

大康牧业 (002505)

猪价回升，盈利能力增强

—2011 年中报点评

	秦军		傅佳琦
	021-38676768		021-38674635
	qinjun@gtjas.com		fujiaqi008094@gtjas.com
	编号 S0880511010013		S0880511080004

本报告导读：

2011 年猪价上涨带动养殖业利润恢复，公司净利润同比增长 107%。供需缺口使得我们对猪价下半年继续乐观。11-12EPS：0.40/0.54 元。谨慎增持，目标价 17.50 元。

投资要点：

- **净利润增长 107%**。大康牧业 2011 年 1H 实现营业收入 2.33 亿元，同比增长 18.36%；实现净利润 3456 万元，同比增加 107%；
- **猪价回暖提升综合毛利率**。生猪价格进入 11 年以来不断上涨使得报告期内公司仔猪/种猪/育肥猪销售均价涨幅分别达到 76.92%/-6.28%/26.03%。产品价格涨幅超过原材料玉米豆粕涨幅，使得 1H2011 综合毛利率相比同期提升 5.90%。
- **2012 春节前对生猪价格保持乐观态度**。2010 年猪价低迷以及不断上涨的玉米价格导致养殖业利润低下，极大打击中小养殖户积极性，陆续退出生猪养殖市场，因而导致 11 年供需偏紧，猪价走高。母猪存栏在 11 年 2 月份出现拐点，根据生猪养殖周期规律，我们预计短期内供需缺口仍将存在，对猪价依旧看好 2 个季度。
- **产品结构微调**。种猪毛利贡献减少 25%，育肥猪提高 16%。募投 30 万生态养猪项目 11-13 年陆续达产，为满足顺利达产，公司 1H 销售种猪 3.03 万头，同比减少 25%。
- **维持“谨慎增持”评级，目标价 17.50 元**。我们预计公司 11 年出栏销售种猪/育肥猪/仔猪至 7/20/5 万头，对外销售饲料 2 万吨，11-13 年 EPS 为：0.40/0.54/0.61 元。
- **风险提示**：生猪价格波动，募投项目达产晚于预期。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	284	383	580	921	1,023
(+/-)%	33%	35%	52%	59%	11%
经营利润 (EBIT)	30	42	66	91	105
(+/-)%	-6%	42%	56%	39%	15%
净利润	30	40	66	89	100
(+/-)%	2%	34%	63%	34%	12%
每股净收益 (元)	0.19	0.24	0.40	0.54	0.61
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.04	0.05	0.06

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	10.4%	11.0%	11.3%	9.9%	10.3%
净资产收益率 (%)	16.1%	5.1%	7.2%	8.9%	9.2%
投入资本回报率 (%)	13.7%	12.7%	12.9%	14.2%	16.9%
EV/EBITDA	31.3	20.9	25.9	18.9	15.0
市盈率	38.9	38.8	38.0	28.4	25.2
股息率 (%)	1.3%	1.3%	0.3%	0.4%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**谨慎增持**

上次评级：谨慎增持

目标价格：**17.50**

上次预测：**17.50**

当前价格：**15.30**

2011.08.23

交易数据

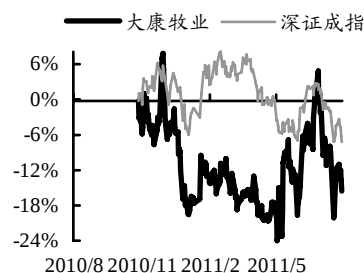
52 周内股价区间 (元)	13.12-33.00
总市值 (百万元)	2,517
总股本/流通 A 股 (百万股)	164/42
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	78

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	823
每股净资产	5.01
市净率	3.1
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.055	0.110
Q2	0.043	0.104
Q3	0.110	0.061
Q4	0.037	0.128
全年	0.244	0.402

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-15%	2%	0%
相对指数	-7%	9%	-2%

相关报告

《全产业链经营优势初现》

2010.11.03

模型更新时间: 2011.08.23

股票研究

必需消费

农业

大康牧业 (002505)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 17.50

上次预测: 17.50

当前价格: 15.30

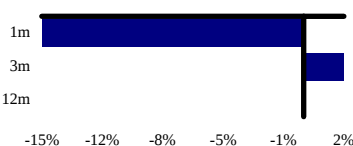
公司网址

www.dakangmuye.com

公司简介

公司是一家以农业产业化为经营核心的公司。公司主要致力于种猪、仔猪、育肥猪以及饲料的生产销售。公司拥有独一无二的“自然生态+便捷交通”优势,立足优质种猪资源,独创了“公司+基地+养殖大户+农户”的经营模式。公司拥有稳定的区域市场地位、产品辐射能力强;具有天然优势、不可复制的种猪和仔猪繁殖基地。公司被认定为“湖南省农业产业化龙头企业”、“湖南省首届农业产业化十大龙头企业”和湖南省养猪协会副会长单位。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

