

## 借东风，雏鹰展翅

### ——雏鹰农牧调研报告

雏鹰农牧

002477

#### 事件

我们于近日对雏鹰农牧进行了调研，与公司高管进行了交流，并参观了公司第一生猪出口基地。

#### 评述

公司处于快速扩张期，规模的高增长具有可持续性。公司生产采用的“雏鹰模式”充分发挥了各方积极性，有助于规模快速扩张。同时公司年出栏 60 万头生猪产业化基地、三门峡生态养猪等项目都将在未来 5 年内不断增加出栏生猪量，从量上保证公司的持续增长。

全产业链的布局及生猪优良品质的保证，将使公司保持较高的毛利率水平。公司一直保持着较高毛利，原因如下：1、产品结构中高毛利的仔猪和种猪相对占比高；2、“雏鹰模式”带来的成本优势；3、生产环节的全程严格控制保证了较好的产品品质，从而获得高于市场的价格。未来这三个方面的优势仍将保持，同时在以下方面还将得以加强，从而进一步稳定或提高毛利率：1、对上游原料价格的进一步掌握。2、在下游投资建设冷鲜肉加工项目和冷链仓储物流项目以延长产业链。

猪肉价格四季度至明年初仍将高位运行。随着 5 月份以来生猪存栏量不断增加，目前已从 5 月份的 45,280 万头增加到现在的 46,142 万头，四季度供给将不断增加。但随着中秋、国庆、元旦等节日的到来，四季度市场进入传统的消费旺季，需求也将逐步走高。预计猪肉的价格仍将保持高位。不过在旺季结束后，需求端会下调，若供给端仍保持旺盛，则价格面临下调风险。

**投资建议：**预计 2011-2013 年公司出栏生猪量为 95、148、190 万头，实现净利润 2.92、3.40、4.47 亿元，三年复合增长率 53%，对应 EPS 为 1.09、1.28、1.67，对应 PE27、23、18 倍。考虑到公司未来三年的高增长，给予“增持”评级。鉴于 9 月中下旬 4,805 万股限售股解禁，可能引起短期股价的波动。

**风险提示：**大规模疫情暴发的风险；生态猪市场开拓不力的风险。

评级

增持

分析师：李臣燕

农林牧渔行业

投资咨询执业证书编号：

S0630511010002

联系信息：

010-59707102

lcy@longone.com.cn

联系人：李其东

021-50586660-8646

liqd@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 9 月 6 日

调研：有

价格

当前市价：29.5 元

目标价：33.28 元

股价表现



公司估值

|     | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----|------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.46 | 1.09  | 1.28  | 1.67  |
| PE  | 62.2 | 27.0  | 23.1  | 17.6  |
| PB  | 4.9  | 4.5   | 4.0   | 3.5   |

注：EPS为最新股本摊薄后数据

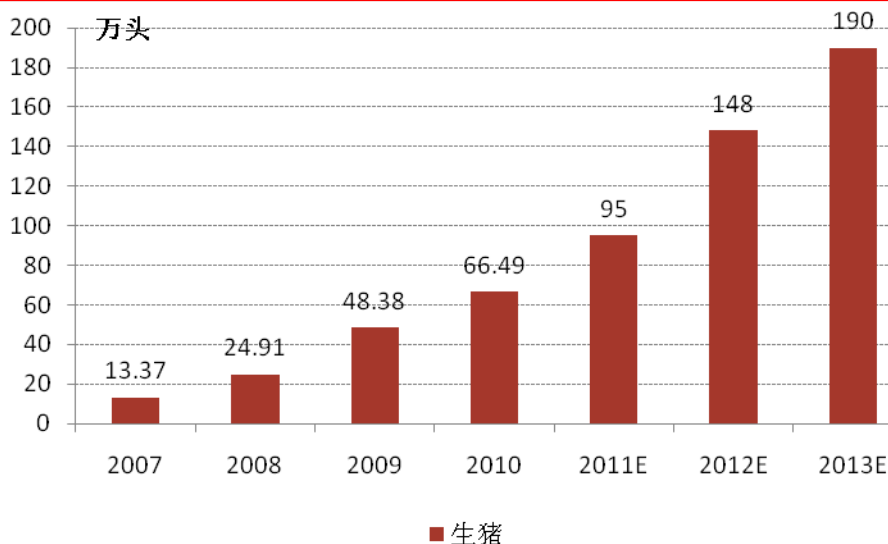
## 一、公司处于快速扩张期，规模的高增长具有可持续性

公司生产采用的“雏鹰模式”充分发挥了各方积极性，有助于规模快速扩张。同时公司年出栏 60 万头生猪产业化基地、三门峡生态养猪等项目都将在未来 5 年内不断增加出栏生猪量，从量上保证公司的持续增长。

