

2015-9-11

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** 维持

雏鹰农牧 (002477)
关注猪价上涨和公司养殖模式升级

分析师 陈佳

 862765799811

 chenjia2@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513080003

联系人 高辰星

 (8621) 65799773

 gaocx@cjsc.com.cn

联系人 余昌

 (8621) 65799773

 yuchan1@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

《行情景气叠加养殖模式升级转型, 未来高增长可期》2015-8-14

《养殖模式升级将有望降低公司养殖综合成本》2015-7-20

《剥离亏损资产, 聚焦养殖+电商》2015-6-4

报告要点
■ 事件描述

近期我们通过电话会议的方式对于雏鹰农牧进行调研。

■ 事件评论

- **生猪行情将保持长期景气, 价格有望突破前期高点。**短期来看, 随着 9 月份学校开学以及天气转凉带动需求的增加, 猪价有望迎来新一轮上涨。长期来看, 能繁母猪存栏继续下行则使得未来 12 个月内生猪供应将处于持续紧缩状态, 生猪价格仍将保持持续景气行情, 价格高点有望突破 20 元/公斤。此次能繁母猪存栏低点低于 10-11 周期, 而需求的绝对量高于 2010-2011 年, 根据我们的测算, 预计 2015 年生猪短缺 1517 万头, 2016 年短缺 3462 万头, 短缺幅度大于 2011 年。整体预计 15 年生猪均价 15 元/公斤, 16 年生猪均价 17 元/公斤。
- **雏鹰模式升级, 优化成本叠加产能高速扩张。**新雏鹰模式中公司将养殖场建设、设备投资环节交给合作方, 猪舍管理和养殖则交给农户, 自身实现轻资产运营。养殖模式的改造升级一方面将改善公司养殖成本, 猪舍转让后获得的大量资金以及人工投入的大幅减少将使得公司财务费用和管理费用得到大幅下降。预计能够节约养殖环节成本 60 元/头。另一方面, 公司通过新型养殖模式对于固定资产投入的大幅减少以及人员管理方面的优化则使得产能得到快速提升, 新模式下公司吉林和内蒙项目将得到加速推进, 预计全部投产后公司产能将达到 1000 万头。预计公司 15、16 年公司生猪出栏规模达到 200 万和 350 万头。
- **生鲜熟食渠道方面的布局逐步完善, 业绩有望迎来爆发。**公司一方面对于原有专卖店模式进行改善, 关闭考核不合格门店, 将销售模式变更为总代理制, 并于今年 7 月底全部取消保底利润, 控制终端店铺推广成本; 另一方面, 公司积极探索互联网销售模式, 先后收购淘豆食品以及杰夫电商, 打造互联网销售平台, 了解消费者的需求并依此研发自身猪肉产品。目前淘豆食品月营收规模已超过 1500 万元, 未来将成为公司向下游延伸的重要自有销售平台。
- **给予“买入”评级。**我们预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.33 元和 0.87 元。给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** (1) 猪价持续下跌; (2) 项目建设不达预期。

生猪行情有望长期景气

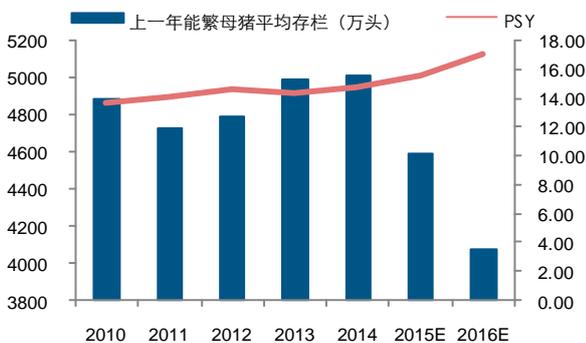
我们认为，猪价将迎来长期可持续上涨。短期来看，随着9月份学校开学以及天气转凉带动需求的增加，猪价有望迎来新一轮上涨。长期来看，截止8月份能繁母猪存栏仍处于下行状态，对于2016年6月-8月前生猪供应都将处于持续紧缩状态，因此生猪价格仍将保持持续景气行情，价格高点有望突破20元/公斤。这次能繁母猪存栏低点要低于10-11周期，而需求的绝对量高于2010-2011年，根据我们的测算15、16年生猪供需将呈现短缺状态。具体为：(1)从供给方面来看，我们估计2015年生猪出栏量为7.11亿头，2016年为6.93亿头；(2)根据我们对城乡家庭消费量、餐饮消费量、企业需求量等方面的测算，我们估计2015年7.27亿头，2016年达到7.28亿头；(3)供需平衡角度来看，预计2015年生猪短缺1517万头，2016年短缺3462万头。总体上，预计2015年全年平均价格为15元/千克，2016年全年平均价格达到17元/公斤。

