招商证券股份有限公司
关于牧原食品股份有限公司相关事项的说明

招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”）受牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”、“发行人”、“公司”）聘请，担任其首次公开发行股票并上市的保荐机构、主承销商和持续督导机构。牧原股份于2014年1月28日在深圳证券交易所上市。在本次保荐工作中，招商证券根据《证券发行上市保荐业务管理办法》、《保荐人尽职调查工作准则》、《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》等相关法规的要求，对发行人作了审慎、独立的调查工作，实施了必要的查证、询问程序，履行了勤勉、尽责的调查义务。

在牧原股份的持续督导期内，招商证券严格按照《证券发行上市保荐业务管理办法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所上市公司保荐工作指引》等有关法律法规的要求，对牧原股份的日常管理、规范运作、募集资金使用、重要投资项目进展、关联交易、对外担保等事项进行持续跟踪和督导。现将近期公众机媒体对牧原股份的几个关注事项说明如下：

问题1:牧原股份《上市公告书》中对2014年第一季度净利润的预计与实际情况相差较大，《上市公告书》中对2014年第一季度净利润的预计有误导投资者的嫌疑。

一、媒体质疑情况

2014年3月29日，公司2014年一季度净利润预计为亏损4,500万元－6,500万元，这一数据较2个月前公布的预测数据相差巨大，2014年1月27日，公司《上市公告书》预告一季度净利润变动区间为2,331.6万元至3,497.4万元之间。媒体质疑《上市公告书》中对2014年第一季度业绩的预测存在不合情理。

二、对该项质疑的核查情况

（一）《招股说明书》关于公司经营业绩风险的披露情况

由于生猪价格的波动对公司经营业绩影响较大，公司在《招股说明书》之“重大事项提示”之“风险因素”中披露了“生猪价格波动的风险”，“公司未来业绩下降的风险”，披露了“如果生猪市场价格出现大幅下滑，将会对公司造成重大不利影响”。以及“若生猪销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，或者公司生猪出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，则本公司存在未来业绩大幅下降或难以保持持续增长的风险。”

（二）《上市公告书》中对于一季度业绩的预计，是否存在误导投资者的情形

1、《上市公告书》中的对一季度业绩的预计情况和公司的实际经营情况

2014年1月27日披露的《上市公告书》中“公司预计2014年1－3月发行人的营业收入较2013年同期变动幅度增长30%以上；净利润较2013年同期变动幅度在-20%－20%，净利润变动区间为2,331.60万元至3,497.40万元之间。”

2014年3月29日牧原股份发布的《2014年第一季度业绩预告修正公告》，牧原股份修正后归属于上市公司股东的净利润预计亏损:4,500万元－6,500万元。

牧原股份在2014年4月15日披露了《2014年第一季度报告》，牧原股份2014年一季度实现净利润-5,572.03万元。

公司一季度共实现销售生猪36.68万头，较预计的生猪销售数量35.7万头多出1.68万头，较2013年同期出栏量（19.01万头）增加17.67万头，增幅为92.95%；营业收入本期较上年同期增长了49.91%；归属于上市公司股东的净利润本期亏损5,572.03万元，较上年同期盈利2,914.50万元大幅下跌。

公司一季度在生猪出栏量大幅增加的情况下，营业收入虽然也大幅增加了，但其增长幅度远低于生猪出栏量的增长幅度，同时，净利润却大幅下滑，导致上述现象的主要原因为生猪市场价格的大幅下降所致。

2、《上市公告书》中对一季度业绩做出预测的基础是：截至2014年1月25日，公司对当月已销售每头生猪的平均盈利水平的估算，以及根据生产计划对一季度生猪出栏量的预计。公司基于当时计市场研究观点对猪价较为乐观的预期，认为以截止2014年1月25日当月的生猪销售头均盈利水平为基础，对2014年1季度业绩作出的预计是合理的。

同时，公司在《上市公告书》的“三、公司2014年度一季度经营业绩预测”中对一季度业绩进行预计后，明确阐述：“上述业绩变动的预测，只是公司的初步预测。若实际经营情况与公司初步预测发生较大变化，公司将根据实际情况及时进行披露，请广大投资者谨慎决策，注意投资风险”，公司已对相关情况进行了风险提示。

当时，公司收集了2013年12月至2014年1月25日，行业内的上市公司、专业研究机构、行业专家对猪价研判的观点，大多观点对2014年一季度以及全年猪价表示乐观。