13.12-33.00

市值 (百万)

2,517

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	284	383	580	921	1,023	1,148
营业成本	249	332	501	809	895	998
税金及附加	0	0	0	0	0	0
销售费用	2	2	3	6	6	7
管理费用	3	6	10	16	17	20
EBIT	30	42	66	91	105	123
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
财务费用	3	3	-1	3	5	6
营业利润	28	40	66	89	100	116
所得税	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	30	40	66	89	100	116
货币资金、交易性金融资产	35	487	469	468	629	690
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	133	206	261	308	317	278
无形资产及其他资产	24	24	26	28	30	32
资产合计	275	835	955	1,104	1,249	1,366
流动负债	87	25	36	54	60	68
非流动负债	0	17	67	117	167	171
股东权益	188	793	914	994	1,084	1,189
投入资本(IC)	217	334	512	643	622	670
NOPLAT	30	42	66	91	105	123
折旧与摊销	9	11	16	23	32	39
流动资金增量	-8	-40	-65	-83	31	-86
资本支出	-51	-84	-73	-73	-43	-3
自由现金流	-20	-71	-57	-42	125	73
经营现金流	19	-253	19	35	173	82
投资现金流	-51	-84	-73	-73	-43	-3
融资现金流	53	519	37	37	31	-18
现金流净增加额	21	183	-17	-1	161	61
收入增长率	33.3%	34.6%	51.6%	58.7%	11.1%	12.2%
EBIT 增长率	-6.2%	42.2%	55.9%	38.9%	14.9%	17.1%
净利润增长率	2.1%	34.1%	63.4%	34.0%	12.4%	16.8%
利润率	12.3%	13.2%	13.6%	12.2%	12.6%	13.0%
毛利率	10.4%	11.0%	11.3%	9.9%	10.3%	10.7%
EBIT 率	10.6%	10.6%	11.4%	9.6%	9.7%	10.1%
净利润率	16.1%	5.1%	7.2%	8.9%	9.2%	9.8%
净资产收益率(ROE)	11.0%	4.8%	6.9%	8.0%	8.0%	8.5%
总资产收益率(ROA)	13.7%	12.7%	12.9%	14.2%	16.9%	18.4%
投入资本回报率(ROIC)	95	79	80	80	80	80
运营能力	4	5	5	5	5	5
存货周转天数	305	529	563	29	26	18
应收账款周转天数	0.62	-6.24	0.28	0.39	1.73	0.70
总资产周转天数	18%	22%	13%	8%	4%	0%
净利润现金含量	31.6%	5.0%	10.8%	15.5%	18.2%	17.5%
资本支出/收入	15.2%	-57.9%	-44.0%	-35.3%	-42.6%	-43.7%
偿债能力	38.9	38.8	38.0	28.4	25.2	21.6
资产负债率	6.2	2.0	2.8	2.5	2.3	2.1
净负债率	31.3	20.9	25.9	18.9	15.0	12.3
估值比率	4.1	4.1	4.3	2.7	2.5	2.2
PE	1.3%	1.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
PB						
EV/EBITDA						
P/S						
股息率						

