

受益猪价大涨 盈利快速提升

事件：2011年1-6月，公司实现营业收入4.82亿元，同比增长78.5%，营业利润1.41亿元，同比增长380.45%，实现归属母公司净利润1.42亿元，同比增长347.78%，实现每股收益0.53元。公司预计前三季度净利润增长在230%-260%。

研究结论

- **受益猪价大涨，公司盈利快速提升。**今年上半年，受到“猪周期”和小猪胃肠炎等疫病影响，生猪价格快速上涨，7月份突破20元，目前生猪价格已经累计上涨45%以上。受益于此，报告期内公司仔猪和生猪产品盈利能力大幅提升，毛利率分别提升至48%和28.2%。我们测算公司每头仔猪毛利在400元/头，生猪头均毛利在470元/头，均处于历史最好水平。这也是公司利润增长超过收入增长的主要原因。
- **公司生猪品牌效应显现。**公司致力于打造国内最大的品牌生猪供应商，目前公司生猪品牌已经在市场竞争条件下日益显现，公司商品肉猪销售价格较同类产品市场价格高出0.6-0.8元/公斤，折算每头多赚60-80元的利润，仔猪价格较市场价格高出2.5-4元/公斤，相当于每头多赚63-100元的利润。我们认为，生猪品牌的确立一方面得益于公司养殖规模的扩大，另一方面，公司生猪全产业链以及可追溯体系的建立保证了公司生猪的食品安全——公司在“瘦肉精”事件中没有查出一头问题猪。公司产品品牌效应的凸显将为公司提供巨大的抗周期性。同时，公司将进入野猪养殖领域，这是继公司进入土杂猪市场，致力于打造本土杂猪品牌后，公司又一开拓的新领域。
- **生猪养殖规模快速增长。**报告期内，公司共出栏生猪37.69头，比上年同期增长40%，其中仔猪和肉猪的出栏量同比均超过40%的增长，同时我们看到仔猪和肉猪的存栏共上升3.7万头，这个成绩在上半年生猪养殖遭受疫病困扰的状态下实属不易，可以看见公司高效的疫病防御能力。从养殖规模来看，公司上半年的种猪已经达到4.7万头，比年初增长33.4%，相当于将近100万头生猪的出栏规模。同时，我们注意到公司后备种猪规模已经上升至2.5万头，比年初增长121%，这为公司未来养殖规模的扩大，出栏量的快速提升提供了重要的基础。我们预期，公司下半年生猪出栏规模将继续保持快速增长。
- **第四季度生猪价格创新高概率大。**我们判断，下半年生猪价格仍将维持在高位，并在四季度创新高：1) 经验表明猪价上升周期通常将持续1.5年-2年；2) 根据我们的了解目前虽然疫病情况已经日趋平稳，但还没有消除，这还将影响到年底的供给；3) 年底消费旺季的到来，生猪消费将大幅回升。我们认为，在下半年生猪价格继续上涨的背景下，公司业绩仍有很超预期的概率。



东方证券
ORIENT SECURITIES

叶烽

农业分析师

8621-50366888 x 6094

yefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060046

行业评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2011年7月27日) 32.17元

目标价格 38.40元

总股本/A股(万股) 26700/8800

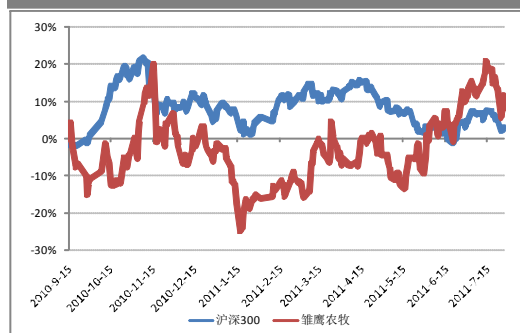
A股市值(百万元) 8800

国家/地区 中国

行业 农业

报告发布日期 2011年7月28日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百)	683	1134	1548	2194
主营业务利润(百)	111	301	329	453
净利润(百万)	123	310	341	471
EBITDA(百万)	175	394	447	603
每股收益(元)	0.46	1.16	1.28	1.76
净资产收益率	7.8%	16.4%	15.3%	17.5%
每股经营现金流	0.10	0.78	0.81	1.09
市盈率(X)	73	29	26	19
EV/EBITDA(X)	51	23	20	15