公司根据当时的情况及对未来猪价走势的初步判断做出的预计是有充分依据的，不存在误导投资者的情形。

3、1月25日后，猪价的走势及对公司2014年一季经营业绩的影响

2014年春节后，生猪价格开始快速下跌；2月份，公司生猪销售价格跌破12元/公斤，销售生猪开始出现亏损，销售每头生猪亏损150元/头左右；3月份，生猪价格进一步下跌至11元/公斤以下，公司销售生猪开始出现严重亏损。

公司2014年一季度的实际经营情况与《上市公告书》中对2014年一季度的经营业绩的预计的差异，主要是由于生猪市场价格大幅下降造成的。生猪价格的这一波动，导致2-3月份销售生猪的头均盈利较一月份有较大幅度下降，是导致一季度实际经营情况与《上市公告书》中的业绩预计差异较大的主要原因。

在2013年生猪价格低迷的情况，2014年第一季度生猪价格的快速下降是非常罕见的现象，行业内人士和市场研究人士大都没有预计到这一变化。生猪市场价格受动的风险是整个生猪市场的系统风险，对任何一家生猪生产企业来讲都是客观存在的、不可控制的外部风险。公司一季度出现亏损，主要是由于生猪销售价格下跌这一市场因素造成的。

综上所述，公司2014年一季度的实际经营情况与《上市公告书》中对2014年一季度的经营业绩的预计的差异，主要是由于生猪市场价格大幅下降造成的。公司基于2014年1月25日当时的情况及对后期猪价走势的判断的基础上做出的对2014年一季度经营业绩的预计是合理的，不存在误导投资者的情形。

三、核查结论

经核查招商证券认为：

1、公司已经在2014年1月16日《招股说明书》中对生猪价格周期性波动给公司带来的风险做了充分的披露；

2、公司在2014年1月27日《上市公告书》中对第一季度经营业绩做出预计，是基于当时公司销售生猪的价格情况、对未来生猪价格走势的判断及公司一季度预计生猪出栏量的基础上形成的，并且已经提示了相关风险；

3、公司在《上市公告书》中对第一季度经营业绩的预计，是在公司当时的实际经营情况的基础上、参考了市场专业机构的研究观点形成的，有充分的依据，公司不存在误导投资者的情形。

问题2:牧原股份《招股说明书》披露的商品猪、种猪的毛利率高于同行业上市公司，上市后高毛利陡降。

一、媒体质疑情况

媒体报道认为，牧原股份《招股说明书》披露的商品猪、种猪的毛利率高于同行业上市公司，上市后高毛利陡降。

二、牧原股份《招股说明书》披露的商品猪、种猪的毛利率高于同行业上市公司，上市后高毛利陡降的说明

上市后公司2014年一季度毛利率大幅陡降的主要原因如“问题2”所述是整个生猪市场的价格快速下滑所致。牧原股份《招股说明书》披露的商品猪、种猪的毛利率高于同行的说明如下：

（一）公司生猪毛利率与同行业上市公司的对比

1.2009-2012年毛利率分析

公司商品猪毛利率与同行业上市公司商品猪毛利率对比情况，如下表：

公司	2012年度	2011年度	2010年度	2009年度	产品种类
新五丰(600975.SH)	6.56%	22.86%	7.60%	10.96%	内销生猪
罗牛山(000735.SZ)	12.76%	16.97%	-0.72%	8.81%	商品猪
雏鹰农牧(002477.SZ)	26.27%	34.29%	11.06%	6.13%	商品猪
大康牧业(002505.SZ)	-0.22%	14.45%	10.12%	14.34%	商品猪
行业平均值	11.34%	22.14%	7.02%	10.06%	
本公司商品猪毛利率	27.23%	37.77%	18.30%	24.86%	商品猪

公司种猪毛利率与同行业上市公司种猪毛利率对比情况，如下表：

公司	2012年度	2011年度	2010年度	2009年度	产品种类
顺鑫农业(000860.SZ)	24.54%	34.88%	36.12%	44.43%	种猪
雏鹰农牧(002477.SZ)	23.48%	35.60%	49.51%	48.54%	种猪
大康牧业(002505.SZ)	23.12%	19.98%	18.03%	13.05%	种猪
行业平均值	23.71%	30.15%	34.55%	35.34%	
本公司种猪毛利率	62.25%	62.16%	55.01%	64.25%	种猪

公司毛利率的波动与同行业上市公司平均毛利率具有相同的走势。

虽然2010年度、2011年度和2012年度，公司商品猪毛利率高于同行业上市公司平均水平，但2011年度和2012年度公司商品猪毛利率与同处河南地区的雏鹰农牧的毛利率基本相当。

