



• 研究报告 •

2013-8-28

公司报告(点评报告)

评级 **谨慎推荐** **维持**

雏鹰农牧 (002477)

雏鹰农牧 2013 年中报点评: 猪价下行压力较大, 维持谨慎推荐

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

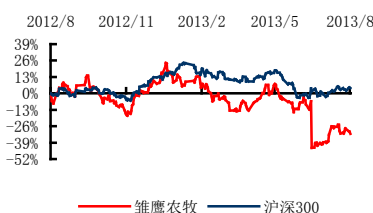
✉ wangwei18@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《雏鹰农牧半年度业绩快报点评: 二季度首亏, 下半年或超预期》2013-7-31

《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》2013-4-25

《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

报告要点

■ 事件描述

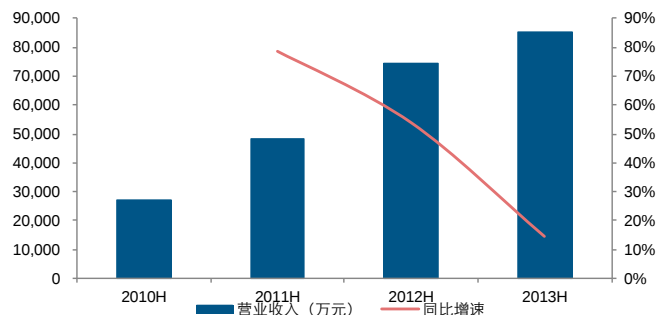
雏鹰农牧 (002477.SZ) 发布 2013 年半年度报告, 公司实现营业收入 8.52 亿元, 同比增长 14.76%; 综合毛利率 25.04%, 同比回落 9.47 个百分点; 期间费用率 19.52%, 同比增长 10.79 个百分点; 归属于母公司所有者净利润 4187.54 万元, 同比回落 77.95%; EPS0.05 元, 二季度 EPS -0.01 元。

1~9 月份业绩预测: 同比增长 -75~-55%, EPS 变化区间 0.08~0.14 元。

■ 事件评论

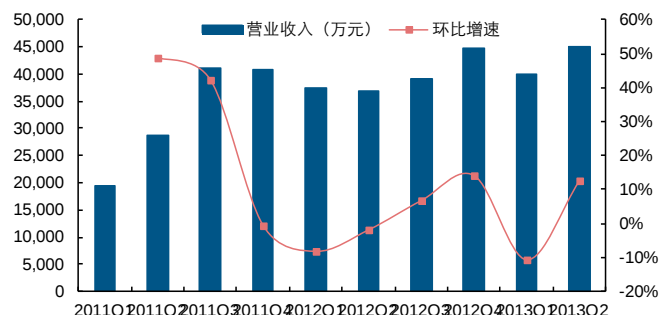
- **营业收入同比增长 14.76%, 生猪合计销量增长 2.94%。**猪价上半年持续下行, 生猪和仔猪价格分别同比下跌 2.92% 和 20.82%, 公司适时调整了出栏结构, 育肥猪出栏量同比上升 60.16%, 仔猪出栏量同比下降 10.65%, 种猪出栏同比上升 24.41%。
- **成本上涨、屠宰零售业务比重上升, 综合毛利率大幅下滑。**上半年玉米和豆粕均价分别同比增长 0.28% 和 22.42%, 养殖业毛利率下滑 7.25 个百分点; 另外由于新开展的屠宰和批发零售业务毛利率较低, 公司综合毛利率同比下滑 9.47 个百分点。
- **新业务开展导致期间费用率同比上升 10.79 个百分点。**公司自去年三季度开始开展“雏牧香”专业零售业务, 由于业务开展前期费用投入较高, 公司去年 Q3 以来期间费用率一直居高不下, 我们预计随着品牌局面的打开, 费用率后期会出现回落。
- **猪价观点:** 近期猪价超预期主要是气温较高导致的生猪采食量下降, 从而生猪生长速度下降导致。从养殖场存栏数据分析, 100 公斤以上的生猪占比仍处于较低位置, 但是 80~100 公斤生猪占比较大。后续如果气温回落, 生猪生长速度恢复正常, 将面临较大的出栏压力, 预计 9~10 月份价格回落压力较大。40~80 公斤生猪存栏占比处于较为正常的水平, 对应 11~12 月份出栏量相对平稳, 而 20 公斤以下仔猪占比较高意味着 1 月份春节期间供给压力偏大。届时需要关注气温的变化, 天气过冷会刺激消费的上升, 预计旺季猪价会有一波小反弹。
- **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 0.27、1.05 和 1.30 元, 维持“谨慎推荐”评级。

