东兴证券
DONGXING SECURITIES

买点雏鹰不会错

——雏鹰农牧（002477）事件点评

2016 年 03 月 14 日

强烈推荐/维持

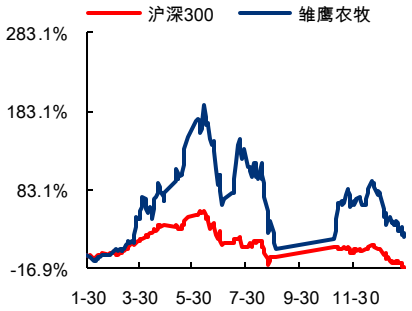
雏鹰农牧 | 事件点评

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

交易数据

52 周股价区间（元）	15.11-10.88
总市值（亿元）	157.91
流通市值（亿元）	79.72
总股本/流通 A 股(万股)	104505/52757
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.78

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）：12 月份生猪销售 19.4 万头，出栏结构调整提升业绩》2016-01-15

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

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

4、《三年再造三个雏鹰》2015-12-21

事件：

猪价高位，股价涨停。

主要观点：

1. 22.82 元/股的员工持股价倒挂已久

公司 15 年 6 月 23 日做的员工持股计划还有 3 个月到期，员工持股均价 22.82 元/股，占公司总股本的比例为 1.3550%。公司 2:1 的比例设立优先级份额和进取级份额，侯建芳先生对本员工持股计划中员工持有份额的本金回收及不超过 8%的年化收益提供连带责任担保。我们认为，公司有动力提高业绩并维护员工利益。

2、17.33 元/股的大股东增持成本价

我们计算，公司控股股东侯建芳先后于 2015 年下半年先后 5 次通过定向资管计划共增持公司股份 0.9%，并通过一致行动人增持共持有公司 1%的股份，持股均价 17.33 元/股。我们认为，一方面，大股东增持彰显了对公司未来发展前景的信心和认可；另一方面，大股东看好国内资本市场长期投资价值。

3、粮贸和互联网板块营收占比

公司 15 年 4 季度营收约 14 亿，16 年前 1-2 月的生猪销售收入 4 亿，很多投资者认为公司业绩表现不佳。我们认为，需重申我们在深度报告《三年再造三个雏鹰》里的观点，养殖、粮贸、互联网共同构成公司三大业务板块。未来养殖营收占比或将维持在 65%左右，互联网电商毛利率超 50%，高于养殖板块，公司业绩爆发可期。

4、气温回升，陆续开工

2 月能繁母猪存栏量数据尚未公布，但在环保压力下的规模化进程仍在继续，预计能繁母猪存栏量数据短期仍将在底部徘徊，15 年底对生猪均价 17.5-18.5 元/公斤的预期不变。我们坚定认为，随天气转暖，公司在吉林和内蒙项目将陆续开工，15-17 年生猪出栏量分别为 170、300、500 万头，2、3 季度将是公司达产爆发期。

结论：

我们长期看好公司的轻资产扩张模式和三大板块并行的发展思路，公司把握最佳行情的同时兼备资源优势。我们预计，公司2016-2017年实现净利润分别为8.6、13.0亿元，全面摊薄EPS分别为0.82、1.24元，对应PE为14.5、9.6倍。**我们维持对雏鹰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

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
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	3791	4764	4211	3815	3440	公允价值变动收	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	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	76	-189	204	862	1299
一年内到期的	178	0	0	59	20	EBITDA	468	350	744	1335	1699
非流动负债合	790	1303	795	790	803	**EPS（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	-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	2095	2672	3683	3707	4673	毛利率(%)	25.01%	11.61%	21.75%	31.76%	30.23%
负债和所有者	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	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	-1058	-969	127	31	40	应收账款周转率	30	16	20	22	20
公允价值变动	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	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	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	170.73	-74.32	77.39	18.32	12.15
资本公积增加	-320	710	878	0	0	P/B	6.16	5.31	4.29	4.26	3.38
现金净增加额	9	-160	734	662	879	EV/EBITDA	30.55	46.95	22.78	11.97	8.13

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。