公司募投项目之一年出栏 60 万头生猪产业化基地项目建设期 2 年，截止 2011 年中期的投资进度为 66.53%，年底可完成，在建设中陆续有投产，目前已有种猪投入。预计未来每年可增加出栏二元种猪 10 万头、商品仔猪 50 万头。

2011 年 1 月公司与三门峡市人民政府签署了《生态养猪项目投资合作意向书》，准备在三门峡市投资建设生态养猪项目，项目分阶段实施，预计投资规模在 40 亿元人民币左右，计划达到 100 万头的养殖规模。2011 年 5 月 10 日三门峡生态猪养殖项目一期工程-陕县年出栏 50 万头生态猪产业化项目奠基动工。整个项目将在 3-5 年完成投产，同时边投入边产出，2011 年 12 月 31 日前将完成 3 万头规模建设任务，实现存栏生猪 1 万头，明年可产生效益。

图1：公司出栏生猪不断增长



数据来源：公司公告，东海证券研究所

## 二、全产业链的布局及生猪的优良品质，将使公司保持较高的毛利率水平

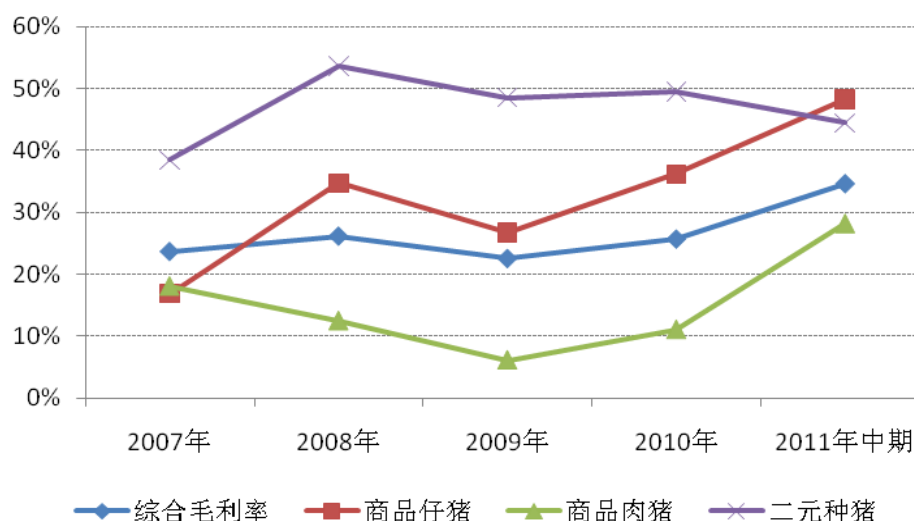
雏鹰农牧一直保持着较高的毛利率水平，原因如下：1、产品结构中高毛利的仔猪和种猪相对占比高；2、“雏鹰模式”带来的成本优势；3、生产环节的全程严格控制保证了较好的产品品质，从而获得高于市场的价格。未来这三个方面的优势仍将保持，同时在以下方面还将得以加强，从而进一步稳定或提高毛利率。

### 1、对上游原料价格的进一步掌握。

公司新设吉林雏鹰农贸有限公司，主要开展玉米、大豆等饲料原料农产品的购销、风干、贮运业务，为公司提供饲料原料。在产地进行原料收购，一方面可以及时了解行情，有利于降低成本；另一方面有利于原料品质的把控，从降低疫病发生概率方面降低生产成本。同时公司的募投项目之一是年产 40 万吨饲料生产建设项目，2011 年 12 月将达到可预期使用状态，生产饲料主要用于公司自身发展需要，不对外销售。这也

有助于从上游降低成本。

图 2：公司保持着较高的毛利率水平



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2、在下游投资建设冷鲜肉加工项目和冷链仓储物流项目。冷鲜肉加工项目延长公司产业链，使公司可以赚取屠宰流通行业的利润，扩大利润来源。冷链仓储物流项目作为配套项目，一方面有助于冷鲜肉加工项目的顺利开展，另一方面通过根据市场行情变化来增加或降低库存冷藏猪肉量，从而起到降低市场风险、平滑公司业绩的作用。

