

2013-4-24

公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** **维持**

分析师: 陈志坚

 (8627)65799581

 wangwei18@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120018

联系人: 王伟

 (8627)65799581

 wangwei18@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjif@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《雏鹰农牧业绩快报点评: 12 年业绩小幅回落, 否极或泰来》2013/2/27

《雏鹰农牧业绩预告修正点评: 仔猪价格回落致业绩略低于预期》2013/1/29

《雏鹰农牧三季度报告点评: 猪价回落, 成本上升, 盈利下降》2012/10/26

雏鹰农牧 (002477)

雏鹰农牧年报&一季报点评: 上半年压力较大, 关注下半年周期企稳

报告要点

■ 事件描述

雏鹰农牧 (002477.SZ) 发布 2012 年度报告, 公司实现营业收入 15.83 亿元, 同比增长 21.78%; 综合毛利率 31.14%, 同比回落 8.16 个百分点; 期间费用率 12.09%, 同比增加 5.38 个百分点; 归属于母公司所有者净利润 3.02 亿元, 同比回落 29.38%; 全年 EPS0.57 元, 四季度单季 EPS0.07 元。

2013 年一季报: 营收 4.01 亿元, 同比增长 6.95%, 归属于母公司所有者净利润 5439.81 万元, 同比回落 48.11%, EPS0.10 元。

分红预案: 每 10 股派 2 元转增 6 股。

■ 事件评论

➤ **周期下行, 量增价跌。**2012 年公司营业收入为 15.83 亿元, 同比增长 21.78%。生猪总销量 148.96 万头, 同比增长 45.47%; 其中仔猪销量 117.14 万头, 同比增长 62.49%, 生猪销量 26.92%, 同比增长 0.49%, 种猪销量 4.9 万头, 同比增长 39.20%。生猪产品的销量增速基本符合预期, 但由于猪价在 2012 年持续下行, 公司种猪、肥猪和仔猪销售均价分别同比下跌 21.92%、10.60% 和 14.72%, 导致公司综合毛利率同比下滑 8.16 个百分点。

➤ **四季度是业绩阶段性低点, 二季度预计难有起色。**公司预计 1~6 月份归属于母公司所有者净利润为 950~6647 万元, 同比下滑 95%~65%, 对应 EPS 分别为 0.02~0.12 元, 即二季度单季 EPS-0.08~0.02 元。四季度仔猪价格处于阶段性低点, 一季度小幅回升, 但二季度猪价仍将维持下滑的趋势, 行业普遍陷入亏损, 补栏积极性收到较大影响, 预计二季度业绩仍难有起色。

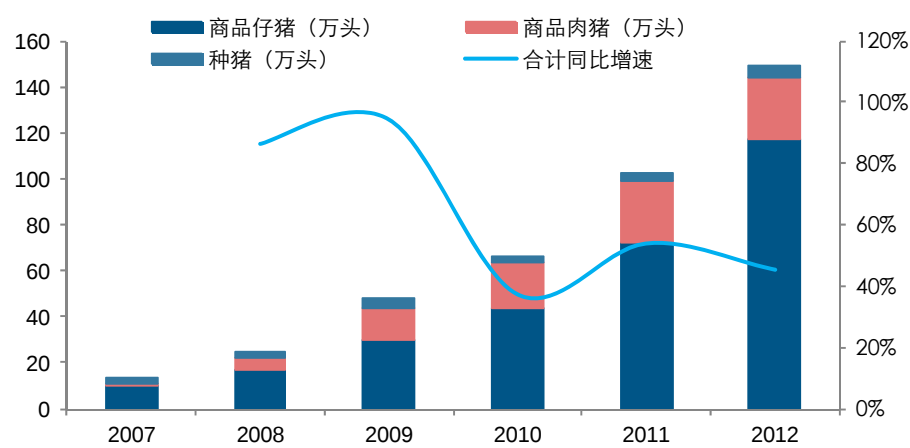
➤ **周期见底或在 8 月份。**对于大周期的判断, 根据上一轮周期回顾我们认为母猪大量淘汰有望在 5 月份开始出现, 预计 8 月份猪价见底, 年底母猪存栏见底。我们认为, 鉴于当前生猪存栏量尚处于低位, 能繁母猪淘汰数量达到 200~300 万头即可以减少 2800~4200 万头的肥猪供应产能, 占 3 月份生猪存栏量 6.31%~9.47%, 足以产生猪价持续上涨的动能。

