

## 三年再造三个雏鹰

### ——雏鹰农牧（002477）深度报告

2015年12月21日

强烈推荐/首次

雏鹰农牧 深度报告

#### 报告摘要:

**强烈看好雏鹰轻资产模式。**公司将缺乏技术含量的物业管理权和所有权转移给合作者，仅保留生猪经营管理权，从而节约管理人才，降低猪舍的维修和建造成本，并发挥当地“能人效应”，达到管理效率提升的目的。我们认为，轻资产运营是实现规模化养殖的最佳方式，20年来公司将轻资产运营“进行到底”的发展思路始终没变，积累了口碑，并难以模仿。

**出栏量三年翻三倍。**我们认为，雏鹰模式助力公司生猪出栏量猛增。我们预测，2015-2018年公司生猪出栏量分别为170、300、500、1000万头。

- ◆ “产能”逐步释放：短期收购+长期自繁=4年内可供30余万头能繁母猪；
- ◆ 扩产有“地”放矢：吉林、内蒙新项目10余万亩养殖土地；
- ◆ 根本“不差钱”：公司6亿成功撬动43亿内蒙项目，20亿资产转让可期；
- ◆ 人才“省”下来：部分管理权转移为公司节约1/3人才。

**养殖+粮食贸易+互联网=最稀缺标的。**我们认为公司战略思路清晰，资源优势明显，16年猪价行情好，公司未来盈利能力强。

- ◆ 粮贸板块服务上游。粮畜大省+一带一路支点城市+京广、陇海线铁路交通枢纽+新郑国际机场航空交通枢纽=资源优势+区位优势；
- ◆ 互联网板块发力下游。300万淘豆会员+500万淘豆粉丝+3000万OMG粉丝+“雏牧香”产品+杰夫电商运营服务=粉丝经济流量变现；
- ◆ 新融农牧服务内外。养猪经验交流+猪价行情监测=调控出栏结构和节奏+抵御降低周期风险。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计，2015-2017年公司实现净利润分别为2.2、8.8、12.5亿元；全面摊薄EPS分别为0.20、0.82、1.24元；目前股价对应PE为86、20、13倍。给予公司2016年28-30倍PE，6个月目标价区间23-25元/股。我们给予公司“**强烈推荐**”的投资评级。

#### 财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,868.07	1,761.68	3,495.91	5,871.34	9,360.00
增长率(%)	17.99%	-5.70%	98.44%	67.95%	59.42%
净利润(百万元)	75.97	-184.17	205.77	864.57	1,302.32
增长率(%)	-74.87%	-342.44	-211.73	320.16%	50.63%
净资产收益率(%)	3.61%	-7.09%	5.54%	23.26%	27.80%
每股收益(元)	0.09	-0.20	0.20	0.82	1.24
PE	189.15	-82.34	85.74	20.29	13.47
PB	6.83	5.88	4.75	4.72	3.74

#### 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

#### 杨钊

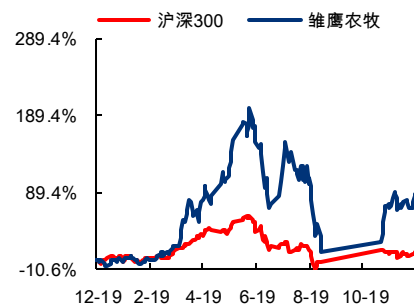
010-66555458

yangzhao@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	17.54-9.68
总市值(亿元)	183.3
流通市值(亿元)	83.47
总股本/流通A股(万股)	104505/47587
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.29

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《雏鹰农牧（002477）：行业景气上升，看好公司产能规模扩张能力》2014-10-27
- 2、《雏鹰农牧（002477）：生猪行情整体有所提升，养殖盈利能力将稳步提高》2014-06-04
- 3、《雏鹰农牧（002477）：公司产业链渐趋完善，静待行业景气复苏》2014-04-28
- 4、《雏鹰农牧（002477）2012年业绩快报点评：猪价下跌拖累公司净利润下滑》2013-02-28

## 目 录

1. 雏鹰农牧冲入养猪第一梯队.....	4
2. 头均盈利 400+.....	4
2.1 猪价一路涨.....	4
2.2 玉米一场空.....	5
2.3 利好规模化.....	6
3. 5 年释放 3000 亿+.....	7
3.1 永不消逝的周期.....	7
3.2 5 年跑完“加速道”.....	8
3.3 3000 亿+ “红海”.....	9
4. 雏鹰模式 3.0.....	11
4.1 “养猪模式”哪家强.....	11
4.2 只能被模仿从未被超越.....	13
5. 三年造三倍.....	15
5.1 种猪产能释放.....	15
5.2 土地资源充裕.....	15
5.3 资金杠杆合理.....	17
5.4 管理人才节约.....	17
6. 三大业务板块齐发力.....	18
6.1 粮食贸易“茁壮成长”.....	19
6.2 “互联网+养殖”业内最强.....	19
7. 盈利与估值.....	20
8. 风险提示.....	21

## 表格目录

表 1: 假设条件下生猪成本对玉米价格的弹性.....	7
表 2: 新增规模化养殖市场空间.....	11
表 3: 三种养殖模式比较优势.....	12
表 4: 雏鹰 3.0 模式升级内容和优势.....	12
表 5: 国内养猪前三名企业家背景和经营风格.....	14
表 6: 2009 年和 2014 年外出打工和合作农户的收入比较.....	14
表 7: 公司产能及产量预期.....	15
表 8: 具备产能的分、子公司.....	15
表 9: 公司养殖项目规模和进度（截止 2015 年中报）.....	16
表 10: 公司盈利预测表.....	23

## 插图目录

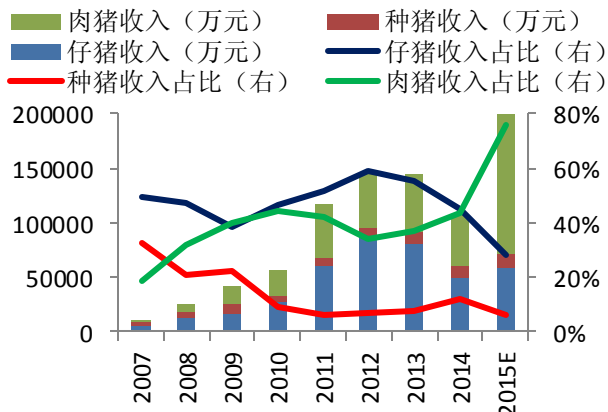
图 1: 2007-2015 年公司生猪收入及占比.....	4
图 2: 2007-2015 年公司生猪产品销售数量.....	4
图 3: 2010-2015 生猪价格与领先 13 个月母猪比的关系及未来猪价走势判断.....	5
图 4: 美、中、欧、巴的玉米产量占比.....	5
图 5: 中国玉米净口量占消费量比重.....	5
图 6: 2000-2014 年美国玉米产量及库存消费比.....	6
图 7: 2000-2015 年我国玉米产量及库存消费比.....	6
图 8: 2008-2015 年 CBOT 和大连商品交易所玉米收盘价.....	6
图 9: 2009-2015 年我国猪粮比.....	7
图 10: 中、美生猪养殖规模化养殖比例逐步提升.....	8
图 11: 1994-2015 年美国经历的四轮猪周期.....	8
图 12: 2006-2015 年我国经历的两轮猪周期.....	8
图 13: 中、美、日中国年出栏 500 头以上生猪养殖量占比.....	9
图 14: 中、日生猪年末存栏数.....	9
图 15: 1976-2014 年中、日 15-64 岁人口比重.....	10
图 16: 2009-2013 年我国保健品市场规模.....	10
图 17: 考虑通货膨胀的社会餐饮消费额.....	10
图 18: 公司 5 阶段模式转变为 2 阶段模式.....	13
图 19: 雏鹰 3.0 模式框架结构.....	13
图 20: 2008-2014 年我国外出农民工月收入 and 支出.....	14
图 21: 雏鹰农牧全国产能、产量分布.....	16
图 22: 一体化养猪场建设成本.....	17
图 23: 2010-2014 年公司员工结构安排和占比.....	18
图 24: 公司三大业务关系.....	19
图 25: 2012-2015 年中报公司粮食贸易业务毛利润和毛利率.....	19
图 26: 微客得下属 5 家控股子公司.....	20
图 27: “互联网+养殖”生态圈.....	20
图 28: 收入成本预测.....	22

## 1. 雏鹰农牧冲入养猪第一梯队

雏鹰农牧地处农业大省河南，是一家由养鸡过渡养猪的龙头企业，凭借自创的雏鹰模式实现了主营业务的平稳过渡和年出栏量的快速发展，目前公司年出栏量 150-200 万头与牧原共处第二梯队，次于第一梯队的温氏。

