

分析师： 刘晓峰 赵大晖
执业证书编号： S0050511040004
S0050200010079
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

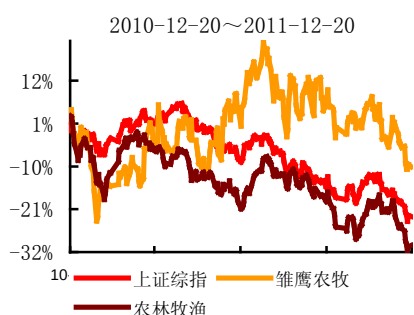
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	60

市场数据

市价(元)	25.55
上市的流通 A 股(亿股)	1.14
总股本(亿股)	2.67
52 周股价最高最低(元)	24.68-60.98
上证指数/深证成指	2218.24/9054.08
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)

逆市价值投资首选 共享公司成长

投资要点

在大盘系统性风险的影响下，公司股价一度下探至 25 元以下，我们认为，这恰恰是价值投资的好时机！

●行业周期与公司业绩波动的关系。

生猪养殖业存在波动周期是市场共识，但波动并不意味着一定要下降（或者说明显下降）。再者，即使生猪价格出现一定幅度的下滑，但公司可以采取多种方式来平滑行业周期波动带来的负面影响。

1、**模式稳效**是公司业绩保持长期稳定增长的核心基础。历经近 10 年发展历程的雏鹰模式，其运行已经非常稳定，配种率、流产率、死亡率、料肉比等相关技术参数一直处于行业领先地位；以最大程度发挥一线饲养人员责任心为目标的激励约束相容机制，为公司未来稳健快速发展打下了坚实基础。

2、**调构护利**能够在一定程度上规避生猪价格下调带来的负面影响。公司以往的财务数据显示，仔猪产品一直处于盈利状态，商品肉猪也仅仅 2010 年上半年出现亏损，公司可以通过适当加大仔猪产品占比来规避行业周期下行带来的负面影响，这种调整可以通过改变初次进入雏鹰模式的合作农户比重来进行。

3、**增量保利**是弱化行业周期负面影响的另一举措。净利润=单位产品净利*产品数量，在单位产品净利下滑的情况下，适当增加产品数量可以保持净利润总量不变。公司上市以来的持续扩张，充分彰显了公司快速发展战略的持续性和稳定性；公司在招股说明书中表示，公司将“**结合公司实际情**

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	682.96	1229.34	1475.20	2507.85
增长率(%)	26.22	80.00	20.00	70.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	122.97	465.02	469.39	946.60
增长率(%)	39.23	278.16	0.94	101.66
毛利率(%)	25.66	42.11	36.59	42.57
净资产收益率(%)	7.81	23.49	19.16	27.87
EPS(元)	1.13	1.74	1.76	3.55
P/E(倍)	55.48	14.67	14.53	7.21
P/B(倍)	4.50	3.45	2.79	2.01

来源：公司年报、民族证券

况，拟定了2010~2014年生猪销售分别达到70万头、110万头、160万头、240万头、360万头的发展目标”，预计2015年将超过500万头；从2010年和今年的实际数据来看，公司既定的发展目标得到了有效执行。

4、**延链避损**是防范行业周期下行的另一方式。从生猪和猪肉价格的历史运行数据来看，猪粮比低于5.5:1的持续时间极少超过4个月；通过延长产业链、增加屠宰环节，可以将生猪进入市场的时点向后顺延4~6个月，可以有效避开商品肉猪的亏损期。

5、**质提增利**是公司摆脱行业周期的终极方式。对于任何一个行业而言，**中高档产品的波动幅度都会低于全行业的波动幅度，甚至与行业波动“绝缘”**，生猪养殖业也不例外。根据我们对部分中高档猪肉产品价格的持续跟踪，当行业平均价格下调时，该产品价格基本保持不变，当行业平均价格进入上升通道时，该产品价格也在上涨，而且上涨的绝对幅度远远高于行业平均涨幅；每经历一个行业周期，该产品价格就上一个新台阶。公司已经拥有无公害和绿色生猪产品认证，这是打造中高档生猪产业链的基础；在具体行动方面，公司在三门峡建设百万头生态猪养殖项目、与毛蓉女士合作开展特种野猪养殖。

●明年猪价走势的判断：平稳运行是大概率事件。

1、**今年能繁母猪价格基本保持平稳，波动不大。**说明生猪养殖核心环节从业者对生猪和猪肉价格走势相对谨慎，没有大规模扩张的意愿，这就意味着行业产能没有明显提升。

2、**能繁母猪生产性能难以明显提高。**受疫病防控体系不够健全、配套政策存在冲突、饲养水平相对较低等负面因素的长期影响，能繁母猪生产性能（行业平均水平）呈下降趋势；以前万头猪场需要550~600头能繁母猪，现在则需要600~650头能繁母猪。能繁母猪生产性能下降，使得最终产品（商品肉猪）成本难以下降，因此生猪和猪肉产品价格大幅下降的可能性较小。

3、**较高的人工成本制约了规模化养殖企业的快速发展。**最低工资标准不断提升，提高了生猪养殖行业人员（尤其是一线饲养人员）的机会成本；对于散户和小规模养殖户而言，疫病风险的不确定性大大增加了亏损风险，“家产万贯、带毛的不算”。较高的人工成本，缩小了商品肉猪产品价格的下调空间，同时也使得生猪和猪肉供给难以快速增长。

4、**进口猪肉及相关产品不可能成为国内消费的“主力军”。**今年10月以来生猪和猪肉价格下行，很大程度上与进口猪肉及其相关产品数量快速增长有关。未来生猪和猪肉供给是否会出现进口大规模增长呢？我们认为，国内生猪和猪肉必须立足于自给为主、进口调剂的发展战略。目前全球猪肉贸易量在600万吨左右，折合商品肉猪8000万头左右，即使全部由国内进口，也仅占国内出栏总量的10~15%，况且这种情况很难发生。

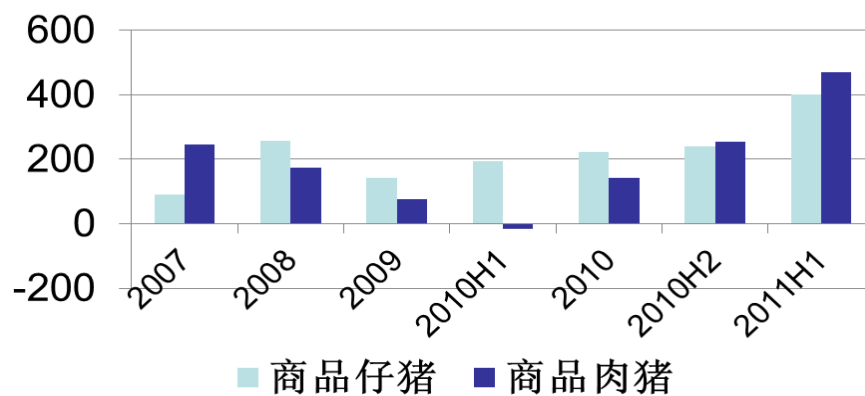
●关于公司估值水平的观点。

生猪行业周期下行是目前市场比较认可的一致观点。在此基础上，认为业内公司的估值水平应该下调，我们不赞同该观点。该观点成立的前提条件是公司业绩出现大幅波动，根据我们的研究，即使猪价平均下调20%，公司明年业绩也极有可能保持平稳。**如果采取周期性行业的估值方法**，行业景气度高时给予公司较低的市盈率，行业景气度低时给予公司较高的市盈率，那么目前公司2012年的动态市盈率仅仅15倍，估值水平明显不合理。

如果将公司视为一个稳健增长的企业，年复合增长率在50%以上，那么那么目前公司2012年的动态市盈率仅仅15倍，估值水平也同样不合理。

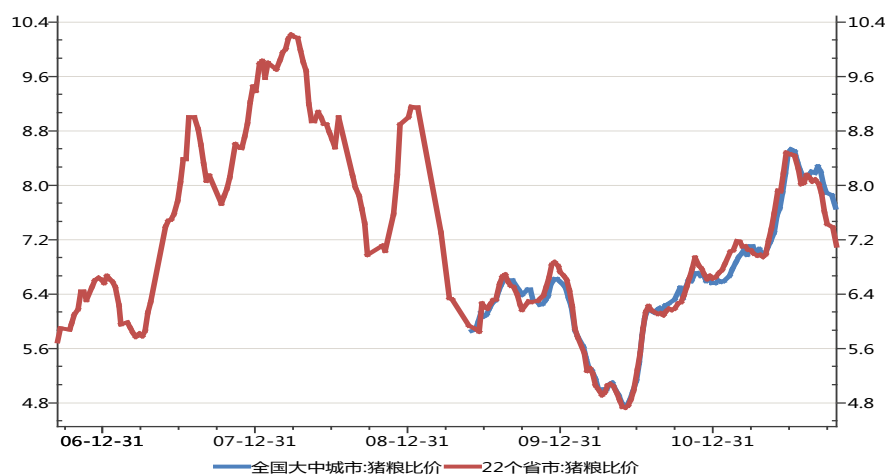
●预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 1.74 元、1.76 元和 3.55 元，动态市盈率分别为 16.89 倍、16.73 倍和 8.30 倍，估值明显偏低，维持“买入”评级和 60 元的目标价不变，继续强烈推荐！

图 1：2007 年以来公司主要产品的毛利变化



数据来源：公司公告，民族证券

图 2：2006 年以来猪粮比价走势



数据来源:Wind资讯

数据来源：WIND，民族证券

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	1515.42	1723.15	2598.50
现金	782.85	1017.80	1089.49	1558.94
应收账款	27.68	49.82	55.75	87.90
其它应收款	5.15	17.02	15.57	26.70
预付账款	65.83	78.71	95.64	164.69
存货	298.33	352.06	466.69	760.27
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	623.64	716.58	1039.19	1524.34
长期投资	9.30	9.30	9.30	9.30
固定及无形资产	588.94	671.98	977.60	1430.32
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.40	35.30	52.29	84.72
资产总计	1803.48	2232.01	2762.34	4122.84
流动负债	170.88	231.96	283.66	675.10
短期借款	97.00	155.94	204.42	548.22
应付账款	30.16	62.17	67.07	104.99
其他	43.72	13.85	12.17	21.89
非流动负债	57.57	20.08	29.32	51.78
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.57	20.08	29.32	51.78
负债合计	228.45	252.04	312.98	726.88
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	1979.96	2449.36	3395.95
负债和股东权益	1803.48	2232.01	2762.34	4122.84

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	12.42	465.27	423.80	747.77
净利润	122.97	465.02	469.39	946.60
折旧摊销	35.80	46.65	63.65	96.20
财务费用	15.12	17.99	23.58	63.23
投资损失	(0.52)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(161.10)	(64.35)	(133.37)	(358.73)
其它	0.15	(0.03)	0.55	0.47
投资活动现金流	(308.52)	(139.59)	(386.25)	(581.35)
资本支出	(303.09)	(139.59)	(386.25)	(581.35)
其他	(5.43)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1009.47	(90.72)	34.14	303.03
借款	(61.63)	(12.66)	57.72	366.26
普通股增加	1086.23	(60.08)	(0.00)	0.00
其他	(15.12)	(17.99)	(23.58)	(63.23)
现金净增加额	713.37	234.96	71.69	469.45

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	682.96	1229.34	1475.20	2507.85
营业成本	507.68	711.62	935.37	1440.21
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	13.67	12.31	18.46	36.40
管理费用	35.43	40.75	50.72	58.33
财务费用	15.12	17.99	23.58	63.23
资产减值损失	0.15	(0.03)	0.55	0.47
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	446.70	446.52	909.20
营业外收支	12.77	22.98	27.58	46.89
利润总额	124.20	469.68	474.10	956.09
所得税	1.23	4.66	4.71	9.49
净利润	122.97	465.02	469.39	946.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净	122.97	465.02	469.39	946.60
EBITDA	161.84	511.33	533.74	1068.64
EPS (元)	0.92	1.74	1.76	3.55

主要财务比

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.22	80.00	20.00	70.00
营业利润	45.07	302.74	-0.04	103.62
归属母公司净利润	39.24	278.16	0.94	101.66
获利能力				
毛利率	25.67	42.11	36.59	42.57
净利率	18.00	37.83	31.82	37.75
ROE	7.81	23.49	19.16	27.87
ROIC	6.97	21.57	17.49	23.69
偿债能力				
资产负债率	12.67	11.29	11.33	17.63
净负债比率	14.50	12.73	12.78	21.40
流动比率	6.90	6.53	6.07	3.85
速动比率	5.16	5.02	4.43	2.72
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.55	0.53	0.61
应收帐款周转率	24.67	24.67	26.46	28.53
应付帐款周转率	15.64	10.70	13.00	12.80
每股指标(元)				
每股收益	0.92	1.74	1.76	3.55
每股经营现金	0.09	1.74	1.59	2.80
每股净资产	11.80	7.42	9.17	12.72
估值比率				
P/E	27.74	14.67	14.53	7.21
P/B	2.17	3.45	2.79	2.01
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：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；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	看好	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
	看淡	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	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	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
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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。本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。

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、价值及投资收入可能会波动，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。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。