➤ **盈利预测:** 我们长期看好公司未来的规模扩张, 基于公司近几年的新增产能释放以及对于 2013 年猪价的判断, 我们预计公司 2013~2015 年 EPS 为 0.47、1.36 和 1.67 元, 维持“谨慎推荐”评级。

周期下行，量增价跌

2012 年公司营业收入为 15.83 亿元，同比增长 21.78%。生猪总销量 148.96 万头，同比增长 45.47%；其中仔猪销量 117.14 万头，同比增长 62.49%，生猪销量 26.92%，同比增长 0.49%，种猪销量 4.9 万头，同比增长 39.20%。生猪产品的销量增速基本符合预期，但由于猪价在 2012 年持续下行，公司种猪、肥猪和仔猪销售均价分别同比下跌 21.92%、10.60%和 14.72%，导致公司综合毛利率同比下滑 8.16 个百分点。

图 1：2007~2012 公司生猪、种猪和仔猪出栏结构（万头）及同比增速



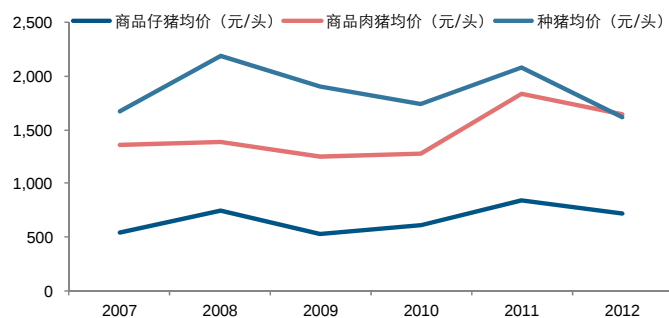
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：仔猪大宗价（元/千克）



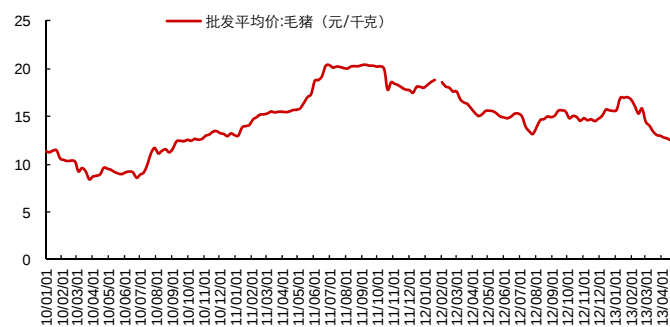
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：2012 年公司产品均价下滑显著



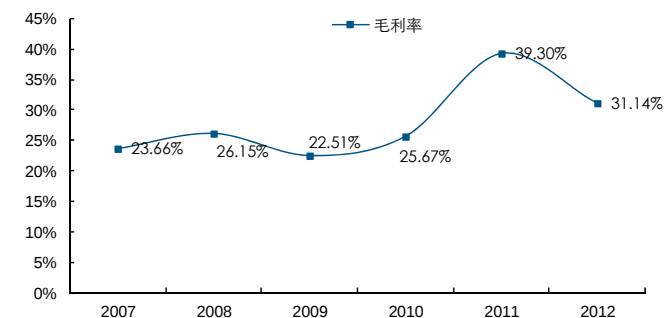
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：生猪大宗价（元/千克）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：公司综合毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司规模扩张带来了期间费用率的大幅上升，2012 年公司期间费用率 12.09%，同比增长 5.38 个百分点，其中销售费用率同比增长 1.51 个百分点，管理费用率同比增长 1.48 个百分点，财务费用率同比增长 2.39 个百分点。