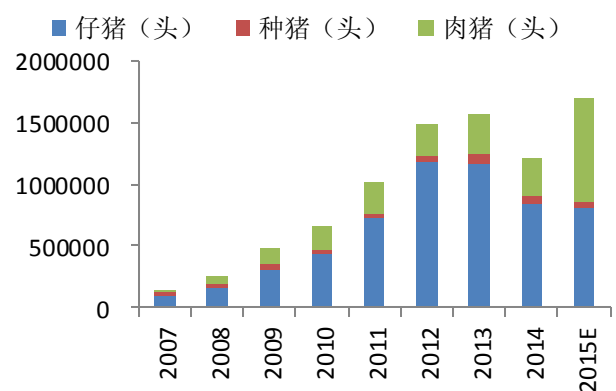
**兼备“实力”和“时利”。**我们认为，以轻资产运营为核心的“雏鹰模式”是我国实现规模化养殖的最佳发展路径，公司通过不断复制“雏鹰模式”实现了出栏量的快速增长。我们预测，2015-2018 年公司生猪出栏量分别为 170、300、500、1000 万头，其中，内蒙古年出栏 300 万头生猪项目已完成奠基仪式，吉林 400 万头生猪项目、新乡 100 万头项目、三门峡 100 万头项目和西藏藏香猪项目都在加紧建设。公司未来 3-5 年能大踏步前进得益于同时具备“模式优势”和“资源优势”的实力，此外，预期盈利是扩大产量最直接的动力，公司当然会抓住这次“时利”实现弯道超车。

图 1: 2007-2015 年公司生猪收入及占比



资料来源：招股说明书,公司年报,东兴证券研究所

图 2: 2007-2015 年公司生猪产品销售数量



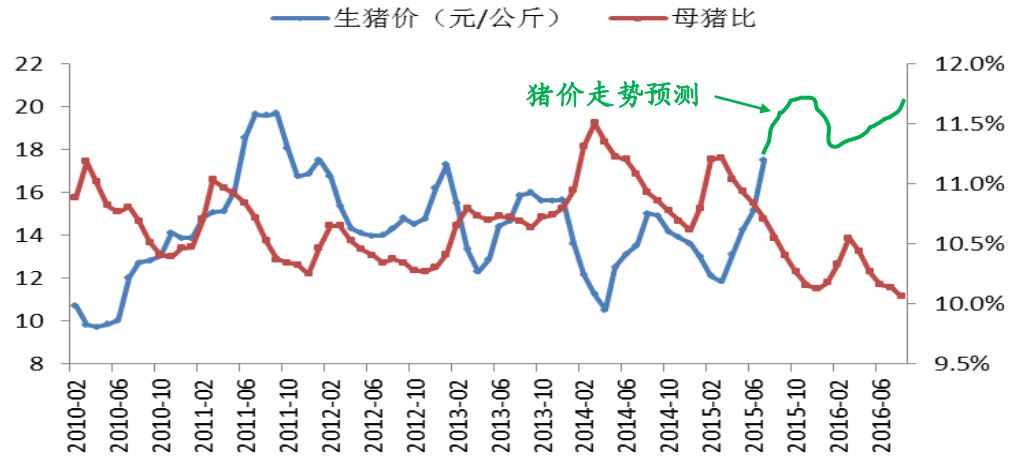
资料来源：招股说明书,公司年报,东兴证券研究所

## 2. 头均盈利 400+

### 2.1 猪价一路涨

**疯猪转慢猪。**在 9 月 23 日的行业深度报告《让猪价再飞一会》中，我们通过构建“母猪比”指标预测猪价经 9 月起小幅回调后，4 季度后半程起将驶回上升通道。经市场检验，10-11 月猪价呈小幅回调走势完全符合预期。截止九月中旬，生猪价格持续上涨 22 周达到近 18.9 元/公斤，较 22 周前上涨 62%，较去年同期上涨近 20%。经过 10 周回调，11 月下旬猪价至 16.2 元/公斤企稳。**对于猪价后期走势，我们继续坚定认为猪价上升通道重启，且增速趋缓，猪价高位运行有望贯穿全年，均价超 17 元/公斤。**

图 3: 2010-2015 生猪价格与领先 13 个月母猪比的关系及未来猪价走势判断



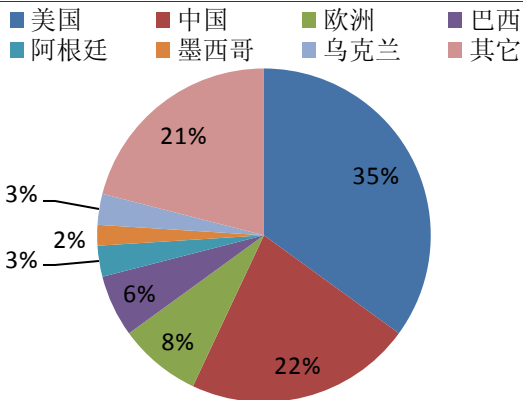
资料来源: 国家统计局, 中国畜牧业信息网, 东兴证券研究所

## 2.2 玉米一场空

**外部压力大。**美国是玉米产量最多的国家, 产量占全球的 35%, 影响全球玉米定价。我国玉米年贸易量占消费量比例不足 3%, 贸易对价格影响不大。尽管美国玉米产量较去年明显回落, 但库存消费比依旧上升, 将持续对全球玉米市场构成压力。

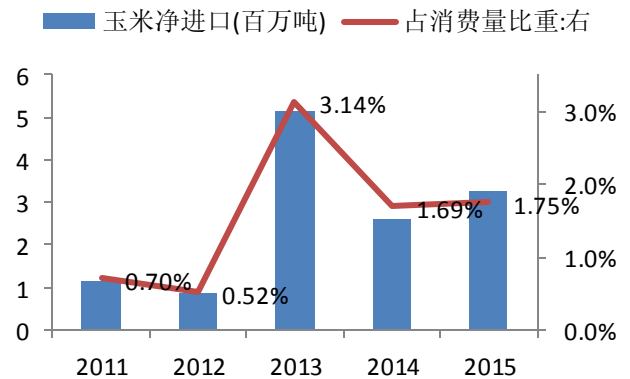
**内部存量。**我国玉米年产量连续三年破 2 亿吨, 已成为全球玉米第二大产量国。但与美国相比, 我国库存消费比远高于美国。从 2000-2015 年的数据来看, 美国库存消费比大致在 10%-20% 的区间波动; 而我国库存消费比自 2011 年起急速上升, 2014 年和 2015 年达到 100%。这意味着, 我国仅玉米库存量就足够 2016 年使用。

