东兴证券
DONGXING SECURITIES

3月份生猪销售20.61万头，年出栏300万头已在路上

——雏鹰农牧（002477）事件点评

2016 年 04 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 3 月仔猪销售量为 10.9 万头，销售均价 41.36 元/公斤，比 2016 年 1-2 月上涨 16.51%，销售收入 1.15 亿元；

2.公司 3 月商品肉猪销售量为 8.94 万头，普通猪销售均价 18.90 元/公斤，比 2016 年 1-2 月上涨 5.94%，销售收入 2.05 亿元。

主要观点：

1. 16 年生猪出栏 300 万头

3 月销售生猪 20.61 万头，产能释放不断加速。我们认为，公司 15 年生猪出栏量（170 万头）低于预期（250 万头）的主要原因是猪舍改造影响产能有序释放。随着原猪舍改建完工和吉林新猪舍项目陆续开工，公司在新模式下将实现产能加速释放。我们预计，16 年河南原养殖项目将出栏不少于 200 万头生猪，吉林项目将出栏 100 万头生猪。

2、受益猪价高位和高仔猪占比

我们认为，16 年生猪价格将呈现高位震荡走势，商品肉猪价格最高突破 22 元/公斤，均价超 18 元/公斤；仔猪价格最高达到 44 元/公斤，均价 40 元/公斤。猪价高点将于 6-7 月到达。受养殖模式升级及猪舍改建等因素影响，3 月公司生猪出栏量符合预期，更多业绩将于下半年随产量而得到爆发。此外，上半年仔猪均价不断创历史新高（46 元/公斤），同比翻倍，公司受益于产品结构中仔猪占比较高，较同业业绩弹性更大。

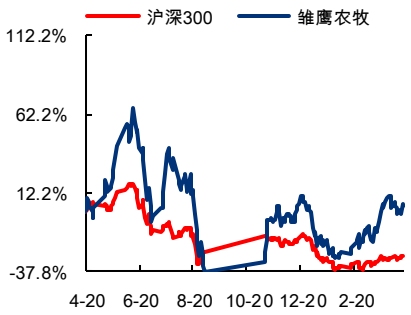
3、上半年屠宰盈亏现半年趋向微盈

我们认为，12-14 年受猪价低迷的影响，公司有意识适当收缩产能，这使得公司自有屠宰场的产能利用率不能达到盈亏平衡，屠宰业务严重亏损拖累公司整体业绩。15 年猪价开启新一轮上升周期，按我们预计的 16 年生猪出栏量达 300 万头计算，屠宰环节产能利用率将大幅提升，屠宰环节将脱离亏损实现平衡或微盈。

交易数据

52 周股价区间（元）	16.61-15.4
总市值（亿元）	173.58
流通市值（亿元）	87.63
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	4.75

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）：扭亏为盈，业绩上行》2016-03-30

2、《雏鹰农牧（002477）：农业+电竞，雏鹰新玩法》2016-03-30

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

4、《雏鹰农牧（002477）：拿住雏鹰不放手》2016-03-22

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

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	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。