表 1: 2007~2012 公司基本财务数据

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入（万元）	20,839.83	36,415.69	54,108.22	68,296.46	130,009.46	158,322.39
同比增速		74.74%	48.58%	26.22%	90.36%	21.78%
营业成本（万元）	15,908.45	26,891.93	41,929.63	50,767.78	78,913.37	109,020.32
同比增速		69.04%	55.92%	21.08%	55.44%	38.15%
毛利率	23.66%	26.15%	22.51%	25.67%	39.30%	31.14%
销售费用率	2.29%	2.09%	1.59%	2.00%	1.67%	3.18%
管理费用率	3.24%	4.79%	4.53%	5.19%	3.51%	4.98%
财务费用率	2.83%	2.98%	2.16%	2.21%	1.54%	3.93%
三项费用率合计	8.37%	9.86%	8.29%	9.40%	6.71%	12.09%
资产减值损失（万元）	89.78	-43.81	50.08	14.51	98.62	132.55
营业利润（万元）	3,098.23	5,976.60	7,656.59	11,143.16	42,320.02	30,096.41
营业外收入（万元）	302.57	437.88	1,300.50	1,494.57	1,219.93	1,778.05
营业外支出（万元）	103.57	164.95	69.34	217.63	590.74	1,079.88
所得税（万元）	1,131.73		56.14	123.34	91.15	564.68
归属母公司所有者净利润（万元）	2,165.49	6,249.53	8,831.61	12,296.77	42,863.54	30,271.40
同比增速		188.60%	41.32%	39.24%	248.58%	-29.38%
净利率	10.39%	17.16%	16.32%	18.00%	32.97%	19.09%
ROE	19.79%	33.44%	24.14%	7.81%	22.02%	13.75%
ROA	8.44%	13.02%	13.61%	6.82%	16.78%	6.77%
存货（万元）	8,449.90	12,752.46	17,507.09	29,833.10	65,484.03	112,644.80
股本（万股）	10000	10000	10000	13350	26700	53400
EPS（元/股）	0.22	0.62	0.88	0.92	1.61	0.57

资料来源：公司公告，长江证券研究部

四季度是业绩阶段性低点，二季度预计难有起色

公司预计 1~6 月份归属于母公司所有者净利润为 950~6647 万元，同比下滑 95%~65%，对应 EPS 分别为 0.02~0.12 元，即二季度单季 EPS-0.08~0.02 元。四季度仔猪价格处于阶段性低点，一季度小幅回升，但二季度猪价仍将维持下滑的趋势，行业普遍陷入亏损，补栏积极性收到较大影响，预计二季度业绩仍难有起色。

2012Q4 仔猪价格环比 Q3 下跌 14.92%，公司四季度综合毛利率 26.30%，环比减少 3.99 个百分点；同时四季度公司期间费用率为 18.28%，环比增加 6.91 个百分点，二者共同导致四季度是全年业绩低点。

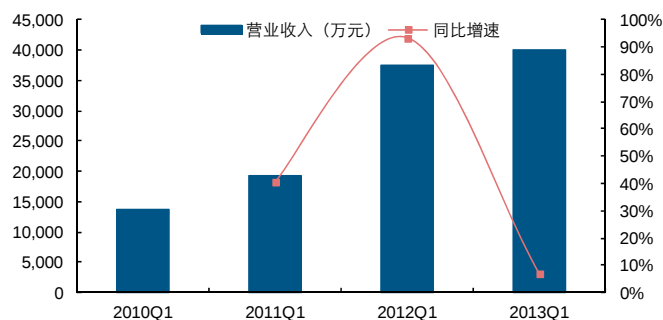
2013Q1 由于春节消费旺季到来，仔猪价格环比 2012Q4 上涨 21.42%，一季度公司毛利率 30.67%，环比增加 4.37 个百分点，期间费用率环比下降 0.62 个百分点。

