

强烈推荐-A (维持)

雏鹰农牧 002477.SZ

目标估值: 7.20-8.16 元

当前股价: 5.21 元

2017年05月05日

产融结合, 穿越周期

基础数据

上证综指	3103
总股本(万股)	313516
已上市流通股(万股)	196491
总市值(亿元)	163
流通市值(亿元)	102
每股净资产(MRQ)	1.7
ROE(TTM)	16.6
资产负债率	59.3%
主要股东	侯建芳
主要股东持股比例	39.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	-2	-11
相对表现	11	-3	-17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《雏鹰农牧(002477)——雄鹰展翅, 猪安天下》2017-04-06
- 2、《雏鹰农牧(002477)——雏鹰问道, 沙县连城》2017-01-22
- 3、《雏鹰农牧(002477)中报点评——从养猪到卖肉, 雏鹰展翅高飞》2016-08-15

周莎

0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理

雷轶
leiyi@cmschina.com.cn

雏鹰模式 3.0 相比 1.0 更轻资产化, 产融结合穿越猪周期, 业绩稳定性大幅提升。

雏鹰模式 3.0——产融结合, 穿越猪周期

1) 新模式更轻资产, 存活能力更强: 雏鹰模式 1.0 升级至 3.0, 提升机械化、现代化水平的同时, 引入第三方投资建设并管理猪舍, 同时大量转让现有及在建猪舍以减少固定资产规模。改造后的新模式养殖场单头成本平均降低 55 元, 全部改建完后成本将大幅降低。超长景气周期后, 行业可能陷入更长时间的低迷, 流动、速动比率低的企业将面临生存大挑战。雏鹰目前的流动和速动比率分别为 1.78、1.62, 远高于行业平均水平 1.0、0.5, 生存能力极强。

2) 稳定的投资收益, 抵消养殖成本阶段性偏高的影响: 公司利用互联网大数据筛选产业链上下游的优质企业进行战略投资。在养殖行情高位布局金融板块, 推动产业链健康发展, 降低养殖行情低位时对公司业绩的影响, 有助于成功穿越猪周期。经过两年多的布局, 目前公司持有的 6 只产业基金已初见成效, 2016 年实现投资收益 1.23 亿元, 部分弥补模式升级过程中成本阶段性上升的不利影响, 2017 年公司将继续推进供应链金融板块布局。

全产业链布局——平抑周期, 增加附加值

1) 躲避巨亏: 以往周期中巨亏(100 元/头以上)往往持续 4 个月, 但此时如果不卖生猪, 而是屠宰后以冻肉储存起来, 可保质 12 个月, 到期后还可制成熟食再延长 9 个月, 制成火腿后更可保质 5 年之久。只要熬过猪价低谷, 待到猪价上涨时再行销售, 库存跌价准备可冲回, 实为平抑猪周期的不二利器。

2) 下游品牌已开始盈利: 公司从 2012 年开始布局下游屠宰和品牌, 雏牧香、三门峡、藏香猪举步维艰, 连续三年亏损后终于迎来了拐点。2016 年, 开封雏鹰及三门峡生态黑猪分别盈利 1568 万元和 1601 万元, 同比增长 72%和 229%。利润拐点一旦形成将势如破竹, 规模效应下利润弹性远大于收入弹性。

盈利预测与估值: 预计 2017/18/19 年生猪出栏 360/500/700 万头, 归母净利润 15.0/18.3/22.3 亿元, 给予 2017 年 15-17 倍 PE 得出一年内目标价为 7.20-8.16 元, 较现价具有 38-56% 的上涨空间, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 股权投资回报不达预期, 猪价超预期下跌, 出栏量不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3619	6090	9528	11718	15765
同比增长	105%	68%	56%	23%	35%
营业利润(百万元)	51	772	1458	1820	2274
同比增长	-130%	1399%	89%	25%	25%
净利润(百万元)	220	869	1502	1826	2229
同比增长	-216%	294%	73%	22%	22%
每股收益(元)	0.21	0.28	0.48	0.58	0.71
PE	24.7	18.8	10.9	8.9	7.3
PB	1.2	3.2	2.5	2.1	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2015-2017 股份分别为 10.45、31.35、31.35 亿股。

一、雏鹰模式 3.0——产融结合，穿越猪周期

1、全面轻资产，完成 1000 万头产能布局

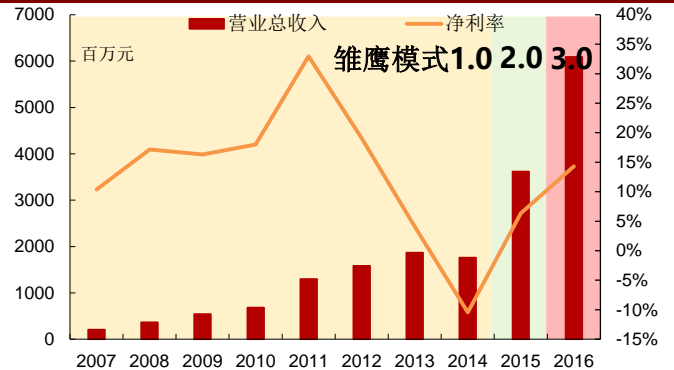
公司自 2015 年 5 月起对原有养殖模式进行升级，大力推广“雏鹰模式 3.0”，全面实现轻资产。新模式能够减少固定资产投入，实现规模快速扩张，提升养殖效率。

图 1：雏鹰模式迭代与市值对比



资料来源：wind、招商证券

图 2：雏鹰模式迭代与营收、净利润对比



资料来源：wind、招商证券

(1) 雏鹰模式 1.0：公司+基地+农户

农户交纳保证金，公司将自有畜禽交予农户，在公司的养殖场/基地进行养殖。公司提供禽畜、饲料、防疫、技术等，农户在统一的封闭管理之下分阶段、流程化养猪；养殖周期结束，公司按照养殖成果向农户支付一定的养殖费用，从而打造出一套让农民为自己干的制度。

养殖规模的扩张离不开周边农户的积极支持与合作。雏鹰农牧根植农村，对农民有深刻的理解和认识，因此公司非常重视农户的切身利益，在保证农户利益和公司长远发展中寻求平衡。