表 1: 生猪供应量测算 *注: 2015 年能繁母猪平均存栏取前 4 个月值计算

	上年能繁母猪平均存栏数 (万头)	PSY	全年生猪供应量测算 (万头)
2010	4888	13.65	66700
2011	4729	13.99	66170
2012	4789	14.54	69628
2013	4990	14.34	71557
2014	5010	14.67	73510
2015E	4590	15.50	71149
2016E	4078 *	17.00	69322

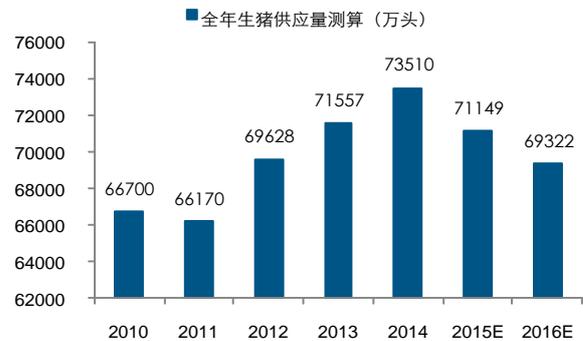
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 3: 上年平均能繁母猪存栏量与每年每头出栏的肥猪头数 (PSY)



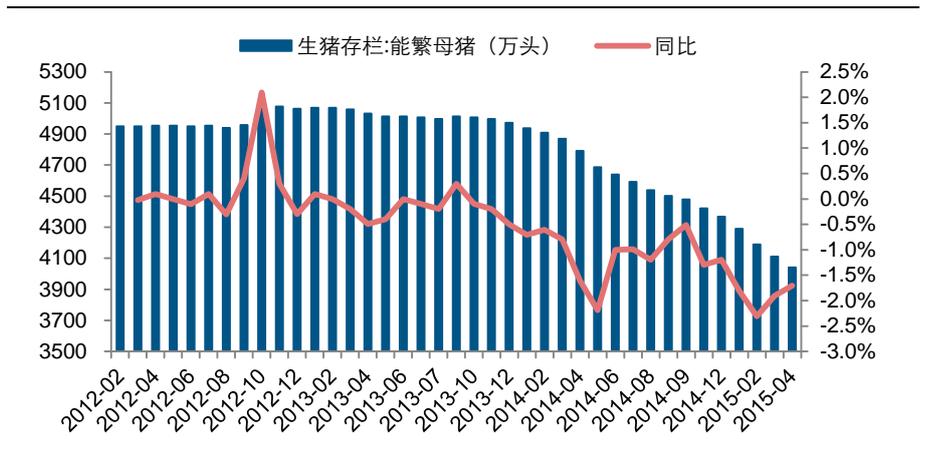
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 生猪供应头数测算