表 3: 2011Q1~2013Q1 基本财务数据

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
营业收入(万元)	19,371.25	28,830.19	41,028.73	40,779.29	37,451.72	36,767.55	39,269.15	44,833.97	40,054.79
环比增速		48.83%	42.31%	-0.61%	-8.16%	-1.83%	6.80%	14.17%	-10.66%
营业成本(万元)	13,931.27	16,842.97	22,226.82	25,912.31	24,393.13	24,212.86	27,372.55	33,041.78	27,770.17
环比增速		20.90%	31.96%	16.58%	-5.86%	-0.74%	13.05%	20.71%	-15.95%
毛利率	28.08%	41.58%	45.83%	36.46%	34.87%	34.15%	30.30%	26.30%	30.67%
销售费用率	1.38%	1.15%	0.96%	2.88%	1.19%	2.71%	2.45%	5.86%	4.05%
管理费用率	4.40%	3.71%	2.85%	3.60%	4.30%	4.52%	4.27%	6.56%	7.07%
财务费用率	1.33%	1.96%	1.41%	1.47%	1.28%	3.50%	4.65%	5.86%	6.54%
三项费用率合计	7.12%	6.83%	5.21%	7.95%	6.77%	10.72%	11.37%	18.28%	17.66%
资产减值损失(万元)		23.10	134.46	-58.93		44.82	112.59	-24.85	-240.91
营业利润(万元)	4,061.30	10,045.68	16,528.50	11,684.54	10,522.83	8,616.67	7,303.51	3,653.40	5,437.46
营业外收入(万元)	263.51	92.71	432.85	430.86	188.73	279.12	375.88	934.31	149.26
营业外支出(万元)	79.43	150.80	64.60	295.91	233.79	315.02	291.35	239.72	159.02
所得税(万元)		22.36	2.13	66.66		80.31	47.47	436.90	2.00
归属母公司所有者 净利润(万元)	4,245.37	9,965.23	16,894.62	11,758.32	10,484.23	8,505.90	7,347.52	3,933.75	5,439.81
环比增速		134.73%	69.54%	-30.40%	-10.84%	-18.87%	-13.62%	-46.46%	38.29%
净利率	9.47%	5.83%	4.18%	7.94%	9.27%	5.57%	3.96%	8.02%	108.02%
ROE	2.62%	6.01%	9.24%	6.04%	5.11%	4.22%	3.42%	1.78%	2.41%
ROA	2.02%	4.57%	7.27%	4.60%	3.83%	2.35%	1.92%	0.88%	1.10%
存货(万元)	38,172.96	42,940.05	47,503.54	65,484.03	78,748.09	93,806.91	101,401.95	112,644.80	132,158.33
股本(万股)	13350	26700	26700	26700	26700	53400	53400	53400	53400
EPS(元/股)	0.32	0.37	0.63	0.44	0.39	0.16	0.14	0.07	0.10

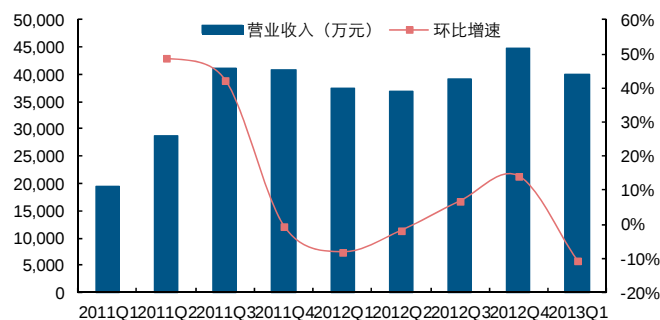
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：2010~2013 一季度营业收入(万元)及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

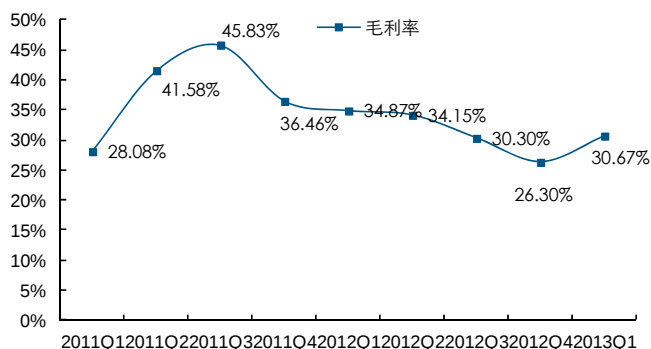
图 7：2011~2013 单季度营业收入(万元)及环比增速



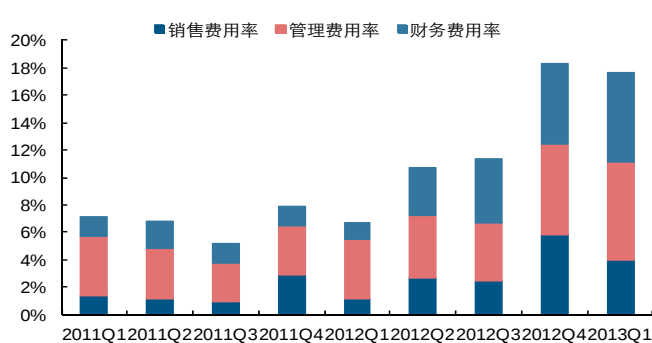
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：2010~2013 单季度综合毛利率