图 4: 美、中、欧、巴的玉米产量占比



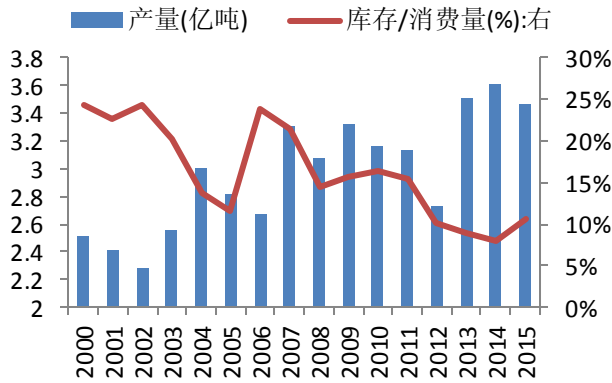
资料来源: 布瑞克咨询, 东兴证券研究所

图 5: 中国玉米净口量占消费量比重



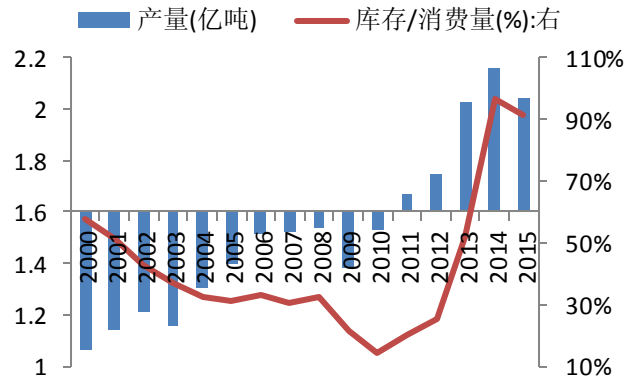
资料来源: 海关总署, 东兴证券研究所

图 6: 2000-2014 年美国玉米产量及库存消费比



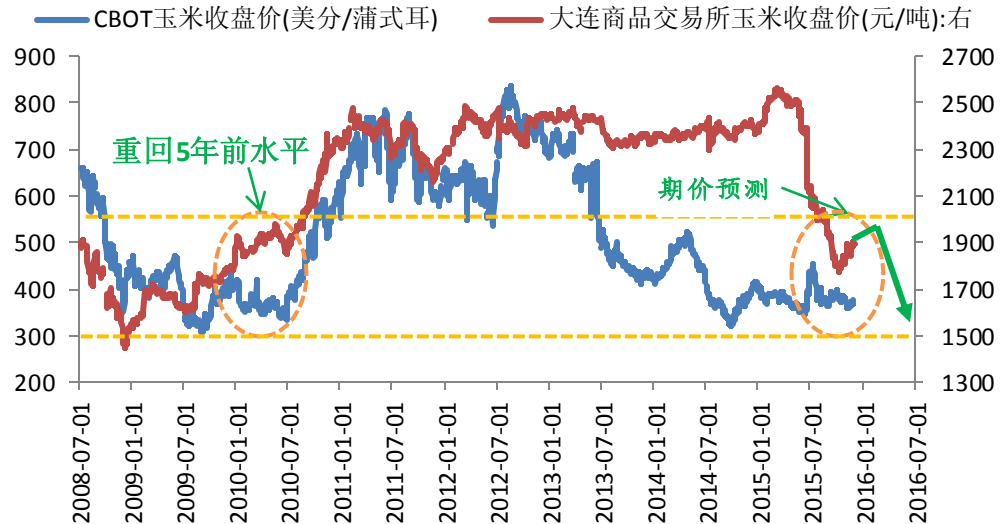
资料来源: USDA, 东兴证券研究所

图 7: 2000-2015 年我国玉米产量及库存消费比



资料来源: 中国汇易, 东兴证券研究所

图 8: 2008-2015 年 CBOT 和大连商品交易所玉米收盘价



资料来源: wind, Bloomberg, 东兴证券研究所

### 2.3 利好规模化

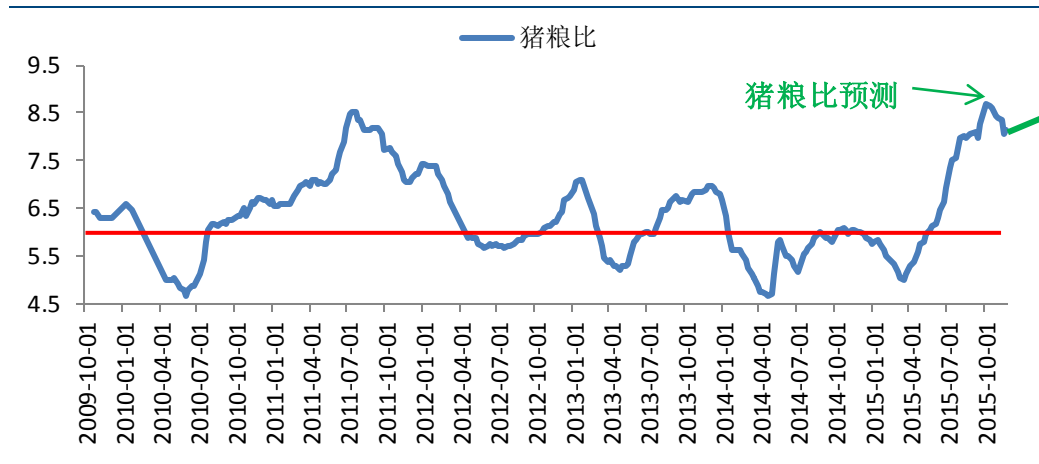
**成本价格弹性 1.8。** 受内外部因素影响, CBOT 玉米价格 15 年低位徘徊, 大商所玉米价格 15 年出现断崖式下跌。玉米去库存周期开启, 价格进入下行通道。直接利好养猪业, 我们假设生猪体重 110 公斤、料肉比 3: 1、玉米量占比饲料量 60%, 计算生猪成本对玉米价格的弹性为 1.8。

**猪粮比抬高盈利能力。** 我们假定猪价 16 元/公斤, 玉米价格从 2.5 元/公斤下降至 2 元/公斤, 将使得猪粮比从 6.4 提升至 8, 对应生猪单头盈利增加 352 元, 较之猪粮比为 6 的盈亏平衡点单头生猪获利 400 元。2015 年下半年猪粮比已创高点, 2016 年将大概率继续维持高位运行, 头均盈利 400-500 元。

**表 1：假设条件下生猪成本对玉米价格的弹性**

生猪体重（公斤）	料肉比	玉米量占饲料量的比重	玉米价格变化（元/公斤）	生猪成本变化（元/公斤）	成本价格弹性
110	3:1	60%	1	1.8	1.8

资料来源：东兴证券研究所

**图 9：2009-2015 年我国猪粮比**


资料来源：博亚和讯,东兴证券研究所

### 3.5 年释放 3000 亿+

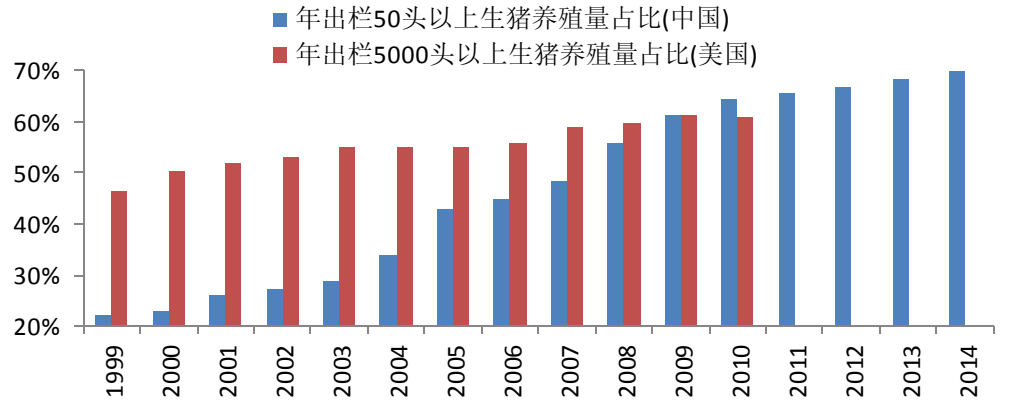
本轮猪周期是供给周期，2014 年深度去产能使 2016 年猪价维持高位运行基本已成定局。2015 年规模化养殖进程驶入超车道。猪周期不随规模化提升而消失，企业再规模化速度因养殖模式的不同而相差很大。

#### 3.1 永不消逝的周期

**规模化在变，周期性不变。**根据中、美两国经验对比分析，对于不同规模化进程的国家，猪周期一直存在而并未消失，变化的是周期有逐步拉长的趋势。1994-2015 年，规模化程度较高的美国，先后经历了跨度分别为 49、46、63 和 87 个月的四轮猪周期。2006-2015 年，规模化进程较快的中国，先后经历了跨度分别为 48 和 59 个月的两轮猪周期。

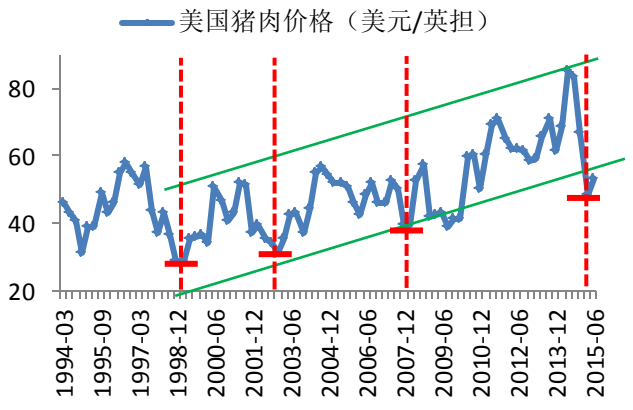


图 10: 中、美生猪养殖规模化养殖比例逐步提升



资料来源: 农业部,中国畜牧业年鉴,USDA,东兴证券研究所

图 11: 1994-2015 年美国经历的四轮猪周期



资料来源: USDA,东兴证券研究所

图 12: 2006-2015 年我国经历的两轮猪周期



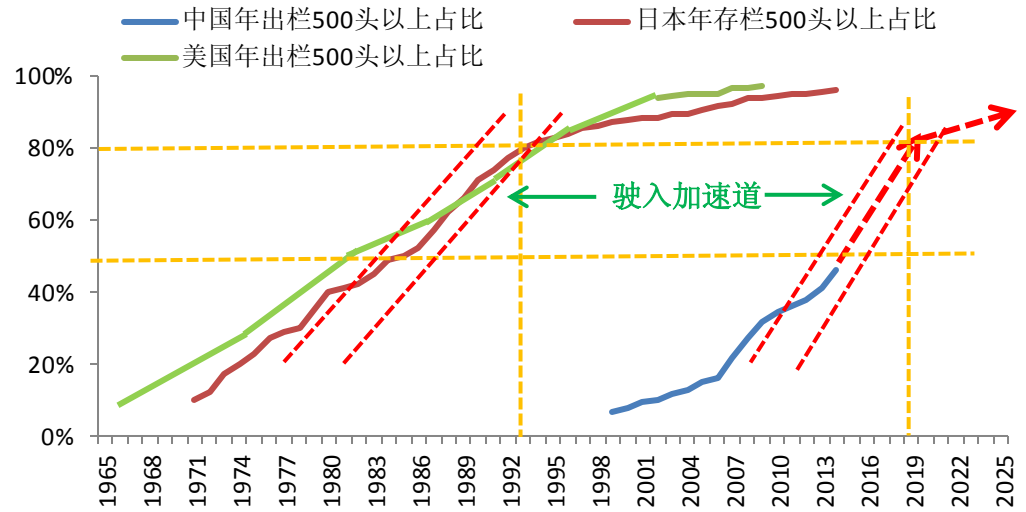
资料来源: 中国畜牧业信息网,东兴证券研究所

### 3.2 5 年跑完“加速道”

5 年提升 30%。对比中、美、日,我们认为中国规模化发展之路将跟接近日本,但晚了近 30 年。未来 5 年将是中国规模化发展的加速时期,实现年出栏 500 头以上生猪养殖量占比从 50%到 80%。