2010年度、2011年度和2012年度，公司种猪毛利率均高于同行业上市公司平均毛利率水平，公司对外销售种猪的成本低于同行业上市公司的成本。

2.2013年1-6月和2013年全年主营业务毛利率与同行业上市公司对比

根据同行业上市公司披露的2013年上半年报告和年度报告数据，无法计算其分产品的毛利率，只能获得其生猪业务或畜牧业业务的整体毛利率，因此，用2013年1-6月、2013年度公司的主营业务毛利率与同行业上市公司进行对比分析，具体情况如下：

公司	2013年全年	2013年1-6月	产品种类
顺鑫农业(000860.SZ)	-4.12%	-1.94%	种猪
罗牛山(000735.SZ)	-	-4.68%	生猪
新五丰(600975.SH)	11.35%	9.33%	畜牧业
雏鹰农牧(002477.SZ)	-	29.76%	生猪产品
大康牧业(002505.SZ)	14.01%	15.54%	畜牧养殖业
行业平均值	7.08%	9.60%	
本公司主营业务毛利率	19.80	15.79%	综合毛利率

注:截至2014年4月23日，雏鹰农牧、罗牛山尚未披露2013年年报。

（1）与较具可比性（生猪业务占比超过80%）的雏鹰农牧相比情况如下：

公司的2013年1-6月份主营业务毛利率15.79%低于雏鹰农牧生猪产品的毛利率29.76%。2013年上半年商品猪价格较低，但是仔猪价格处于高位，而雏鹰农牧生猪产品以仔猪为主，公司的主营业务以商品猪为主，导致公司的主营业务毛利率远低于雏鹰农牧的生猪产品的毛利率。

公司2013年1-6月份各产品占营业收入的比例

产品种类	2013年1-6月各产品占营业收入的比例
商品猪	96.12%
种猪	2.11%
仔猪	1.76%
主营业务合计(生猪养殖业务)	99.98%
其他业务	0.02%
总计	100.00%

雏鹰农牧2013年1-6月份各主要产品占主营业务收入的比例

产品种类	2013年1-6月各产品占营业收入的比例
商品仔猪	41.83%
商品肉猪	33.13%
二元种猪	5.36%
生猪养殖业务小计	80.32%
家禽养殖业务小计	5.22%
粮食贸易	7.12%
生鲜冻品	6.93%

（数据来源:wind资讯）

（2）与大康牧业的对比情况如下：

大康牧业2013年1-6月份及2013年度各主要产品占主营业务收入的比例及毛利率

产品种类	2013年度		2013年1-6月	
	占同类产品的比例	毛利率	占同类产品的比例	毛利率
幼猪	17.81%	23.41%	18.73%	20.07%
种猪	28.70%	26.01%	28.12%	35.53%
育肥猪	53.49%	6.47%	53.15%	3.36%
畜牧养殖业合计	100.00%	14.01%	100.00%	15.54%

牧原股份2013年1-6月份及2013年度各主要产品占主营业务收入的比例及毛利率

产品种类	2013年度		2013年1-6月	
	占同类产品的比例	毛利率	占同类产品的比例	毛利率
商品猪	97.05%	18.89%	96.13%	14.63%
种猪	1.94%	56.25%	2.11%	54.13%
仔猪	1.02%	37.23%	1.76%	33.21%
合计	100.00%	19.80%	100.00%	15.79%

经比较，2013年公司主营业务毛利率仍高于行业平均值。

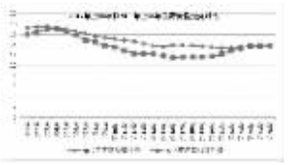
2013年上半年，生猪价格持续下跌，5月份之后才逐步回升，2013年上半年生猪均价低于2012年同期，是导致同期销售毛利率下滑的主要原因。

其次，2013年上半年主要饲料原料小麦、玉米等价格大幅上涨，造成公司饲料成本增加。同时，受到宏观经济环境影响，生猪价格低迷，根据农业部数据，2013年全年生猪价格均值比2012年下跌0.8%。

综合生猪价格和原料价格两方面的因素，导致公司2013年上半年毛利率低于过去前（2012年6月前）毛利率。

2012年上半年和2013年上半年我国生猪价格走势对比

单位:元/公斤



资料来源:搜猪网

（二）关于公司毛利率较高的分析

对于公司毛利率较高的事项原因，公司已经在2014年1月16日披露的《招股说明书》（含2014年1月9日披露的《招股意向书》）之“第十一章管理层讨论与分析”之“一、盈利能力分析”之“（五）关于公司持续盈利能力分析”进行了说明。

