东兴证券
DONGXING SECURITIES

12月份生猪销售19.4万头，出栏结构调整提升业绩

——雏鹰农牧（002477）事件点评

2016 年 01 月 15 日

强烈推荐/维持

雏鹰农牧 | 事件点评

徐昊
010-66554017 xuhao@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480514070003
杨钊
010-66555458 yangzhao@dxzq.net.cn

事件：

1.公司 12 月份销售生猪 19.40 万头，环比增长 48.84%，实现销售收入 2.66 亿元，环比增长 53.18%。

2.公司控股股东及其一致行动人增持公司股票。

主要观点：

1. 养猪模式平稳过渡产能逐步释放

我们认为，公司猪舍改造在 4 季度末才陆续竣工，生猪销售量的绝对值和环比增长均小于可比公司牧原（出栏 29.4 万头，环比上升 88.5%）的主要原因是：新模式的推广和落地需经历过渡期。在新模式下，公司需重新筛选合作者并签订合作协议，合作者陆续建设完工投产产能才能释放。从这个角度看，公司生猪出栏环比增长 48.84%可谓平稳过渡。

2、出栏结构调整延长产业链

我们发现，07-14 年，公司仔猪出栏量与商品猪出栏量的比值在 3.4 左右，而 15 年 12 月这一比值小于 1。我们判断公司 16-17 年将调整生猪出栏结构，调高育肥猪出栏比例，调低仔猪出栏比例。相对仔猪饲料，育肥猪饲料中低成本的玉米含量更高，商品猪边际成本更低，公司可能通过仔猪育肥延长产业链将提高公司业绩。

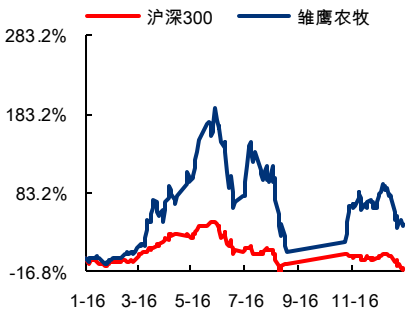
3、股东增持彰显信心

控股股东的一致行动人聚成股份通过定向资产管理计划增持公司 1%股票，增持后实际控制人侯建芳先生及一致行动人持股比例达 41.84%。本次成交均价为 14.27 元/股，我们统计，公司半年内先后 7 次增持，增持成本 15.8 元/股。我们认为，连续增持显示了对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可。

交易数据

52 周股价区间（元）	13.85-9.63
总市值（亿元）	144.74
流通市值（亿元）	65.91
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	4.53

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、《雏鹰农牧（002477）：大股东半年增持均价 17.33 元/股》2016-01-11

2、《雏鹰农牧（002477）：读懂雏鹰——三年三倍不是梦》2015-12-31

3、《三年再造三个雏鹰》2015-12-21

4、《雏鹰农牧（002477）：行业景气上升，看好公司产能规模扩张能力》2014-10-27

结论：

预计公司2015-2017年实现净利润分别为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。**我们给出雏鹰的6个月目标价区间为23-25元/股。维持"强烈推荐"的投资评级。**

公司盈利预测表

单位：百万元

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	2476	2477	4070	5127	6189
货币资金	684	400	1134	1796	2675
应收账款	60	154	187	339	620
其他应收款	48	19	37	63	100
预付款项	53	92	165	208	345
存货	1398	1397	2670	3835	6162
其他流动资产	233	396	-135	-1141	-3770
非流动资产合	3791	4764	4211	3815	3440
长期股权投资	38	1	17	18	12
固定资产	2063.6	2674.0	3323.3	2521.9	1744.5
无形资产	146	143	128	114	100
其他非流动资	27	115	64	69	82
资产总计	6267	7241	8282	8942	9629
流动负债合计	3247	3058	3594	4233	3939
短期借款	1246	1586	1646	1344	110
应付账款	275	490	550	942	1625
预收款项	25	26	43	73	106
一年内到期的	178	0	0	59	20
非流动负债合	790	1303	795	790	803
长期借款	640	290	387	243	111
应付债券	0	784	261	349	465
负债合计	4037	4361	4389	5024	4741
少数股东权益	135	208	210	212	215
实收资本(或股	854	939	1045	1045	1045
资本公积	536	1247	2124	2124	2124
未分配利润	590	373	316	-41	815
归属母公司股	2095	2672	3683	3707	4673
负债和所有者	6267	7241	8282	8942	9629

单位：百万元

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金	235	-151	380	1799	2458
净利润	76	-184	206	865	1302
折旧摊销	315.06	378.91	0.00	415.64	391.64
财务费用	106	143	96	82	25
应收账款减少	0	0	-33	-152	-281
预收帐款增加	0	0	17	29	34
投资活动现金	-1058	-969	127	31	40
公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	8	-6	1
投资收益	1	121	41	54	72
筹资活动现金	833	960	227	-1168	-1619
应付债券增加	0	0	-523	87	116
长期借款增加	0	0	97	-144	-132
普通股增加	320	85	106	0	0
资本公积增加	-320	710	878	0	0
现金净增加额	9	-160	734	662	879

单位：百万元

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1868	1762	3496	5871	9360
营业成本	1401	1557	2736	4007	6531
营业税金及附加	1	3	3	6	11
营业费用	150	102	198	382	561
管理费用	161	233	313	603	1011
财务费用	106	143	96	82	25
资产减值损失	2.58	16.18	6.70	8.49	10.45
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.97	120.65	40.86	54.16	71.89
营业利润	47	-172	184	838	1283
营业外收入	60.12	16.37	31.42	35.97	27.92
营业外支出	12.49	5.92	9.73	9.38	8.34
利润总额	95	-161	206	865	1302
所得税	19	23	0	0	0
净利润	76	-184	206	865	1302
少数股东损益	0	5	2	2	3
归属母公司净利	76	-189	204	862	1299
EBITDA	468	350	744	1335	1699
EPS（元）	0.09	-0.20	0.20	0.82	1.24

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入增长	17.99%	-5.70%	98.44%	67.95%	59.42%
营业利润增长	-84.37%	-465.17%	-207.14%	355.22%	53.08%
归属于母公司净	-207.69%	322.54%	-207.69%	322.54%	50.70%
获利能力					
毛利率(%)	25.01%	11.61%	21.75%	31.76%	30.23%
净利率(%)	4.07%	-10.45%	5.89%	14.73%	13.91%
总资产净利润（%）	1.21%	-2.62%	2.46%	9.64%	13.49%
ROE(%)	3.61%	-7.09%	5.54%	23.26%	27.80%
偿债能力					
资产负债率(%)	64%	60%	53%	56%	`
流动比率	0.76	0.81	1.13	1.21	1.57
速动比率	0.33	0.35	0.39	0.31	0.01
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.26	0.45	0.68	1.01
应收账款周转率	30	16	20	22	20
应付账款周转率	9.72	4.60	6.72	7.87	7.29
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	0.09	-0.20	0.20	0.82	1.24
每股净现金流(最	0.01	-0.17	0.70	0.63	0.84
每股净资产(最新	2.45	2.85	3.52	3.55	4.47
估值比率					
P/E	189.15	-82.34	85.74	20.29	13.47
P/B	6.83	5.88	4.75	4.72	3.74
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。