图 13: 中、美、日中国年出栏 500 头以上生猪养殖量占比

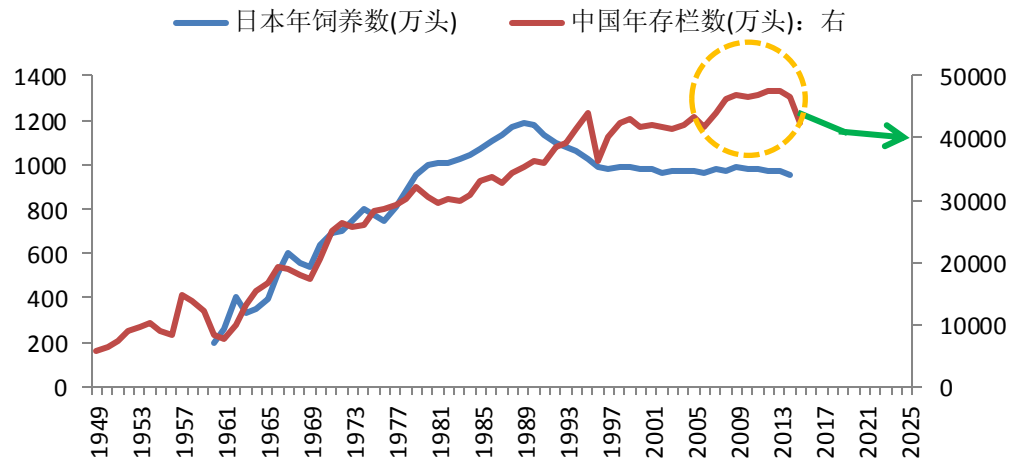


资料来源: : USDA, 日本农林水产省, 农业部, 中国畜牧业年鉴, 东兴证券研究所

### 3.3 3000 亿+ “红海”

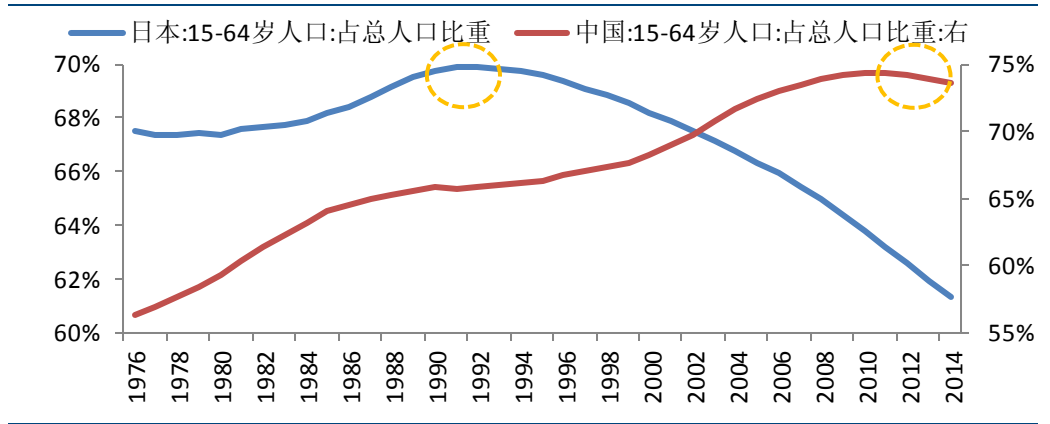
**生猪存栏回调趋稳。**根据日本经验, 1984 年日本规模化驶入加速道, 1989 年生猪存栏量达到历史高点 1187 万头, 1990 年开始回调, 7 年复合减速 2.6%, 1996 年降至 990 万头。类似的是, 日本 1990 年前后和中国 2013 年前后均出现 15-64 岁人口占比达饱和后下降, 同时这一年龄段是猪肉消费的主要群体, 因此我们认为, 2015 年我国规模化开始驶入加速道后, 如果可以借鉴日本经验, 那么未来生猪存栏 4 亿头是平衡位置。即便考虑到中、日饮食习惯的差异, 我们同样认为生猪存栏量将会回调, 这一方面原因是居民对健康意识的提高从而对饮食结构做出调整, 保健品等高蛋白食品对猪肉形成了一定替代效应; 另一方面原因是外出就餐和三公消费需求明显降低。

图 14: 中、日生猪年末存栏数



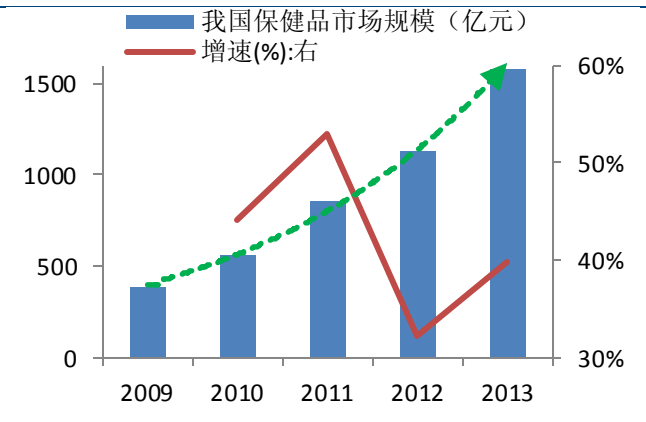
资料来源: 日本农林水产省, 中国统计年鉴, 东兴证券研究所

图 15: 1976-2014 年中、日 15-64 岁人口比重



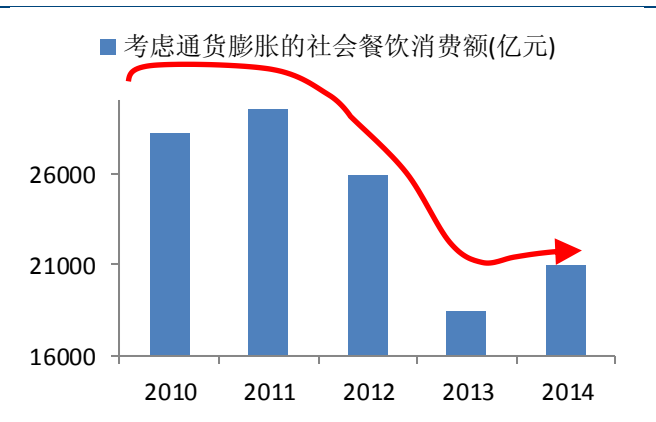
资料来源: 世界银行, 东兴证券研究所

图 16: 2009-2013 年我国保健品市场规模



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 17: 考虑通货膨胀的社会餐饮消费额



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

**5 年清场 3000 亿+**。2011-2013 年, 年出栏 50 头以下的生猪养殖户数的年均复合减速为 6.7%。如果 2015-2020 年此复合减速与日本驶入加速道后相当 (约 8%), 每户平均养殖 15 头, 那么 5 年共为规模化市场提供 2.2 亿头。假设生猪价格区间为 12-16 元/公斤, 头均重 110 公斤, 5 年市场空间 3000-4000 亿元。

**表 2：新增规模化养殖市场空间**

年份	养殖户数（万户）	年减少户数（万户）	新增养殖市场（万头）	规模市场空间增量区间（亿元）
2013	5190			
2014	4775	415	6228	
2015	4393	382	5730	
2016E	4041	351	5271	696-928
2017E	3718	323	4850	640-854
2018E	3421	297	4462	589-785
2019E	3147	274	4105	542-722
2020E	2895	252	3776	498-665
2016-2020E 合计			22464	2965-3954

资料来源：中国畜牧业年鉴,东兴证券研究所

## 4. 雏鹰模式 3.0

短期来看，年内生猪价格和头均盈利上涨超预期将带动年报超预期；长期来看，国内生猪养殖规模化的大背景下和公司凭借成熟的“雏鹰模式”实现生猪养殖规模的快速扩张才是持久“续航”的动力。

我们认为，在规模化竞赛的跑道上，养殖模式决定扩张速度，而决定养殖模式的是企业经营管理团队的“基因”。“雏鹰模式”真正壁垒是从 DNA 到蛋白质的正向翻译，而不是从蛋白质到蛋白质的表面学舌。正如那句话“一味被模仿，从未被超越”。“雏鹰模式”的外延在不断变化发展，但其始终不变的内含是其管理团队娴熟的“轻资产”运营思路。公司通过不断复制这 20 余年不变的 DNA，实现出栏量 5 年内达千万头。

### 4.1 “养猪模式”哪家强

**优势集合抗风险。**国内规模化养殖企业的经营模式主要有工厂化养殖和“公司+农户”两种模式。“雏鹰模式”较好的结合了“公司+农户”及“工厂化养殖”的优势，同时避免了两种模式存在的弊端。其内容概括为“养殖生产分阶段、流程化、分散布局、统一管理、优势互补、合作共赢”。

表 3：三种养殖模式比较优势

项目	工厂化养殖	公司+农户	雏鹰模式	雏鹰优势
生猪所有权+农户关系	公司+工厂工人	农户+合作农户	公司+半工半农	降低道德风险
农户受益	月固定工资	按约定价格出售成品收入减去购买公司生产资料的成本	依养殖效果和固定价格结算，收益不随市场而波动	规避市场风险
农户积极性	低	较高	高	降低行为风险
疫病控制能力	低，养殖密度大	较高，养殖密度较低	高，分散养殖和物理隔离方式	降低养殖风险
规模扩张能力	资金、土地瓶颈	土地限制小	分散养殖解决土地问题，合作建场解决资金问题	转移流动性风险
环境保护能力	需建设设备合理控制	较小	按公司规定有效控制	防御政策风险
代表公司	牧原股份	温氏股份	雏鹰农牧	
成功关键	技术领先	股权分散	轻资产运营	
未来发展	资本瓶颈	管理瓶颈	上高速挂高档	弯道超车