具体摘录如下：

“（1）2010年度、2011年度和2012年度分产品毛利率对比情况

2010年度、2011年度和2012年度公司商品猪毛利率与同行业上市公司商品猪毛利率对比情况，如下表：

公司	2012年度	2011年度	2010年度	产品种类
新五丰(600975.SH)	6.56%	22.86%	7.60%	内销生猪
罗牛山(000735.SZ)	12.76%	16.97%	-0.72%	商品猪
雏鹰农牧(002477.SZ)	26.27%	34.29%	11.06%	商品猪
大康牧业(002505.SZ)	-0.22%	14.45%	10.12%	商品猪
行业平均值	11.34%	22.14%	7.02%	
本公司商品猪毛利率	27.23%	37.77%	18.30%	商品猪

（数据来源:wind资讯）

2010年度、2011年度和2012年度公司种猪毛利率与同行业上市公司种猪毛利率对比情况，如下表：

公司	2012年度	2011年度	2010年度	产品种类
顺鑫农业(000860.SZ)	24.54%	34.88%	36.12%	种猪
雏鹰农牧(002477.SZ)	23.48%	35.60%	49.51%	种猪
大康牧业(002505.SZ)	23.12%	19.98%	18.03%	种猪
行业平均值	23.71%	30.15%	34.55%	
本公司种猪毛利率	62.25%	62.16%	55.01%	种猪

（数据来源:wind资讯）

2010年度公司商品猪和种猪的毛利率较低，2011年度公司商品猪和种猪的毛利率显著提高，2012年度公司商品猪的毛利率较2011年度大幅降低，种猪的毛利率与2011年度基本相当。

公司毛利率的波动与同行业上市公司平均毛利率具有相同的走势。

虽然2010年度、2011年度和2012年度，公司商品猪毛利率高于同行业上市公司平均水平，但2011年度和2012年度公司商品猪毛利率与同处河南地区的雏鹰农牧的毛利率基本相当。

2010年度、2011年度和2012年度，公司种猪的毛利率均高于同行业上市公司平均毛利率水平，公司对外销售种猪的成本低于同行业上市公司的成本。

（2）2013年1-6月主营业务毛利率与同行业上市公司对比

根据同行业上市公司披露的2013年上半年报告数据，无法计算其分产品的毛利率，只能获得其生猪业务或畜牧业业务的整体毛利率，因此，用2013年1-6月公司的主营业务毛利率与同行业上市公司进行对比分析，具体情况如下：

公司	2013年1-6月	产品种类
顺鑫农业(000860.SZ)	-1.94%	种猪
罗牛山(000735.SZ)	-4.68%	生猪
新五丰(600975.SH)	9.33%	畜牧业
雏鹰农牧(002477.SZ)	29.76%	生猪产品
大康牧业(002505.SZ)	15.54%	畜牧养殖业
行业平均值	9.60%	
本公司主营业务毛利率	15.79%	综合毛利率

（数据来源:wind资讯）

2013年上半年，特别是3月份至5月份，商品猪价格持续低迷，导致公司的主营业毛利率创下了报告期的最低值15.79%（报告期内，2010年度主营业务毛利率为28.06%，2011年度主营业务毛利率38.54%，2012年度主营业务毛利率为21.98%）。

2013年上半年公司主营业务毛利率高于行业平均值，主要原因如下：

①各条公司的生猪养殖业务在公司营业收入中地位不同

从各条公司2013年1-6月主要产品实现收入占营业收入的比例来看，只有雏鹰农牧的生猪养殖业务实现收入占营业收入的比例超过了80%，与本公司的生猪养殖业务实现收入占营业收入的比例96.98%较为接近，其他各家生猪养殖业务实现收入占营业收入比例均低于70%。各家公司主要产品实现收入占营业收入的比例的具体情况详见本招股说明书之“第十一章 管理层讨论与分析”之“二、盈利能力”之“（三）期间费用”之“1、期间费用情况分析”之“（2）报告期各期公司期间费用率与同行业上市公司对比分析”

②各家公司主营业务毛利率的绝对规模相差较大

2013年1-6月份，公司主营业务毛利率为9.33%，高于牧原股份的毛利率-3.87%，但是公司主营业务实现收入21,638.42万元，新五丰主营业务毛利率为27,564.56万元，罗牛山主营业务毛利率为33,539.65万元，顺鑫农业主营业务毛利率为13,214.90万元。