(2) 雏鹰模式 2.0：对 1.0 模式的优化过渡

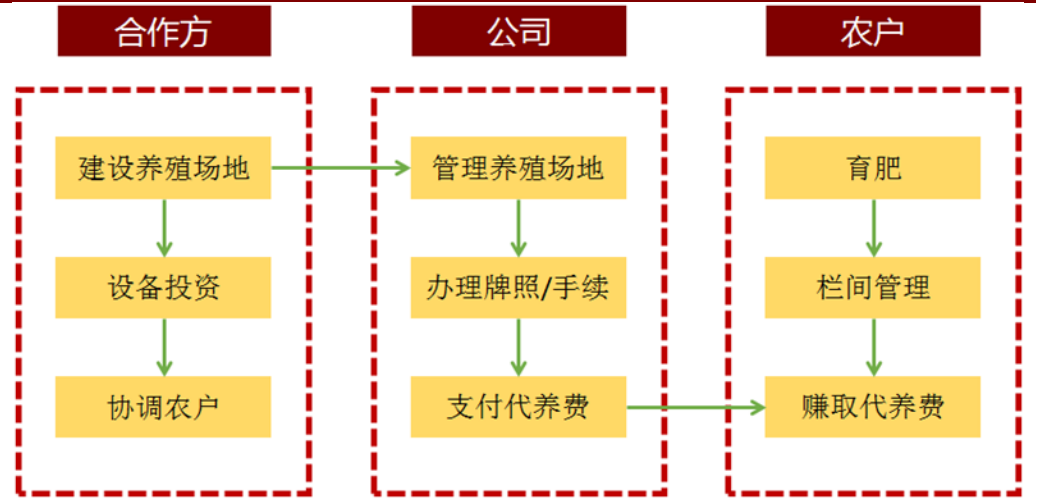
在雏鹰模式 1.0 的基础之上，公司通过提供科技服务、科学管理、金融支持等方式，进一步拓展公司与农户合作的广度与深度，将农户纳入公司产业化、规模化综合体系，改变其传统经营的不利地位，保证其稳定的收入，实现合作共赢。在提高养殖效益的同时，有效降低风险，最终实现公司轻资产运营。

(3) 雏鹰模式 3.0：公司+合作方+农户

2015 年 5 月，雏鹰推出 3.0 模式，大量转让现有及在建的养殖场，减少固定资产规模，提升机械化养殖水平并实现轻资产运营。新雏鹰模式涉及三方协作：1、公司主要负责养殖场的土地租赁、合规性手续办理；2、合作方主要负责养殖场建设、设备投资、外部协调及日常维护、维修、粪污处理等；3、农户主要负责单个猪舍的精细化管理。养殖过程中采用“六统一”的方式由公司统一管理。公司要求建场的农户不养猪、养猪的

农户不建场，降低了对合作农户的依赖程度，分工提高了效率，最大化实现资源优化配置，节约公司的扩张成本。雏鹰在内蒙古自治区乌兰察布市的年出栏 300 万头生猪养殖基地，公司出资 6.41 亿元，合作第三方投资约 36.7 亿元；通过引入合作方实现轻资产化，以较小的资金撬动较大的投资，充分利用杠杆效应。

图 3：雏鹰模式 3.0 示意图

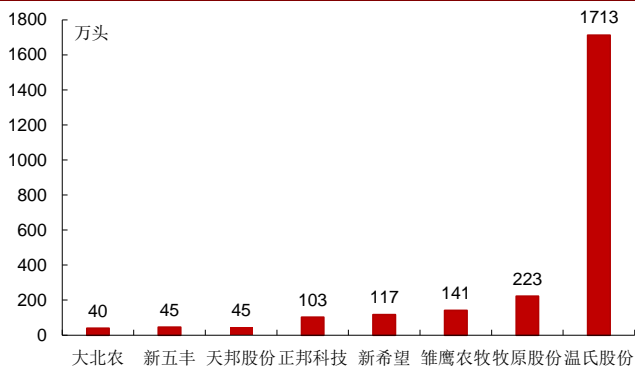


资料来源：公司资料、招商证券

2016 年改造升级初见生效，已完成 1000 万头生猪养殖基地布局，主要位于吉林省洮南市、内蒙古乌兰察布市、河南省新郑市、尉氏县、新乡市、滑县、襄城等地。2016 年，公司分别对位于吉林、三门峡、开封等地区的猪舍分批、分期进行转让、改造升级，而合作方在正式接管猪舍及附属设施，并得到公司提供的改造方案及图纸后开始进行猪舍升级改造工作，改建必须按照公司要求的标准进行，根据公司要求猪舍达到可使用状态后，公司、合作方和农户签订相关合作协议进行养殖生产。截止 2016 年底，公司累计签订合作社合作协议 314 家，对应约 700 万头商品肉猪及 100 万头商品仔猪产能。其中投入使用 62 家，对应 150 万头生猪产能，今年预计改建完成 100 家，对应生猪产能 280 万头，预计 2018 年底剩余 152 家全部改建完成。

公司 2016 年实现生猪出栏量 247.91 万头，完成年度生猪出栏计划的 82%。受生猪饲养周期及繁育特殊性要求、猪群转栏、天气变化、出栏结构调整等因素的影响，公司养殖模式升级改造推进速度较慢，产能不能完全释放，使生猪存栏、出栏规模增速放缓。随着新养殖场改扩建后逐步投入使用，后续出栏量增速将明显加快，我们预计 2017/18/19 年的生猪出栏量分别为 360/500/700 万头。