资料来源：东兴证券研究所

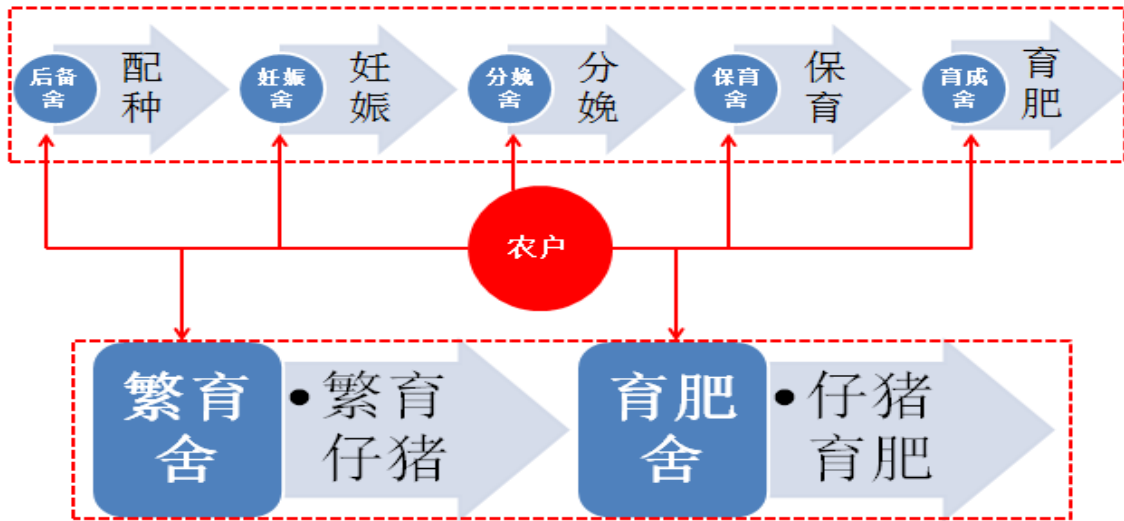
**升级模式 3.0。**随着集团养殖规模、知名度的提升，合作方的经济实力的增强，为了适应发展，公司对原有“雏鹰模式”优化升级为“雏鹰模式 3.0”。新模式提高了合作方与集团合作的深度与广度，让更多的人参与到公司的业务中，并实现各方利益共享、风险共担、各司其职。我们认为，模式升级是公司运营模式深刻理解的体现。

表 4：雏鹰 3.0 模式升级内容和优势

升级内容	3.0 优势
1、“六统一”即统一采购、供料、供种、防疫、流程、销售；2、生猪产权属于公司；3、缴纳一定比例保证金；4、根据养殖场规模和养殖数量提供一定利润保障	1、轻资产运营；2、降低了成本；3、提高产出率；4、提高盈利能力；
1、公司负责所有养殖场的土地租赁、合规性手续办理；2、合作方负责养殖场建设、设备投资、协调农户及日常维护、维修、粪污处理等，通过代养费实现收入；3、农户负责单个猪舍的精细化管理，根据养殖成果获取代养费；4、公司根据合作方、农户需求，可提供一定的担保贷款；5、“五段式”饲养变为“两段式”饲养；	1、提高合作方与公司合作的深度与广度；2、减少公司在养殖板块中固定资产投入，升级轻资产运营；3、公司支付的代养费增加，但折旧费用、管理费用、财务费用下降，头均节约 60 元综合成本；4、降低了对原有租赁养殖场控制力不足的风险；

资料来源：东兴证券研究所

图 18：公司 5 阶段模式转变为 2 阶段模式



资料来源：东兴证券研究所

图 19：雏鹰 3.0 模式框架结构



资料来源：东兴证券研究所

#### 4.2 只能被模仿从未被超越

公司过往生猪出栏量虽然证明了“雏鹰模式”的成功，但公司护城河在哪里，又是如何托起如此快速增长和面对模仿者对生存空间的威胁呢？

**理念迎宿求，品牌筑壁垒。**在温氏、雏鹰和牧原的创始人中，只有毕业于河南农业大学畜牧专业的牧原董事长是“科班出身”，并将养殖技术做到了极致。PSY 达 19 居国内行业之首；仅饲料配方就有 6 类 32 种。温氏以其高度分散化的股权结构将风险分

散，使公司快速扩张，整个温氏家族持股仅维持在 15% 左右。雏鹰将各种风险得到有效分散的同时，践行“农户赔钱，雏鹰有责”的企业理念。公司保护农户共同经历了瘟疫、非典、禽流感、高热病，保证农户最低收益，赢得民心。我们认为，公司给农户营造“家”的感觉，而对农户信赖的培育并非短期能够复制。

**激励机制助力良性发展。**公司养殖体系实行“传帮带”机制，技术人员可快速晋升；公司按照农户的养殖成果扣除其物料消耗，核算农户应得养殖利润。农户只有通过自行努力提高畜禽产仔率及产出重量等养殖效率和降低养殖成本才能实现更多自身收益，这与公司利益相互统一。此外，原有模式下养殖户年均收入 5-10 万元/户远高于外出打工收入。我们认为，公司声誉与农户利益相互正向刺激，使公司良性发展。

表 5：国内养猪前三名企业家背景和经营风格

公司	董事长	企业家背景	经营风格
牧原	秦英林	河南农业大学畜牧专业，92 年创业，从 22 头猪养起	养殖技术派
温氏	温鹏程	高中学历，81 年在家从事养鸡起家	经营模式派
雏鹰	侯建芳	高中毕业，为了脱贫 88 年创业	经营模式派

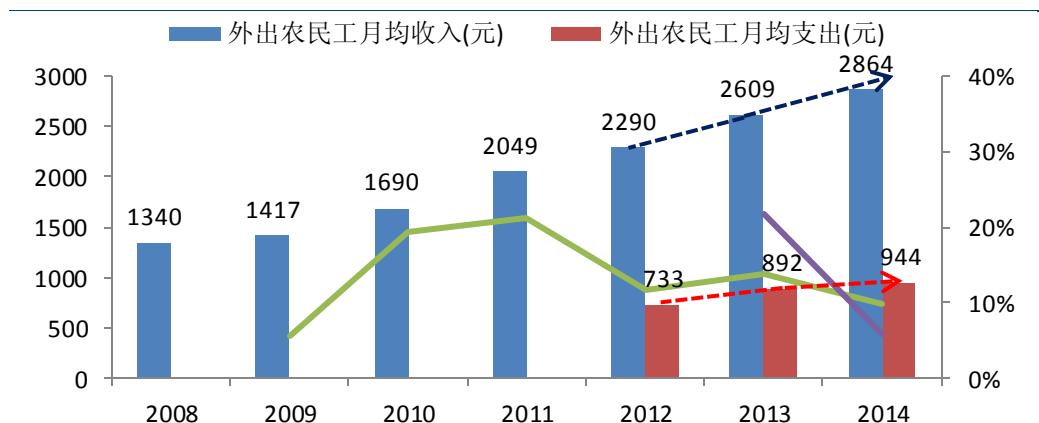
资料来源：招股说明书,东兴证券研究所

表 6：2009 年和 2014 年外出打工和合作农户的收入比较

收入	2009 年外出打工	2014 年外出打工	2009 年合作农户 (2 人/户)	2014 年合作农户 (2 人/户)
总收入	17004 元	34368 元	56800 元	100000 元
人均收入	17004 元	34368 元	28400 元	50000 元

资料来源：国家统计局,招股说明书,东兴证券研究所

图 20：2008-2014 年我国外出农民工月均收入和支出



资料来源：国家统计局,东兴证券研究所

## 5. 三年造三倍

### 5.1 种猪产能释放

**产能逐步释放。**2015 年 6 月公司取得太平种猪公司 70% 的股权，短期会对公司产能提供支持；长期来看，公司通过提高育种技术和自繁自养方式实现能繁母猪逐步释放，我们测算，2015-2018 年种猪分别为 10、18、30、55 万头；对应年生猪最大产量分别为 200、360、600、1100 万头，考虑疫病等情况对实际产量的影响后的产量预测为 170、300、500、1000 万头。

表 7：公司产能及产量预期

产能或产量	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
公司产能	8.85 万头	8.85 万头	12 万头	18 万头	30 万头	55 万头
理论最大出栏量	177 万头	177 万头	240 万头	360 万头	600 万头	1100 万头
预期实际产量	156 万头	121 万头	170 万头	300 万头	500 万头	1000 万头

资料来源：猪 e 网,东兴证券研究所

表 8：具备产能的分、子公司

具备产能的分、子公司	主要经营地	持股比例
雏鹰农牧集团股份有限公司襄城分公司	襄城	
雏鹰农牧集团股份有限公司尉氏分公司	尉氏	
吉林雏鹰农牧有限公司	吉林省洮南市	100.00%
雏鹰集团（新乡）有限公司	河南省卫辉市	100.00%
雏鹰农牧集团（西藏）有限公司	西藏米林县	100.00%
三门峡雏鹰农牧有限公司	河南省三门峡市	100.00%
雏鹰农牧集团（内蒙古）有限公司	内蒙古乌兰察布	100.00%
浉池雏鹰特种养殖有限公司	河南省浉池县	75.00%
河南太平种猪繁育有限公司	河南省原阳市	70.00%

资料来源：公司年报,公司半年报,东兴证券研究所

### 5.2 土地资源充裕

**土地绰绰有余。**公司养殖土地分为普通猪养殖土地和生态猪养殖土地，前者在吉林、内蒙、新乡分别有为 5 万亩、5 万亩、1.5 万亩左右土地；后者在三门峡和西藏分别有 40 万亩和 10 万亩左右土地。此外，公司在本部、尉氏、襄城还有数万亩土地。我们认为，土地存量能够支撑在建项目，在建项目达产可实现 1000 万头。