图 3：公司全产业链的发展

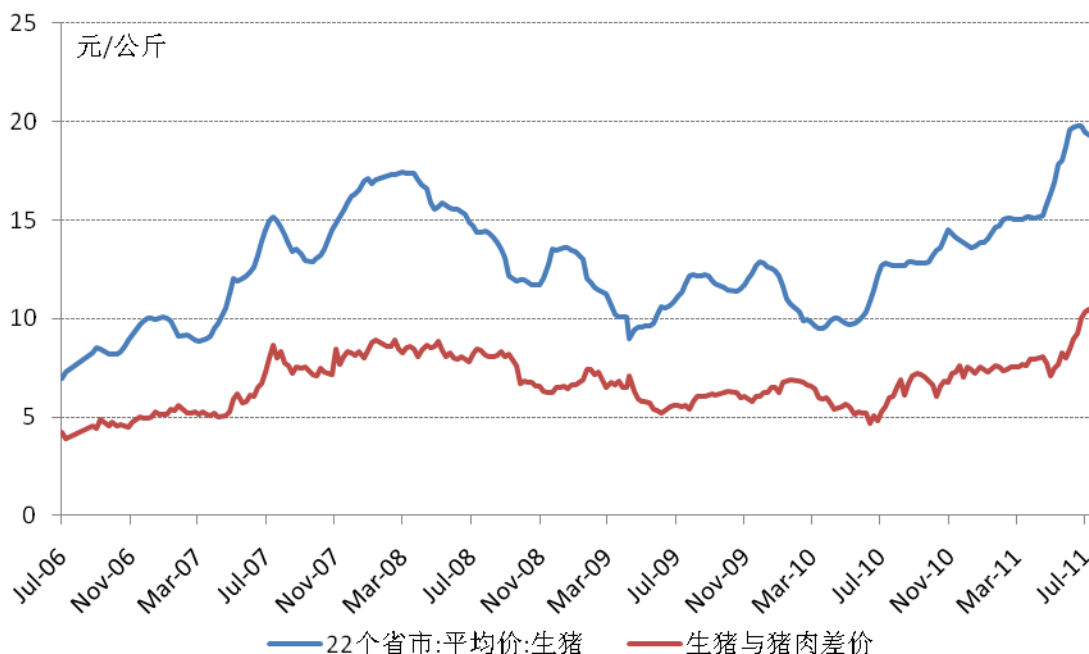


资料来源：东海证券研究所

公司从 2010 年 12 月初开始建设冷鲜肉屠宰加工项目，周期为一年。拟定生产规模为年屠宰生猪 200 万头，生产冷鲜肉 15 万吨。项目建成后，将根据市场情况逐步投产，预计 2012 年可投入使用。此项目通过根据市场行情调节屠宰量使得公司可以更加主动地规避生猪市场价格波动的风险。如果生猪销售利润高则降低自主屠宰量，反之，若生猪销售利润低、则增加自主屠宰量，从而在市场波动时仍能够保持较高的整体毛

利率。相对养殖行业较大的毛利波动性来说，屠宰行业的波动较为平缓。

图 4：养殖与屠宰盈利波动对比



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司以自有资金 15,000 万元投资冷链仓储物流中心建设项目，建设仓库 11 栋，总建筑面积为 59,548.9 平方米。主要配套服务于公司冷鲜肉屠宰加工项目投产后的肉制品冷藏、加工和运输。预计 2011 年 12 月 30 日建设完成。冷链仓储一方面是服务于公司冷鲜肉屠宰加工项目投产后的肉制品冷藏、加工和运输，另一方面很重要的作用是在猪肉行情不好的时候，把猪肉冷冻储存起来，调整销售时间，可一定程度上规避猪肉的价格波动。冷冻肉储存期可长达 6 个月，这可以让公司可以更加灵活地应对市场行情波动，增强了公司在不同行情年度业绩的稳定性。

公司商品肉猪和仔猪售价较市场价高出 0.6-0.8 元/公斤和 2.5-4 元/公斤，原因是公司生猪的品质、规模有保证，公司质量控制严格，同时能够稳定供给大型屠宰企业。在瘦肉精事件之后，整个市场对品质的要求进一步提高，高品质的原料获得更高的溢价。规模屠宰企业以前不大重视生猪品质，现在开始寻找规模企业合作或自建养殖场。农业部对全国瘦肉精开展专项整治的结果是散户及规模小的养殖场问题多。由于规模企业一出问题则损失很大，所以一般不敢轻易使用违禁药品。公司今年 3 月份主动邀请并配合有关质检部门深入公司养殖场进行现场抽检，结果显示，所有抽检生猪检测指标均呈阴性，没有“瘦肉精”等违禁药品成分。