图 1: 2010H~2013H 公司营业收入(万元)及同比增速



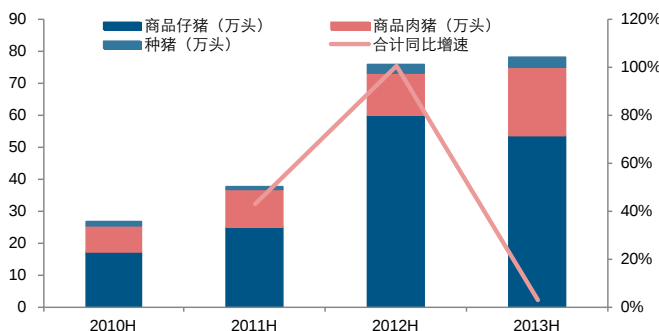
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 2011~2013 单季度营业收入(万元)及环比增速



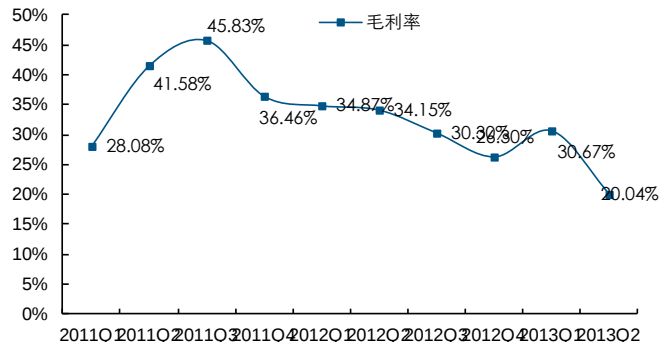
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 2010H~2013H 公司生猪出栏结构(万头)及同比增速



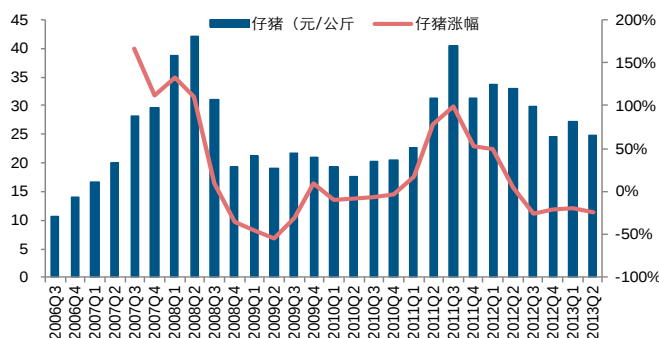
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 公司季度综合毛利率



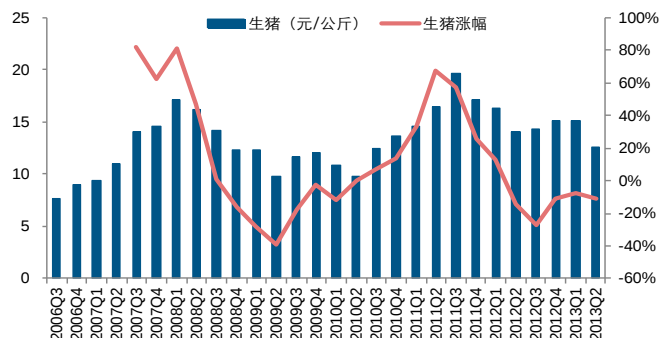
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 仔猪价格(元/公斤)及环比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 生猪价格(元/公斤)及环比增速



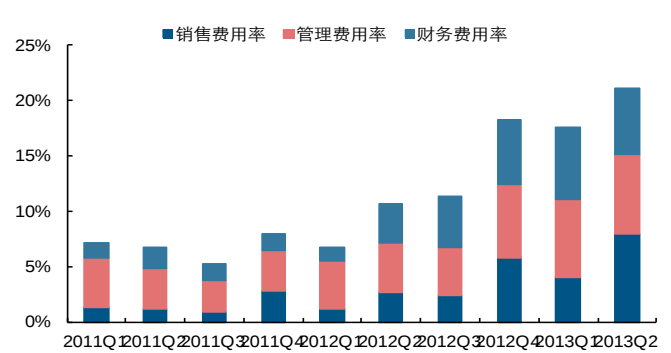
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 2010H~2013H 公司期间费用率

图 8: 2011~2013 单季度公司期间费用率

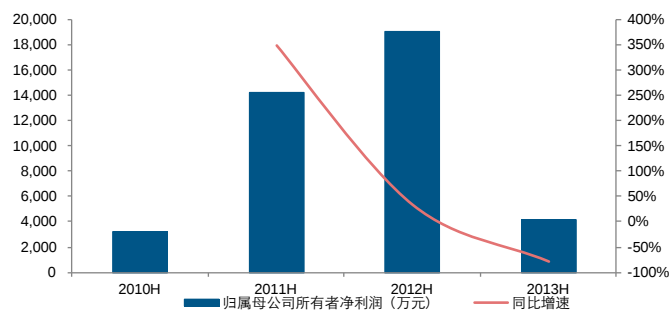


资料来源: Wind, 长江证券研究部



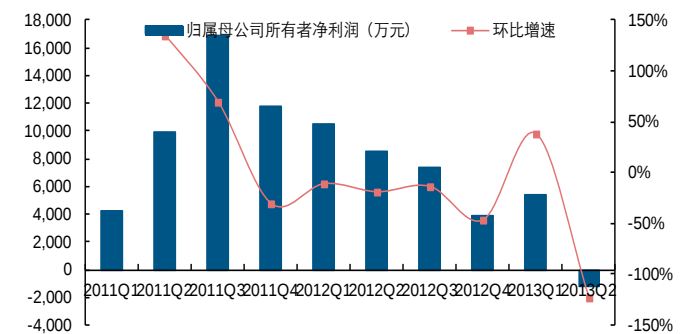
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 9: 2010H~2013H 公司净利润（万元）及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 10: 2011H~2013H 公司季度净利润（万元）及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 2: 2010H~2013H 公司主要财务数据

	2010H	2011H	2012H	2013H
营业收入 (万元)	27,004.26	48,201.45	74,219.27	85,174.90
同比增速		78.50%	53.98%	14.76%
营业成本 (万元)	21,748.73	30,774.24	48,605.99	63,848.75
同比增速		41.50%	57.94%	31.36%
毛利率	19.46%	36.15%	34.51%	25.04%
销售费用率	1.74%	1.24%	1.94%	6.12%
管理费用率	4.37%	3.99%	4.41%	7.15%
财务费用率	2.79%	1.71%	2.38%	6.25%
三项费用率合计	8.89%	6.94%	8.73%	19.52%
资产减值损失 (万元)	-30.39	23.10	44.82	-48.64
营业利润 (万元)	2,936.22	14,106.97	19,139.50	4,717.73
营业外收入 (万元)	395.71	356.22	467.86	426.93
营业外支出 (万元)	151.57	230.23	548.81	899.53
所得税 (万元)	6.80	22.36	80.31	186.09
归属母公司所有者净利润 (万元)	3,173.56	14,210.60	18,990.13	4,187.54

同比增速		347.78%	33.63%	-77.95%
净利率	11.75%	29.48%	25.57%	4.77%
ROE	7.98%	8.58%	9.42%	1.85%
ROA	4.27%	6.51%	5.24%	0.76%
存货(万元)	20,427.07	42,940.05	93,806.91	136,330.60
股本(万股)	13350	26700	53400	85440
EPS(元/股)	0.24	0.53	0.36	0.05