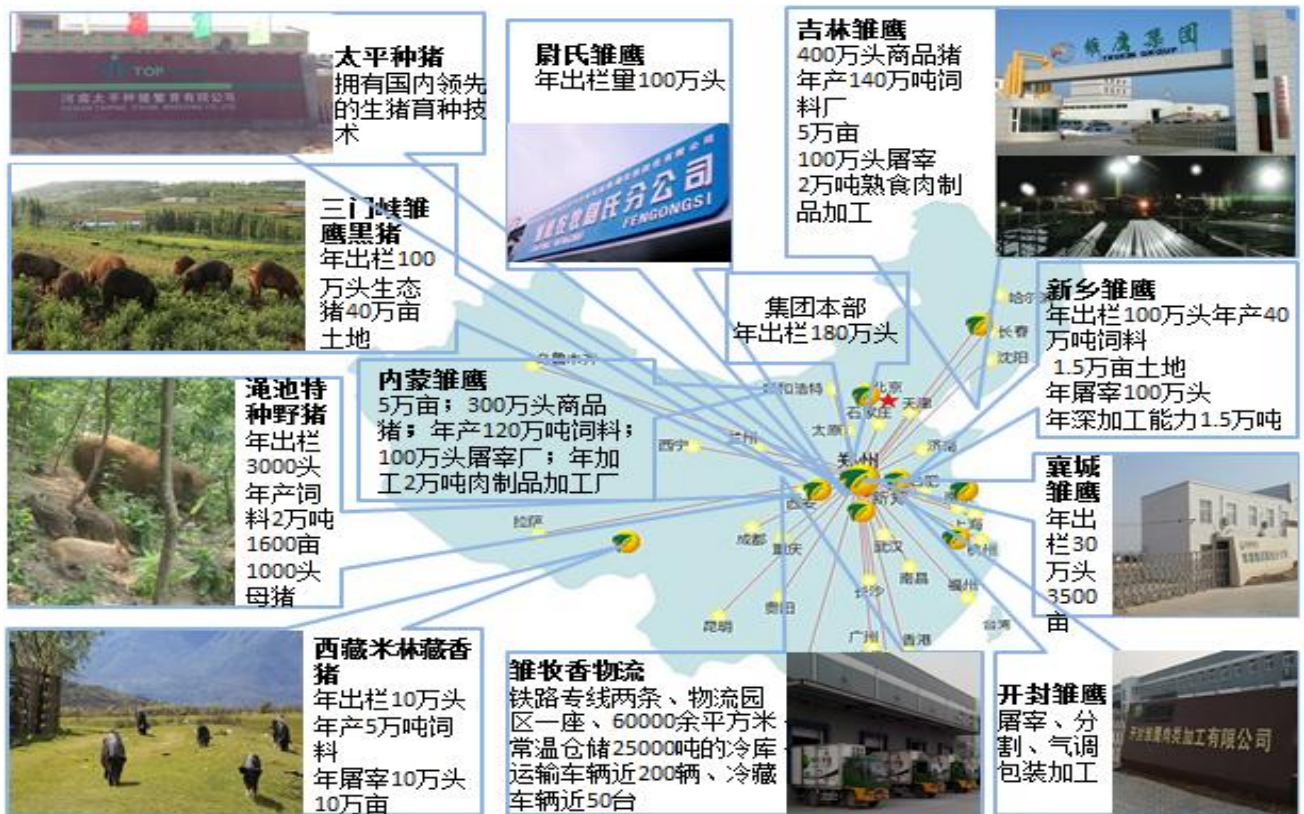


表 9: 公司养殖项目规模和进度 (截止 2015 年中报)

项目名称	项目规模	项目额度/达产/进度
内蒙古年出栏 300 万头生猪一体化项目	合计投资约 43.11 亿元 (公司投资 6.41 亿元, 合作第三方投资约 36.7 亿元); 项目采用边建设边投产的方式; 截止报告期末已完成奠基仪式。	43.11 亿元/0/0%
吉林省洮南市 400 万头生猪养殖一体化项目	截止报告期末累计投入 11.62 亿元; 建成猪舍 713 栋; 生猪出栏约 2400 头。	56 亿元/50 万头/35%
新乡年出栏 100 万头生猪养殖项目	截止报告期末生猪存栏约 12 万头; 生猪出栏约 5 万头。	25%
三门峡年出栏 100 万头生态猪养殖建设项目	截止报告期末生态猪存栏约 10 万头, 生态猪出栏约 4 万头	35%
西藏藏香猪养殖产业化项目	截止报告期末建成猪舍 80 栋, 累计投入 5549.57 万元, 藏香猪存栏约 5000 头	30%

资料来源: 公司半年报, 公司公告, 东兴证券研究所

图 21: 雏鹰农牧全国产能、产量分布

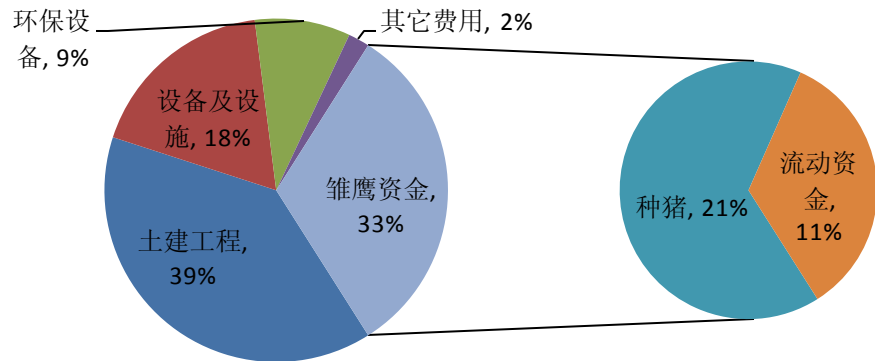


资料来源: 公司官网, 公司公告, 太平种猪官网, 东兴证券研究所

### 5.3 资金杠杆合理

**轻资产加杠杆。**根据经验，对于一体化养殖场的前期固定资产投资较大，年出栏 1000 万头的猪场投资额大约在 100 亿元左右；从理论上说，对于轻资产运营养殖场，大约需要 33 亿元的投资，简单说，三倍杠杆实现轻资产养殖。目前公司已成功实现 6 亿撬动内蒙 43 亿项目。此外，公司未来出让固定资产实现收入 20 亿元可期。

图 22: 一体化养猪场建设成本

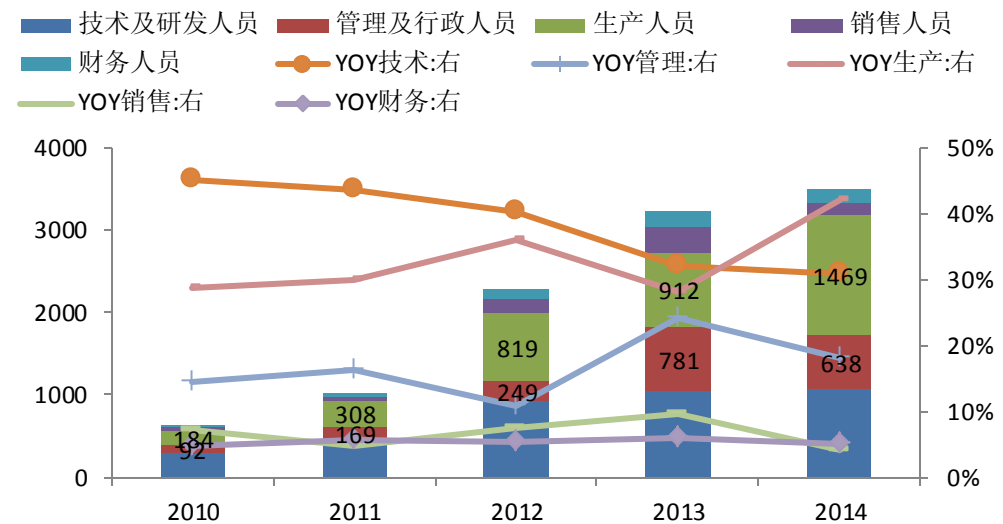


资料来源: 招股说明书,草根调研,东兴证券研究所

### 5.4 管理人才节约

**人才节约 1/3。**2010-2014 年公司员工数量变化从结构上看，生产人员需求呈上升趋势，管理及行政人员呈下降趋势。我们认为随着雏鹰 3.0 模式的开展，一方面通过将管理权移交物业，公司将节约更多管理行政人才投入生产；另一方面将与当地农户合作生产。生产和管理人才占比公司总员工人数约 50%左右，运用轻资产模式，如果公司 2/3 的产量交由合作户，将为公司节约 1/3 的人才。

图 23: 2010-2014 年公司员工结构安排和占比



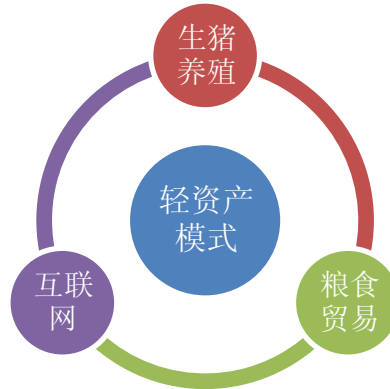
资料来源：东兴证券研究所

## 6. 三大业务板块齐发力

2015 年三季度公司砍掉家禽业务，集中精力发展生猪产业，并推行“生猪养殖、粮食贸易、互联网”三大业务战略布局，打造多板块全产业链闭环模式。我们认为，公司可以根据东北市场和河南市场粮食行情判断并选择是否使用自有原料做饲料降低成本；公司可以根据新融农牧平台获取各地市场信息，判断猪价走势并决定出栏结构和节奏；公司通过收购成熟电商和电竞平台，逐步将“雏牧香”产品导入并实现变现。公司三业务板块既相互辅助也可独立存在，共同构建闭合生态圈，运用轻资产模式和已备资源实现雪球式增长。上文已讨论了养殖板块，下文主要说明粮食贸易和互联网板块。

