东兴证券
DONGXING SECURITIES

养殖+食品，行业大趋势

——雏鹰农牧（002477）事件点评

2016 年 05 月 12 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：

公司关于与沙县小吃集团签订战略合作协议。

主要观点：

1. 沙县小吃保牌、提质、连锁、上市

沙县小吃（国有独资）为全国知名品牌，享有“福建名小吃”、“中华名小吃”和“非物质文化遗产”美誉。并已在日本、新加坡、美国、德国等国家和台湾、澳门等地区落户，实现了“走出去”的跨越式发展。目前，沙县小吃在全国的经营店近 2 万家，年营业额已超过 50 亿元人民币。我们测算，平均单家经营店年收入 25 万左右，排除春节等节假日闭店休息，日均流水约 800-1000 元，日均客流量 100 人左右。我们认为，沙县小吃具备价低、快捷的优势，迎合国人口味的同时，弥补洋快餐市场空白，未来发展空间大。

2、双方互惠原料、产品、渠道、基地

公司为进一步实现共同开发、发展猪肉制品项目，实现双方互惠共赢的战略目标，双方决定在原料供应、产品研发、基地建设、互联网平台合作、共享市场渠道资源等展开全面合作。主要合作内容包括：公司向沙县小吃现有产品提供原料和预包装食品；根据沙县小吃的产品开发和渠道销售需求，双方共同研发新产品和特供产品；公司指定养殖基地作为沙县小吃原料供应基地，负责产品供应。我们认为，食品安全问题对餐饮行业要求极高，沙县小吃走规模化扩张的同时存在食品安全不可控的风险，公司是专业一体化的养猪企业，作为供应基地既能够保证食品安全问题，又扩展下游渠道。

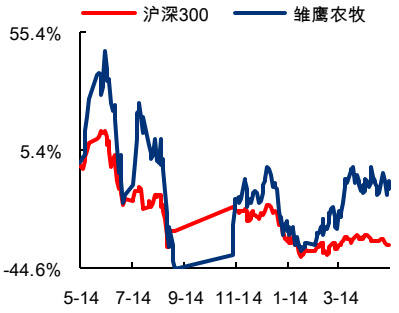
3、养殖公司向养殖+食品公司过渡

我们认为，养殖行业面临结构化供给侧改革，规模户代替散户提高行业集中度，适度熨平猪周期，但行业连续三年亏损倒逼公司延长产业链降低价格波动风险。未来养殖企业发展趋势有两个：第一，具备成本优势的公司存活；能将价格转嫁至 C 端的公司存活。公司有向“养殖+食品”发展的战略。

交易数据

52 周股价区间（元）	16.85-19.65
总市值（亿元）	176.09
流通市值（亿元）	90.14
总股本/流通 A 股(万股)	104505/63380
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	5.02

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）：从周期股到成长股，看雏鹰挑战猪周期》2016-04-25
2、《雏鹰农牧（002477）：穿越猪周期的成长股》2016-04-25
3、《雏鹰农牧（002477）：3 月份生猪销售 20.61 万头，年出栏 300 万头已在路上》2016-04-18
4、《雏鹰农牧（002477）：扭亏为盈，业绩上行》2016-03-30

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，以及农业和电竞产业基金项目后续爆发。我们预计，公司 2016-2017 年实现净利润分别为 8.8、12.5 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 0.82、1.24 元，对应 PE 为 20、13 倍。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。