

# 雏鹰农牧 (002477.SZ)

## 上半年业绩下滑 78%，关注猪价景气反转

### 核心观点:

● 上半年收入同比增长 14%，利润下滑 78%

上半年，公司实现营收 8.46 亿元，同比增长 14.1%；营业利润 4,717 万元，同比下滑 75.4%；归属于母公司净利润 4,177 万元，同比下滑 78%，实现每股收益 0.049 元（最新股本摊薄）。

● 仔猪头均盈利下滑 84 元/头，自繁自养头均盈利下滑 178 元/头

上半年，全国生猪出场均价 14.5 元/公斤，同比下跌 6.3%。养殖利润方面：自繁自养平均利润 44 元/头，12 年同期为 222 元/头，头均下滑 178 元/头；出售仔猪毛利平均为亏损 3 元/头，12 年同期为 81 元/头，头均下滑 84 元/头。成本端，上半年，玉米均价为 2404 元/吨，同比下跌 2.4%；豆粕均价为 4055 元/吨，同比上涨 22.9%。

● 公司产能扩张积极，关注省外项目进展

规模化、现代化养殖是行业未来发展趋势，公司积极扩张养殖产能，同时对现有养殖产能进行升级。公司在建襄城 30 万头、尉氏 40 万头、三门峡 100 万头、卫辉 100 万头均按计划推进中，未来关注公司在吉林省 400 万头项目进展。

● 预计 13-15 年业绩分别为 0.15 元/股、0.44 元/股、0.74 元/股

假设 13-15 年，公司年出栏量增速为 25%、35% 和 35%，预计 13-15 年，公司每股收益为 0.15 元/股、0.44 元/股和 0.74 元/股。7 月生猪价格“淡季不淡”，但能繁母猪存栏下降缓慢，近期仔猪补栏积极性较高，下半年猪价难言反转。给予公司“谨慎增持”评级。

● 风险提示

生猪价格波动；疫病风险；食品安全风险

### 盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,300.09	1,583.22	1,665.21	2,639.47	3,754.00
增长率(%)	90.36%	21.78%	5.18%	58.51%	42.23%
EBITDA(百万元)	493.52	467.00	423.45	789.41	1,162.41
净利润(百万元)	428.64	302.71	123.77	377.35	635.02
增长率(%)	248.58%	-29.38%	-59.11%	204.89%	68.28%
EPS(元/股)	1.605	0.567	0.145	0.442	0.743
市盈率(P/E)	14.34	32.99	107.14	35.14	20.88
市净率(P/B)	3.16	4.70	5.89	5.05	4.06
EV/EBITDA	12.19	23.16	35.02	19.82	13.85

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

谨慎增持

当前价格

10.48 元

前次评级

买入

报告日期

2013-07-31

### 相对市场表现



分析师:

胡 鸿 S0260511010017



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

### 相关研究:

联系人:

王乾 021-60750697

gfwangqian@gf.com.cn

## 业绩快报：收入同比增长 14%，利润下滑 78%

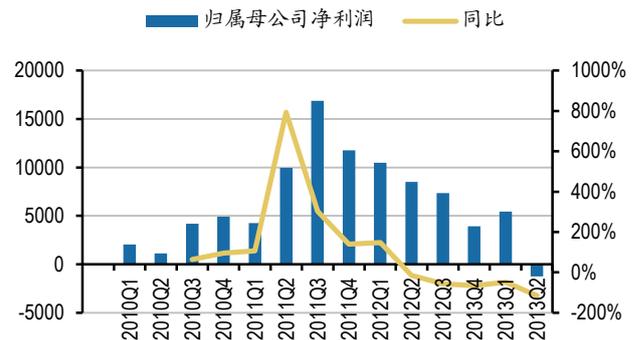
上半年，公司实现营收8.46亿元，同比增长14.1%；营业利润4,717万元，同比下滑75.4%；归属于母公司净利润4,177万元，同比下滑78%，实现每股收益0.049元（最新股本摊薄）。

图1：单季度营业收入（单位：万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：单季度归属母公司净利润（单位：万元）



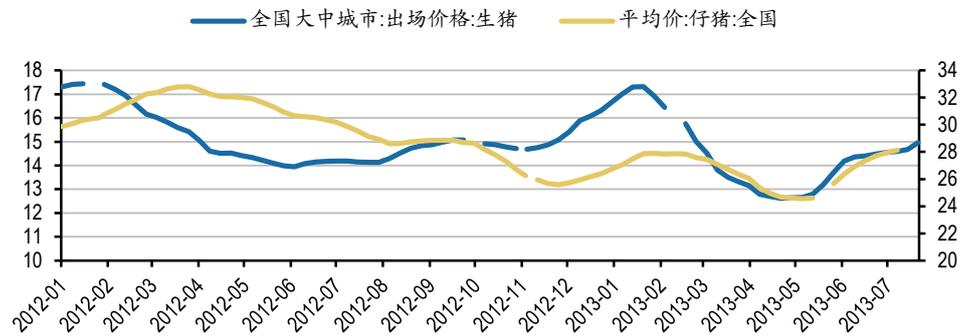
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 仔猪头均盈利下滑 84 元/头，自繁自养头均盈利下滑 178 元/头

上半年，全国生猪出场均价14.5元/公斤，同比下跌6.3%。养殖利润方面：

- 自繁自养平均利润44元/头，12年同期为222元/头，头均下滑178元/头；
- 出售仔猪毛利平均为亏损3元/头，12年同期为81元/头，头均下滑84元/头。

图3: 上半年, 全国生猪出场价格同比下滑6.3%



数据来源: 中国政府网、农业部、广发证券发展研究中心

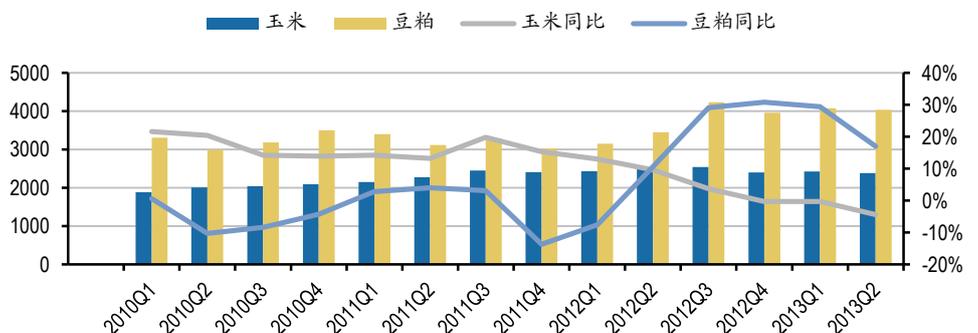
图4: 上半年, 自繁自养头均盈利下滑178元/头



数据来源: 博亚和讯、广发证券发展研究中心

成本端: 上半年, 玉米均价为2,404元/吨, 同比下跌2.4%; 豆粕均价为4,055元/吨, 同比上涨22.9%。

图5: 上半年, 豆粕现货均价同比上涨23%; 玉米现货均价下跌2.4%



数据来源: 农业部、广发证券发展研究中心

## 公司产能扩张积极，关注省外项目进展

规模化、现代化养殖是行业未来发展趋势，公司积极扩张养殖产能，同时对现有养殖产能进行升级。

- 省外扩张：拟在吉林省实施400万头商品猪养殖项目，同时配套饲料厂、生猪屠宰、肉制品加工、沼气发电、有机肥厂等，计划总投资56亿。目前项目处于前期准备阶段；
- 产能升级：公司投资1.7亿元对现有年出栏165万头仔猪养殖场，年出栏32万头育肥猪养殖场进行升级。升级完成后，每年可节约养殖成本6,000万。

表 1：公司在建养殖、屠宰项目概况

		项目	产能（万头）	备注	
养殖项目	普通猪	开封市尉氏 IPO 项目	60	50 万头肉猪，10 万头二元种猪；为开封项目提供猪源	
		许昌市襄城项目	30	生猪供给新郑屠宰项目	
		开封市尉氏项目	40	消化尉氏 IPO 项目二元种猪；为开封屠宰项目提供猪源	
		新乡市卫辉项目	100	配套 100 万头屠宰项目	
	生态猪	三门峡陕县	50	生态猪，通过雏牧香渠道销售	
		三门峡渑池县	30	生态猪，通过雏牧香渠道销售	
		三门峡卢氏县	20	生态猪，通过雏牧香渠道销售	
	藏香猪	西藏米林项目	10	一期 3 万头，二期 7 万头	
			<b>小计</b>	<b>340</b>	
	屠宰产能	新郑项目		100	猪源：本部、襄城 30 万头、外购
开封项目		100	猪源：IPO60 万头项目、尉氏 30 万头项目		
新乡项目		100	卫辉 100 万头生猪产业化项目配套		
		<b>小计</b>	<b>300</b>		

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 2：2009-2012 年，公司生猪出栏量

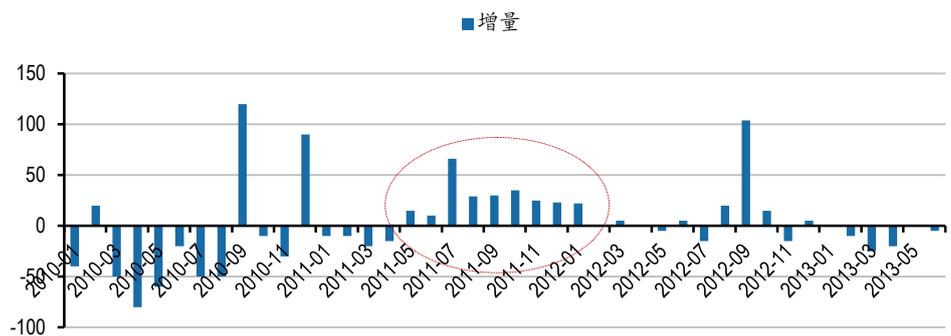
	2009	2010	2011H	2011	2012H	2012
商品仔猪（头）	301,755	436,400	245,600	720,900	598,200	1,171,400
二元种猪（头）	49,053	29,200	12,100	35,200	21,200	49,000
普通商品肉猪（头）	132,946	199,300	119,200	267,900	133,000	269,200
<b>出栏量小计</b>	<b>483,754</b>	<b>664,900</b>	<b>376,900</b>	<b>1,024,000</b>	<b>752,400</b>	<b>1,489,600</b>