我们认为，养猪行业存在问题是：成本高和风险大。解决问题的方法是延伸产业链和发展互联网电商。

图 24：公司三大业务关系

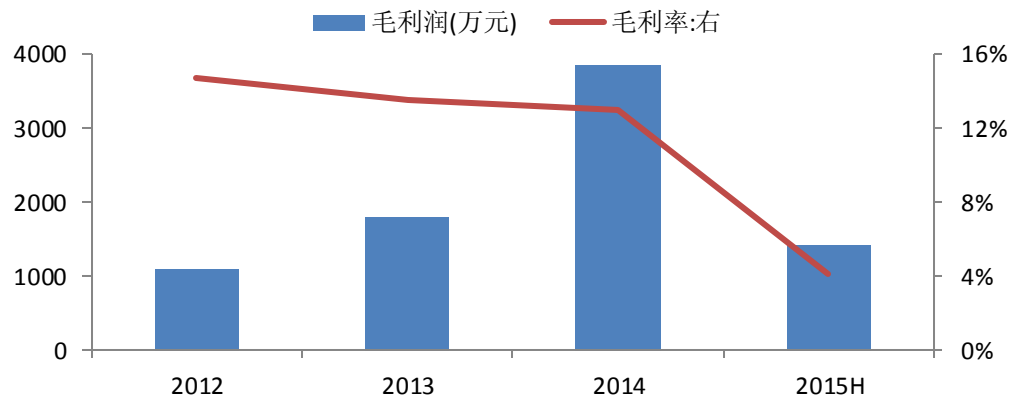


资料来源：东兴证券研究所

## 6.1 粮食贸易“茁壮成长”

粮食贸易已成为公司三大战略布局之一。公司粮食贸易主要包括两部分，一个是原来在东北地区的粮食贸易公司，后来增加了生产板块，另一个是进出口公司，主要做国际贸易，也涉及国内贸易。2015 年上半年，公司粮食贸易业务实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 240%；实现净利润 440 万元，占公司净利润的 85%。

图 25：2012-2015 年中报公司粮食贸易业务毛利润和毛利率



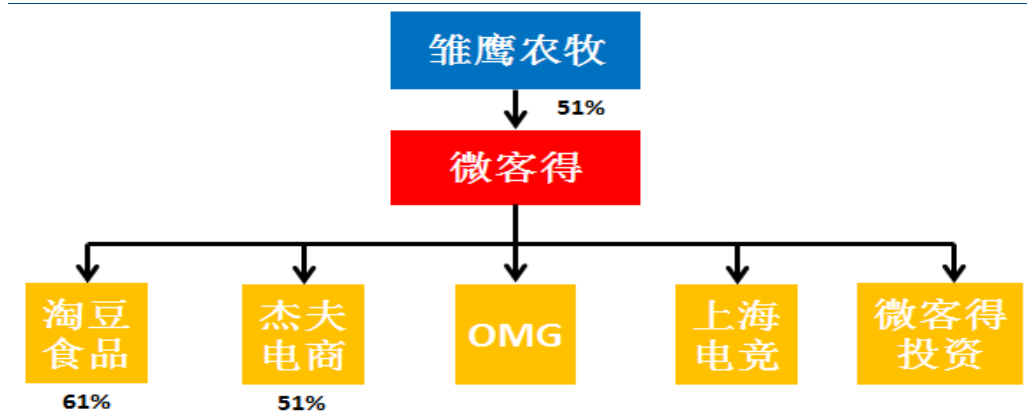
资料来源：公司年报、公司半年报,东兴证券研究所

## 6.2 “互联网+养殖”业内最强

电商平台植入“雏牧香”。微客得科技下属 5 家控股子公司，分别为“杰夫电商”、“淘豆食品”、“OMG”、“上海电竞”、和“微客得（北京）投资”，同时，微客得科技还参股 4 家商贸公司，其中，淘豆食品拥有超 300 万会员和 500 万粉丝，OMG 拥有 3000 万粉丝。我们认为，电竞“玩”的就是人气，而 OMG 是一支“有实力、有颜值”的“英雄联盟”战队，以滚雪球的方式通过游戏、影视等平台吸引未来消费主体 80、90 后，并逐步将公司“雏牧香”产品植入成熟的电商平台淘豆食品，最终实现流量变现。

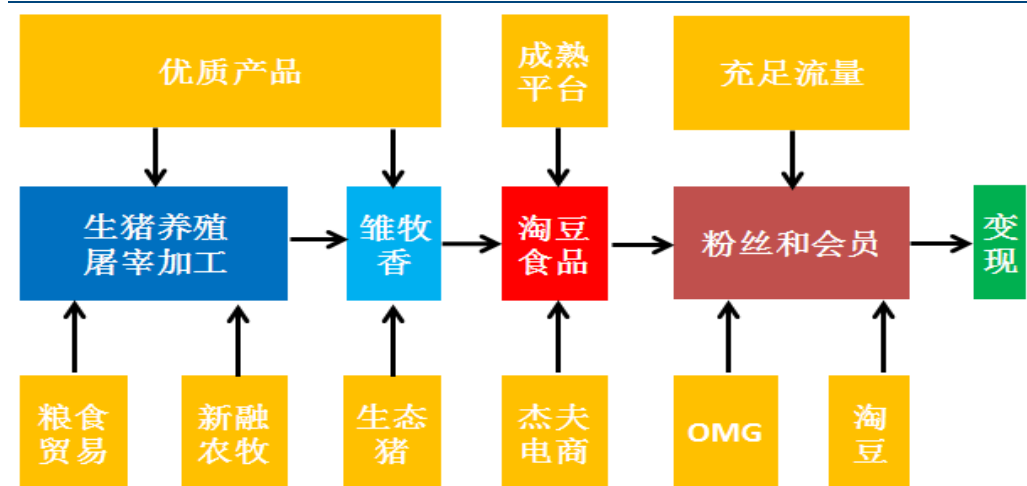
线上平台把握猪价行情。农户可以通过平台实现生产资料交易、商品猪交易、猪场生产管理系统、生产技术指导和管理咨询等全方位服务；公司可以通过获取农户养殖积极性和猪价行情。我们认为，公司与农户利益的一致性决定了为农户所提供的服务较其他提供者的是最有效的，反过来平台为公司提供的养殖积极性和猪价行情有利于公司调整出栏节奏。

图 26：微客得下属 5 家控股子公司



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

图 27：“互联网+养殖”生态圈



资料来源：东兴证券研究所

## 7. 盈利与估值

我们认为，未来一年生猪价格继续高位运行，价格波动主要受季节性影响。预计春节前猪价将迎来又一高点，全年平均价较 2015 年上涨 10%左右。具体判断逻辑可以参考我们之前的报告《让猪价再飞一会》。未来五年生猪出栏量快速扩张是业绩增长的主要驱动力。

我们预计 2015-2017 年出栏生猪 170、300、500 万头，实现净利润 2.1、8.6、13.0 亿元，三年复合增长率 84%；全面摊薄 EPS 分别为 0.20、0.82、1.24 元；目前股价对应 PE 为 80、20、13 倍。给予雏鹰 2016 年 28-30 倍 PE，给予公司 6 个月目标价区间 23-25 元/股。预计雏鹰 2016 年实现市值 245-265 亿元，目前公司总市值仅为 183 亿元。公司所处行业市场空间广阔，雏鹰模式有望助公司成长为大市值企业，我们给予公司“强烈推荐”的投资评级。

