

农林牧渔行业

雏鹰农牧 (002477)

公司点评报告

评级: 买入 维持

收盘价(元) 32.30

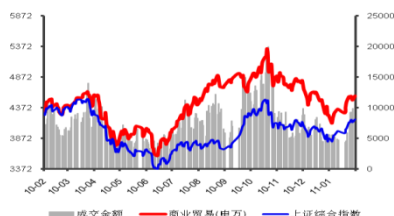
目标价(元) 38.00

市场数据

总股本(百万) 267

流通 A 股(百万) 67

流通 B 股/H 股(百万) -/-



相关研究

《中原生猪养殖新秀——雏鹰农牧 (002477) 新股研究报告》, 2010830
 《产业化+消费升级+品牌——德邦证券 2011 年农林牧渔行业策略报告》, 20101221

农林牧渔行业研究小组

联系

徐伟民
 8621-68761616-8686
 xuwm@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

半年报符合预期, 继续给予“买入”评级

——雏鹰农牧 (002477) 2011 年中报点评

事项: 27日晚公司公布半年报, 上半年实现营业收入4.82亿元, 较去年同期增长78.5%; 实现净利润1.42亿元, 较去年同期增长347.8%。全面摊薄后EPS 为0.53元。

点评及投资要点:

□ **预计全年公司生猪出栏量会在110万头之上。**上半年生猪销售总量37.69万头, 增幅40%。其中商品仔猪24.56万头, 商品肉猪11.92万头, 二元种猪1.21万头。至2010年末公司拥有9658头纯种猪和25739头二元种猪。近万头纯种猪意味着年7万头二元种猪和13万头商品猪(包括仔猪和肉猪)(按照每头母猪每窝10头仔猪, 每年两窝, 雏鹰可以做到2.25窝/年, 10.7头/窝)生产能力, 25739头二元种猪意味着年52万头左右商品猪的生产能力。另外公司2011年计划通过外购及自繁, 增加能繁母猪5-6万头, 预计可产出商品猪55万头左右(新购能繁母猪假设2011年只产出1窝, 每窝10头仔猪)。合计上述估计, 我们预计雏鹰农牧今年全年的商品猪出栏量应该在110-120万头之间(不包括二元种猪)。

□ **预计全年毛利至少4.4亿元。**按照中报计算, 商品仔猪毛利=20367.88万元/24.56万头*48.19%≈400元/头, 商品肉猪毛利=19843.82万元/11.92万头*28.2%≈670元/头, 二元种猪毛利=2458.36万元/1.21万头*44.44%≈900元/头。鉴于猪肉价格未来至年末将保持高位运行, 上半年到5月份猪肉价格才走上高位, 所以我们认为下半年均价只会比上半年高, 而不会低, 下半年雏鹰的毛利率也应该只高不低。运用最保守的估计, 平均每头毛利为400元, 2011年出栏110万头, 全年雏鹰毛利总额至少应在4.4亿元之上, 折合毛的EPS约为: 1.65元/股。

□ **2012-2013, 雏鹰模式高效率将使得公司在2012下半年变挑战为机遇。**我们预计猪肉价格会在2012年二季度初开始下滑, 2012年四季度进入行业景气低点。公司将会遭遇较大挑战。除了公司自身做好结构调整外(例如2011年底就开始减少商品肉猪补栏等), 雏鹰模式高效率还将会使得挑战成为机遇。采用雏鹰模式, 公司配种成功率92%以上, 产仔率10.7个/头母猪, 存活率96.2%-96.8%, 流产率低于同行2.5个百分点。仅存活率一项, 将可以降低公司成本近10%左右, 目前行业存活率的平均水平还不到85%。即如果一窝10头仔猪, 雏鹰有可能比别人多活一个。低成本有利于公司在行业最为艰难时期保持一定盈利水平和充沛现金流。期间行业内可能发生的兼并收购, 很有可能成为公司大发展的重要机遇。

□ **继续给予“买入”评级。**基于半年报披露信息, 我们修订了公2011司EPS估值, 预计2011-2013年EPS 估计为1.75/1.15/1.29元, 依然

给予雏鹰农牧“买入”评级。

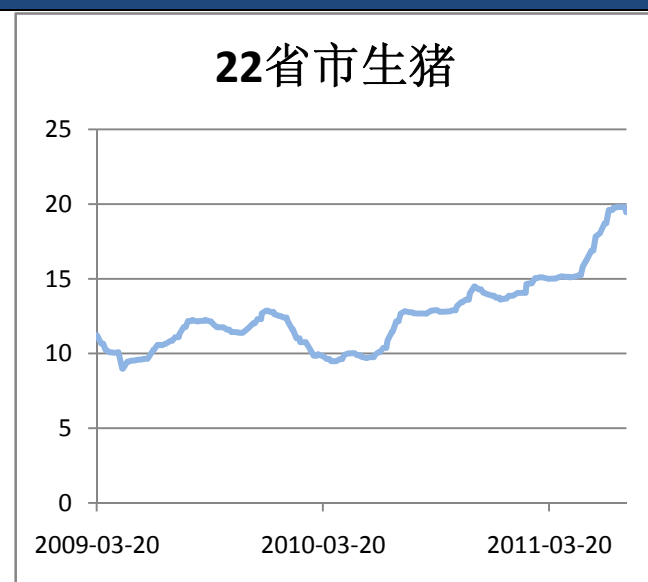
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	364	541	683	1,510	1,755	2,098
yoy		48.6%	26.2%	121.2%	16.2%	19.6%
净利润	62	89	124	468	309	347
yoy		43.2%	39.4%	277.3%	-34.0%	12.4%
每股收益	0.23	0.33	0.46	1.75	1.15	1.29
yoy		41.9%	39.8%	279.5%	-34.1%	12.3%
毛利率	26.3%	22.5%	25.7%	35.2%	21.9%	21.2%

图表 1 仔猪价格略有回落，上周末 40.6 元/公斤



资料来源：德邦证券研究所

图表 2 生猪价格也出现松动，上周末 19.46 元/公斤



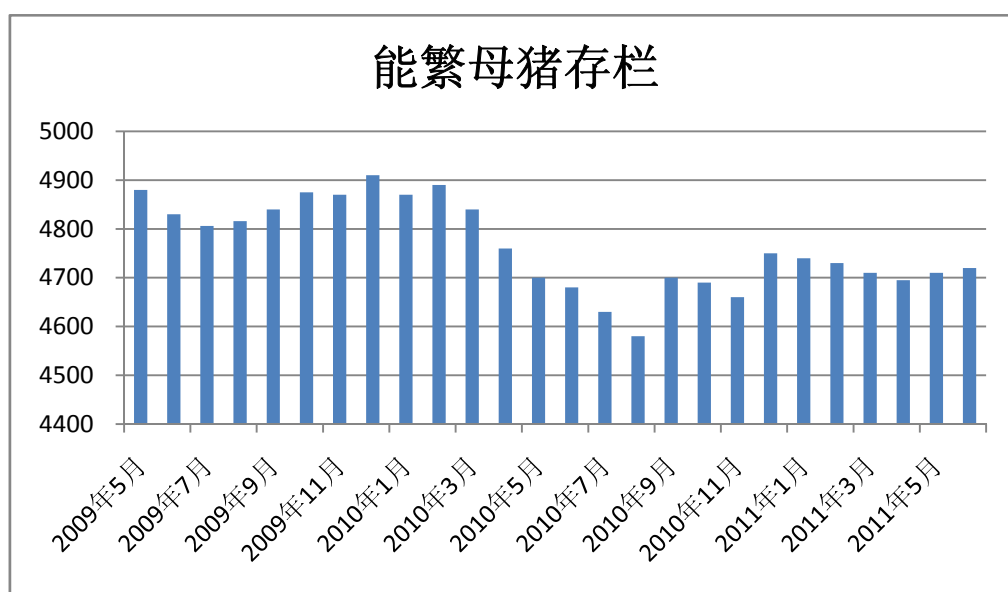
资料来源：德邦证券研究所

图表 3 生猪存栏量出现持续增长，但涨幅缓慢（万头，月数据）



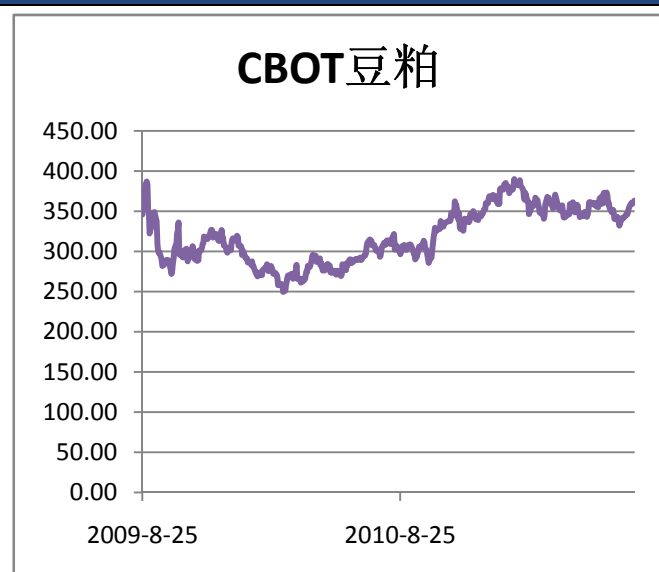
资料来源：中国畜牧业信息网，德邦证券

图表 4 能繁母猪存栏量出现复苏迹象，但亦增长乏力（万头，月数据）



资料来源：中国畜牧业信息网，德邦证券

图表 5 国际豆粕期货走势



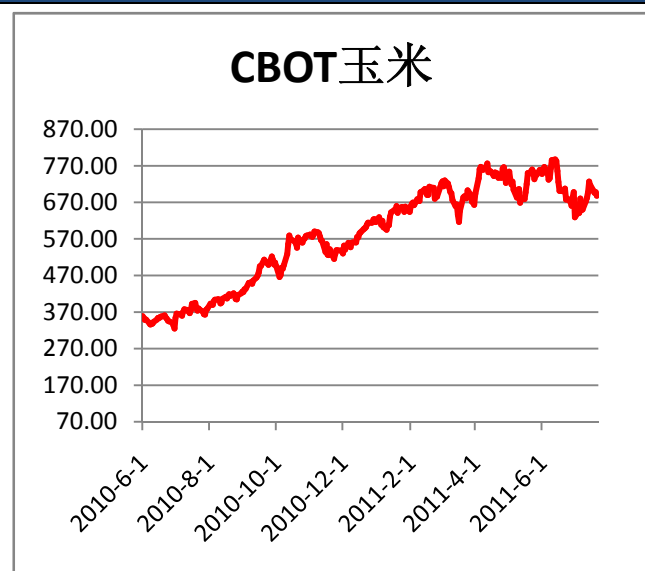
资料来源：德邦证券研究所

图表 6 国内豆粕期货走势



资料来源：德邦证券研究所

图表 7 国际玉米期货走势



资料来源：德邦证券研究所

图表 8 国内玉米期货走势



资料来源：德邦证券研究所

图表 9 国内豆粕现货走势



资料来源：德邦证券研究所

图表 10 国内玉米现货走势



资料来源：德邦证券研究所

附表 1：收入拆分及盈利预测

项 目		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
二元种猪	销售数量（头）	24,421	49,053	29,200	38,000	65,000	85,000
	销售均价（元/头）	2,185	1,901	1,746	2,000	1,940	1,930
	销售收入(万元)	5,336	9,327	5,098	7,600	12,610	16,405
	YOY	51.81%	74.79%	-45.34%	49.07%	70.18%	30.10%
	毛利率	53.57%	48.54%	49.51%	44.44%	46.50%	45.50%
商品仔猪	销售数量（头）	164,697	301,755	436,400	645,200	787,500	947,800
	销售重量（吨）	4,045	7,616	11,015	16,130	19,688	23,695
	销售均价（元/千克）	30	21	24.35	32	24.8	24.3
	销售收入（万元）	12,261	16,043	26,818	51,616	48,825	57,579
	YOY	131.25%	30.85%	67.16%	92.47%	21.08%	17.93%
	毛利率	34.70%	26.77%	36.18%	48.19%	35.20%	34.90%
商品肉猪	销售数量（头）	59,935	132,946	199,300	486,640	683,300	859,960
	销售重量（吨）	5,893	14,308	20,927	51,097	71,747	90,296
	销售均价（元/千克）	14	12	12.13	16	13.3	13.1
	销售收入（万元）	8,297	16,672	25,387	81,756	95,423	118,287
	YOY	322.45%	100.94%	52.28%	222.03%	38.33%	23.96%
	毛利率	12.49%	6.13%	11.06%	28.20%	11.00%	10.00%
生猪小计	销售数量（头）	249,053	483,754	664,900	1,169,840	1,535,800	1,892,760
	销售收入（万元）	25,894	42,042	57,304	140,972	156,858	192,271
	YOY	140.18%	62.36%	36.30%	146.01%	34.39%	22.58%
	毛利率	31.47%	23.41%	26.24%	36.39%	21.39%	20.49%
种蛋	销售数量（万枚）	6,867	8,459	5,675	5,800	5,750	5,700
	销售均价（元/枚）	0.97	0.97	1.15	1.1	1.1	1.1
	销售收入（万元）	6,695	8,237	6,550	6,380	6,325	6,270
	YOY	-0.33%	23.03%	-20.48%	-2.60%	-0.86%	-0.87%
	毛利率	10.68%	17.05%	18.58%	16.00%	16.00%	16.00%
鸡苗	销售数量（万羽）	1,069	1,196	1,261	1,200	1,200	1,200
	销售均价（元/羽）	1.42	1.46	1.506	1.5	1.5	1.5
	销售收入（万元）	1,514	1,747	1,899	1,800	1,800	1,800
	YOY	-11.10%	15.39%	8.69%	-5.20%	0.00%	0.00%
	毛利率	16.30%	33.03%	24.42%	22.00%	22.00%	22.00%
淘汰种鸡	销售数量（羽）	779,947	724,608	795,600	650,000	650,000	650,000
	销售重量（吨）	2,197	1,991	1,909	1,560	1,560	1,560
	销售均价（元/千克）	8.86	8.8	11.88	10.5	10.5	10.5
	销售收入（万元）	1,946	1,753	2,268	1,638	1,638	1,638
	YOY	47.65%	-9.92%	29.40%	-27.79%	0.00%	0.00%
	毛利率	18.61%	16.34%	30.22%	24.00%	24.00%	24.00%
家禽小计	销售收入（万元）	10,155	11,737	10,717	9,818	9,763	9,708
	YOY	4.28%	15.58%	-8.69%	-8.39%	-0.56%	-0.56%
	毛利率	13.04%	19.32%	22.08%	18.43%	18.45%	18.46%

其他	销售收入（万元）	368	330	275.23	250	300	350
	YOY	15.00%	-10.33%	-16.60%	-9.17%	20.00%	16.67%
	毛利率	46.28%			30.00%	30.00%	30.00%
营业收入	收入合计（万元）	36,417	54,109	68,297	151,040	166,921	202,329
	YOY	74.75%	48.58%	26.22%	121.15%	31.66%	21.21%
	综合毛利率	26.28%	22.5%	25.7%	35.2%	21.2%	20.4%

资料来源：德邦研究所

九、利润表

表4：利润表

单位：百万元，元，万股

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	364	541	683	1,510	1,755	2,098
二、营业总成本	304	465	572	1049	1453	1758
其中：营业成本	268	419	508	978	1371	1654
营业税金及附加	0	0	0	0	0	
销售费用	8	9	14	16	18	20
管理费用	17	25	35	46	56	67
财务费用	11	12	15	8	7	16
资产减值损失	0	1	0	1	1	1
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1	1
三、营业利润	60	77	112	462	303	341
加：营业外收入	4	13	14	9	9	9
减：营业外支出	2	1	2	3	3	3
四、利润总额	62	89	124	468	309	347
减：所得税	0	1	1	1	1	2
五、净利润	62	88	123	467	308	346
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	62	88	123	467	308	346
六、全面摊薄每股收益	0.47	0.66	0.92	1.75	1.15	1.29
发行后总股本	13350	13350	13350	26700	26700	26700

资料来源：德邦研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。