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3：公司单季度财务数据

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
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	45,120.11
环比增速		48.83%	42.31%	-0.61%	-8.16%	-1.83%	6.80%	14.17%	-10.66%	12.65%
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	36,078.58
环比增速		20.90%	31.96%	16.58%	-5.86%	-0.74%	13.05%	20.71%	-15.95%	29.92%
毛利率	28.08%	41.58%	45.83%	36.46%	34.87%	34.15%	30.30%	26.30%	30.67%	20.04%
销售费用率	1.38%	1.15%	0.96%	2.88%	1.19%	2.71%	2.45%	5.86%	4.05%	7.95%
管理费用率	4.40%	3.71%	2.85%	3.60%	4.30%	4.52%	4.27%	6.56%	7.07%	7.23%
财务费用率	1.33%	1.96%	1.41%	1.47%	1.28%	3.50%	4.65%	5.86%	6.54%	6.00%
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%	21.18%
资产减值损失(万元)		23.10	134.46	-58.93		44.82	112.59	-24.85	-240.91	192.27
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	-719.73
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	277.67
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	740.52
所得税(万元)		22.36	2.13	66.66		80.31	47.47	436.90	2.00	184.09
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	-1,252.27
环比增速		134.73%	69.54%	-30.40%	-10.84%	-18.87%	-13.62%	-46.46%	38.29%	-123.02%
净利率	21.92%	34.57%	41.18%	28.82%	27.98%	23.12%	18.69%	8.72%	13.55%	-3.03%
ROE	2.62%	6.01%	9.24%	6.04%	5.11%	4.22%	3.42%	1.78%	2.41%	-0.62%
ROA	2.02%	4.57%	7.27%	4.60%	3.83%	2.35%	1.92%	0.88%	1.10%	-0.26%
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	136,330.60
股本(万股)	13350	26700	26700	26700	26700	53400	53400	53400	53400	85440
EPS(元/股)	0.32	0.37	0.63	0.44	0.39	0.16	0.14	0.07	0.10	-0.01

资料来源：公司公告，长江证券研究部



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	1792	2764	3673	货币资金	601	179	1935	2571
营业成本	1090	1431	1869	2522	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	493	361	895	1152	应收账款	73	84	129	171
%营业收入	31.1%	20.2%	32.4%	31.4%	存货	1126	1478	1929	2604
营业税金及附加	0	0	0	1	预付账款	80	106	138	187
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	71	81	125	166
销售费用	50	57	88	118	流动资产合计	1953	1928	4256	5699
%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	90	138	184	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	64	93	139	投资性房地产	3	3	3	3
%营业收入	3.9%	3.6%	3.4%	3.8%	固定资产合计	1762	1879	2076	2347
资产减值损失	1	1	2	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	149	573	709	其他非流动资产	-1505	-1505	-1505	-1505
%营业收入	19.0%	8.3%	20.7%	19.3%	资产总计	4468	4555	7076	8784
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	613	341	2027	2637
利润总额	308	149	573	709	应付款项	274	359	469	633
%营业收入	19.5%	8.3%	20.7%	19.3%	预收账款	7	9	14	18
所得税费用	6	3	10	13	应付职工薪酬	16	21	28	38
净利润	302	146	563	696	应交税费	3	2	6	7
归属于母公司所有者的净利润	302.7	146.3	562.6	696.1	其他流动负债	518	671	890	1199
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1431	1403	3434	4533
EPS (元/股)	0.57	0.27	1.05	1.30	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	179	594	730	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	2225	4239	5321
长期股权投资	-27	0	0	0	归属于母公司	2126	2258	2764	3391
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	-233	-359	-478	股东权益	2198	2330	2836	3463
其他	-2	0	0	0	负债及股东权益	4468	4555	7076	8784
投资活动现金流净额	-1154	-233	-359	-478	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	0.274	1.053	1.304
银行贷款增加 (减少)	972	-272	1686	610	BVPS	3.98	4.23	5.18	6.35
筹资成本	169	-79	-149	-209	PE	16.86	34.89	9.07	7.33
其他	-486	0	0	0	PEG	0.53	1.09	0.28	0.23
筹资活动现金流净额	1059	-368	1520	384	PB	2.40	2.26	1.85	1.51
现金净流量	-185	-422	1755	637	EV/EBITDA	12.82	18.11	7.19	5.60
					ROE	14.2%	6.5%	20.4%	20.5%

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
鲍 丽	上海私募总经理	(8621) 68751860	13701828281	baoli@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。