图 9：2011~2013 单季度期间费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究部



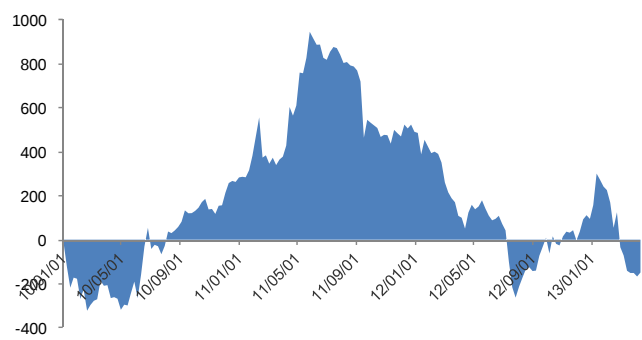
资料来源: Wind, 长江证券研究部

周期见底或在 8 月份

短期而言,当前猪价快速下跌主要原因是供求不匹配,4~6 月份猪价预计继续低迷,7~9 月份企稳概率较大;对于大周期的判断,仍需要跟踪能繁母猪的去化情况,根据上一轮周期回顾,我们认为母猪大量淘汰有望在 5 月份开始出现,预计 8 月份猪价见底,年底母猪存栏见底。

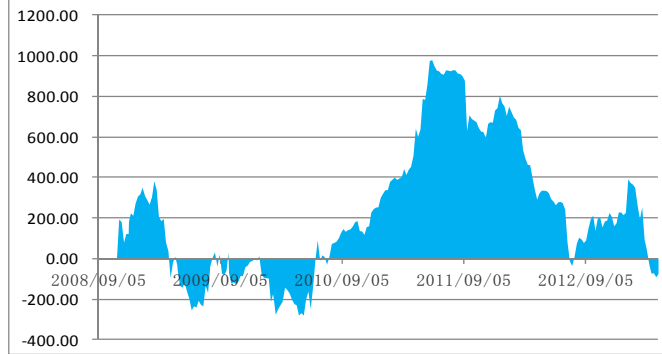
我们对于短期猪价的判断,主要基于两点理由:一、12 年 11 月~13 年 1 月份养殖盈利高企,一定程度上激发了养殖户对于猪价的乐观预期,仔猪补栏情绪高涨,该时间段补栏仔猪对应出栏时间为 13 年 4 月~6 月份,而 4~6 月份气温升高并不支持旺盛的消费需求,故该时间段猪价会持续低迷;二、13 年 2 月份至今养殖迅速跌入亏损区,补栏热情迅速消退,补栏量减少预计造成 7 月份~8 月份出栏出现缺口,从而推动猪价企稳回升。

图 10: 外购仔猪头均盈利 (元/头)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 11: 自繁自养头均盈利 (元/头)