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资建议

假设13-15年，公司年出栏量增速为25%、35%和35%，预计13-15年，公司每股收益为0.15元/股、0.44元/股和0.74元/股。7月生猪价格“淡季不淡”，但能繁母猪存栏下降缓慢，近期仔猪补栏积极性较高，下半年猪价难言反转。给予公司“谨慎增持”评级。

图6：上一轮能繁母猪集中补栏集中在11年5月-12年1月



数据来源：中国政府网、广发证券发展研究中心

## 风险提示

生猪价格波动；疫病风险；食品安全风险

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1364	1953	1636	2262	2870
货币资金	589	601	600	650	700
应收及预付	120	154	159	238	334
存货	655	1126	877	1374	1836
其他流动资产	0	71	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1190	2516	3163	4015	4687
长期股权投资	9	12	12	12	12
固定资产	478	1282	1596	2006	2266
在建工程	565	996	1395	1810	2217
无形资产	99	171	157	184	190
其他长期资产	38	54	3	3	3
<b>资产总计</b>	2554	4468	4798	6277	7557
<b>流动负债</b>	559	1431	1658	2760	3405
短期借款	431	613	1353	2219	2720
应付及预收	128	401	305	542	685
其他流动负债	0	417	0	0	0
<b>非流动负债</b>	49	839	818	818	818
长期借款	28	818	818	818	818
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	21	0	0	0
<b>负债合计</b>	608	2270	2476	3578	4223
股本	267	534	854	854	854
资本公积	1124	857	536	536	536
留存收益	553	735	859	1237	1872
归属母公司股东权	1944	2126	2250	2627	3262
少数股东权益	2	72	72	72	71
<b>负债和股东权益</b>	2554	4468	4798	6277	7557

**现金流量表**

单位: 百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	148	-91	231	450	748
净利润	429	302	124	377	634
折旧摊销	50	103	179	240	313
营运资金变动	-351	-562	-197	-341	-414
其它	20	65	125	173	214
<b>投资活动现金流</b>	-585	-1154	-819	-1085	-977
资本支出	-594	-1125	-819	-1086	-978
投资变动	0	-29	1	1	1
其他	8	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	243	1059	586	685	280
银行借款	496	1431	740	866	502
债券融资	-174	-61	-21	0	0
股权融资	3	6	0	0	0
其他	-81	-316	-133	-181	-222
<b>现金净增加额</b>	-194	-185	-1	50	50
<b>期初现金余额</b>	783	589	601	600	650
<b>期末现金余额</b>	589	404	600	650	700

**主要财务比率**

至12月31日	2011A	2012A	2013	2014E	2015E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	90.4	21.8	5.2	58.5	42.2
营业利润增长	279.8	-28.9	-60.7	217.5	69.2
归属母公司净利润增长	248.6	-29.4	-59.1	204.9	68.3
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	39.3	31.1	25.9	31.8	33.7
净利率	33.0	19.1	7.4	14.3	16.9
ROE	22.1	14.2	5.5	14.4	19.5
ROIC	24.5	11.8	6.2	10.7	13.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.8	50.8	51.6	57.0	55.9
净负债比率	-0.1	0.4	0.7	0.9	0.9
流动比率	2.44	1.36	0.99	0.82	0.84
速动比率	1.15	0.52	0.40	0.27	0.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.60	0.45	0.36	0.48	0.54
应收账款周转率	34.60	28.38	31.18	29.71	30.43
存货周转率	1.66	1.22	1.41	1.31	1.36
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.61	0.57	0.15	0.44	0.74
每股经营现金流	0.56	-0.17	0.27	0.53	0.87
每股净资产	7.28	3.98	2.63	3.07	3.82
<b>估值比率</b>					
P/E	14.3	33.0	107.1	35.1	20.9
P/B	3.2	4.7	5.9	5.0	4.1
EV/EBITDA	12.2	23.2	35.0	19.8	13.8

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	1300	1583	1665	2639	3754
营业成本	789	1090	1235	1799	2491
营业税金及附加	0	0	0	0	1
销售费用	22	50	86	132	188
管理费用	46	79	100	158	225
财务费用	20	62	127	175	215
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	423	301	118	376	636
营业外收入	12	18	15	16	16
营业外支出	6	11	8	10	9
<b>利润总额</b>	429	308	125	382	642
所得税	1	6	1	5	8
<b>净利润</b>	429	302	124	377	634
少数股东损益	0	0	0	0	-1
<b>归属母公司净利润</b>	429	303	124	377	635
EBITDA	494	467	423	789	1162
EPS(元)	1.61	0.57	0.15	0.44	0.74

## 广发农林牧渔行业研究小组

胡 鸿： 分析师，中山大学金融学硕士，2009年进入广发证券发展研究中心  
王 乾： 研究助理，复旦大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。