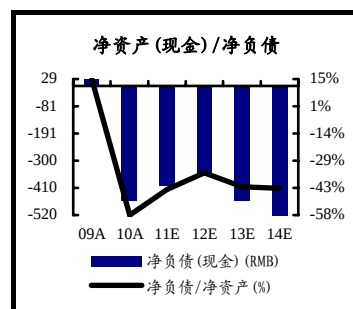
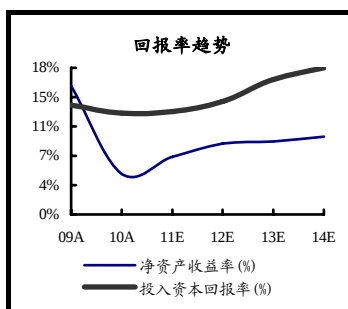
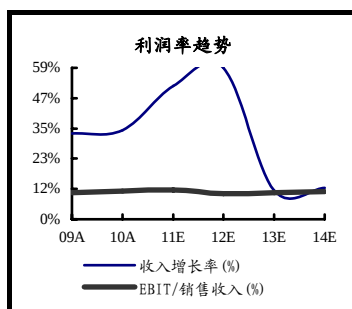
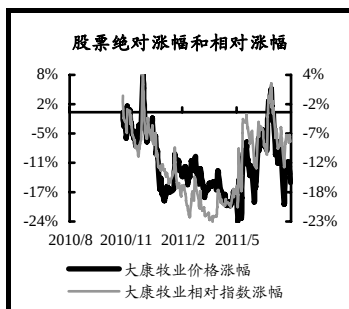
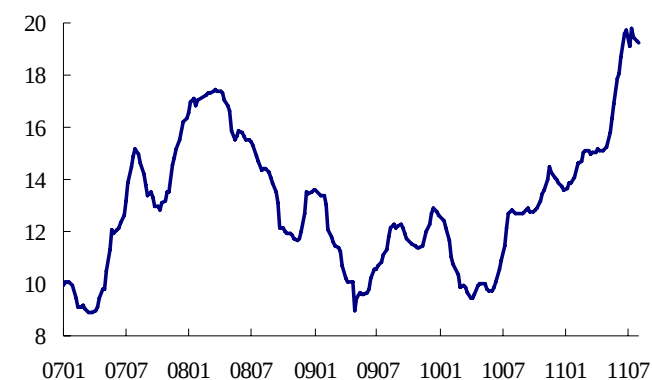
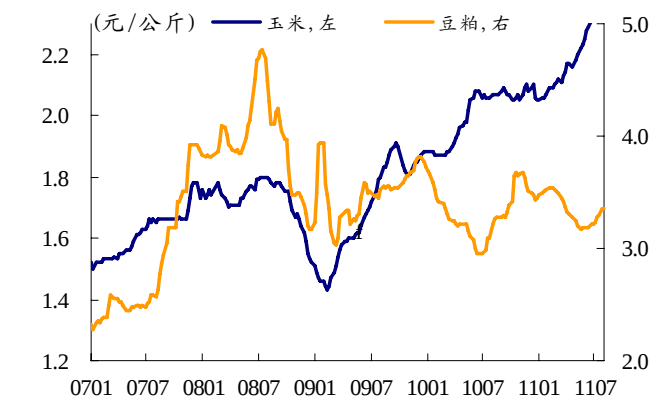


图 1: 生猪价格走势 (元/公斤)



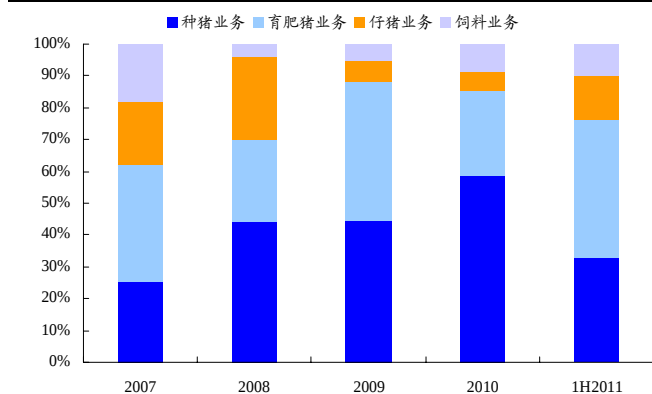
数据来源: 国泰君安证券研究

图 2: 玉米豆粕价格走势 (元/公斤)



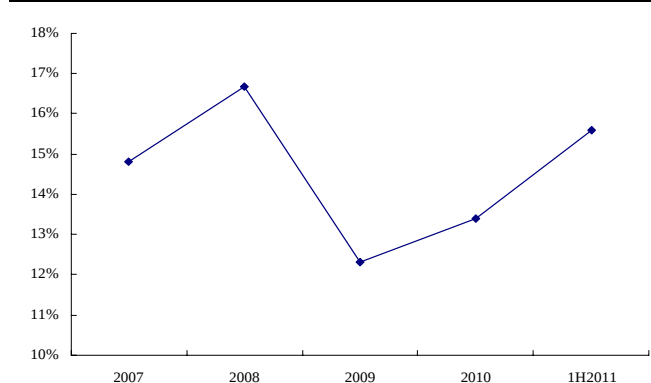
数据来源: 国泰君安证券研究

图 3: 2010 年公司毛利构成



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 公司综合毛利率 (%)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		