资料来源：东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- **盈利预测和风险提示。**我们预计公司 11-13 年公司 EPS 分别为 1.16 元，1.28 元和 1.76 元，按照目前股价 32.17 元，对应公司的市盈率为 29X、26X 和 19X，公司具有良好的成长性和较强的抗周期性，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**1) 灾害性天气和疫情；2) 生猪规模扩张低于预期；3) 猪价下滑超预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1180	1365	1597	2030	营业收入	683	1134	1548	2194
现金	783	749	723	791	营业成本	508	727	1088	1540
应收账款	28	43	62	88	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	5	6	8	11	营业费用	14	18	25	39
预付账款	66	79	108	154	管理费用	35	62	77	114
存货	298	488	696	987	财务费用	15	17	25	44
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	8	4	4
非流动资产	624	784	921	1024	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	1	1
固定资产	448	599	693	761	营业利润	111	301	329	453
无形资产	89	96	93	92	营业外收入	15	20	28	39
其他非流动资产	78	80	126	162	营业外支出	2	9	12	18
资产总计	1803	2149	2519	3054	利润总额	124	313	345	475
流动负债	171	200	227	281	所得税	1	3	3	5
短期借款	97	97	97	97	净利润	123	310	341	471
应付账款	30	46	56	79	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	44	57	74	105	归属母公司净				
非流动负债	58	64	66	76	利润	123	310	341	471
长期借款	40	40	40	40	EBITDA	175	394	447	603
其他非流动负债	18	24	26	36	EPS (元)	0.46	1.16	1.28	1.76
负债合计	228	264	293	357	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2010	2011E	2012E	2013E
股本	134	267	267	267	成长能力				
资本公积	1257	1124	1124	1124	营业收入	26.2%	66.0%	36.5%	41.7%
留存收益	184	494	835	1306	营业利润	45.5%	170.5%	9.2%	37.7%
归属母公司股东权益	1575	1885	2226	2696	归属于母公司净	39.2%	151.8%	10.2%	37.9%
负债和股东权益	1803	2149	2519	3054	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	25.7%	35.9%	29.7%	29.8%
单位:百万元					净利率(%)	18.0%	27.3%	22.0%	21.5%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	7.8%	16.4%	15.3%	17.5%
经营活动现金流	26	209	215	292	ROIC(%)	8.1%	16.2%	15.5%	18.1%
净利润	123	310	341	471	偿债能力				
折旧摊销	64	78	84	0	资产负债率(%)	12.7%	12.3%	11.6%	11.7%
财务费用	15	17	25	44	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-1	-1	-1	-1	流动比率	6.90	6.82	7.04	7.22
营运资金变动	151	189	232	311	速动比率	5.16	4.38	3.97	3.71
其他经营现金流	-327	-384	-466	-533	营运能力				
投资活动现金流	-169	-187	-167	-131	总资产周转率	0.38	0.53	0.61	0.72
资本支出	271	156	130	88	应收账款周转				
长期投资	6	0	0	1	率	25	26	25	25
其他投资现金流	108	-31	-37	-42	应付账款周转				
筹资活动现金流	857	-55	-75	-92	率	22.64	25.00	28.57	28.57
短期借款	-80	0	0	0	每股指标				
长期借款	0	0	0	0	(元)				
普通股增加	34	134	0	0	每股收益(摊薄)	0.46	1.16	1.28	1.76
资本公积增加	1053	-134	0	0	每股经营现金流	0.10	0.78	0.81	1.09
其他筹资现金流	-150	-55	-75	-92	每股净资产(摊薄)	11.80	7.06	8.34	10.10
现金净增加额	713	-33	-26	68	估值比率				
					P/E	74	29	27	19
					P/B	2.90	4.84	4.10	3.39
					EV/EBITDA	52	23	20	15

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn