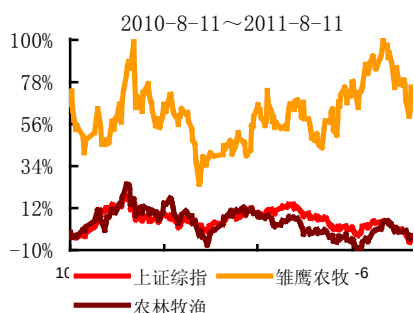


分析师： 刘晓峰 赵大晖
执业证书编号： S0050511040004
Tel: 010-59355921;13501223241
Email: yfliuxf@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

农林牧渔	
投资评级	
本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	60

市场数据	
市价(元)	30.40
上市的流通 A 股(亿股)	0.67
总股本(亿股)	2.67
52 周股价最高最低(元)	24.88-69.92
上□指数/深证成指	2549.18/11449.58
2010 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

《量价共促业绩增长 有望超越预期》
2011-03-18

雏鹰农牧(002477.SZ)

合理结构剑指稳健发展 继续强烈推荐！

投资要点

●布局特种养殖与生态养殖，完善产品谱系。三门峡的特种和生态养殖，能够较好地满足中高收入理性消费者的安全健康需求，雏鹰模式形成的质量溢价有望在终端得以体现（北京市场高端肋排价格 216 元/公斤，高端小里脊 298 元/公斤）。

●发展中高端，以价换量，追求稳健发展。受中高端配套体系建设速度的制约，养殖规模扩张速度有可能调整；但中高端产品的高利润不仅可以弥补速度缺口，同时还可以弱化行业周期波动对公司的负面影响，从而在行业下降周期实现业绩的稳健增长。**高管团队对自身及公司的准确定位，以及成熟且运行良好的雏鹰模式，是我们强烈推荐公司的核心理由。**

●一线城市“以市场换安全、以安全拓市场”的战略思路有利于公司实现稳定高速发展。最近北京市提出了食品安全十二五行动计划，明确提出了“以市场换安全、以安全拓市场”的战略思想，加强与外埠主要供应地的产销、购销合作，在产区建设稳定的生产基地、代收代储基地，鼓励引导食用农产品龙头企业在外埠设立基地，形成稳定可靠的货源，保障进京农产品供应和质量安全。在河北、**河南**、山西、黑龙江、吉林、辽宁等地**建设生猪外埠基地；进京畜禽产品应来自规模化养殖基地**，具备标准化消毒、采光、通风、疫苗储存、无害化处理、动物隔离、兽医诊疗等设施。生猪、肉鸡（鸭）、蛋鸡、肉（奶）牛、肉羊规模化养殖生产能力分别要达到 500 头、5000 只、3000 只、200 头、200 只以上。上述要求公司完全有能力满足，一线城市较大的市场容量和较高的支付能力及意愿，为公司提供了稳

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	682.96	1161.04	1625.46	2600.73
增长率(%)	26.22	70.00	40.00	60.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	122.97	370.90	425.30	704.98
增长率(%)	39.23	201.63	14.67	65.76
毛利率(%)	25.66	36.23	31.77	32.93
净□产收益率(%)	7.81	19.67	18.40	23.37
EPS(元)	1.13	1.39	1.59	2.64
P/E(倍)	33.00	21.88	19.08	11.51
P/B(倍)	2.58	4.30	3.51	2.69

来源：公司年报、民族证券

定的目标市场，有利于公司的稳健发展。

●**介入时点的选择：**市场对 9 月中旬小非解禁存在一定的疑虑。的确，如果小非解禁后采取减持行为，对股价可能会存在一定影响；但是与公司内在价值相比，公司目前的股价水平具有很高的安全边际，价值投资正当时！之前我们也曾跟董事长侯建芳先生交流过小非解禁问题，董事长对公司发展充满信心；我们认为“小非”们肯定也会跟公司高管团队沟通，同样也会认可公司的投资价值，所以**小非解禁不足虑也！**

●**调研花絮一：**正好碰上前来学习雏鹰模式的养殖同行。董事会秘书吴易得先生介绍说，很少的企业能够坚持“雏鹰模式”半年以上（董事长侯建芳先生也在不同场合中说过）。个人认为，罗马不是一天建成的，雏鹰模式也是一样；雏鹰模式以**目标协同、激发参与主体的责任心**为核心，让合作农户**充分了解模式与养殖的相关信息**，且给予合作农户一个**合理的保底收益**，合作农户以其强烈的责任心带动了其他参与主体加大投入，公司与农户之间形成了**长期稳固的合作关系**，合作信用不断累积，形成了很强的“**势-场**”效应，吸引更多的潜在参与者转化为合作农户，公司的高速发展也是“意料之外、情理之中”了。

●**调研花絮二：**中国日报采访董事会秘书吴易得先生，国际资本的介入对国内生猪养殖业有什么影响？本人的个人观点，要想实现国内生猪养殖业的稳健规范发展，适度规模的工商业资本是必要条件，但绝不是充分条件；一套符合中国国情、有效整合各方资源（包括人力、资金、政策和责任心）的养殖模式，以及一个对生猪养殖业有着深入了解、有毅力在此行业长期投入且定位准确、思路清晰的经营管理团队更加重要；后两者对于国际资本而言，获取难度是非常之大的，但雏鹰农牧上市之前就已经具备，上市之后公司融资渠道更加畅通，稳健高速的成长就是水到渠成的事情了。

●维持前期的盈利预测，预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 1.39 元、1.59 元和 2.64 元，动态市盈率分别为 21.88 倍、19.08 倍和 11.51 倍，估值明显偏低，**维持“买入”评级，强烈推荐！**

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1179.84	1140.34	1055.72	1499.98
现金	782.85	603.89	258.78	248.28
应收账款	27.68	45.67	63.88	88.87
其它应收款	5.15	15.60	17.84	27.00
预付账款	65.83	86.83	121.65	202.23
存货	298.33	388.35	593.57	933.60
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	623.64	782.91	1312.60	1851.36
长期投资	9.30	9.30	9.30	9.30
固定及无形资产	588.94	741.25	1243.38	1756.40
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.40	32.36	59.92	85.66
资产总计	1803.48	1923.25	2368.32	3351.34
流动负债	170.88	96.88	120.46	471.28
短期借款	97.00	13.02	19.68	315.48
应付账款	30.16	68.58	85.30	128.93
其他	43.72	15.28	15.48	26.88
非流动负债	57.57	18.41	33.60	52.35
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.57	18.41	33.60	52.35
负债合计	228.45	115.29	154.06	523.63
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1575.02	1807.96	2214.26	2827.70
负债和股东权益	1803.48	1923.25	2368.32	3351.34

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	12.42	250.60	245.95	368.24
净利润	122.97	293.02	406.29	613.45
折旧摊销	35.80	51.45	80.95	118.14
财务费用	15.12	1.50	2.27	36.39
投资损失	(0.52)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(161.10)	(95.35)	(244.19)	(400.21)
其它	0.15	(0.02)	0.63	0.48
投资活动现金流	(308.52)	(210.72)	(610.64)	(656.89)
资本支出	(303.09)	(210.72)	(610.64)	(656.89)
其他	(5.43)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1009.47	(218.83)	19.58	278.17
借款	(61.63)	(157.25)	21.85	314.55
普通股增加	1086.23	(60.07)	(0.00)	0.00
其他	(15.12)	(1.50)	(2.27)	(36.39)
现金净增加额	713.37	(178.96)	(345.11)	(10.49)

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	682.96	1126.89	1690.34	2535.51
营业成本	507.68	784.97	1189.68	1768.55
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	13.67	24.81	45.67	73.57
管理费用	35.43	40.75	73.33	84.33
财务费用	15.12	1.50	2.27	36.39
资产减值损失	0.15	(0.02)	0.63	0.48
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.52	0.00	0.00	0.00
营业利润	111.43	274.88	378.76	572.19
营业外收支	12.77	21.07	31.60	47.41
利润总额	124.20	295.95	410.37	619.60
所得税	1.23	2.94	4.08	6.15
净利润	122.97	293.02	406.29	613.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净	122.97	293.02	406.29	613.45
EBITDA	161.84	327.84	461.98	726.72
EPS (元)	0.92	1.10	1.52	2.30

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.22	65.00	50.00	50.00
营业利润	45.07	147.83	37.79	51.07
归属母公司净利润	39.24	138.29	38.66	50.99
获利能力				
毛利率	25.67	30.34	29.62	30.25
净利率	18.00	26.00	24.04	24.19
ROE	7.81	16.21	18.35	21.69
ROIC	6.97	15.93	17.92	19.20
偿债能力				
资产负债率	12.67	5.99	6.51	15.62
净负债比率	14.50	6.38	6.96	18.52
流动比率	6.90	11.77	8.76	3.18
速动比率	5.16	7.76	3.84	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.59	0.71	0.76
应收账款周转率	24.67	24.67	26.46	28.53
应付账款周转率	15.64	10.70	13.00	12.80
每股指标(元)				
每股收益	0.92	1.10	1.52	2.30
每股经营现金	0.09	0.94	0.92	1.38
每股净资产	11.80	6.77	8.29	10.59
估值比率				
P/E	33.00	21.88	19.08	11.51
P/B	2.58	4.30	3.51	2.69
EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1994 年毕业于山东大学生物化学专业，获理学学士学位；之后进入中国农业大学食品学院农产品加工与工业专业，1997 年获得工学硕士学位。2008 年毕业于中国农业大学经管学院管理科学与工程专业，获得管理学博士学位。曾经在北京市食品工业办公室工作，作为主要参加人开展过多项涉农产业链发展战略研究工作，对食品饮料行业有着较为深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn