

推荐

强烈推荐雏鹰农牧

——关于双汇瘦肉精事件点评

市场数据

上证综合指数	2,896.26
深证成分指数	12,705.32
农业综合指数	2,451.48

相对股价表现



相关研究

农林牧渔研究小组:

联系: 徐伟民

8621-68761616-8686

Xuwm@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

事件: 昨日, 央视曝光了河南济源双汇食品有限公司(下称“济源双汇”)连续多年收购由“瘦肉精”养殖的所谓“加精”猪, 尿检等检测程序形同虚设。受此消息影响, 双汇发展股票昨日跌停。

点评:

受瘦肉精事件影响, 双汇发展股票昨日跌停显示出社会对食品安全的强烈要求, 但在我们预期之内(详见我们的 2011 年度策略)。这一事件, 联系三鹿奶粉事件, 我们认为食品安全制度最终会上升到国家产业安全层面被更加严苛的考虑, 这将对生猪养殖企业的食品安全问题提出更高要求。受此影响, 我们认为雏鹰农牧的雏鹰养殖模式, 应该被提高到一个新的高度来被市场认识, 强烈推荐雏鹰农牧。

雏鹰模式是将农户请进养殖厂进行生猪养殖的, 出了其他激励优势外, 其食品安全是非常有保障的。我们甚至认为雏鹰模式是将来养殖性企业和农户结合的不二选择。关于雏鹰模式的详细见正文。

我们这里推荐雏鹰农牧的另外两个理由是, 猪肉价格将在更长的时间里保持高位运行; 公司生猪产量将会急剧放大。

受通胀管理影响, 猪肉价格并没有剧烈上升, 只是保持在了一个较高位置。受此影响, 农户养殖积极性没有得到提高, 补栏乏力, 这从能繁母猪存栏及生猪存栏数据可见一斑, 受此影响, 春节过后, 生猪价格不仅没有出现下降, 反而稳中有升。

另外, 公司上市后的养猪场建设年前已部分开始投入使用, 这意味着公司在三月份之后的生猪产量将会出现大幅提高。

最后, 雏鹰农牧的业绩良好, 增长快速。公司 2010 年 EPS 为 0.93 元, 2011 年我们预计至少能达到 1.57 元。公司 2010 年实现营业总收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 6.83 亿元、1.13 亿元、1.24 亿元, 分别同比增长 26.22%、47.24%和 40.60%。

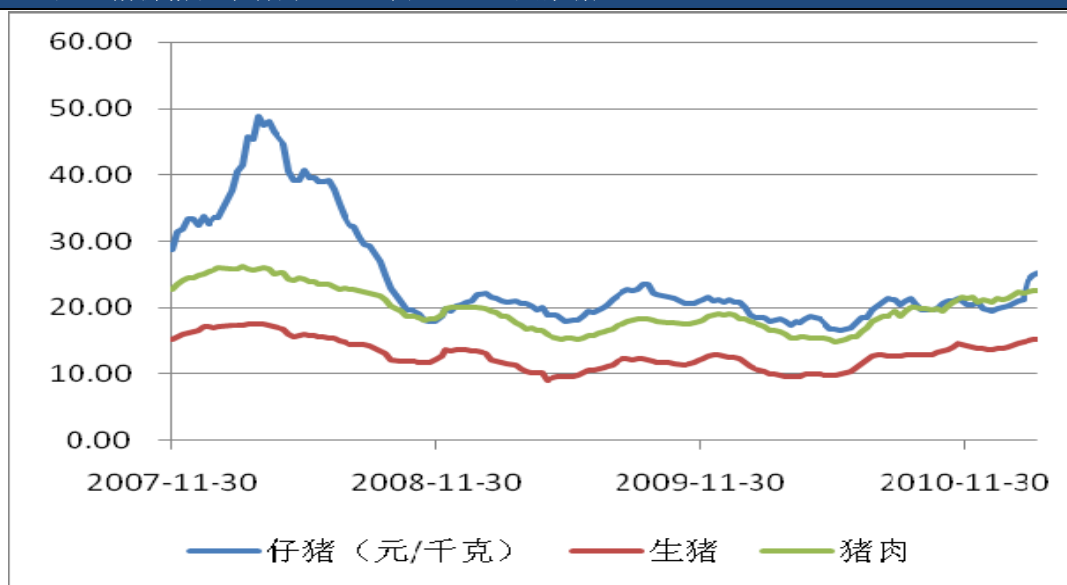
雏鹰模式简介： 公司将自有禽畜交予农户在公司养殖场进行养殖；农户须缴纳一定比例保证金，防范公司风险；农户按公司养殖流程接受饲料供应、防疫、技术指导和“封闭管理”，但具体养殖方式由农户自行决定；养殖周期结束，公司按照养殖成果支付农户养殖利润；在发生严重疫情等极端情况下，公司将保证养殖农户 1.3~2.0 万元/年的最低保障利润；实行专业化分工，例如养种猪的农户专养种猪，养育肥猪农户专养育肥猪（即分阶段、流程化、专业化养殖）。

雏鹰模式（以育肥猪为例）可以归结为管理和最终结算两个方面。管理方面：公司建厂或租厂（20—60 栋猪舍，100 头猪/栋），农户进厂养猪（2 栋/户），封闭式管理，公司提供仔猪、饲料、防疫、技术支持等（按签约价格卖给户）。最终结算为，按协议价将养到时间的猪卖给公司，猪的重量决定了农户最终收入。这里之所以以育肥猪为例是因为公司不同阶段的生殖养殖是不一样的，例如种猪配种阶段、分娩阶段，但类似。

这种模式类似于“带最低保障的包场到户”，使得报酬与农户的努力程度紧密联系在一起，符合张五常佃农理论的最优机制设计，极大的调动了农户养殖积极性，使得对养殖业毛利率具有重要的影响的几个指标都远远好于行业平均：配种成功率 92% 以上，产仔率 10.7 个/头母猪，存活率 96.2%~96.8%，流产率低于同行 2.5 个百分点。通过“分散养殖、统一管理”有效降低了疫情风险，保障了生猪产品质量。而且该模式避免了养殖业公司+农户模式（例如广州温氏公司）中最头疼的违约问题。

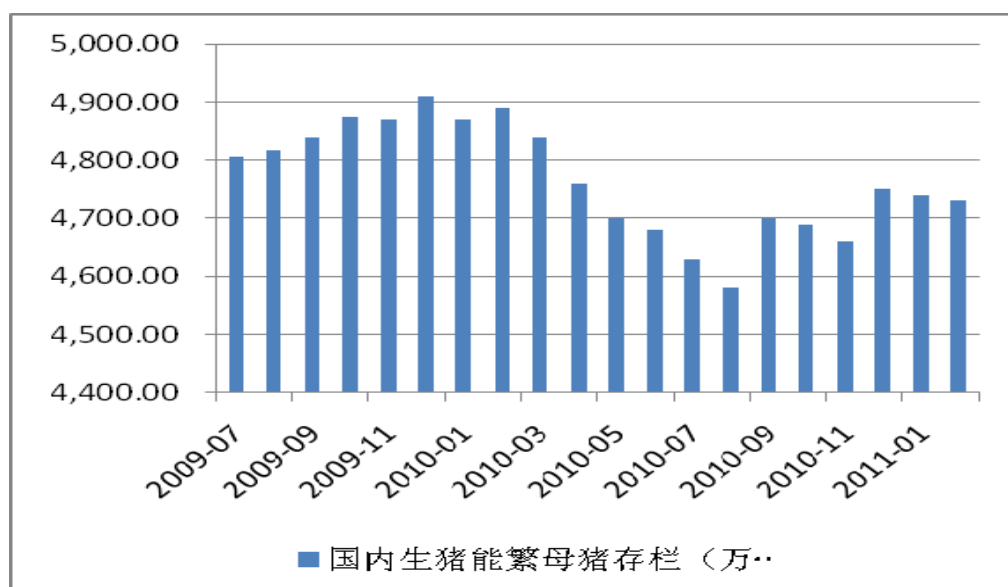
另外，这种模式意味着公司只承担市场风险和大规模疫情风险，而农户则完全承担养殖风险，农户会竭尽全力养好猪。对一个猪场公司管理只需对技术人员和门卫进行管理即可，使得管理大大简化，有利于复制和快速扩张。