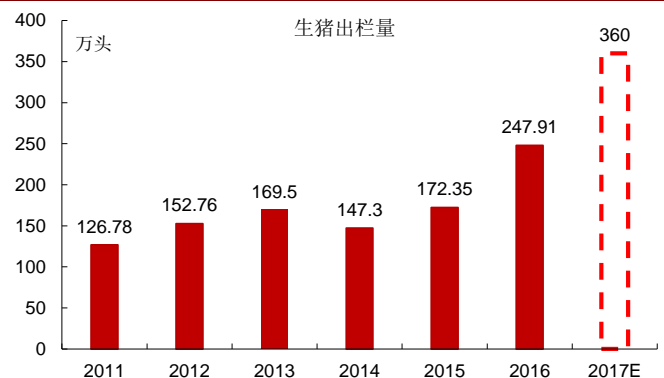
图 4：2016 年生猪养殖上市公司肉猪出栏量比较



资料来源：公司公告、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

图 5：雏鹰农牧生猪出栏量（包含仔猪、肉猪、种猪）



资料来源：公司公告、招商证券

2、养殖效率提升，综合成本下降

在改造升级过程中，部分猪舍无法进行养殖生产，使出栏生猪折旧摊销较高，综合成本阶段性提高。改造后的新模式养殖场单头成本平均降低 55 元，全部改建完投入使用后成本将大幅降低。

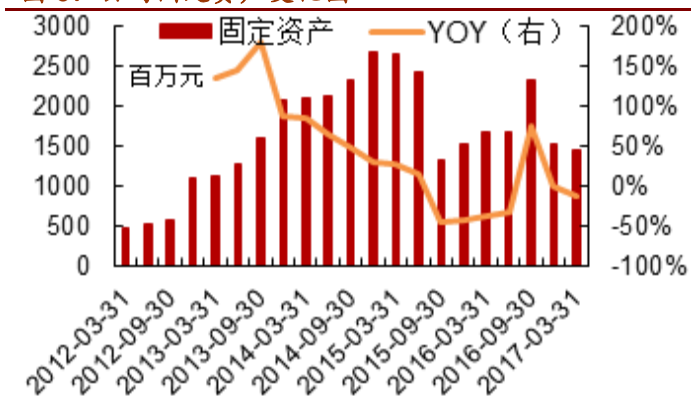
通过新模式将轻资产进行到底，大量减少固定资产，得以腾出大量资金对外投资。相比于高投入高风险、回收期长的生猪养殖而言，优秀的投资项目收益较为平滑，还可在未来注入上市公司，实现跨越式增长。当猪价下行时，相对于其他模式，公司业绩会较为稳定，因为投资收益很大程度上弥补了生猪养殖板块的业绩下滑。

(1) 固定资产减少，费用大幅下降

2013 年公司扩充产能后，2014 年生猪行情与预期背离，走势异常低迷，导致公司扩张的产能无法有效释放，庞大的固定资产让公司陷入了转型的被动局面。减少固定资产投资，推行新型农村合作模式，实现轻资产运营，将会大幅减少养殖场的折旧、摊销及维修费用。通过模式升级，提升单个农户的饲养量，相应减少公司的管理人员，进而削减办公业务费、职工薪酬等管理费用。

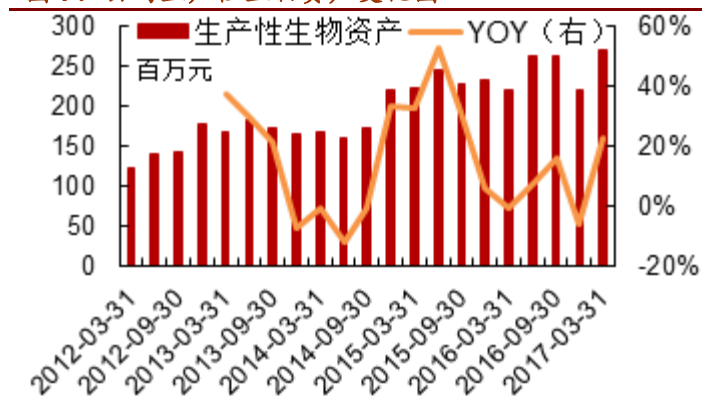
通过新模式将轻资产进行到底，不仅利于扩张速度的提升，还大幅改善公司的现金流状况，这与 2015-2016 两年盈利好转带来的充足经营性现金流一并使得公司在扩大养殖规模的同时，具有足够的底气加大对外投资，公司的经营和财务状况也得到大幅改善。

图 6：公司固定资产变化图



资料来源：公司公告、招商证券

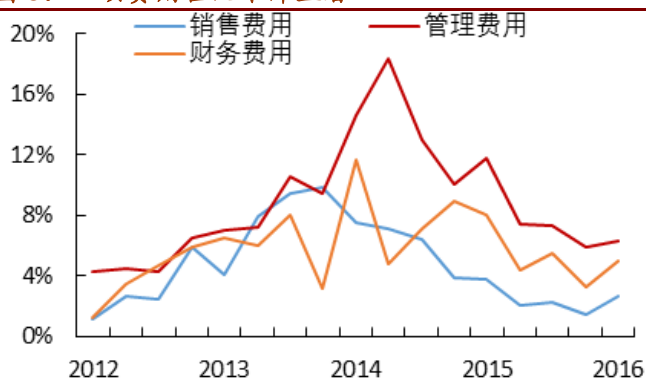
图 7：公司生产性生物资产变化图



资料来源：公司公告、招商证券

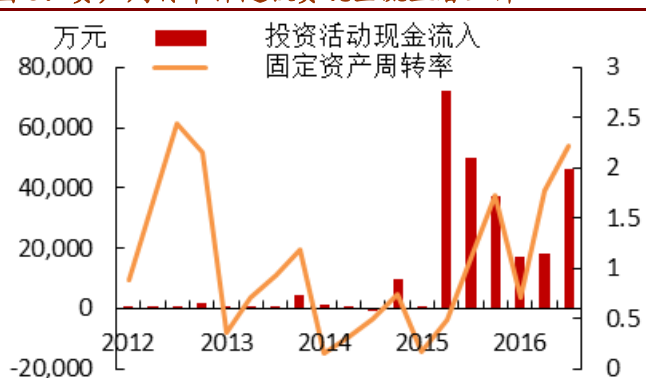
公司转变成 3.0 的养殖模式后，新模式农户的代养费增加，但猪舍的固定资产折旧大幅减少，养殖板块的管理和财务费用率显著下降，养殖效率有所提升。模式改建完成后，平均来说一头商品肉猪的综合成本将减少 55 元。

图 8：三项费用占比下降显著



资料来源：wind、招商证券

图 9：资产周转率伴随投资现金流显著上升

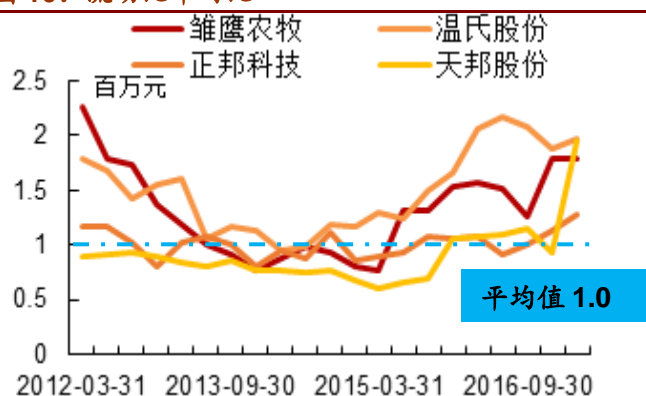


资料来源：wind、招商证券

(2) 轻资产后存活能力更强

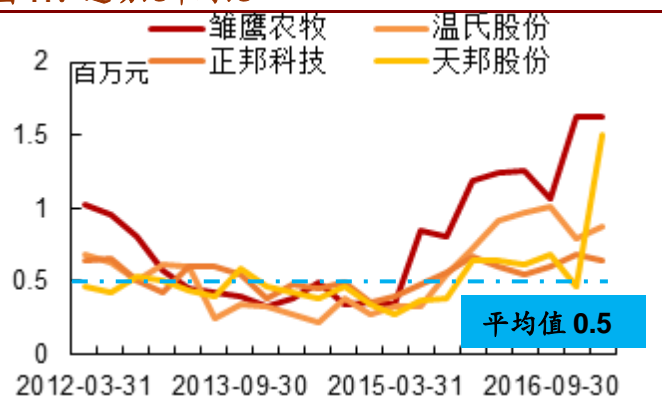
超长景气周期后，行业可能陷入更长时间的低迷，流动、速动比率低的企业将面临生存大挑战。雏鹰目前的流动和速动比率分别为 1.78、1.62，远高于行业平均水平 1.0、0.5，生存能力极强。

图 10：流动比率对比



资料来源：公司公告、招商证券

图 11：速动比率对比



资料来源：公司公告、招商证券

3、平台现雏形，投资回报高

投资收益是雏鹰区别于其他农牧企业的一大闪光点，金融板块布局能保障现金流，是企业穿越周期、甚至逆周期增长的法宝。雏鹰用于投资的资金来源于两方面，一方面来自于猪周期景气高点带来的丰厚回报，另一方面来自于现有猪场的转让。随着项目陆续进入收获期，投资收益将大幅增厚公司净利润。

(1) 养殖服务平台：较温氏更平台化

雏鹰以“公司+合作方+农户”为核心，分阶段、流程化饲养，合作方负责按照公司要求进行养殖场建设、设备投资及日常维护、维修等，农户主要负责单个猪舍精细化管理，根据养殖成果由公司统一结算代养费用。公司实际上是搭建了一个平台，平台内公司和农户 A、农户 B、合作方等各方各司其职，共同完成整个循环，以达到互利共赢的目的。

雏鹰通过进入产业链上游+大规模养殖基地+养殖阶段分离+协议锁定价格的方式，最大程度降低周期波动的风险，抛开相似程度较高的“进军上游”、“分散养殖”、“协议定价”等，雏鹰也拥有自己的独特之处：

1) 相较于牧原

雏鹰的养殖基地投建引入第三方合作机构，一方面大幅减轻了公司的资金压力，利于规模的扩张、降低经营风险；另一方面对农户具有较强的吸引力。雏鹰跟农户紧密合作，养殖成果的核算价格是固定的，农户不承担猪价变化的风险，也不存在违约的可能。农户的保底收入有 2 万/户，正常情况下的收入是 5-6 万/户。部分养殖基地位于河南最贫困的地区，人均收入才 3000 元/年，数万元的养殖收益显得十分优厚。

2) 相较于温氏

委托养殖从中小规模分散农户集中到大规模养殖基地中，大幅降低了公司统一管理和技术推广的难度。

(2) 股权投资平台：收益加速提升

本轮超长猪周期使得生猪养殖龙头收获了可观的利润，丰厚的资本将流向何处成为所有养猪人面临的一大难题。在规模化养殖进程加速的背景下，几乎所有企业都在最大限度地加码养殖产能，具体可分为三种模式：

1) 重资产一体化经营模式

以牧原股份为代表，猪场及设备全程自建，需要巨额资本投入，在猪价上涨的过程中最为受益，其现金流改善的程度也最为显著。重资产模式的资金流向较为单一，仅靠盈利累积难以覆盖其扩产能所需资金，大股东定增加员工持股共募资 50 亿用于扩张规模。而养殖场的建设期需要一到两年，到最终生猪出栏可能需要 3 年左右的时间，一旦猪价下滑，其业绩下滑的风险也较大。但超长猪周期下，公司依靠巨额盈利以及定增资金，可以实现规模的迅速增长，将平滑景气下行压力。

2) 以温氏为代表的“公司+农户”模式

相对于一体化经营，“公司+农户”模式避免了养殖场建设的重资产投入，有助于快速扩张。代养费较猪价更加稳定，这使得公司在景气高点收获更多的利润；景气下行时，则加速扩张合作农户的数量，使得养殖规模在猪价低点迅速上升。

然而随着散养户的加速退出，优质的合作农户成为稀缺资源，成为“公司+农户”模式扩张的最大掣肘。这也解释了为何温氏开始试水一体化自建和轻资产模式双轨并行，力争生猪出栏量再上一个台阶。我们推测，未来几年，温氏股份的重资产化倾向将愈发明显。

3) 雏鹰模式 3.0

为了实现产业与金融资本运作相结合，公司利用互联网大数据筛选产业链上下游的优质企业进行战略投资。发展新产业若从头到尾都是自己做，时间成本和试错成本太高，但以投资基金入股的形式与优秀创业者合作，可加快相关产业的拓展进度。在养殖行情高位布局金融板块，推动产业链健康发展，降低养殖行情低位时对公司业绩的影响，有助于成功穿越猪周期，提高行业整合能力、综合竞争力和盈利水平。

经过两年多的布局，目前公司持有的 6 只产业基金已获得初步成果，2016 年实现投资

收益 1.23 亿元,部分弥补模式升级过程中成本阶段性上升给利润带来的不利影响。2016 年报披露,公司目前货币资金为 40.8 亿元,可供出售金融资产 12.1 亿元,持有待售资产 23.6 亿元,共 76.5 亿元可用于投资。2017 年,公司将继续推进供应链金融板块布局,围绕行业上下游寻找优质的合作伙伴进行投资。

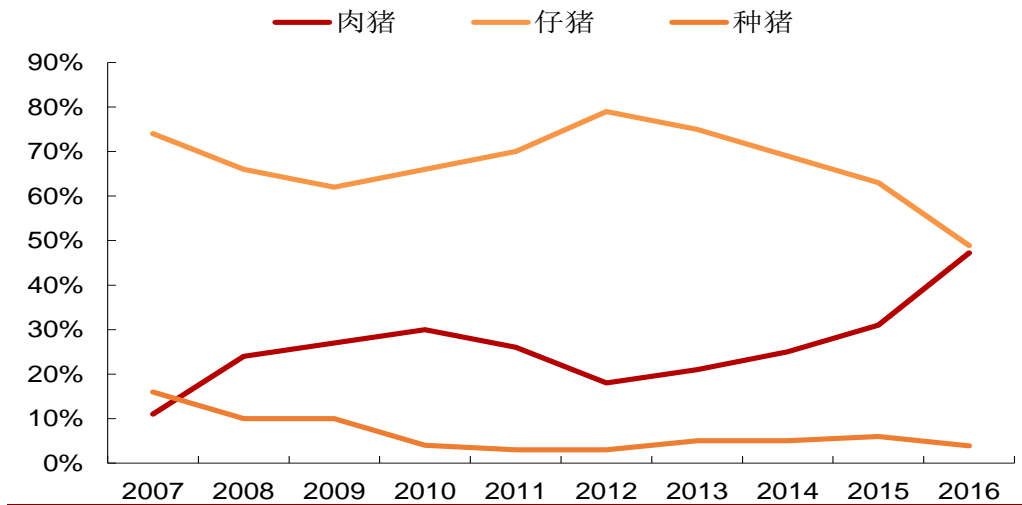
二、产业链延伸，抵御猪周期

为抵御因生猪市场波动而产生的系统性风险，公司已实现了从粮食贸易、饲料生产，到生猪养殖、屠宰加工，再到冷链物流、终端销售、电子商务等贯通全产业链的业务布局，构建从农田到餐桌的全程一体化，在有效保证食品安全的同时，减少中间环节，有效控制成本及风险，提升公司的综合竞争力。此外，公司发力互联网板块，通过电商及电竞的有效结合、构建生猪综合服务平台，实现三大战略板块的优势互补，助推公司健康可持续发展。

1、仔猪育肥比例快速上升

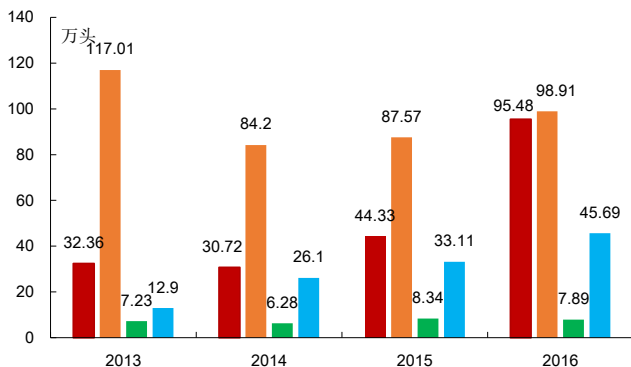
2016年，公司的仔猪出栏占比高达40%，这也部分解释了雏鹰的养殖成本高于同行的原因。售卖仔猪固然净利率高，但其风险也较大，尤其是在散养户快速退出的情况下，自繁自养场多数无需外购仔猪，且仔猪的供应也有区域半径，若一味增大仔猪规模，可能会增加经营风险。在2016年的市场行情下，商品肉猪的头均盈利水平更佳。过去一年一直受制于肥猪场产能不足，而今产能逐步投放，公司将加大商品肉猪的出栏比例，在超长猪周期下，仔猪育肥将成为新的业绩增长点。

图 12：雏鹰农牧历年的仔猪、种猪、生猪出栏比例（不含自用屠宰）



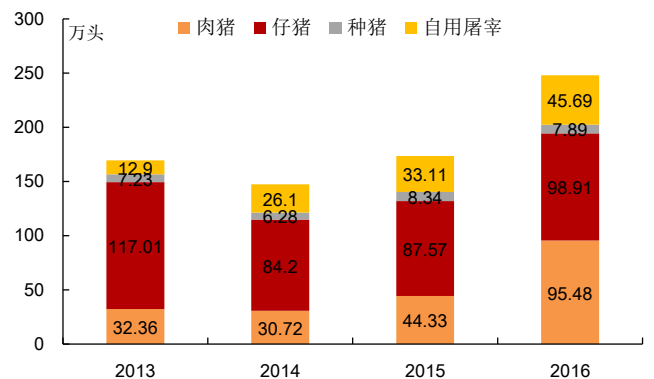
资料来源：公司公告、招商证券

图 13：商品肉猪销售和自用屠宰数量不断上升



资料来源：wind、招商证券

图 14：商品肉猪和自用屠宰占比逐年上升

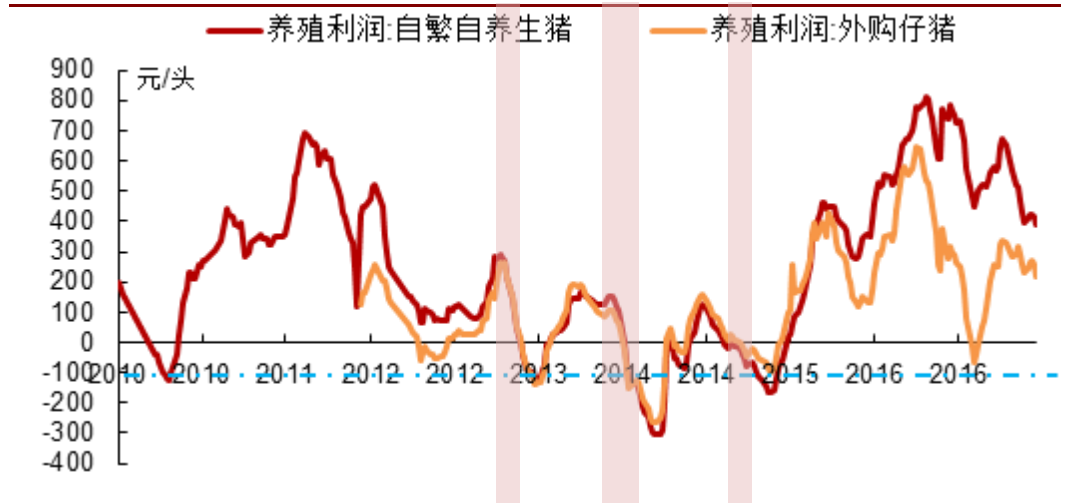


资料来源：wind、招商证券

2、屠宰：亏损→盈利，拐点已现

以往周期中巨亏（100 元/头以上）往往持续 4 个月，但此时如果不卖生猪，而是屠宰后以冻肉方式储存起来，可保质 10-12 个月，到期后还可制成熟食再延长 9 个月保质期，制成火腿后更可保质 5 年之久。只要熬过猪价低谷，待到猪价上涨时再行销售，库存跌价准备可冲回，实为平抑猪周期的不二利器。

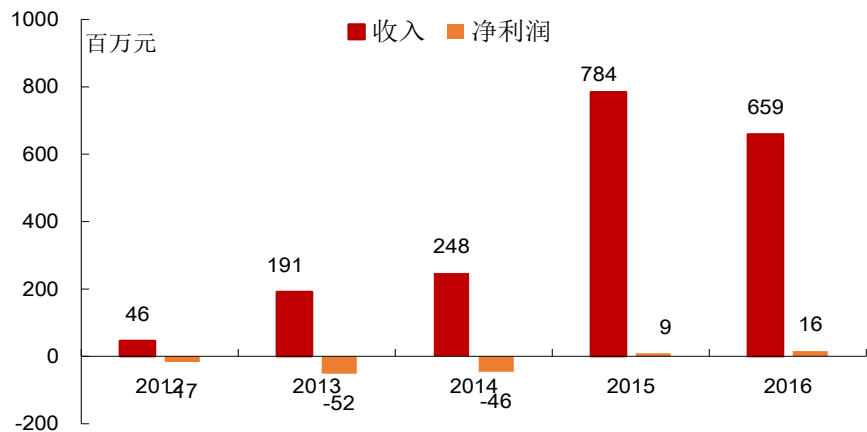
图 15：生猪养殖深度亏损持续时间较短



资料来源：招商证券

2015 年 6 月 29 日，公司将旗下江苏雏鹰肉类加工有限公司 80% 股份转让给河南兰馨置业有限公司，作价 6120 万，其目的应当是削减过剩的产能，提高产能利用率。目前，公司旗下子公司中，经营范围涉及屠宰的仅有开封雏鹰肉类加工有限公司一家。同时，公司积极开拓下游渠道，大幅提升屠宰场的产能利用率，2015 年四季度实现扭亏为盈。

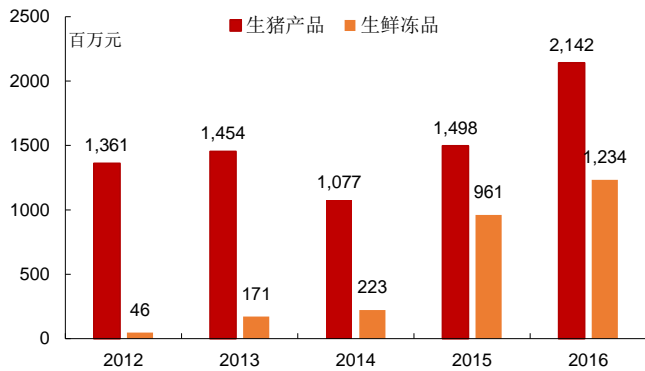
图 16：屠宰扭亏为盈



资料来源：公司公告、招商证券

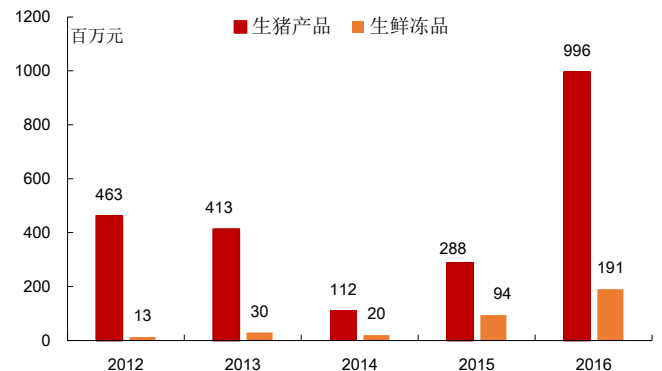
雏鹰目前的屠宰产能为 200 万头，2016 年的屠宰量为 45.69 万头，这意味着 2016 年雏鹰的终端渠道已经具备消化 45.69 万头生猪的能力，2017 年甚至有能力消化掉 60-70 万头；2016 年鲜冻及肉制品销售实现收入 12.93 亿元，同比增长 28.15%，屠宰销售量（包括以冻肉形式实现的销售）增长 154.16%，表明雏鹰的终端渠道发展势头喜人，容量在增长，市场影响力在提升。

图 17：屠宰业务收入增长势头喜人



资料来源：wind、招商证券

图 18：屠宰业务毛利贡献显著增长

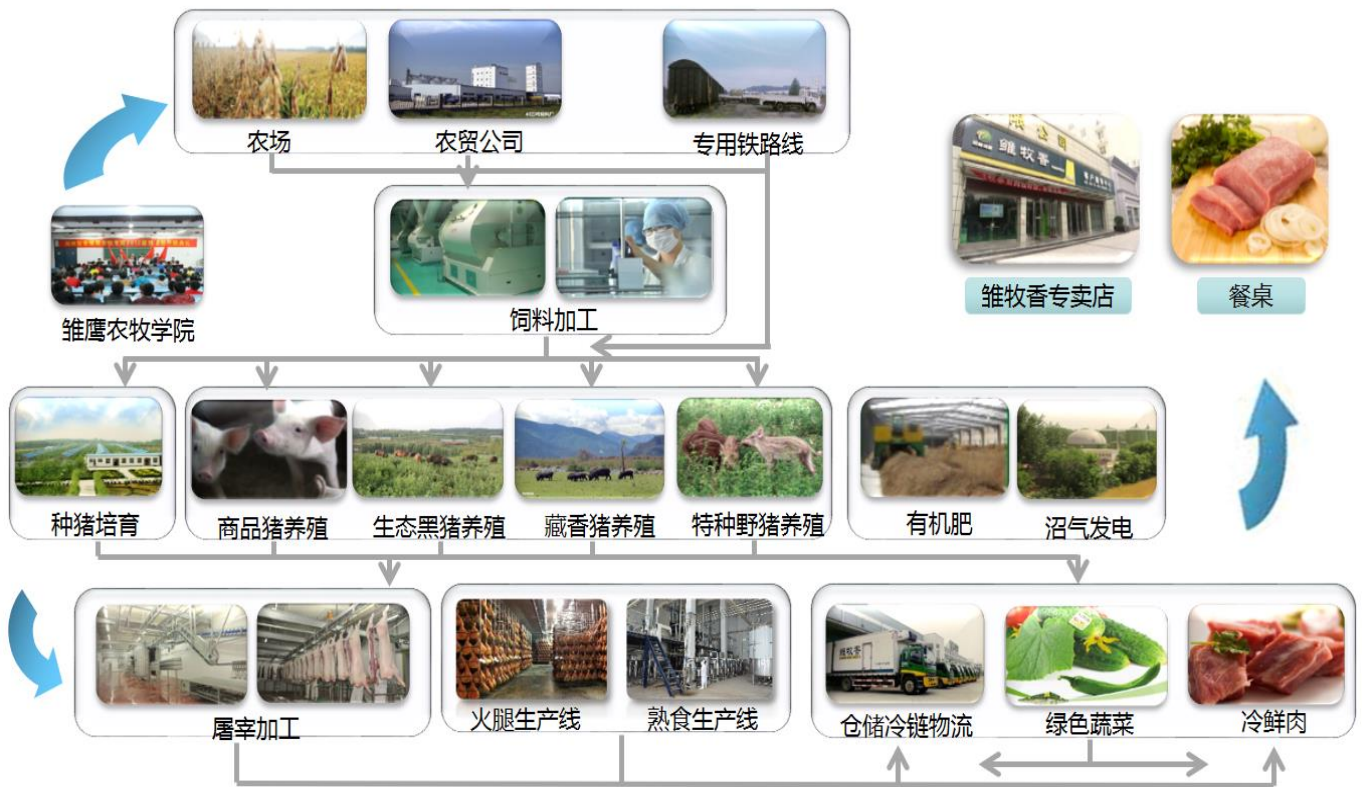


资料来源：wind、招商证券

3、生鲜：膨胀→调整，费用下降

“雏牧香”是雏鹰农牧旗下首个终端产品品牌，2012年9月设立了首批50家店，之后的半年里快速扩张，2013年上半年达到70家，2013年底达到200家。“先铺摊子后做市场”的快速扩张节奏，导致运营资金紧张、费用率上升。近年来“雏牧香”开店增速有所放缓，公司主动收缩了“雏牧香”专卖店的开店计划，并淘汰了20余家不盈利的店面，较为迅速地转而发展代理商模式，与此同时，将“雏牧香”品牌的相关产品转移到网上销售。策略转变后，三费下降显著，为业绩释放创造了空间。目前，公司雏牧香专卖店约稳定在160家左右，并且发展了礼品卡消费的方式，推动高端猪肉的销售。虽然公司在打造“雏牧香”终端渠道方面遇到一些挫折，获得了经验教训，但及时的营销战略转型，显示了管理层敏锐的商业嗅觉和灵活的战略定位能力。

图 19：雏牧香产业链



资料来源：雏牧香招商手册、招商证券

图 20：终端产品口感较好



资料来源：公司资料、招商证券

图 21：二维码实现可追溯



资料来源：公司资料、招商证券

表 1：“雏牧香”品牌专卖店经营模式优劣势分析

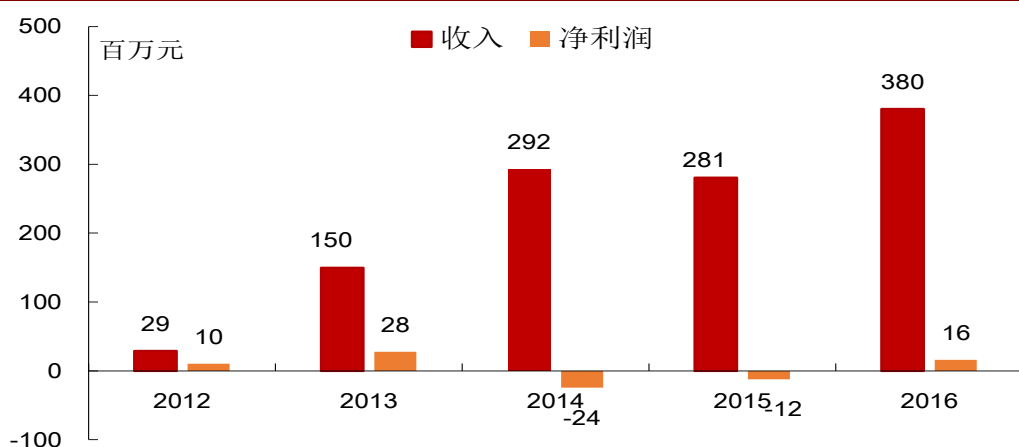
优势	养殖规模大，模式先进，养殖成本低； 完全自养，猪源稳定，产品质量可控、可追溯； 业内率先采取会员制销售，理念先进； 将互利共赢的雏鹰模式引入销售环节，充分利用“能人效应”进行销售； 公司让利保证代理商加盟积极性，公司开店成本低，风险小； 拥有生态猪、藏香猪等高端产品，有利于品牌推广。
劣势	品牌推广经验不足，这也是几乎所有传统农业企业的短板； 会员卡销售与猪肉销售两环节分离，部分代理商销售和配送积极性难以保证； 没有配套深加工，猪肉副产品利用率低。