③与最具可比性（生猪业务占比超过80%）的雏鹰农牧相比情况如下：

公司的主营业务毛利率15.79%远低于雏鹰农牧生猪产品的毛利率29.76%。2013年上半年商品猪价格较低，但是仔猪价格处于高位，而雏鹰农牧生猪产品以仔猪为主，公司的主营业务以商品猪为主，导致公司的主营业务毛利率远低于雏鹰农牧的生猪产品的毛利率。

本公司2013年1-6月份各产品占营业收入的比例

产品种类	2013年1-6月各产品占营业收入的比例
商品猪	96.12%
种猪	2.11%
仔猪	1.76%
主营业务合计(生猪养殖业务)	99.98%
其他业务	0.02%
总计	100.00%

雏鹰农牧2013年1-6月份各主要产品占主营业务收入的比例

产品种类	2013年1-6月各产品占营业收入的比例
商品仔猪	41.83%
商品肉猪	33.13%
二元种猪	5.36%
生猪养殖业务小计	80.32%
家禽养殖业务小计	5.22%
粮食贸易	7.12%
生鲜冻品	6.93%

（数据来源:wind资讯）

3、报告期内发行人生猪销售毛利与同行业上市公司对比

由于，截至招股说明书签署日，同行业上市公司2013年上半年报告尚未披露或通过披露数据不能获得（或计算获得）头均收入、头均成本数据，因此以下仅对报告期内2010年度、2011年度和2012年度的情况进行对比分析。

（1）2010年度、2011年度和2012年度发行人生猪销售毛利概况

2010年度、2011年度和2012年度，公司的商品猪和种猪的头均毛利情况如下：

单位:元/头

项目	商品猪			种猪		
	2012年度	2011年度	2010年度	2012年度	2011年度	2010年度
头均销售收入	1,654.58	1,842.13	1,227.17	1,976.54	1,780.19	1,682.37
头均销售成本	1,204.11	1,146.35	1,002.62	746.20	673.64	756.88
头均毛利	450.47	695.78	224.55	1,230.34	1,106.55	925.49

①2010年度、2011年度和2012年度公司商品猪的头均毛利分别为224.55元/头、695.78元/头和450.47元/头；公司种猪的头均毛利分别为925.49元/头、1,106.55元/头、1,230.34元/头。

②2011年度商品猪的头均毛利较2010年度有大幅度提升，主要是由于2011年度商品猪市场价格大幅上涨所致；2012年度商品猪的头均毛利较2011年度下降主要是2012年度商品猪市场价格下降所致。

③2010年度、2011年度和2012年度，公司商品猪头均销售成本呈递增趋势，主要原因为：

A、报告期内饲料成本上涨：2010年度、2011年度公司和2012年度自产饲料的平均单价分别为：2,269.04元/吨、2,472.65元/吨和2,530.62元/吨，2011年度较2010年度上涨8.97%，2012年度较2011年度上涨2.34%。

B、公司生猪年全程死亡率的波动：2011年度生猪年全程死亡率为9.86%较2010年度的10.64%降低0.78个百分点，2012年度生猪年全程死亡率为12.79%较2011年度的9.86%上升2.93个百分点。由于生猪死亡成本随每一会计期间结转至活体成本中，因此死亡率的变化对头均销售成本造成了一定影响。

④报告期内，公司种猪销售头均销售成本变动的重要因素为销售均重的变化，其中2010年度、2011年度和2012年度的均重分别为74.04公斤、60.15公斤、68.24公斤。

（2）报告期内公司生猪头均毛利与同行业上市公司对比分析

公司的可比上市公司有新五丰、罗牛山、顺鑫农业、雏鹰农牧和大康牧业。从新五丰、罗牛山、顺鑫农业等公司的年报中只能获取毛利率数据，雏鹰农牧和大康牧业分别于2010年9月和2010年11月上市，从其公开披露的招股说明书中以及其披露的年度报告以获取2010年度、2011年度和2012年度的头均销售收入、头均成本和头均毛利的数据。

①2010年度公司生猪头均毛利与同行业上市公司对比情况分析

2010年度公司生猪头均毛利与同行业上市公司对比表

单位:元/头

项目	商品猪			种猪		
	雏鹰农牧	大康牧业注	本公司	雏鹰农牧	大康牧业	本公司
头均销售收入	1,273.81	1,249.53	1,227.17	1,745.95	2,633.11	1,682.37
头均销售成本	1,132.93	1,257.64	1,002.62	881.58	2,197.60	756.88
头均毛利	140.88	-8.11	224.55	864.37	435.51	925.49

注:由于无法从大康牧业2010年度报告中获取头均成本数据，因此大康牧业2010年度对应的数据为2010年1-6月数据。

A、商品猪头均毛利与同行业上市公司对比分析

2010年度公司商品猪的头均毛利为224.55元，较雏鹰农牧的头均毛利140.88元高出83.67元。其中头均销售收入较雏鹰农牧低46.64元，头均销售成本较雏鹰农牧低130.31元，其中饲料成本造成的差异约85元/头（按照模拟口径计算）。

关于饲料的头均成本贡献详见本招股说明书“第十一章 管理层讨论与分析”之“二、盈利能力分析”之“（六）关于公司持续盈利能力的分析”之“4.报告期内公司具有较强盈利能力的原因分析”之“（2）一体化产业链及其带来的产业集群效益对公司的毛利率有较大贡献”。

公司商品猪头均毛利高于雏鹰农牧，主要是公司商品猪的头均成本低于雏鹰农牧所致。

B、种猪头均毛利与同行业上市公司对比分析

2010年度公司种猪的头均毛利为925.49元，较雏鹰农牧的头均毛利864.37元高出61.12元。其中头均销售收入较雏鹰农牧低63.58元，头均销售成本较雏鹰农牧低124.70元，从而使公司种猪的头均毛利较雏鹰农牧高出61.12元。

公司种猪头均毛利高于雏鹰农牧，主要是公司种猪的头均成本低于雏鹰农牧所致。

②2011年度公司生猪头均毛利情况分析

2011年度公司生猪头均毛利与同行业上市公司对比表

单位:元/头

项目	商品猪			种猪		
	雏鹰农牧	大康牧业	本公司	雏鹰农牧	大康牧业	本公司
头均销售收入	1,834.00	2,006.85	1,842.13	2,077.30	2,386.08	1,780.19
头均销售成本	1,205.18	1,716.86	1,146.35	1,154.32	1,909.34	673.64
头均毛利	628.83	289.99	695.78	922.98	476.74	1,106.55

A、商品猪头均毛利与同行业上市公司对比分析

2011年度公司商品猪的头均毛利为695.78元，较雏鹰农牧的头均毛利628.83元高出66.96元。其中头均销售收入较雏鹰农牧高8.13元，头均销售成本较雏鹰农牧低58.83元，从而使公司商品猪的头均毛利较雏鹰农牧高出66.96元。公司商品猪头均毛利高于雏鹰农牧，主要是公司商品猪的头均成本低于雏鹰农牧所致。

2011年度公司商品猪的头均毛利为695.78元，较大康牧业的头均毛利289.99元高出405.79元。虽然受到所处地域等因素的影响，公司商品猪头均销售收入低于大康牧业164.72元，但是公司商品猪的头均销售成本低于大康牧业570.51元，从而使公司商品猪的头均毛利高出大康牧业405.79元。

公司商品猪头均毛利高于同行业上市公司，主要是公司商品猪的头均成本低于同行业上市公司所致。

B、种猪头均毛利与同行业上市公司对比分析

2011年度公司种猪的头均毛利为1,106.55元，较雏鹰农牧的头均毛利922.98元高出183.57元。其中头均销售收入较雏鹰农牧低297.11元，头均销售成本较雏鹰农牧低480.68元，从而使公司商品猪的头均毛利较雏鹰农牧高出183.57元。公司种猪头均毛利高于雏鹰农牧，主要是公司种猪的头均成本低于雏鹰农牧所致。

2011年度公司种猪的头均毛利为1,106.55元，较大康牧业的头均毛利476.74元高出629.81元。虽然受到所处地域等其他因素的影响，公司种猪头均销售收入低于大康牧业605.89元，但是公司种猪的头均销售成本低于大康牧业1,235.70元，从而使公司种猪的头均毛利高出大康牧业629.81元。

公司种猪头均毛利高于同行业上市公司，主要是公司种猪的头均成本低于同行业上市公司所致。

③2012年度公司生猪头均毛利情况分析

2012年度公司生猪头均毛利与同行业上市公司对比表

单位:元/头

项目	商品猪			种猪		
	雏鹰农牧	大康牧业	本公司	雏鹰农牧	大康牧业	本公司
头均销售收入	1,838.39	1,729.11	1,654.58	1,897.65	3,002.12	1,976.54
头均销售成本	1,355.40	1,732.98	1,204.11	1,451.99	2,308.13	746.20
头均毛利	482.99	-3.87	450.47	445.66	693.99	1,230.34