图 1、节后全国生猪价格稳中有升（至 3 月 11 日，周数据）



资料来源：中国畜牧业信息网，德邦证券

图 2、生猪存栏量有所恢复（万头，月数据）



资料来源：中国畜牧业信息网

图 3、能繁母猪存栏量出现复苏（万头，月数据）



资料来源：中国畜牧业信息网

附表 1：雏鹰农牧收入拆分

项 目		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
二元种猪	销售数量（头）	21,014	24,421	49,053	70,600	99,400	133,700
	销售均价（元/头）	1,673	2,185	1,901	1,790	1,850	1,850
	销售收入（万元）	3,515	5,336	9,327	12,637	18,389	24,735
	YOY		51.81%	74.79%	35.49%	45.51%	34.51%
	毛利率	38.44%	53.57%	48.54%	48.00%	46.50%	43.00%
商品仔猪	销售数量（头）	98,247	164,697	301,755	377,200	527,200	677,500
	销售重量（吨）	2,484	4,045	7,616	9,430	13,180	16,938
	销售均价（元/千克）	21	30	21	23.5	25	24.2
	销售收入（万元）	5,302	12,261	16,043	22,161	32,950	40,989
	YOY		131.25%	30.85%	38.13%	48.69%	24.40%
	毛利率	16.92%	34.70%	26.77%	32.50%	35.50%	34.00%
商品肉猪	销售数量（头）	14,406	59,935	132,946	259,245	466,640	793,289
	销售重量（吨）	1,572	5,893	14,308	27,221	48,997	83,295
	销售均价（元/千克）	12	14	12	12.6	13.8	12.3
	销售收入（万元）	1,964	8,297	16,672	34,298	67,616	102,453
	YOY		322.45%	100.94%	105.72%	97.14%	51.52%
	毛利率	18.08%	12.49%	6.13%	6.50%	8.80%	8.00%
生猪小计	销售数量（头）	133,667	249,053	483,754	707,045	1,093,240	1,604,489
	销售收入（万元）	10,781	25,894	42,042	69,096	118,955	168,177
	YOY		140.18%	62.36%	64.35%	72.16%	41.38%
	毛利率	24.15%	31.47%	23.41%	22.43%	22.02%	19.48%
种蛋	销售数量（万枚）	7,300	6,867	8,459	5,850	5,800	5,750
	销售均价（元/枚）	0.92	0.97	0.97	1.05	1.1	1.1
	销售收入（万元）	6,717	6,695	8,237	6,143	6,380	6,325
	YOY		-0.33%	23.03%	-25.43%	3.87%	-0.86%
	毛利率	23.50%	10.68%	17.05%	14.00%	10.00%	8.00%
鸡苗	销售数量（万羽）	1,045	1,069	1,196	1,200	1,200	1,200
	销售均价（元/羽）	1.63	1.42	1.46	1.45	1.5	1.5
	销售收入（万元）	1,703	1,514	1,747	1,740	1,800	1,800
	YOY		-11.10%	15.39%	-0.40%	3.45%	0.00%
	毛利率	40.07%	16.30%	33.03%	18.00%	17.00%	15.00%
淘汰种鸡	销售数量（羽）	649,516	779,947	724,608	775,000	600,000	660,000
	销售重量（吨）	1,830	2,197	1,991	1,860	1,440	1,584
	销售均价（元/千克）	7.21	8.86	8.8	9.1	9.5	9.5
	销售收入（万元）	1,318	1,946	1,753	1,693	1,368	1,505
	YOY		47.65%	-9.92%	-3.45%	-19.18%	10.00%
	毛利率	0.86%	18.61%	16.34%	26.00%	20.00%	20.00%
家禽小计	销售收入（万元）	9,738	10,155	11,737	9,575	9,548	9,630
	YOY		4.28%	15.58%	-18.42%	-0.28%	0.86%
	毛利率	23.33%	13.04%	19.32%	16.85%	12.75%	11.18%

其他	销售收入（万元）	320	368	330	200	250	300
	YOY		15.00%	-10.33%	-39.39%	25.00%	20.00%
	毛利率				17.00%	16.00%	15.00%
营业收入	收入合计（万元）	20,839	36,417	54,109	78,871	128,753	178,106
	YOY		74.75%	48.58%	45.76%	63.24%	38.33%
	综合毛利率	23.76%	26.28%	22.5%	21.7%	21.3%	19.0%

资料来源：德邦研究所

表2：雏鹰农牧利润表

单位：百万元，元，万股

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	208	364	541	789	1,288	1,781
二、营业总成本	177	304	465	669	1084	1523
其中：营业成本	159	268	419	617	1013	1442
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
销售费用	5	8	9	11	16	18
管理费用	7	17	25	26	36	40
财务费用	6	11	12	15	18	22
资产减值损失	1	0	1	0	1	1
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	31	60	77	119	204	258
加：营业外收入	3	4	13	12	9	13
减：营业外支出	1	2	1	2	3	3
四、利润总额	33	62	89	129	210	268
减：所得税	11	0	1	0	0	0
五、净利润	22	62	88	129	210	268
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	22	62	88	129	210	268
六、全面摊薄每股收益	0.16	0.47	0.66	0.97	1.57	2.01
发行后总股本	13350	13350	13350	13350	13350	13350

资料来源：德邦研究所

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持-Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性-Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持-Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。