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 能繁母猪存栏量及同比变化



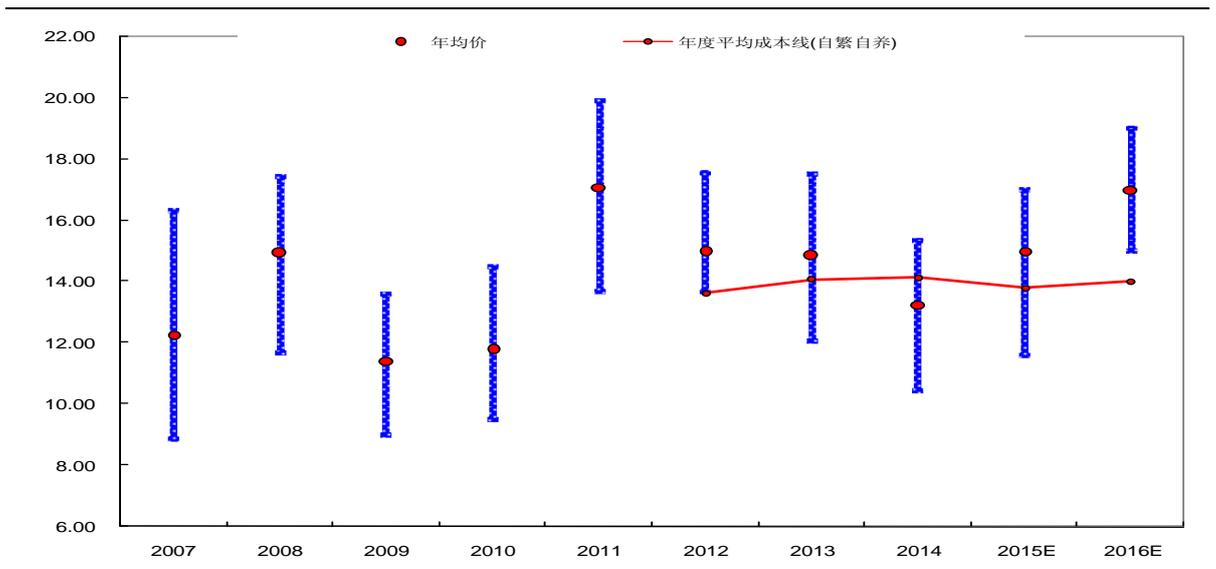
资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 3: 猪肉总需求量测算

年份	城市家庭 (万吨)	农村家庭 (万吨)	餐饮业 (万吨)	企业 (万吨)	其他 (万吨)	总计(万吨)	换算(亿头)	总需求同比增速
2009	1322.50	965.13	963.89	1164.28	490.64	4906.44	6.37	—
2010	1388.45	966.43	1114.65	1181.33	516.76	5167.62	6.71	5.32%
2011	1425.10	945.45	1083.00	1196.91	516.72	5167.18	6.71	-0.01%
2012	1511.19	924.80	1131.58	1211.44	531.00	5310.01	6.90	2.76%
2013	1552.15	906.64	1268.33	1222.87	550.00	5499.98	7.14	3.58%
2014	1606.78	901.30	1253.59	1233.08	554.97	5549.72	7.21	0.90%
2015	1639.94	889.18	1265.60	1241.02	559.53	5595.27	7.27	0.82%
2016	1654.34	830.46	1309.55	1249.57	560.44	5604.36	7.28	0.16%

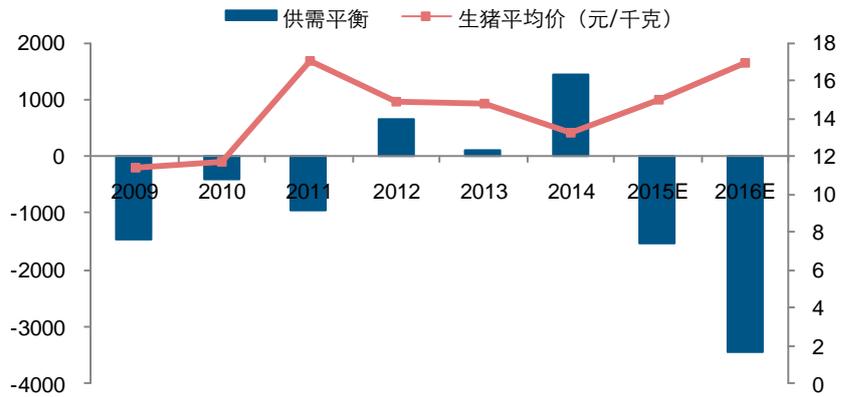
资料来源: 长江证券研究部

图 1: 22 省市生猪价格走势以及未来判断



资料来源: wind, 长江证券研究部 注: 柱状图高点表示当年最高价格, 低点为最低价格, 红点表示当年平均价格。

图 2: 预计 15、16 年生猪供求呈现短缺局面



资料来源：中国畜牧业信息网，长江证券研究部

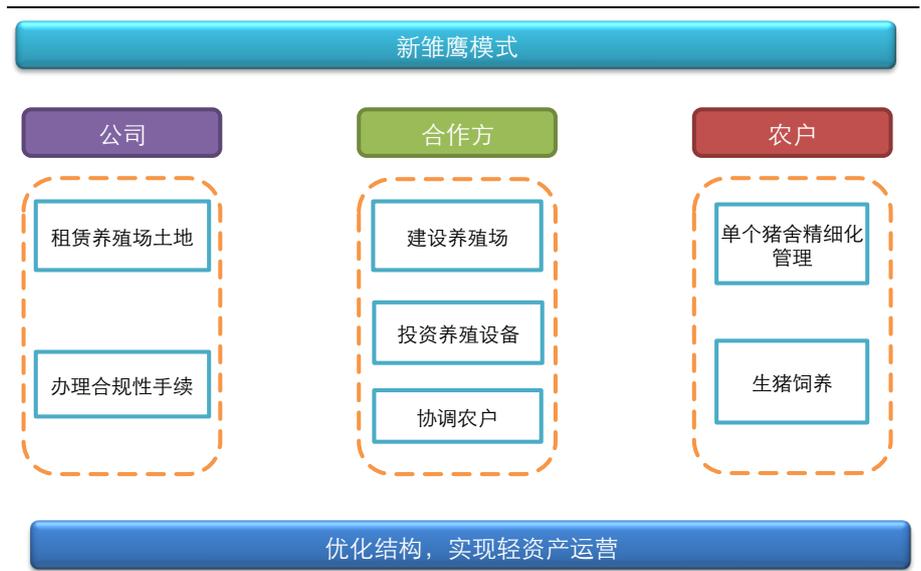
雏鹰模式升级，成本改善叠加产能高速扩张

公司目前正对于雏鹰模式进行优化升级。新模式中公司主要负责养殖场的土地租赁、合规性手续办理，合作方负责养殖场建设、设备投资及协调农户等；农户主要负责单个猪舍的精细化管理。我们认为，公司对于养殖模式的改造升级将大幅改善公司养殖成本，并使得产能得到高速扩张

公司养殖模式的升级将有效控制养殖成本。新的模式整体上使得公司的直接成本有所提升（过去农户合作模式的代养费预计将有现阶段的 100 元/头提升至 200 元/头），但是猪舍转让后获得的大量资金（全部转让完后预计获得资金 30 亿元）以及人工投入的大幅减少将使得公司财务费用和管理费用（折旧摊销等）得到大幅下降。预计公司新养殖模式将能够节约养殖环节的综合成本 60 元/头。

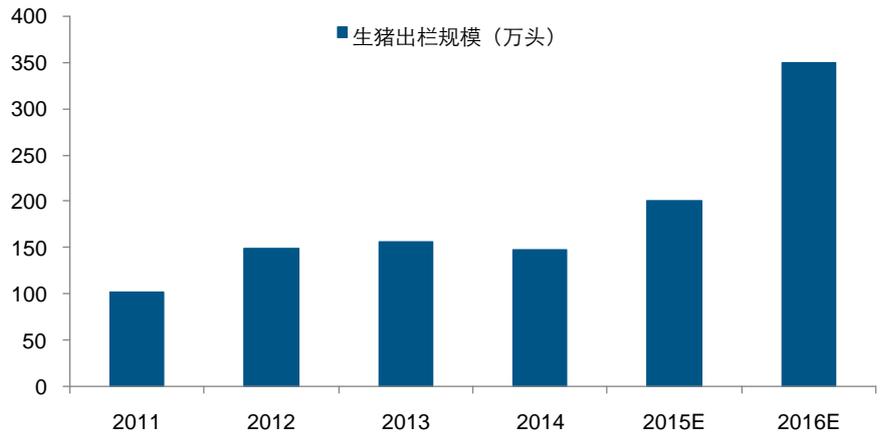
公司通过新型养殖模式将使得产能得到快速提升。主要基于：1、通过新型养殖运营模式公司对于固定资产的投入将大幅减少，转让猪舍获得的 30 亿资金将满足产能快速扩张的投入；2、通过合作社模式对于农户的协调以及管理将使得公司不再面临猪场管理人数不够的限制，使得新型养殖模式能够得到快速推动。在新的模式下，公司吉林 400 万头生猪项目预计明年即可投产，内蒙项目也将加速推进，完全投产后公司产能有望突破 1000 万头。整体上我们预计公司 15,16 年公司生猪出栏规模达到 200 万和 350 万头。

