       | 12.7%       | 22.4%        | 20.4%        | 17.3%        |
| 折旧摊销         | 36          | 102          | 195         | 265          | 净负债比率(%)       | 59.97%      | 81.07        | 73.85        | 70.47        |
| 财务费用         | 15          | 23           | 29          | 29           | 流动比率           | 6.90        | 2.47         | 2.66         | 3.38         |
| 投资损失         | -1          | -1           | 0           | 0            | 速动比率           | 5.16        | 1.62         | 1.49         | 1.68         |
| 营运资金变        | -145        | -200         | -221        | -430         | <b>营运能力</b>    |             |              |              |              |
| 其他经营现        | -2          | 8            | 4           | 2            | 总资产周转率         | 0.56        | 0.62         | 0.71         | 0.87         |
| <b>投资活动现</b> | -295        | -698         | -456        | -465         | 应收账款周转率        | 27          | 27           | 27           | 29           |
| 资本支出         | 304         | 681          | 434         | 449          | 应付账款周转率        | 20.69       | 24.77        | 24.72        | 23.61        |
| 长期投资         | -9          | 0            | 0           | 0            | <b>每股指标(元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现        | 0           | -17          | -22         | -16          | 每股收益(最新        | 0.46        | 1.38         | 1.66         | 2.45         |
| <b>筹资活动现</b> | 993         | 220          | -29         | -29          | 每股经营现金流        | 0.10        | 1.12         | 1.69         | 1.95         |
| 短期借款         | -80         | 303          | 0           | 0            | 每股净资产(最        | 5.90        | 7.05         | 8.71         | 11.16        |
| 长期借款         | 0           | 0            | 0           | 0            | <b>估值比率</b>    |             |              |              |              |
| 普通股增加        | 34          | 134          | 0           | 0            | P/E            | 70.13       | 23.49        | 19.46        | 13.18        |
| 资本公积增        | 1053        | -134         | 0           | 0            | P/B            | 5.48        | 4.58         | 3.71         | 2.89         |
| 其他筹资现        | -14         | -83          | -29         | -29          | EV/EBITDA      | 49          | 16           | 12           | 8            |
| 现金净增加        | 723         | -179         | -35         | 26           |                |             |              |              |              |

数据来源: 华泰联合证券研究所



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn