东兴证券
DONGXING SECURITIES

曾经带你读懂，现在让你看到

——雏鹰农牧（002477）事件点评

2016 年 08 月 13 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

事件：

1.2016 年上半年，公司实现营业收入 28.3 亿元，同比上升 126.32%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.54 亿元，同比上涨 8,694.10%。

2.公司联合设立扶贫产业基金。

主要观点：

1. 生猪养殖板块：二季度是生猪养殖行业景气度高点

公司半年报业绩大幅上涨的主要原因是:二季度生猪销售价格创新高并持续高位运行，生猪出栏量同比上升，公司养殖业务盈利水平与上年同期相比上升幅度较大。我们用猪粮比衡量养殖业务盈利水平，2015 年上半年猪粮比平均值是 5.5:1，始终低于盈亏平衡线 6:1；2016 年上半年猪粮比平均值是 10:1，头均盈利 800 元以上较之2015年上半年头均微亏属于周期性行业从复苏到高点;同时，公司上半年生猪销量 103.3 万头，同比上升 29.03%。**我们认为，公司养殖板块量价齐升是中报业绩超预期的主要原因。公司亮点是全产业链布局抵抗猪周期风险的优势未来将逐步体现。上半年屠宰加工业务在受到高猪价抑制的同时实现收入 6.3 亿元，同比增长 219.33%，随着猪价进入下行通道，屠宰加工业务成本降低，盈利能力将逐步得到体现。**

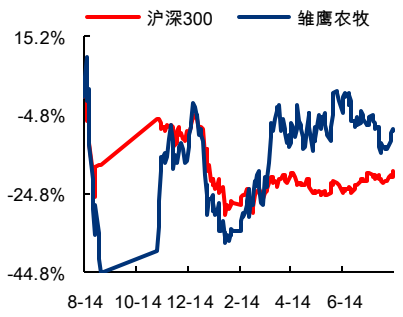
2、粮食贸易：吉林养殖项目按期推进，战略布局优势即将显现

粮食贸易是公司三大战略布局之一，上半年实现营业收入为 4.78 亿元，占本期营业收入总额的 16.91%，同比增长 40.42%。**我们认为，公司粮贸板块是兼备延长产业链，降低饲料原材料成本的战略布局，又具备通过内贸和外贸，线上和线下相结合的方式实现自负盈亏的能力。值得注意的是，公司吉林洮南 400 万头养殖项目和内蒙两旗一县的 300 万头养殖项目正在顺利推进，预计 2016 年吉林项目达产 100 万头，吉林雏鹰可对其原材料提供支持，降低采购和运输费用，既体现了公司管理层前瞻性的战略规划又实现了公司利益最大化。**

交易数据

52 周股价区间（元）	5.76-19.25
总市值（亿元）	180.59
流通市值（亿元）	109.52
总股本/流通 A 股(万股)	313516/190141
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.72

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）：养殖+食品，行业大趋势》2016-05-13

2、《雏鹰农牧（002477）：从周期股到成长股，看雏鹰挑战猪周期》2016-04-25

3、《雏鹰农牧（002477）：穿越猪周期的成长股》2016-04-25

4、《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

3、互联网板块：抓住 80、90 后的消费习惯，管理层三大业务板块战略可期

上半年子公司微客得实现营业收入 1.13 亿元，实现较大幅度的增长。主要原因是：旗下以自运营电商为主的淘豆食品上半年实现新增粉丝数 200 万人，品牌建设、产品研发和推广运营均在成熟化；其旗下的 OMG 俱乐部发力于粉丝培育，从广告冠名、直播平台签约等获得收入，有效转化经济效益；其旗下的杰夫电商的代运营项目取得良好的效益，未来将会继续优化盈利模式。此外，新融农牧通过整合生猪养殖上中下游企业资源，重点在于推进信息平台建设，拓宽融资渠道，现已入住平台猪场 170 多家，加盟饲料、兽药、疫苗、屠宰等上下游企业 130 多家，加盟金融机构 10 家，月平均交易金额超亿元。**我们认为，公司以电竞为突破口来抓住 80、90 后消费心理，为打通全产业链实现食品放量埋下伏笔。**

4、猪周期过去后还能闪亮的星：读懂管理层基因，才敢说看得懂雏鹰

无论是猪周期来还是猪周期走，我们是全市场唯一一家持续强烈推荐公司的卖方，原因很简单，我们看好公司管理层基因，除了猪周期来时板块的机会，我们与市场不同的是还看到了公司未来更广阔的空间。公司上半年投资收益 6,300 万元，这符合我们之前的预期，但远超越市场一致预期。我们认为，公司为更好地利用资本市场蓬勃发展的趋势，借助专业的战略合作伙伴的经验和资源，实现较高的资本增值收益，公司成立产业基金并主要投向农业及其相关领域、相关业务产业链的上下游企业、电竞产业链上下游等，充分利用合作方的资源与经验优势，为公司寻找优质并购标的，更好的发挥产业资本和金融资本相结合的模式，提高公司的行业整合能力，提升公司的综合竞争力和盈利水平。**我们预计，公司下半年投资收益还将有超预期表现。**

