东兴证券
DONGXING SECURITIES

做一支全国最大的扶贫产业基金

——雏鹰农牧（002477）事件点评

2016 年 09 月 12 日

强烈推荐/维持

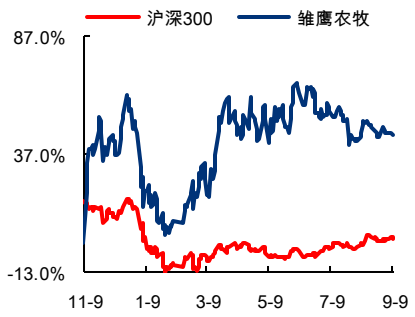
雏鹰农牧 | 事件点评

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

交易数据

52 周股价区间（元）	5.55-10.5
总市值（亿元）	174
流通市值（亿元）	105.53
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	4.46

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）：曾经带你读懂，现在让你看到》2016-08-15
2、《雏鹰农牧（002477）：养殖+食品，行业大趋势》2016-05-13
3、《雏鹰农牧（002477）：从周期股到成长股，看雏鹰挑战猪周期》2016-04-25
4、《雏鹰农牧（002477）：穿越猪周期的成长股》2016-04-25

事件：

9 月 9 日，证监会公开发布了《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》。《意见》要求，集聚证监会和资本市场的合力服务国家脱贫攻坚战略，支持贫困地区企业利用多层次资本市场融资，支持和鼓励上市公司、证券基金期货经营机构履行扶贫社会责任，切实加强贫困地区投资者保护。为支持贫困地区产业发展，帮助贫困群众稳定脱贫，证监会对贫困地区企业首次公开发行股票、新三板挂牌、发行债券、并购重组等开辟绿色通道。

主要观点：

1. 8 月公司与扶贫办成立兰考中证扶贫产业基金

公司扶贫产业基金的股权结构包括，雏鹰农牧、中共扶贫开发服务有限公司、中信农业产业基金管理有限公司、兰考龙迪投资管理中心以及其他投资方共同成立兰考中证私募基金管理有限公司。其中雏鹰农牧牵头，占据 40%的股权。之后由兰考中证私募基金管理有限公司为普通合伙人，与雏鹰农牧共同建立兰考中证产业扶贫投资基金。**我们认为，兰考中证扶贫产业基金整合了各农业龙头企业的优势资源，撬动社会资本，同时具备扶贫办的政策支持，借国家精准扶贫的政策东风，预期基金后续筹备工作以及项目的开展顺利，能够为各投资方提供稳定的投资收益，同时为兰考地区培育优质企业，促进当地经济发展。**

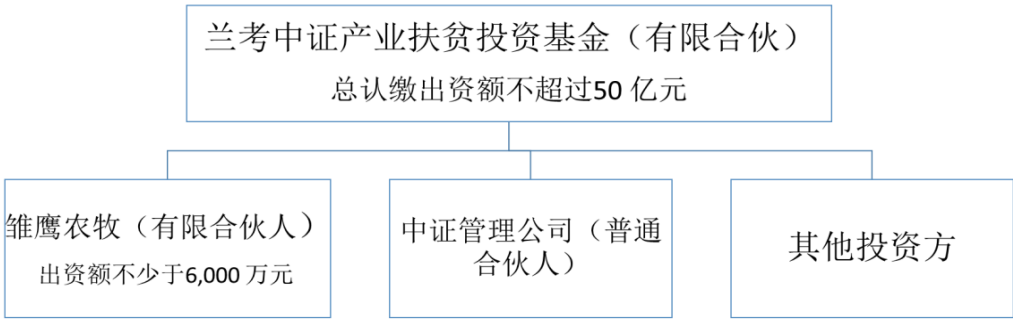
2、中报投资收益 6300 万元，商业模式将在各地快速复制

公司成立多支产业基金，充分整合现有资源，实现资本增值。2016 上半年雏鹰参与设立了深圳泽赋农业产业投资基金有限合伙企业（有限合伙）、平潭沣石 1 号投资管理合伙企业（有限合伙）、平潭竞远投资管理合伙企业（有限合伙）和中信现代农业产业投资基金（有限合伙）（暂定名），积极从事农业及电竞领域上下游投资。公司中报收到投资收益 6300 万元，投向主要为农业及其相关领域的投资、公司相关业务产业链的上下游企业、电竞产业链上下游等。公司具备资金运营管理经验，是农业产业基金应用的先驱者。**我们认为，未来公司将养猪轻资产的商业模式平移到资本市场，通过财务投资的形式实现投资收益，降低投资风险并增厚净利润。**

结论：

我们认为，雏鹰农牧作为发展农业产业基金的前驱者，又第一个成立了扶贫产业基金，可以利用先发优势充分发掘优势项目，配合公司前期积累的丰富发展经验，实现资本增值。预计公司 2016、2017、2018 年度 EPS 分别为 0.35 元、0.43 元、0.72 元，对应 PE 分别为 16.33 倍、13.37 倍、7.91 倍。

图 1：兰考中证产业扶贫基金股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：兰考中证产业扶贫基金基本信息

