东兴证券
DONGXING SECURITIES

三大板块齐发力

——雏鹰农牧（002477）调研简报

2016 年 03 月 25 日

强烈推荐/维持

雏鹰农牧 | 调研报告

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

报告摘要:

16 年生猪出栏 300 万头。雏鹰模式助力公司生猪出栏量猛增。我们预测,2016 年公司生猪出栏量为 300 万头,其中东北出栏 80-100 万头。公司受益于轻资产模式带来的快速扩张优势。

粮贸板块正在崛起。公司具备区位优势和资源优势。公司位于粮食大省河南并拥有两条铁路专用线，在饲料原料自给自足的前提下，并行发展粮食贸易。我们认为，粮贸板块未来将成为公司另一主营业务。

电竞板块吹暖风。去年电竞板块营收 2-3 亿元。主要通过内容变现：平台和影视公司；流量变现：明星代言，商城对接，广告赞助；产业内部收入：青训，赛事，会员转让，ip 等。我们认为，在移动电竞的催化下，电竞板块将有更大的发展空间和更多变现方式。

公司盈利预测及投资评级。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和兼备的资源优势。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 3 个月目标价区间为 23-25 元/股。维持“强烈推荐”的投资评级。**

财务指标预测

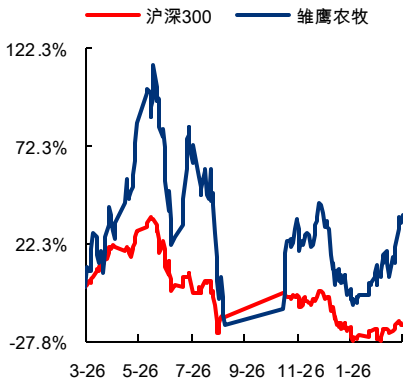
指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	1,868.07	1,761.68	3,495.91	5,871.34	9,360.00
增长率（%）	17.99%	-5.70%	98.44%	67.95%	59.42%
净利润（百万元）	75.97	-184.17	205.77	864.57	1,302.32
增长率（%）	-74.87%	-342.44	-211.73	320.16%	50.63%
净资产收益率（%）	3.61%	-7.09%	5.54%	23.26%	27.80%
每股收益(元)	0.09	-0.20	0.20	0.82	1.24
PE	189.15	-82.34	85.74	20.29	13.47
PB	6.83	5.88	4.75	4.72	3.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	17.93-13.08
总市值（亿元）	187.38
流通市值（亿元）	94.59
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	4.82

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）：拿住雏鹰不放手》2016-03-22

2、《买点雏鹰不会错》2016-03-15

3、《雏鹰农牧（002477）：15 年业绩快报点评：业绩扭亏，雏鹰再飞》2016-01-29

4、《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

目 录

1. 养殖板块.....3
2. 粮贸板块.....4
3. 互联网板块.....5
4. 盈利预测及估值.....6

表格目录

表 1: 具备产能的分、子公司.....3
表 2: 公司养殖项目规模和进度（截止 2015 年中报）.....4
表 3: 公司盈利预测表.....7

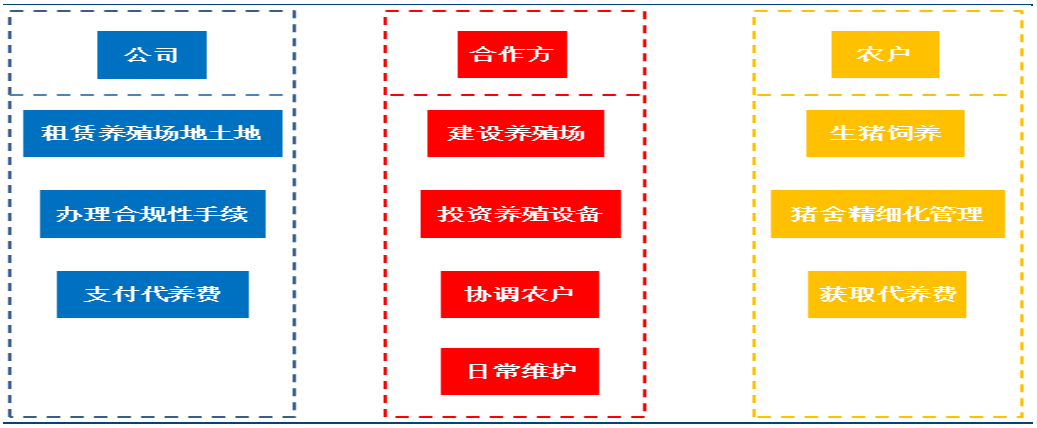
插图目录

图 1: 雏鹰模式框架结构.....3
图 2: 2012-2015 年中报公司粮食贸易业务毛利润和毛利率.....4
图 3: 微客得下属 5 家控股子公司.....5
图 4: “互联网+养殖”生态圈.....5

