

行业景气有望超预期，产业链延伸抵御风险

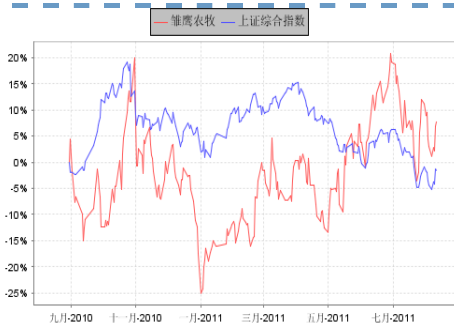
报告日期: 2011-08-29

评级: 推荐

目标价:

当前价格 (元)	31
52 周价格区间 (元)	24.9-69.58
总市值 (百万)	8277.00
流通市值 (百万)	2077.00
总股本 (万股)	26700.00
流通股 (万股)	6700.00
公司网址	www.chu-ying.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
雏鹰农牧	0.13	9.15	0.00
上证综合指数	-3.36	-4.54	0.33

财富证券研究发展中心

何畅 研究助理 周洁
0731-84403421
hechang@cfzq.com zhoujie@cfzq.com
S0530511050002

相关研究报告:

预测指标	2010A	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	682.96	1158.36	1676.79
净利润 (百万元)	122.97	337.89	392.45
每股收益 (元)	0.461	1.266	1.470
每股净资产 (元)	5.899	7.164	8.634
市盈率	67.31	24.50	21.09
P/B	5.26	4.33	3.59

资料来源: 财富证券

事件: 近期我们实地调研了雏鹰农牧股份有限公司, 与公司高管就公司 IPO 募投项目实施及生产经营情况进行了沟通。

投资要点

- **业务结构。**公司 2010 年收入结构为: 仔猪 39.26%, 肉猪 37.17%, 种猪 7.5%; 毛利占比分别为: 55%, 16%, 14%。

通过与公司合作农户以及董秘的交流, 总体我们认为公司是一家值得长期关注的生猪养殖企业, 主要基于以下三点理由:

- **雏鹰模式优势。**雏鹰模式指的“公司+养殖场业主+农户”的模式, 公司负责研发、技术和市场, 业主负责解决土地问题, 建设养殖场 (占比约 1/4, 主要是小养殖场), 农户负责养殖, 这种模式优点体现在四个方面: 一是效率大幅提高, 养殖行业最重要的就是调动农户的积极性, 雏鹰模式中, 农户的利润与养殖成果挂钩, 出栏结算价每年较为稳定, 不随市场价波动而变动, 并且即使出现大面积疫情, 每年农户也有保底收入 1.5-2 万, 基本保证农户无风险养殖, 这样的模式极大的调动了农户的养殖积极性, 使得公司的毛利率高于行业其它公司; 二是由于猪的产权属于公司, 这样就避免了违约风险; 三是产品质量得到保障, 公司实施封闭式管理, 农户与猪同进同出, 饲料和疫苗统一管理, 因此安全问题可保证; 四是采取与业主合作建厂的方式实现利用有限资金得到快速扩张。

- **行业景气高点超预期的可能。**对于猪价走势, 这次从河南省发改委价格处、农经处以及雏鹰农牧了解到的观点是猪价下半年肯定不会降, 至少延续到明年一季度, 如果有疫情发生, 行业景气将维持到明年下半年。公司目前能繁母猪有 4.72 万头, 后备种猪 2.52 万头, 跟去年年底相比增长 30%以上, 那么如果行业景气度超预期, 公司将会最受益。

- **延伸产业链抵御行业风险。**众所周知，养猪行业是个周期性的行业，3 年一周期。公司 IPO 项目之一就是建设年产 40 万吨的饲料厂以及部分超募资金建设屠宰厂，未来公司产业链将覆盖饲料-种猪-仔猪-肉猪-冷鲜肉。因此公司未来可通过产品结构的调节来抵御行业周期性风险：在生猪养殖行业行情好的时候销售仔猪，当行业行情不好的时候，公司将仔猪养殖成为肉猪销售，或者屠宰后存放在冷库里 3-5 个月再销售，同时公司目前三门峡生态猪项目定位高端，未来也将加强公司的抗风险能力，因此产业链的延伸使公司有能力更好的抵御行业风险。

盈利预测:

- **重要假设:**

假设一：公司 2011/2012 年仔猪销售数量为 60/80 万头，种猪 3/7 万头，肉猪 35/70 万头；

假设二：公司 2011/2012 年仔猪销售价格分别为 33/27 元/公斤，种猪 2000/2100 元/头，肉猪 15.5/13 元/公斤；

假设三：公司 2011/2012 年仔猪毛利率分别为 45%/40%，种猪 50%/50%，肉猪 25%/20%。在以上假设下我们得到公司主营业务收入与主营业务成本如下：