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（16-18 年出栏量 300、500、1000 万头）；屠宰加工及粮贸板块在抵抗猪周期风险方面的优势；互联网板块电竞业务在孵化器方向发展的并购预期；以及公司产业基金的投资项目未来产生的投资收益。我们预计，公司 2016-2018 年实现净利润分别为 11、13、21.6 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 0.35、0.41、0.69 元，对应 PE 为 17、14、9 倍。维持“强烈推荐”的投资评级。6 个月目标价 9-10 元。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2477	5844	7613	8894	16150
货币资金	400	1789	3049	3721	7713
应收账款	154	223	429	720	1216
其他应收款	19	394	772	1121	2068
预付款项	92	362	609	1022	1932
存货	1397	1340	3811	5322	9048
其他流动资产	396	371	-1274	-3431	-6792
非流动资产合	4764	4338	3616	3392	3178
长期股权投资	1	0	13	4	6
固定资产	2674.0	1531.4	2466.9	1780.7	1118.4
无形资产	143	196	176	157	137
其他非流动资	115	264	135	171	190
资产总计	7241	10181	11229	12286	19328
流动负债合计	3058	3787	3081	3792	12353
短期借款	1586	2032	0	15	6396
应付账款	490	593	1136	1847	3146
预收款项	26	79	146	232	437
一年内到期的	0	20	20	13	18
非流动负债合	1303	1682	245	326	-1630
长期借款	290	697	997	1397	1897
应付债券	784	787	524	699	670
负债合计	4361	5470	3326	4118	10722
少数股东权益	208	318	323	330	337
实收资本(或股	939	1045	3135	3135	3135
资本公积	1247	2642	3519	3519	3519
未分配利润	373	582	145	-243	-673
归属母公司股	2672	4394	7580	7839	8269
负债和所有者	7241	10181	11229	12286	19328

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	-151	-273	1152	1516	1311
净利润	-184	230	1096	1301	2159
折旧摊销	378.91	461.08	0.00	305.83	281.83
财务费用	143	170	55	-8	170
应收账款减少	0	0	-206	-291	-496
预收帐款增加	0	0	68	86	205
投资活动现金	-969	-515	501	95	142
公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	162	-27	-36
投资收益	121	38	150	200	230
筹资活动现金	960	1759	-394	-938	2538
应付债券增加	0	0	-263	175	-29
长期借款增加	0	0	300	400	500
普通股增加	85	106	2090	0	0
资本公积增加	710	1395	878	0	0
现金净增加额	-160	971	1260	672	3991

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1762	3619	7093	10299	18994
营业成本	1557	3060	4902	7557	14141
营业税金及附加	3	5	9	15	27
营业费用	102	76	377	453	747
管理费用	233	266	690	1039	1720
财务费用	143	170	55	-8	170
资产减值损失	16.18	29.07	15.95	20.40	21.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	120.65	38.43	150.00	200.00	230.00
营业利润	-172	51	1195	1422	2398
营业外收入	16.37	245.95	107.48	123.27	158.90
营业外支出	5.92	23.12	13.84	14.29	17.09
利润总额	-161	274	1289	1531	2539
所得税	23	44	193	230	381
净利润	-184	230	1096	1301	2159
少数股东损益	5	10	5	7	7
归属母公司净利润	-189	220	1091	1294	2151
EBITDA	350	682	1604	1719	2849
EPS（元）	-0.20	0.22	0.35	0.41	0.69

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	-5.70%	105.43%	96.00%	45.19%	84.43%
营业利润增长	-465.17%	-129.95%	2223.04%	18.94%	68.63%
归属于母公司净利	394.75%	18.70%	394.75%	18.70%	66.20%
获利能力					
毛利率(%)	11.61%	15.43%	30.90%	26.62%	25.55%
净利率(%)	-10.45%	6.36%	15.45%	12.63%	11.36%
总资产净利润（%）	-2.62%	2.16%	9.71%	10.54%	11.13%
ROE(%)	-7.09%	5.02%	14.39%	16.51%	26.02%
偿债能力					
资产负债率(%)	60%	54%	30%	34%	`
流动比率	0.81	1.54	2.47	2.35	1.31
速动比率	0.35	1.19	1.23	0.94	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.42	0.66	0.88	1.20
应收账款周转率	16	19	22	18	20
应付账款周转率	4.60	6.68	8.20	6.90	7.61
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	-0.20	0.22	0.35	0.41	0.69
每股净现金流(最	-0.17	0.93	0.40	0.21	1.27
每股净资产(最新	2.85	4.20	2.42	2.50	2.64
估值比率					
P/E	-29.17	26.95	17.05	14.36	8.64
P/B	2.08	1.41	2.45	2.37	2.25
EV/EBITDA	22.35	11.64	10.65	9.88	6.97

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，8 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。