图 29：雏鹰模式转型升级



资料来源：公司网站、长江证券研究部

图 27：公司未来生猪销售量即将迎来快速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：公司养殖项目建设进度逐步加快

项目名称	进度
内蒙古年出栏300万头生猪一体化项目	项目采用边建设边投产的方式。截止上半年已完成奠基仪式
吉林省洮南市400万头生猪养殖一体化项目	截止上半年累计投入11.62亿元，建成猪舍713栋，生猪出栏约2400头，预计年底基建全部建设完毕
新乡年出栏100万头生猪养殖项目	截止上半年生猪存栏约12万头，生猪出栏约5万头

三门峡年出栏100万头生态猪养殖建设项目	截止上半年生态猪存栏约10万头，生态猪出栏约4万头
西藏藏香猪养殖产业化项目	截止上半年建成猪舍80栋，累计投入5549.57万元，藏香猪存栏约5000头

资料来源：公司公告，长江证券研究部

生鲜熟食渠道布局逐步完善，业绩有望迎来爆发

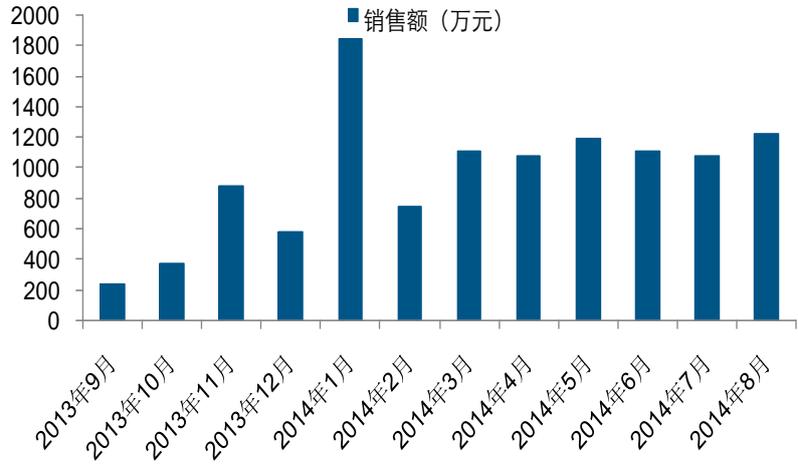
我们认为，目前公司在生鲜熟食渠道方面的布局逐步完善，业绩有望迎来爆发。公司一方面对于原有专卖店模式进行改善，关闭考核不合格门店，将销售模式变更为总代理制，并于今年7月底全部取消保底利润，控制终端店铺推广成本；另一方面，公司积极探索互联网销售模式，先后收购淘豆食品以及杰夫电商，打造互联网销售平台，了解消费者的需求并依此研发自身猪肉产品。目前淘豆食品月营收规模已超过1500万元，未来将成为公司向下游延伸的重要自有销售平台。此外，生态猪方面公司已于中信证券合作搭建众筹认养平台，面向中信的客户以及员工等高净值客户进行销售，未来将结合互联网平台对于销售渠道进一步扩大，并推出生态猪水饺，肉铺等多元化产品进一步丰富公司业务体系。