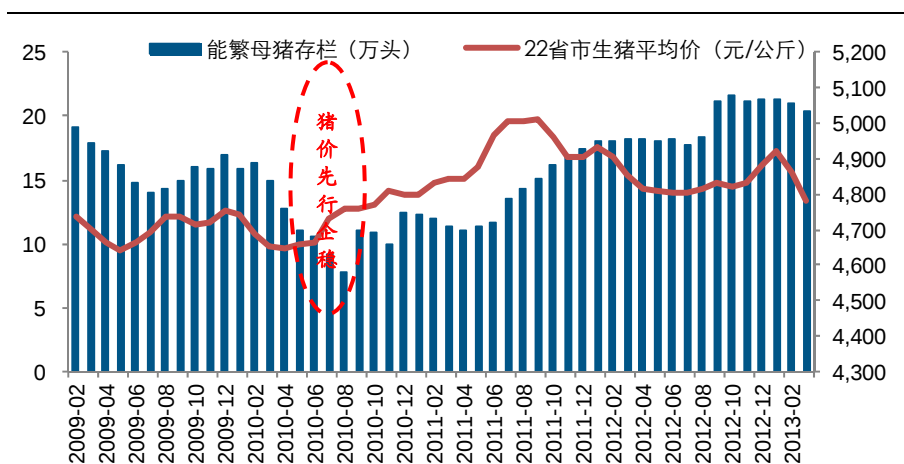
资料来源: Wind, 长江证券研究部

而市场最为关心的是,本轮猪价何时见底回升?我们认为,猪周期核心变量是能繁母猪的存栏量,当前能繁母猪存栏量下滑趋势已经确立,随着行业亏损幅度时间越来越长,亏损幅度越来越大,资金链断裂的养殖户必然开始淘汰能繁母猪,从而加速其存栏下滑的速度。根据经验数据,自繁自养头猪盈利亏损超过 100 元,持续时间 2 个月左右,行业会出现大规模淘汰母猪现象。目前自繁自养头猪亏损接近 100 元,持续时间接近一个月,预计在 5 月份行业逐渐出现淘汰母猪。

淘汰母猪的幅度预计在 200~300 万头。根据 2010 年上半年猪周期尾声经验借鉴,能繁母猪淘汰量达到 300 万头即减少了当期肥猪 9.79% 的供应量,从而催生猪价在 2010~

2011 年的持续上涨。我们认为，鉴于当前生猪存栏量尚处于低位，能繁母猪淘汰数量达到 200~300 万头即可以减少 2800~4200 万头的肥猪供应产能，占 3 月份生猪存栏量 6.31%~9.47%，足以产生猪价持续上涨的动能。按照 2010 年 2~8 月的能繁母猪去化速度 50 万头/月粗略测算，本期能繁母猪去化持续时间约 4~6 个月。2010 年 2 月至 8 月，能繁母猪存栏量减少了 310 万头，我们假设单头能繁母猪年均贡献出栏肥猪 14 头，则上一轮淘汰母猪对应减少终端肥猪供应量 4340 万头，占 2010 年 2 月份生猪存栏量 9.79%。

图 12：猪价与母猪存栏

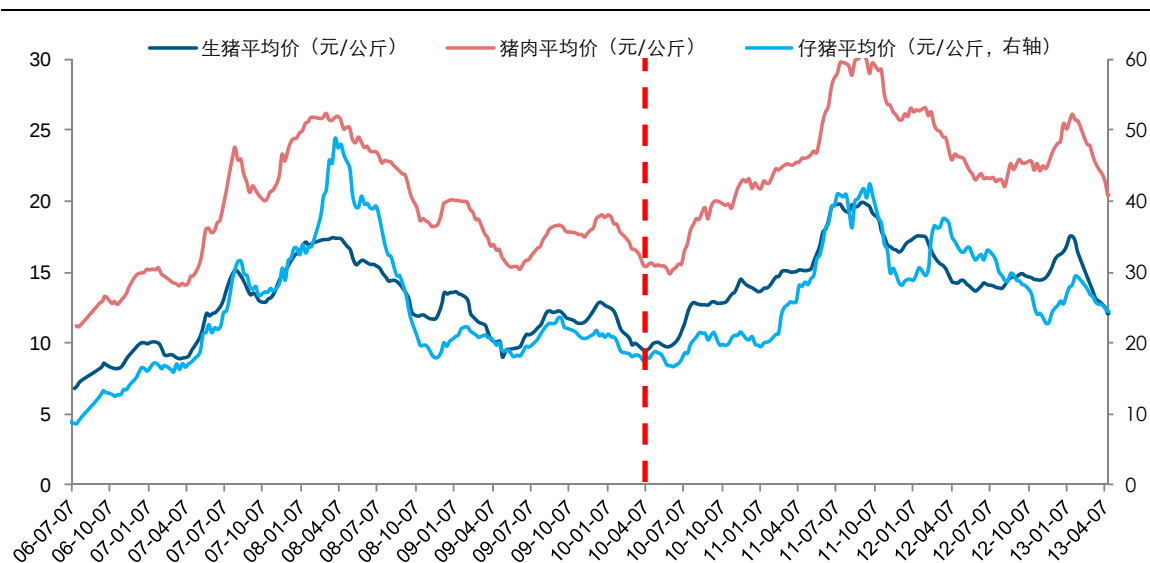


资料来源：Wind，长江证券研究部

另一个有别于市场的观点：猪价触底领先于母猪存栏底部 3~4 个月。分析 2010 年猪价寻底的进程，我们意外的发现，猪价底部时间在 4 月份，而能繁母猪存栏底部在 8 月份，生猪价格提前 4 个月触底回升！也可以理解为母猪开始大量淘汰的 3 个月左右市场有望触底回升。