1. 养殖板块

雏鹰模式助力公司生猪出栏量猛增。我们预测，2016 年公司生猪出栏量为 300 万头，其中东北出栏 80-100 万头。现仔猪头均盈利 600 元，商品猪头均盈利 500 元。轻资产模式建设的养殖场，自动化程度提高，单个养殖规模提高 3-4 倍，收益也提高，现在单个农户毛收入 60-70 万元，净收入 20-30 万，农户合作积极性强，提高生产效率，公司为农户提供需要经费。总体来说新模式下公司节约成本 0.2-0.4 元/斤，扩张速度大大提高，重资产行业做成轻资产。

图 1：雏鹰模式框架结构



资料来源：东兴证券研究所

表 1：具备产能的分、子公司

具备产能的分、子公司	主要经营地	持股比例
雏鹰农牧集团股份有限公司襄城分公司	襄城	
雏鹰农牧集团股份有限公司尉氏分公司	尉氏	
吉林雏鹰农牧有限公司	吉林省洮南市	100.00%
雏鹰集团（新乡）有限公司	河南省卫辉市	100.00%
雏鹰农牧集团（西藏）有限公司	西藏米林县	100.00%
三门峡雏鹰农牧有限公司	河南省三门峡市	100.00%
雏鹰农牧集团（内蒙古）有限公司	内蒙古乌兰察布	100.00%
渑池雏鹰特种养殖有限公司	河南省渑池县	75.00%
河南太平种猪繁育有限公司	河南省原阳市	70.00%

资料来源：公司年报,公司半年报,东兴证券研究所

表 2: 公司养殖项目规模和进度（截止 2015 年中报）

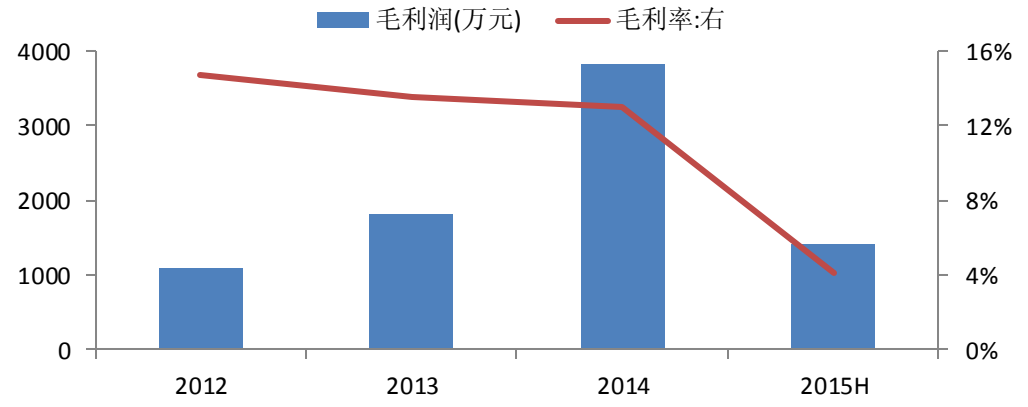
项目名称	项目规模	项目额度/达产/进度
内蒙古年出栏 300 万头生猪一体化项目	合计投资约 43.11 亿元（公司投资 6.41 亿元，合作第三方投资约 36.7 亿元）；项目采用边建设边投产的方式；截止报告期末已完成奠基仪式。	43.11 亿元/0/0%
吉林省洮南市 400 万头生猪养殖一体化项目	截止报告期末累计投入 11.62 亿元；建成猪舍 713 栋；生猪出栏约 2400 头。	56 亿元/50 万头/35%
新乡年出栏 100 万头生猪养殖项目	截止报告期末生猪存栏约 12 万头；生猪出栏约 5 万头。	25%
三门峡年出栏 100 万头生态猪养殖建设项目	截止报告期末生态猪存栏约 10 万头，生态猪出栏约 4 万头	35%
西藏藏香猪养殖产业化项目	截止报告期末建成猪舍 80 栋，累计投入 5549.57 万元，藏香猪存栏约 5000 头	30%

资料来源：公司半年报,公司公告,东兴证券研究所

2. 粮贸板块

公司具备地理位置优势和资源优势，在河南郑州拥有两条铁路专用线，同时是国内粮食大省，河南与东北两地呼应呼应构建粮食基地。新融农牧对粮食原料的需求越来越大，在自给自足的前提下，发展粮食贸易。公司具备原材料优势资金成本低的优势。未来粮贸板块将成为公司另一主营业务。