A、商品猪头均毛利与同行业上市公司对比分析

2012年度公司商品猪的头均毛利为450.47元，较雏鹰农牧的头均毛利482.99元低32.52元。其中头均销售收入较雏鹰农牧低183.81元，头均销售成本较雏鹰农牧低151.29元，从而使公司商品猪的头均毛利较雏鹰农牧低32.52元。公司商品猪头均毛利与雏鹰农牧基本一致。

2012年度公司商品猪的头均毛利为450.47元，较大康牧业的头均毛利-3.87元高出454.34元。公司商品猪头均销售收入低于大康牧业74.53元，但是公司商品猪的头均销售成本低于大康牧业528.87元，从而使公司商品猪的头均毛利高出大康牧业450.47元。

公司商品猪头均毛利与雏鹰农牧基本一致；公司头均毛利高于大康牧业，主要是公司商品猪的头均成本低于同行业上市公司所致。

B、种猪头均毛利与同行业上市公司对比分析

2012年度公司种猪的头均毛利为1,230.34元，较雏鹰农牧的头均毛利445.66元高出784.68元。其中头均销售收入较雏鹰农牧低78.89元，头均销售成本较雏鹰农牧低705.79元，从而使公司商品猪的头均毛利较雏鹰农牧高出784.68元。公司种猪头均毛利高于雏鹰农牧，主要是公司种猪的头均成本低于雏鹰农牧所致。

2012年度公司种猪的头均毛利为1,230.34元，较大康牧业的头均毛利693.99元高出536.35元。虽然受到所处地域等其他因素的影响，公司种猪头均销售收入低于大康牧业1,025.58元，但是公司种猪的头均销售成本低于大康牧业1,561.93元，从而使公司种猪的头均毛利高出大康牧业536.35元。

公司种猪头均毛利高于同行业上市公司，主要是公司种猪的头均成本低于同行业上市公司所致。

通过对报告期内公司商品猪、种猪的头均毛利较高，主要为报告期内与同行业上市公司已公开披露的数据相比较，公司具有较大的成本优势。

4.报告期内公司具有较强盈利能力的原因分析

报告期内，公司保持较强的盈利能力：主营业务毛利率均保持在20%以上。主要原因是公司采取“自育自繁自养大规模一体化”的经营模式，形成了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，使公司具有了一定的成本优势。具体分析如下：

（1）养殖模式不同是公司毛利高于同行业可比上市公司毛利的主要原因

报告期内，公司毛利高于同行业可比上市公司，原因在于公司的养殖模式与同行业可比上市公司的养殖模式不同。

公司采用的是“自育自繁自养大规模一体化”的自养模式，同行业可比上市公司主要采用的是“公司+农户”的模式或其衍生模式“公司+基地+养殖大户+农户”模式、“公司+基地+农户”模式（以下统称“公司+农户”模式）。

与“公司+农户”模式相比较而言，自养模式更有利于实施规模化作业，生产效率高；生产各个环节间可以无缝对接，将个别生产环节不利的市场影响因素转化为公司内部的管理问题，使得整个生产流程可控，增强了公司抵御市场风险的能力。自养模式不但减少了各环节间的交易成本，同时收获了各环节的毛利。因此，一般情况下，自养模式较“公司+农户”模式具有更高的毛利。

目前，生猪养殖行业的上市公司多采取“公司+农户”模式或“公司+农户”的拓展模式，尚无完全采取公司自养模式的公司。因此，为了进一步说明这一问题，公司选取了养殖行业的其他两家养殖模式不同，但主营业务完全可比的上市公司圣农发展（股票代码:002299.SZ）和大成食品（股票代码:03999.HK）2007年度至2010年度毛利率进行对比。

其中：圣农发展采用的是大规模一体化自养自宰的肉鸡经营模式；大成食品采取的主要是“公司+农户”的肉鸡经营模式；两家公司均将活鸡屠宰后出售给客户。

两家公司2007年度至2011年度毛利率对比情况如下：

项目	2011年	2010年度	2009年度	2008年度	2007年度
大成食品	7.60%	6.89%	7.07%	7.36%	8.47%
圣农发展	20.26%	18.28%	20.46%	20.89%	26.77%

可见，养殖行业中采取自养模式的公司毛利率要高于采取“公司+农户”模式的公司毛利率。

与发行人可比上市公司中大康牧业采用“公司+基地+养殖大户+农户”的养殖模式；雏鹰农牧采取的是独特“雏鹰模式”，实质上是对“公司+基地+农户”模式的深化。发行人采取的是“自育自繁自养大规模一体化”养殖模式，即自养模式。三家公司均饲养种猪和商品猪，种猪和商品猪以活体销售给客户。