我们对于该现象的解释是，能繁母猪去化是周期企稳回升的充分条件，当能繁母猪去化拉开序幕，生猪供应市场已经埋下供应缺口的伏笔。随着去化幅度加大，缺口愈加明显。当缺口逐步暴露于市场而表现为价格上涨时，养殖仍处于亏损状态，资金链断裂的养殖户境况并未得以好转，去化仍是必然选择。当猪价上涨趋势确立，且亏损幅度逐渐减小，母猪淘汰的行为才缓慢转为补栏，而此时已经距离底部过去几个月时间。

图 13：22 省市生猪、猪肉和仔猪平均价（元/公斤）



资料来源: Wind, 长江证券研究部

盈利预测

我们长期看好公司未来的规模扩张, 基于公司近几年的新增产能释放以及对于 2013 年猪价的判断, 我们预计公司 2013~2015 年 EPS 为 0.47、1.36 和 1.67 元, 维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1583	1769	2843	3783	货币资金	601	177	1990	2648
营业成本	1090	1308	1784	2434	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	493	461	1060	1349	应收账款	73	83	133	176
%营业收入	31.1%	26.0%	37.3%	35.7%	存货	1126	1351	1842	2514
营业税金及附加	0	0	0	1	预付账款	80	97	132	180
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	71	80	129	171
销售费用	50	57	91	121	流动资产合计	1953	1787	4226	5690
%营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	79	88	142	189	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	2142	2142	2142	2142
财务费用	62	61	85	126	投资性房地产	3	3	3	3
%营业收入	3.9%	3.5%	3.0%	3.3%	固定资产合计	1762	1876	2084	2368
资产减值损失	1	0	3	2	无形资产	114	108	103	98
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	301	254	739	910	其他非流动资产	-1505	-1505	-1505	-1505
%营业收入	19.0%	14.3%	26.0%	24.0%	资产总计	4468	4411	7052	8796
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	613	190	1819	2286
利润总额	308	254	739	910	应付款项	274	328	448	611
%营业收入	19.5%	14.3%	26.0%	24.0%	预收账款	7	9	14	19
所得税费用	6	5	13	16	应付职工薪酬	16	20	27	37
净利润	302	249	725	893	应交税费	3	3	8	10
归属于母公司所有者的净利润	302.7	249.1	725.4	893.3	其他流动负债	518	618	857	1166
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1431	1167	3172	4128
EPS (元/股)	0.57	0.47	1.36	1.67	长期借款	818	818	818	818
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	-17	-34	-50
	2012A	2013E	2014E	2015E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-91	332	728	915	其他非流动负债	21	21	21	21
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	2270	1989	3977	4916
长期股权投资	-27	0	0	0	归属于母公司	2126	2350	3003	3807
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	72	72	72	72
固定资产投资	-1125	-230	-370	-492	股东权益	2198	2422	3075	3879
其他	-2	0	0	0	负债及股东权益	4468	4411	7052	8796
投资活动现金流净额	-1154	-230	-370	-492	基本指标				
债券融资	398	-17	-17	-17		2012A	2013E	2014E	2015E
股权融资	6	0	0	0	EPS	0.567	0.466	1.359	1.673
银行贷款增加 (减少)	972	-423	1629	467	BVPS	3.98	4.40	5.62	7.13
筹资成本	169	-86	-157	-216	PE	16.86	20.50	7.04	5.71
其他	-486	0	0	0	PEG	0.39	0.47	0.16	0.13
筹资活动现金流净额	1059	-526	1455	235	PB	2.40	2.17	1.70	1.34
现金净流量	-185	-424	1814	658	EV/EBITDA	12.82	13.57	5.77	4.41
					ROE	14.2%	10.6%	24.2%	23.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。