### 三、猪肉价格四季度至明年初仍将高位运行

随着 5 月份以来生猪存栏量不断增加，目前已从 5 月份的 45,280 万头增加到现在的 46,142 万头，四季

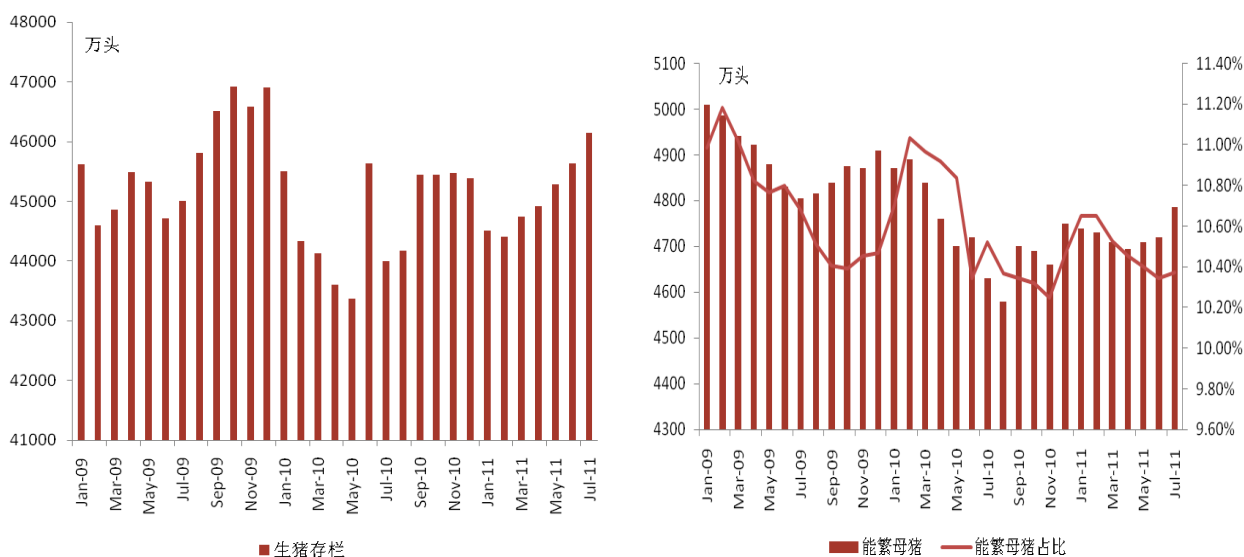
度供给将不断增加。但随着中秋、国庆、元旦等节日的到来，四季度市场进入传统的消费旺季，需求也将逐步走高，预计猪肉的价格仍将保持高位。不过在旺季结束后，需求端会下调，但若供给端仍保持旺盛，则价格面临下调风险。

图 5: 猪肉价格高位运行



资料来源：农业部，东海证券研究所

图 6: 生猪与能繁母猪存栏情况



资料来源：农业部畜牧业司，东海证券研究所

## 四、投资建议

预计 2011-2013 年公司出栏生猪量为 95、148、190 万头，实现净利润 2.92、3.40、4.47 亿元，三年复合增长率 53%，对应 EPS 为 1.09、1.28、1.67，对应 PE27、23、18 倍。考虑到公司未来三年的高增长，给予“增持”评级。鉴于 9 月中下旬 4,805 万股限售股解禁，可能引起短期股价的波动。

## 五、风险提示：大规模疫情暴发的风险；生态猪市场开拓不力的风险。

表 1:未来三年利润表预测

| 利润表(万元)     | 2008  | 2009  | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 36416 | 54108 | 68296 | 116347 | 192244 | 315983 |
| 营业成本        | 26892 | 41930 | 50768 | 79154  | 143301 | 244987 |
| 营业税金及附加     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 销售费用        | 762   | 861   | 1367  | 2205   | 3517   | 6031   |
| 管理费用        | 1744  | 2452  | 3543  | 5627   | 9328   | 15669  |
| 财务费用        | 1084  | 1170  | 1512  | 42     | 1885   | 4405   |
| 投资收益        | 0     | 11    | 52    | 0      | 0      | 0      |
| 资产减值及公允价值变动 | (44)  | 50    | 15    | 7      | 24     | 15     |
| 其他收入        | 88    | (100) | (29)  | 0      | 0      | (0)    |
| 营业利润        | 5977  | 7657  | 11143 | 29326  | 34237  | 44905  |
| 营业外净收支      | 273   | 1231  | 1277  | 100    | 100    | 100    |
| 利润总额        | 6250  | 8888  | 12420 | 29426  | 34337  | 45005  |
| 所得税费用       | 0     | 56    | 123   | 294    | 343    | 450    |
| 少数股东损益      | 0     | 0     | 0     | (55)   | (75)   | (95)   |
| 归属于母公司净利润   | 6250  | 8832  | 12297 | 29187  | 34069  | 44650  |

## 作者简介

**李臣燕：**农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010年2月加盟东海证券。

## 评级定义

**市场指数评级** 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%  
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

**行业指数评级** 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

**公司股票评级** 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%  
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间  
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间  
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

|                     |                      |
|---------------------|----------------------|
| <b>北京 东海证券研究所</b>   | <b>上海 东海证券研究所</b>    |
| 中国 北京 100089        | 中国 上海 200122         |
| 西三环北路87号国际财经中心D座15F | 世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F |
| 电话：(8610) 66216231  | 电话：(8621) 50586660   |
| 传真：(8610) 59707100  | 传真：(8621) 50819897   |