正是由于发行人与大康牧业和雏鹰农牧所采取的养殖模式不同，导致发行人的种猪和商品猪的头均毛利高于大康牧业和雏鹰农牧相应产品的头均毛利。

（2）一体化产业链及其带来的产业集群效益对公司的毛利率有较大贡献

农产品行业单个生产环节的盈利能力通常比较低，要获得更多的利润，必须将多个生产环节整合在一起，实现一体化经营的产业集群效益。

发行人采取“自育自繁自养大规模一体化”的经营模式，形成了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链。因此，发行人商品猪和种猪的销售毛利包含了饲料加工环节的毛利、生猪育种和种猪扩繁环节的毛利、商品猪和种猪饲养环节的毛利。具体分析如下：

①公司具有饲料配方研发、饲料加工生产能力，有效降低了饲料成本

公司的饲养所需饲料全部自行生产。饲料加工完成后直接装入公司的饲料罐装车，然后由饲料罐装车将饲料运送至猪场，并直接向猪场的自动饲喂器加料。整个流程中减少了饲料的包装、分拆等过程。一方面节省了包装、分拆饲料的费用，另一方面也减少了饲料的损耗成本。

②自育自繁自养大规模一体化的经营模式，降低了引进种猪的成本

公司拥有较强的生猪育种技术，能够在不断提升核心种猪群的生产性能的前提下，不断自主扩大GGP核心种猪群规模，培育出性能更为优良的曾祖代种猪，从而可避免重复大规模引进原种猪带来的成本。

以下采取模拟测算的方式以进一步说明发行人饲料加工环节对公司毛利的贡献：

如果以市场价格作为参照，公司报告期内的饲料毛利率情况

单位:元/吨

项目	2013年1-6月	2012年度	2011年度	2010年度
市场价格	3,218.33	3,045.83	2,814.17	2,551.67
公司自产饲料成本	2,722.83	2,530.62	2,472.65	2,269.04
毛利率	15.40%	16.92%	12.14%	11.08%

注:市场价格数据来自搜猪网

如果以育肥猪全价饲料和自配料的市场价格作为参照，公司2010年度、2011年度、2012年度和2013年1-6月的饲料毛利率分别为11.08%、12.14%、16.92%和15.40%。

如果以育肥猪全价饲料和自配料的市场价格作为参照，由于饲料自产自供对公司报告期各期的毛利贡献情况如下：

单位:万元

项目	2013年1-6月	2012年度	2011年度	2010年度
① 当期生产饲料(万元)	58,163.80	91,884.09	63,002.91	32,001.88
②主营业务成本中所含自产饲料金额	46,071.75	79,387.75	51,237.68	24,671.41
③以市场价格为依据公司自产饲料的毛利率	15.40%	16.92%	12.14%	11.08%
④自产自供饲料对当期毛利贡献额④=②÷(100%-③)×③	8,384.13	16,162.59	7,079.73	3,074.22
⑤当期公司生猪销售毛利	11,824.06	41,825.90	43,709.40	9,690.41
⑥自产自供饲料毛利贡献占比（⑥=④/⑤）	70.91%	38.64%	16.20%	31.72%
头均饲料成本贡献额(元/头)注	165.92	176.14	116.10	85.63

注:销售头数详见本招股说明书“第六章 业务与技术”之“五、主营业务具体情况”之“（二）生产模式”之“2、主要工艺流程”之“（2）生猪养殖流程”。

如果以育肥猪全价饲料和自配料的市场价格作为参照，2010年度、2011年度、2012年度和2013年1-6月自产饲料的毛利贡献额分别为:3,074.22万元、7,079.73万元、16,162.59万元和8,384.13万元，对公司当期生猪销售毛利的贡献比例分别为:31.72%、16.20%、38.64%和70.91%。

(3)饲料配方技术为公司带来的成本优势

公司在拥有“玉米+豆粕”型配方技术的基础上，结合南阳市小麦主产区特点，因地制宜研制了“小麦+豆粕”型饲料配方技术，在饲料营养中，小麦和玉米属于能量原料，因此小麦和玉米具有一定的相互替代性，并且小麦的蛋白质含量较玉米高，使用小麦一定程度上节约豆粕等蛋白类原料的使用。公司可以根据原材料的性价比及时调整饲料配方中的主要材料，有效降低饲料成本，从而形成了较强的成本优势。

公司报告期内根据小麦和玉米市场价格变化对采购小麦或玉米的相机决策情况详见本招股说明书“第六章 业务与技术”之“十、公司技术及研发情况”之“（一）主要生产技术及本平”之“4.饲