图 2: 2012-2015 年中报公司粮食贸易业务毛利润和毛利率



资料来源：公司年报、公司半年报,东兴证券研究所

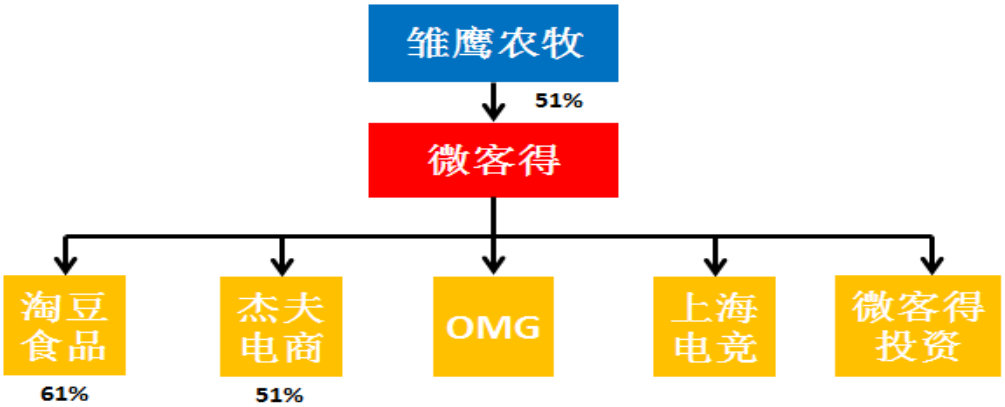
3. 互联网板块

全国移动电子竞技大赛将于 4-7 月举行，此次移动电子竞技大赛有望吸引 100 万人参赛，大赛观众有望达到 2700 万人次。我国的电竞用户预计在 2016 年将超过 1 亿，电竞行业规模已超过 200 亿元，变现渠道丰富。

公司发展电竞板块思路围绕服务主业和自身发展并重开展，作为强周期行业和逆周期而行，公司全产业链化是逆周期的有效途径，公司具备屠宰和下游产品的发展优势，并通过电竞聚拢流量的粉丝忠诚度的优势，深度研究 90 后，00 后消费习惯，提供中高端、安全营养健康的休闲食品，未来市场空间广阔。电竞是一个很好的途径，有利推动公司主业下游发展，自身产业也具有制高点，未来会探讨更好的商业模式并考虑通过资源整合产生更多利益。上海电竞产业基金投资项目逐步扩大，去年电竞板块营业收入 2-3 亿元，未来电竞版块会带来更多业绩回报。电竞这块作为一种渠道主要是做青训和选手退役后发展。赛事内容版权与广告是现阶段做的比较成熟的。本次电子竞技大赛会根据市场热度参加。主要通过内容变现：平台和影视公司；流量变现：明星代言，商城对接，广告赞助；产业内部收入：青训，赛事，会员转让，ip 等。

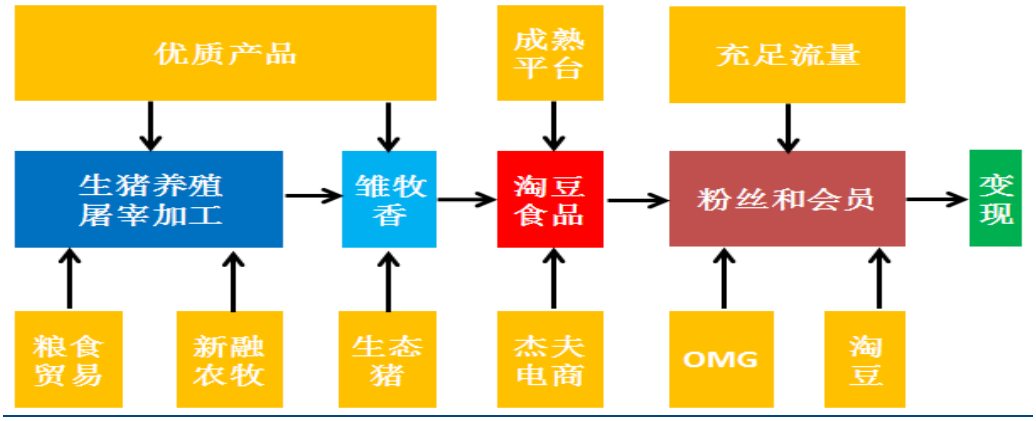
公司通过子公司微客得从事电竞及互联网业务，拥有稀缺资源国内知名战队 OMG，电竞板块将提升公司总体估值，我们认为，公司电竞和互联网板块业务将在 16 年受到市场关注。

图 3：微客得下属 5 家控股子公司



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

图 4：“互联网+养殖”生态圈



资料来源：东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

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 3 个月目标价区间为 23-25 元/股。维持“强烈推荐”的投资评级。**

表 3：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	
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
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	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	归属于母公司净利润	-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(最新摊薄)	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(最新	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(最新摊	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。