## 8. 风险提示

- 1、猪价下跌
- 2、气候影响项目建设进度不达预期
- 3、轻资产运营异地管理风险



图 28：收入成本预测

项目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>商品仔猪</b>								
销售数量(头)	720900	1171400	1170100	842000	800000	1300000	1700000	2420000
		62.49%	-0.11%	-28.04%	-4.99%	62.50%	30.77%	42.35%
头均重(千克/头)	25	25	25	25	25	25	25	25
销售重量(千克)	18022500	29285000	29252500	21050000	20000000	32500000	42500000	60500000
单位均价(元/千克)	33.65	29.15	27.47	22.93	29.5	30	28.4	27.5
		-13.36%	-5.79%	-16.51%	28.65%	1.69%	-5.33%	-3.17%
销售收入(万元)	60645.41	85375.66	80343.51	48267.65	59000.00	97500.00	120700.00	166375.00
		40.78%	-5.89%	-39.92%	22.24%	65.25%	23.79%	37.84%
单位成本(元/千克)	17.43	18.00	18.50	19.70	21	18.5	18	17.5
		3.32%	2.77%	6.48%	6.60%	-11.90%	-2.70%	-2.78%
销售成本(万元)	31404.44	52723.50	54121.33	41468.5	42000	60125	76500	105875
		67.89%	2.65%	-23.38%	1.28%	43.15%	27.23%	38.40%
<b>毛利率</b>	<b>48.22%</b>	<b>38.25%</b>	<b>32.64%</b>	<b>14.09%</b>	<b>28.81%</b>	<b>38.33%</b>	<b>36.62%</b>	<b>36.36%</b>
<b>二元种猪</b>								
销售数量(头)	35200	49000	72300	62800	60000	80000	100000	110000
		39.20%	47.55%	-13.14%	-4.46%	33.33%	25.00%	10.00%
头均重(千克/头)	70	70	70	70	70	70	70	70
销售重量(千克)	2464000	3430000	5061000	4396000	4200000	5600000	7000000	7700000
单位均价(元/头)	2077.3	1621.6	1589.7	1995.0	2135.0	2065.0	2030.0	2009.0
单位均价(元/千克)	29.68	23.17	22.71	28.50	30.50	29.5	29	28.7
		-21.94%	-1.97%	25.50%	7.02%	-3.28%	-1.69%	-1.03%
销售收入(万元)	7312.11	9298.49	11493.44	12528.60	12810.00	16520.00	20300.00	22099.00
		27.17%	23.61%	9.01%	2.25%	28.96%	22.88%	8.86%
单位成本(元/千克)	16.49	20.74	18.29	24.80	21.00	18.5	18	18
		25.79%	-11.83%	35.60%	-15.32%	-11.90%	-2.70%	0.00%
销售成本(万元)	4063.21	7114.75	9256.13	10902.08	8820	10360	12600	13860
		75.10%	30.10%	17.78%	-19.10%	17.46%	21.62%	10.00%
<b>毛利率</b>	<b>44.43%</b>	<b>10.46%</b>	<b>19.47%</b>	<b>12.98%</b>	<b>31.15%</b>	<b>37.29%</b>	<b>37.93%</b>	<b>37.28%</b>
<b>商品肉猪</b>								
销售数量(头)	267900	269200	323600	307200	840000	1620000	3200000	7500000
		0.49%	20.21%	-5.07%	173.44%	92.86%	97.53%	134.38%
头均重(千克/头)	106	117	111	110	110	110	110	110
销售重量(千克)	28397400	31496400	35919600	33792000	92400000	178200000	352000000	825000000
单位均价(元/千克)	17.30	15.71	14.92	13.87	17.1	17.7	17	16.7
		-9.19%	-5.04%	-7.04%	23.29%	3.51%	-3.95%	-1.76%
销售收入(万元)	49132.94	49489.36	53594.15	46869.50	158004.00	315414.00	598400.00	1377750.00
		0.73%	8.29%	-12.55%	237.11%	99.62%	89.72%	130.24%
单位成本(元/千克)	11.37	11.58	11.35	12.85	13	11.7	11.65	11.6
		1.89%	-2.02%	13.21%	1.17%	-10.00%	-0.43%	-0.43%
销售成本(万元)	32286.64	36487.26	40771.73	43422.72	120120.00	208494.00	410080.00	957000.00
		13.01%	11.74%	6.50%	176.63%	73.57%	96.69%	133.37%
<b>毛利率</b>	<b>34.29%</b>	<b>26.27%</b>	<b>23.93%</b>	<b>7.35%</b>	<b>23.98%</b>	<b>33.90%</b>	<b>31.47%</b>	<b>30.54%</b>
<b>粮食</b>								
销售收入(万元)	2,656.65	7518.14	13380.33	29584.81	60000	80000	95000	120000
		182.99%	77.97%	121.11%	102.81%	33.33%	18.75%	26.32%
销售成本(万元)	2,399.74	6415.47	11574.55	25756.34	52000	68700	81000	101000
		167.34%	80.42%	122.53%	101.89%	32.12%	17.90%	24.69%
<b>毛利率</b>	<b>9.67%</b>	<b>14.67%</b>	<b>13.50%</b>	<b>12.94%</b>	<b>13.33%</b>	<b>14.13%</b>	<b>14.74%</b>	<b>15.83%</b>
<b>生鲜</b>								
销售收入(万元)		4640.88	17138.93	22267.01	45000	60000	80000	110000
			269.30%	29.92%	102.09%	33.33%	33.33%	37.50%
销售成本(万元)		3387.20	14176.07	20256.26	37500	49000	64500	87500
			318.52%	42.89%	85.13%	30.67%	31.63%	35.66%
<b>毛利率</b>			<b>17.29%</b>	<b>9.03%</b>	<b>16.67%</b>	<b>18.33%</b>	<b>19.38%</b>	<b>20.45%</b>
<b>熟食</b>								
销售收入(万元)			305.33	1201.39	2510	6200	8700	12000
				293.47%	108.93%	147.01%	40.32%	37.93%
销售成本(万元)			327.79	1381.59	2130	5200	7200	9500
				321.48%	54.17%	144.13%	38.46%	31.94%
<b>毛利率</b>			<b>-7.36%</b>	<b>-15.00%</b>	<b>15.14%</b>	<b>16.13%</b>	<b>17.24%</b>	<b>20.83%</b>

资料来源：公司财报,东兴证券研究所



**表 10: 公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					现金流量表							
单位: 百万元					单位: 百万元					单位: 百万元							
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	2476	2477	4070	5127	6189	<b>营业收入</b>	1868	1762	3496	5871	9360						
货币资金	684	400	1134	1796	2675	营业成本	1401	1557	2736	4007	6531						
应收账款	60	154	187	339	620	营业税金及附加	1	3	3	6	11						
其他应收款	48	19	37	63	100	营业费用	150	102	198	382	561						
预付款项	53	92	165	208	345	管理费用	161	233	313	603	1011						
存货	1398	1397	2670	3835	6162	财务费用	106	143	96	82	25						
其他流动资产	233	396	-135	-1141	-3770	资产减值损失	2.58	16.18	6.70	8.49	10.45						
<b>非流动资产合计</b>	3791	4764	4211	3815	3440	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	38	1	17	18	12	投资净收益	0.97	120.65	40.86	54.16	71.89						
固定资产	2063.6	2674.0	3323.3	2521.9	1744.5	<b>营业利润</b>	47	-172	184	838	1283						
无形资产	146	143	128	114	100	营业外收入	60.12	16.37	31.42	35.97	27.92						
其他非流动资产	27	115	64	69	82	营业外支出	12.49	5.92	9.73	9.38	8.34						
<b>资产总计</b>	6267	7241	8282	8942	9629	<b>利润总额</b>	95	-161	206	865	1302						
<b>流动负债合计</b>	3247	3058	3594	4233	3939	所得税	19	23	0	0	0						
短期借款	1246	1586	1646	1344	110	<b>净利润</b>	76	-184	206	865	1302						
应付账款	275	490	550	942	1625	少数股东损益	0	5	2	2	3						
预收款项	25	26	43	73	106	归属母公司净利润	76	-189	204	862	1299						
一年内到期的非	178	0	0	59	20	EBITDA	468	350	744	1335	1699						
<b>非流动负债合计</b>	790	1303	795	790	803	<b>BPS (元)</b>	0.09	-0.20	0.20	0.82	1.24						
长期借款	640	290	387	243	111	<b>主要财务比率</b>											
应付债券	0	784	261	349	465		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E						
<b>负债合计</b>	4037	4361	4389	5024	4741	<b>成长能力</b>											
少数股东权益	135	208	210	212	215	营业收入增长	17.99%	-5.70%	98.44%	67.95%	59.42%						
实收资本 (或股	854	939	1045	1045	1045	营业利润增长	-84.37%	-465.17%	-207.14%	355.22%	53.08%						
资本公积	536	1247	2124	2124	2124	归属于母公司净利	-207.69%	322.54%	-207.69%	322.54%	50.70%						
未分配利润	590	373	316	-41	815	<b>获利能力</b>											
归属母公司股东	2095	2672	3683	3707	4673	毛利率 (%)	25.01%	11.61%	21.75%	31.76%	30.23%						
<b>负债和所有者权</b>	6267	7241	8282	8942	9629	净利率 (%)	4.07%	-10.45%	5.89%	14.73%	13.91%						
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	1.21%	-2.62%	2.46%	9.64%	13.49%						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	3.61%	-7.09%	5.54%	23.26%	27.80%						
<b>经营活动现金流</b>	235	-151	380	1799	2458	<b>偿债能力</b>											
净利润	76	-184	206	865	1302	资产负债率 (%)	64%	60%	53%	56%							
折旧摊销	315.06	378.91	0.00	415.64	391.64	流动比率	0.76	0.81	1.13	1.21	1.57						
财务费用	106	143	96	82	25	速动比率	0.33	0.35	0.39	0.31	0.01						
应收账款减少	0	0	-33	-152	-281	<b>营运能力</b>											
预收帐款增加	0	0	17	29	34	总资产周转率	0.35	0.26	0.45	0.68	1.01						
<b>投资活动现金流</b>	-1058	-969	127	31	40	应收账款周转率	30	16	20	22	20						
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.72	4.60	6.72	7.87	7.29						
长期股权投资减	0	0	8	-6	1	<b>每股指标 (元)</b>											
投资收益	1	121	41	54	72	每股收益 (最新摊	0.09	-0.20	0.20	0.82	1.24						
<b>筹资活动现金流</b>	833	960	227	-1168	-1619	每股净现金流 (最	0.01	-0.17	0.70	0.63	0.84						
应付债券增加	0	0	-523	87	116	每股净资产 (最新	2.45	2.85	3.52	3.55	4.47						
长期借款增加	0	0	97	-144	-132	<b>估值比率</b>											
普通股增加	320	85	106	0	0	P/E	189.15	-82.34	85.74	20.29	13.47						
资本公积增加	-320	710	878	0	0	P/B	6.83	5.88	4.75	4.72	3.74						
<b>现金净增加额</b>	9	-160	734	662	879	EV/EBITDA	33.53	51.32	25.07	13.25	9.14						

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

### 杨钊

金融学硕士，中国准精算师，2015 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。