图 29：公司打造互联网销售平台



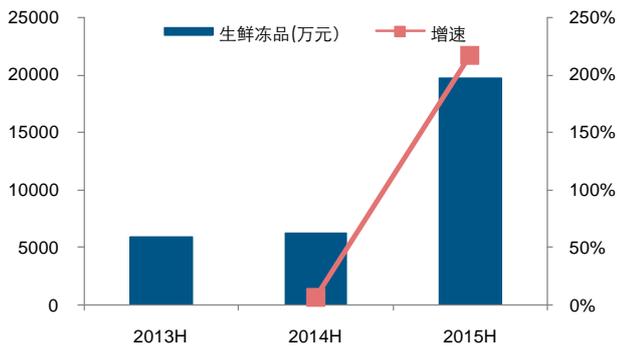
资料来源：公司网站、长江证券研究部

图 31：苏州淘豆食品销售额



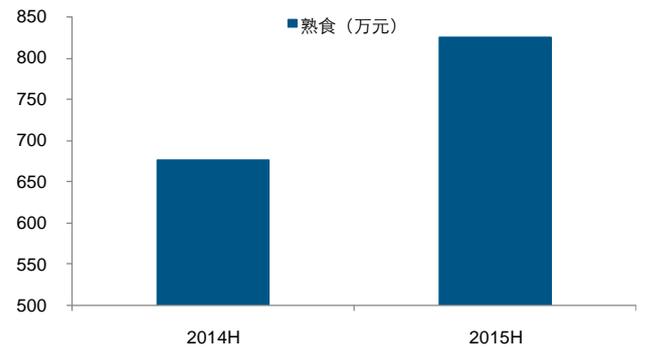
资料来源: 公司网站、长江证券研究部

图 9: 公司生鲜冻品业务大幅增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 10: 公司熟食业务快速增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

给予“买入”评级

看好公司在生猪行情持续景气时期的盈利能力。我们预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.33 元和 0.87 元。给予公司“买入”评级。

投资风险提示:

风险提示: (1) 猪价下跌; (2) 项目建设不达预期。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1762	3352	4658	5921	货币资金	400	168	867	2439
营业成本	1557	2599	3195	3956	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	205	753	1463	1965	应收账款	173	150	242	308
%营业收入	11.6%	22.5%	31.4%	33.2%	存货	1397	2842	4235	5244
营业税金及附加	3	6	8	10	预付账款	92	233	255	316
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	396	60	84	107
销售费用	102	134	186	237	流动资产合计	2477	3454	5683	8413
%营业收入	5.8%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	35	35	35	35
管理费用	233	168	233	296	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.2%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	899	899	899	899
财务费用	143	79	103	133	投资性房地产	3	3	3	3
%营业收入	8.1%	2.3%	2.2%	2.2%	固定资产合计	4173	4239	4403	4658
资产减值损失	16	21	13	9	无形资产	143	136	129	122
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	6	6	6	6
投资收益	121	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	-172	346	920	1280	其他非流动资产	-495	-495	-495	-495
%营业收入	-9.8%	10.3%	19.8%	21.6%	资产总计	7241	8278	10664	13643
营业外收支	10	10	10	10	短期贷款	1586	104	0	0
利润总额	-161	356	930	1290	应付款项	690	462	524	649
%营业收入	-9.2%	10.6%	20.0%	21.8%	预收账款	26	838	1104	1403
所得税费用	23	6	19	26	应付职工薪酬	20	70	86	107
净利润	-184	349	912	1264	应交税费	15	4	10	13
归属于母公司所有者的净利润	-189.5	349.4	911.7	1264.5	其他流动负债	721	1303	1623	2016
少数股东损益	5	0	0	0	流动负债合计	3058	2781	3346	4187
EPS (元/股)	-0.18	0.33	0.87	1.21	长期借款	290	290	290	290
					应付债券	0	1000	2000	3000
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	1013	1013	1013	1013
					负债合计	4361	5084	6649	8490
					归属于母公司	2672	2987	3807	4945
					少数股东权益	208	208	208	208
					股东权益	2880	3195	4015	5153
					负债及股东权益	7241	8278	10664	13643
					基本指标				
						2014A	2015E	2016E	2017E
					EPS	-0.181	0.334	0.872	1.210
					BVPS	2.56	2.86	3.64	4.73
					PE	-87.37	47.38	18.16	13.09
					PEG	0.30	-0.16	-0.06	-0.05
					PB	6.19	5.54	4.35	3.35
					EV/EBITDA	85.36	22.21	12.22	9.00
					ROE	-7.1%	11.7%	23.9%	25.6%

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	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@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：
买 入：	相对大盘涨幅大于 10%
增 持：	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。