



读懂雏鹰——三年三倍不是梦

——雏鹰农牧（002477）事件点评

2015年12月30日

强烈推荐/维持

雏鹰农牧 | 事件点评

事件：

1. 公司将设立全资子公司——雏鹰集团（滑县）有限公司。
2. 公司拟焦作中旅银行股份有限公司。
3. 公司拟联合发起设立农业产业投资基金。

主要观点：

1. 模式复制案例说话。

我们认为，一方面，滑县具备资源优势和区位优势，为抓住生猪养殖行业最佳时机公司有动力超预期实现2年内达产；另一方面，公司本次投资0.87亿元撬动总投资4.07亿元的一体化养殖项目，半年左右时间再次复制新模式，是继6.41亿元撬动内蒙43.11亿元的又一成功案例，新模式逐渐被认可支撑公司加速扩产的超预期。我们再次重申在公司深度报告中的观点：轻资产快速扩张实现《三年再造三个雏鹰》战略目标和6个月内目标价23-25元/股。

2. 资本合作优势互补。

我们认为，公司前期通过资产出让获得的现金不少于10亿元，未来20亿元现金流入可期，此次出资2.5亿元并不会对公司生产经营产生重大影响；参股中旅银行将有助于公司与银行优势互补并推进双方资本合作；12年中旅银行引进战略投资者中国港中旅集团，通过增资扩股和转型升级，实现资产规模增长和盈利能力提升，其中，14、15年净利润分别为2.5、3亿元，业绩稳升，风险可控。

3. 资源整合价值重估。

我们认为，在我国农业面临结构调整和一二三产业融合的背景下，公司受益于在已布局的“粮食贸易、生猪养殖、互联网”三大板块的先发优势和标的的稀缺性。公司通过设立农业产业基金，整合行业上下游资源，增强未来并购整合预期。我们认为，公司未来将围绕做强主业和做多粉丝开展业务，那么收购种猪企业、打造电竞品牌和增强投顾服务可能是重心和突破。伴随对电竞认识的改变（国家体育总局体育信息中心公布将于2016年举办首届全国移动电子竞技大赛）和电竞用户诉求（竞技+社交），仅移动电竞市场就将达140亿，据此我们有理由因互联网板块的发展对公司重新估值。

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

杨钊

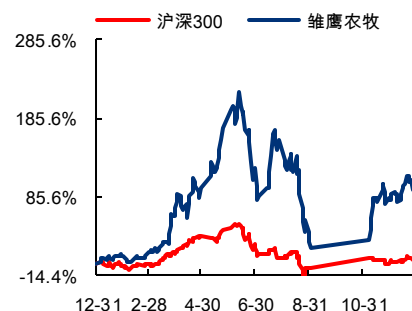
010-66555458

yangzhao@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	17.45-9.03
总市值（亿元）	182.36
流通市值（亿元）	83.04
总股本/流通A股（万股）	104505/47587
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	4.4

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《三年再造三个雏鹰》2015-12-21

结论：

生猪养殖行业迎来规模发展最佳时期，公司不断复制雏鹰模式实现加速扩张，预计 15-18 年生猪出栏量分别为 170、300、500、1000 万头。公司已涉足“粮食贸易、生猪养殖、互联网”三大板块相关产业链的上下游，未来通过资本运作实现核心竞争力与行业影响力不断提升可期。我们预计，2015-2017 年公司实现净利润分别为 2.2、8.8、12.5 亿元；全面摊薄 EPS 分别为 0.20、0.82、1.24 元；对应 PE 为 86、20、13 倍。6 个月目标价区间 23-25 元/股。维持“强烈推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	2476	2477	4070	5127	6189	营业收入	1868	1762	3496	5871	9360						
货币资金	684	400	1134	1796	2675	营业成本	1401	1557	2736	4007	6531						
应收账款	60	154	187	339	620	营业税金及附加	1	3	3	6	11						
其他应收款	48	19	37	63	100	营业费用	150	102	198	382	561						
预付款项	53	92	165	208	345	管理费用	161	233	313	603	1011						
存货	1398	1397	2670	3835	6162	财务费用	106	143	96	82	25						
其他流动资产	233	396	-135	-1141	-3770	资产减值损失	2.58	16.18	6.70	8.49	10.45						
非流动资产合计	3791	4764	4211	3815	3440	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	38	1	17	18	12	投资净收益	0.97	120.65	40.86	54.16	71.89						
固定资产	2063.6	2674.0	3323.3	2521.9	1744.5	营业利润	47	-172	184	838	1283						
无形资产	146	143	128	114	100	营业外收入	60.12	16.37	31.42	35.97	27.92						
其他非流动资产	27	115	64	69	82	营业外支出	12.49	5.92	9.73	9.38	8.34						
资产总计	6267	7241	8282	8942	9629	利润总额	95	-161	206	865	1302						
流动负债合计	3247	3058	3594	4233	3939	所得税	19	23	0	0	0						
短期借款	1246	1586	1646	1344	110	净利润	76	-184	206	865	1302						
应付账款	275	490	550	942	1625	少数股东损益	0	5	2	2	3						
预收款项	25	26	43	73	106	归属母公司净利润	76	-189	204	862	1299						
一年内到期的非	178	0	0	59	20	EBITDA	468	350	744	1335	1699						
非流动负债合计	790	1303	795	790	803	BPS (元)	0.09	-0.20	0.20	0.82	1.24						
长期借款	640	290	387	243	111	主要财务比率											
应付债券	0	784	261	349	465		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E						
负债合计	4037	4361	4389	5024	4741	成长能力											
少数股东权益	135	208	210	212	215	营业收入增长	17.99%	-5.70%	98.44%	67.95%	59.42%						
实收资本(或股	854	939	1045	1045	1045	营业利润增长	-84.37%	-465.17%	-207.14%	355.22%	53.08%						
资本公积	536	1247	2124	2124	2124	归属于母公司净利	-207.69%	322.54%	-207.69%	322.54%	50.70%						
未分配利润	590	373	316	-41	815	获利能力											
归属母公司股东	2095	2672	3683	3707	4673	毛利率(%)	25.01%	11.61%	21.75%	31.76%	30.23%						
负债和所有者权	6267	7241	8282	8942	9629	净利率(%)	4.07%	-10.45%	5.89%	14.73%	13.91%						
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.21%	-2.62%	2.46%	9.64%	13.49%						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	3.61%	-7.09%	5.54%	23.26%	27.80%						
经营活动现金流	235	-151	380	1799	2458	偿债能力											
净利润	76	-184	206	865	1302	资产负债率(%)	64%	60%	53%	56%							
折旧摊销	315.06	378.91	0.00	415.64	391.64	流动比率	0.76	0.81	1.13	1.21	1.57						
财务费用	106	143	96	82	25	速动比率	0.33	0.35	0.39	0.31	0.01						
应收账款减少	0	0	-33	-152	-281	营运能力											
预收帐款增加	0	0	17	29	34	总资产周转率	0.35	0.26	0.45	0.68	1.01						
投资活动现金流	-1058	-969	127	31	40	应收账款周转率	30	16	20	22	20						
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.72	4.60	6.72	7.87	7.29						
长期股权投资减	0	0	8	-6	1	每股指标(元)											
投资收益	1	121	41	54	72	每股收益(最新摊	0.09	-0.20	0.20	0.82	1.24						
筹资活动现金流	833	960	227	-1168	-1619	每股净现金流(最	0.01	-0.17	0.70	0.63	0.84						
应付债券增加	0	0	-523	87	116	每股净资产(最新	2.45	2.85	3.52	3.55	4.47						
长期借款增加	0	0	97	-144	-132	估值比率											
普通股增加	320	85	106	0	0	P/E	189.15	-82.34	85.74	20.29	13.47						
资本公积增加	-320	710	878	0	0	P/B	6.83	5.88	4.75	4.72	3.74						
现金净增加额	9	-160	734	662	879	EV/EBITDA	33.53	51.32	25.07	13.25	9.14						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

杨钊

金融学硕士，中国准精算师，2015 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。