图表 1：收入成本预测

Q	2009	2010	2011E	2012E
商品仔猪（头）	301,755	436,400	600,000	800,000
商品仔猪（千克）	7,616,446	11,259,121	15,480,000	20,640,000
二元种猪（头）	49,053	29,200	30,000	70,000
商品肉猪	132,946	199,300	350,000	700,000
种蛋（万枚）	8,459	5,675	6,000	6,000
鸡苗（万羽）	1,196	1,260	1,350	1,500
肉鸡（羽）	724,608	795,600	850,000	960,000
P				
商品仔猪（元/千克）	21.06	23.82	33	27
二元种猪（元/头）	1,901.00	1,746.00	2,000.00	2,100.00
商品肉猪	11.65	12.33	15.5	13
种蛋（元/枚）	0.97	1.15	1.5	1.6
鸡苗（元/羽）	1.46	1.51	2	2
肉鸡（元/羽）	8.8	11.28	12.5	13
收入（亿元）				
商品仔猪	1.6	2.68	5.11	5.57
二元种猪	0.93	0.51	0.60	1.47
商品肉猪	1.67	2.54	5.61	9.41

种蛋	0	0	0.00	0.00
鸡苗	0	0	0.00	0.00
肉鸡	0.18	0.23	0.27	0.31
毛利率				
商品仔猪	26.80%	36.20%	45.00%	40.00%
二元种猪	48.50%	49.50%	50.00%	50.00%
商品肉猪	6.10%	11.10%	25.00%	20.00%
种蛋	17.10%	18.60%	20.50%	19.00%
鸡苗	33.00%	24.40%	30.00%	26.00%
肉鸡	16.30%	30.20%	32.00%	29.00%
成本(亿元)				
商品仔猪	1.17	1.71	2.81	3.34
二元种猪	0.48	0.26	0.30	0.74
商品肉猪)	1.56	2.26	4.21	7.53
种蛋	0	0	0.00	0.00
鸡苗	0	0	0.00	0.00
肉鸡	0.15	0.16	0.18	0.22
毛利(亿元)				
商品仔猪	0.43	0.97	2.30	2.23
二元种猪	0.45	0.25	0.30	0.74
商品肉猪	0.1	0.28	1.40	1.88
种蛋	0	0	0.00	0.00
鸡苗	0	0	0.00	0.00
肉鸡	0.03	0.07	0.09	0.09
合计				
收入	4.38	5.96	11.58	16.76
成本	3.37	4.39	7.50	11.83
毛利	1.01	1.57	4.09	4.94
毛利率	23.10%	26.40%	35.28%	29.45%

预计公司 2010-2012 年 EPS 0.46/1.266/1.47，对应 PE 67.3/24.5/21.1 倍，行业平均估值为 34 倍，具备相对估值优势，给予“推荐”评级。

图表 2：行业公司估值

简称	每股收益			市盈率 PE		
	10A	11E	12E	10A	11E	12E
新五丰	0.0800	0.1696	0.2920	149.88	70.70	41.06
大康牧业	0.2460	0.5180	0.7420	69.27	32.90	22.96
圣农发展	0.6780	0.5318	0.7233	25.56	32.59	23.96
益生股份	0.4390	1.2990	1.4021	64.67	21.86	20.25
顺鑫农业	0.6050	0.9556	0.9832	32.31	20.46	19.88

民和股份	0.4140	1.1123	1.1095	78.26	29.13	29.20
------	--------	--------	--------	-------	-------	-------

三大财务报表

资产负债表

	2010A	2011E	2012E
货币资金	773.24	1080.55	1131.45
应收和预付款项	98.66	135.37	221.52
存货	298.33	305.26	646.65
其他流动资产	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	9.30	9.30	9.30
投资性房地产	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	500.34	444.16	387.99
无形资产和开发支出	88.60	79.30	69.99
其他非流动资产	25.40	22.20	19.00
资产总计	1793.87	2076.14	2485.90
短期借款	97.00	0.00	0.00
应付和预收款项	64.27	—	—
长期借款	40.00	40.00	40.00
其他负债	17.57	—	—
负债合计	218.84	—	—
股本	133.50	133.50	133.50
资本公积	1257.17	1257.17	1257.17
留存收益	184.35	522.24	914.70
归属母公司股东权益	1575.02	1912.92	2305.37
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1575.02	1912.92	2305.37
负债和股东权益合计	1793.87	—	—

现金流量表

	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	25.68	388.34	28.32
投资性现金净流量	-294.67	0.00	0.00
筹资性现金净流量	992.53	-81.02	22.58
现金流量净额	723.55	307.31	50.90

利润表

	2010A	2011E	2012E
营业收入	682.96	1158.36	1676.79
减：营业成本	507.68	749.74	1182.40

营业税金及附加	0.00	0.00	0.00
营业费用	13.67	23.19	33.56
管理费用	35.43	60.10	87.00
财务费用	15.12	-15.98	-22.58
资产减值损失	0.15	0.00	0.00
加：投资收益	0.52	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00
营业利润	111.43	341.31	396.42
加：其他非经营损益	12.77	0.00	0.00
利润总额	124.20	341.31	396.42
减：所得税	1.23	3.41	3.96
净利润	122.97	337.89	392.45
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	122.97	337.89	392.45

■ 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.