基金基本情况	
基金规模	总份额为人民币 500,000 万元。
经营范围	私募基金投资活动及相关咨询服务（以工商行政管理部门核准的经营范围为准）。
资金来源及出资进度	基金合伙人的出资来源均为自有资金，根据普通合伙人向各合伙人发出的缴款通知书分期缴付其全部认缴出资。
存续期限	20 年，期限届满后经普通合伙人提议并经全体合伙人同意，存续期可延长。
基金管理	中证产业基金成立后，由中证管理公司作为管理人，执行合伙事务，代表基金进行投资策略规划，投资项目筛选、调研、尽职调查、交易谈判等，其他合伙人不执行合伙事务。 基金成立专门的投资决策委员会作为投资决策机构，负责对基金的项目投资、管理和退出等事项做出决策。
投资方向	现代农业、良种科技、农田水利、大型农机、乡村旅游、观光农业、基础设施、文化体育、现代服务、食品加工等。
收益分配	基金按照单个项目进行收益分配，项目退出时扣除合伙企业相关税费、管理费和未支付的合伙费用后进行分配
退出机制	有限合伙人可依据合伙协议约定转让其持有的有限合伙权益从而退出有限合伙，或按照经全体合伙人书面同意的退伙方案退出。
会计核算方式	以合伙企业为会计核算主体，单独建账，独立核算，单独编

制财务报告。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2:河南省 31 个贫困县

序列	贫困县名称	所在地
1	兰考县	河南
2	栾川县	河南
3	嵩县	河南
4	汝阳县	河南
5	宜阳县	河南
6	洛宁县	河南
7	鲁山县	河南
8	滑县	河南
9	封丘县	河南
10	范县	河南
11	台前县	河南
12	卢氏县	河南
13	南召县	河南
14	淅川县	河南
15	社旗县	河南
16	桐柏县	河南
17	民权县	河南
18	睢县	河南
19	宁陵县	河南
20	虞城县	河南
21	光山县	河南
22	新县	河南
23	商城县	河南
24	固始县	河南
25	淮滨县	河南
26	沈丘县	河南
27	淮阳县	河南
28	上蔡县	河南
29	平舆县	河南
30	确山县	河南
31	新蔡县	河南

资料来源：证监会，东兴证券研究所

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	9372	13349	21753
货币资金	400	1789	4686	5793	6990
应收账款	154	223	438	654	1260
其他应收款	19	394	696	1039	2002
预付款项	92	362	743	1290	2236
存货	1397	1340	1622	2624	5184
其他流动资产	396	371	925	1556	3325
非流动资产合	4764	4338	3640	3488	3346
长期股权投资	1	0	13	4	6
固定资产	2674.0	1531.4	2290.9	1276.7	686.4
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	13012	16837	25100
流动负债合计	3058	3787	2036	3007	7827
短期借款	1586	2032	0	0	2691
应付账款	490	593	695	1125	2222
预收款项	26	79	143	238	422
一年内到期的	0	20	20	15	18
非流动负债合	1303	1682	2635	4680	6760
长期借款	290	697	2697	4697	6697
应付债券	784	787	784	784	784
负债合计	4361	5470	4671	7687	14587
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	910	1311	1989
归属母公司股	2672	4394	8018	8821	10176
负债和所有者	7241	10181	13012	16837	25100

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	-151	-273	-62	-575	-2857
净利润	-184	230	1099	1344	2266
折旧摊销	378.91	461.08	0.00	233.83	209.83
财务费用	143	170	64	25	136
应收账款减少	0	0	-215	-216	-606
预收帐款增加	0	0	64	95	184
投资活动现金	-969	-515	537	202	319
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	180	300	400
筹资活动现金	960	1759	2421	1480	3734
应付债券增加	0	0	-3	0	0
长期借款增加	0	0	2000	2000	2000
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	2897	1107	1197

利润表					单位:百万元
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1762	3619	6393	9549	18394
营业成本	1557	3060	4229	6842	13516
营业税金及附加	3	5	10	14	28
营业费用	102	76	384	525	920
管理费用	233	266	671	955	1655
财务费用	143	170	64	25	136
资产减值损失	16.18	29.07	10.00	13.00	15.00
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	180.00	300.00	400.00
营业利润	-172	51	1206	1474	2523
营业外收入	16.37	245.95	107.48	123.27	158.90
营业外支出	5.92	23.12	20.00	16.00	16.00
利润总额	-161	274	1293	1581	2666
所得税	23	44	194	237	400
净利润	-184	230	1099	1344	2266
少数股东损益	5	10	5	7	7
归属母公司净利润	-189	220	1094	1337	2259
EBITDA	350	682	1600	1733	2869
EPS（元）	-0.20	0.22	0.35	0.43	0.72

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%	76.66%	49.36%	92.63%
营业利润增长	-465.17%	-129.95%	2243.61%	22.20%	71.22%
归属于母公司净利	396.46%	22.18%	396.46%	22.18%	68.95%
获利能力					
毛利率(%)	11.61%	15.43%	33.86%	28.34%	26.52%
净利率(%)	-10.45%	6.36%	17.20%	14.07%	12.32%
总资产净利润（%）	-2.62%	2.16%	8.41%	7.94%	9.00%
ROE(%)	-7.09%	5.02%	13.65%	15.16%	22.20%
偿债能力					
资产负债率(%)	60%	54%	36%	46%	`
流动比率	0.81	1.54	4.60	4.44	2.78
速动比率	0.35	1.19	3.81	3.57	2.12
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.42	0.55	0.64	0.88
应收账款周转率	16	19	19	17	19
应付账款周转率	4.60	6.68	9.93	10.49	10.99
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	-0.20	0.22	0.35	0.43	0.72
每股净现金流(最	-0.17	0.93	0.92	0.35	0.38
每股净资产(最新	2.85	4.20	2.56	2.81	3.25
估值比率					
P/E	-28.04	25.91	16.33	13.37	7.91
P/B	2.00	1.36	2.23	2.03	1.76
EV/EBITDA	21.73	11.29	10.43	10.14	7.34

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。