东兴证券
DONGXING SECURITIES

# 农业+电竞，雏鹰新玩法

## ——雏鹰农牧（002477）事件点评

2016 年 03 月 29 日

强烈推荐/维持

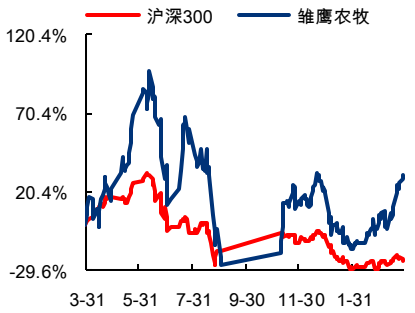
雏鹰农牧 | 事件点评

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） | 18.52-14.12 |
| 总市值（亿元） | 193.54 |
| 流通市值（亿元） | 97.71 |
| 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 | 4.77 |

### 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、《三大板块齐发力——雏鹰农牧(002477)调研简报》2016-03-28

2、《雏鹰农牧（002477）：拿住雏鹰不放手》2016-03-22

3、《买点雏鹰不会错》2016-03-15

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

### 事件：

**公司拟与上海竞远投资管理有限公司共同设立电竞产业投资基金，预计总规模不超过 5.05 亿元，其中：竞远投资作为普通合伙人认购 500 万元，公司作为有限合伙人认购 5 亿元。**

### 主要观点：

#### 1. 两月涨幅 60%

本轮猪周期中，我们是市场里唯一持续强烈推荐雏鹰农牧的卖方。在两个月的时间里，公司股价涨幅 60%。期间，我们第一次强推雏鹰是在 1 月 29 日的报告《业绩扭亏，雏鹰在飞》中，我们认为公司凭借有利行情并运用轻资产运营模式实现业绩扭亏和出栏量的快速扩张；3 月 14 日和 3 月 21 日，我们先后在报告《买点雏鹰不会错》、《拿住雏鹰不放手》中，两次强烈推荐买入并持有雏鹰，实现当日涨停和周涨幅 23%的收益；3 月 25 日，我们组织了雏鹰的联合调研，强调公司三大板块的发力和布局。3 月 29 日，公司设立的电竞产业投资基金再次验证了我们 25 日的判断，我们再次强调，公司养殖板块 16 年生猪出栏 300 万头（业绩有支撑），粮贸板块逐步强化（产业有延伸），互联网板块发力（估值有提升）。

#### 2、互联网板块将成盈利增长点

我们认为，16 年我国的电竞用户预计将超过 1 亿，电竞行业规模已超过 200 亿元，变现渠道丰富。4-7 月举行全国移动电子竞技大赛将成为催化剂，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。在电竞行业蓬勃发展的大趋势下，公司通过投资设立电竞产业基金，实现电竞产业各生态链的全面布局，寻找优质的电竞衍生产业领域项目以及对电竞产业孵化器项目进行投资或并购，最后通过内容和流量变现方式，推动公司互联网板块业务成为公司新的盈利增长点。**公司通过子公司微客得从事电竞及互联网业务，拥有稀缺和优质资源，电竞板块将提升公司总体估值，公司电竞和互联网板块业务将在 16 年实现前期布局。**

#### 3、兼备资源优势和专业管理

**我们认为，产业基金管理团队在产业投资和专业性上具备优势。**竞远投资及其主要管理团队顾宇灏、李晓峰（Sky）、周豪、裴乐的专业经验和优势资源。顾宇灏具有丰富的资产管理经验，致力于投资电竞各生态链的优质公司及项目，在电竞产业各产业链具有丰富的专业经验和资源优势；李晓峰（Sky）是电竞职业选手，05、06 年两次夺得世界电子竞技大赛（WCG）世界冠军，是卫冕 WCG 魔兽争霸 3 项目的世界第一人，通过粉丝经济和外设装备实现变现；裴乐是电竞 WE 战队创始人，08 年 WE 俱乐部获得了电竞奥斯卡世界年度最佳俱乐部荣誉，09 年获得了世界最佳 War3 战队奖，12 年的英雄联盟 IPL5 世界总决赛上夺冠。

结论：

**我们推荐雏鹰的逻辑一脉相承，继续强烈看好公司未来养殖板块的快速扩张和互联网板块电竞业务孵化器的并购预期，雏鹰并不是“不务正业”而是多业务并行。我们从 1 月 29 日强烈推荐到 3 月 29 日止，涨幅达 60%。**我们预计，公司 16-17 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，35%的上升空间。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 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 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 |

| 现金流量表 | | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 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 |

| 利润表 | | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 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 | 170.73 | -74.32 | 77.39 | 18.32 | 12.15 |
| P/B | 6.16 | 5.31 | 4.29 | 4.26 | 3.38 |
| 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。