资料来源：公司招商资料，招商证券

4、积极探索特种猪——三门峡生态猪和藏香猪

为了满足人们对生猪肉产品差异化的需求，公司在河南三门峡与西藏林芝地区分别建设生态猪、藏香猪养殖基地，可有效提高公司的综合竞争力。公司采用雏鹰模式与农户合作养殖“三门峡雏鹰黑猪”，将养殖场设置在人均收入极低的区域，利用荒山荒地进行自然养殖，平均一亩地约放养 2.5 只，其饲料主要以苜蓿草、蛋白桑，作为青绿饲料，确保没有任何药物和激素残留。2016 年，三门峡黑猪存栏约 15 万头，出栏约 13 万头；实现净利润 1601 万元，同比增长 229.76%。另外，公司还投资 3 亿元在西藏合作放养“藏香猪”，打造更高端的品牌；目前西藏藏香猪养殖产业化项目一期部分工程已完工，共建猪舍 80 栋，存栏 7000 头。

图 22：三门峡生态黑猪的营收和净利情况



资料来源：公司公告、招商证券

“生态猪肉”的关键点在于品种（黑猪等）+生长周期（超过 10 个月）+放养，饮食和环境是加分项。由于生态猪一般是国内土猪品种，饲养周期长、料肉比高，脂肪含量高、肉质口感佳，因而单头价值远高于普通猪；从单头盈利来看，生态猪约为普通猪的三倍。多数生态猪品牌都自建渠道进行差异化竞争，互联网公司利用线上渠道销售的优势尽显，雏牧香的黑猪依靠电竞的粉丝经济效益，可以对标网易。

表 2：普通猪与生态猪对比

	普通猪	生态猪
品种	国外引种杂交，以长白、大白等速生品种为主	地方土猪或土猪与国外品种杂交
饲养方式	圈养，每头猪活动空间 1-2 m ²	百平米
饲养周期	4-5 个月	10 个月以上
料肉比	1:2.8	1:4
所食饲料	全价饲料	专用全价饲料为主，青绿饲料为辅
安全性	有激素、药物残留等风险	无任何化学残留
瘦肉率	65%	50%
口味	肥肉腻、瘦肉不香	肥肉香浓、瘦肉筋道
市场价格	20-30 元/公斤	40-100 元/公斤

资料来源：公开资料、招商证券

目前国内知名的土猪品牌，如壹号土猪、湘村黑猪和雏牧香等，绝大多数采取全产业链模式运作，安全美味的猪肉需要解决的问题众多，比如猪种选择、养殖模式、放养场地、加工、物流和售卖模式等。

表 3：国内几大知名土猪对比

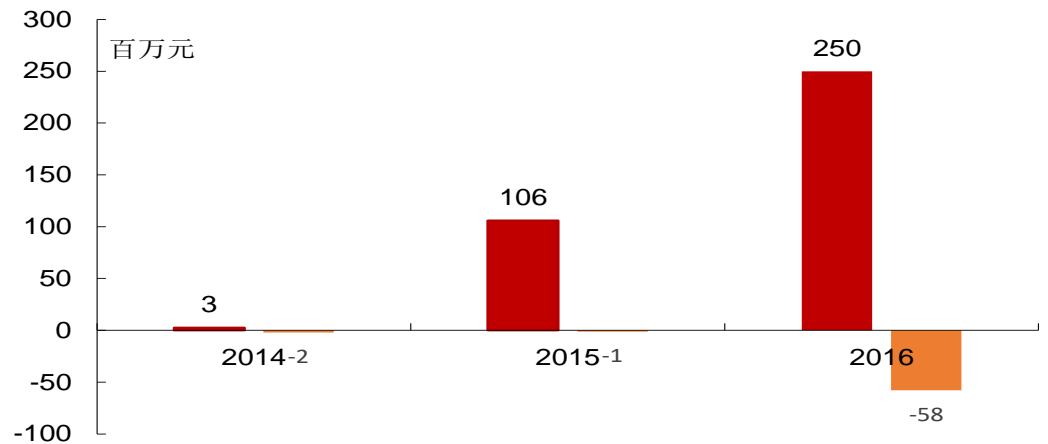
	壹号土猪	湘村黑猪	雏牧香
猪种	以广西陆川猪和太湖猪为母本，与外种猪杂交的二元杂交猪	以湖南地方品种桃源黑猪为母本，引进国外品种杜洛克猪为父本，杂交而成再继续选育的国家级新品种	从全国 76 个地方品种中，选育适合三门峡当地生长的品种作为母本，与外种猪杂交后的优良品种
养殖周期	1 年以上	N.A.	10 个月以上
料肉比	4:1	3.32 : 1	N.A.
销售方式	热鲜肉	热鲜肉	冷鲜肉
口感	壹号土猪肉香味美，营养丰富，蛋白质含量 14.2%，脂肪含量 28%，是目前市场上营养价值最高、质量最好的猪肉产品之一	肉色鲜红，肌肉纤维纤细，纹理间脂肪分布丰富均匀，肉质柔韧、浓香诱人、滑嫩多汁，具有原生态自然香醇的口感	肉色好、肉质优良，其肌纤维直径比目前的普通商品猪细，具有较好的口感
品牌诉求	狠土狠香狠安全	湘村的猪，儿时的味	全自养，更安全

资料来源：公开资料、招商证券

5、电商及电竞：打造粉丝经济

微客得负责将休闲、酱卤系列产品在自建商城、微商城等平台销售，并借助第三方平台如天猫、京东、1 号店等实现产品的推广和销售；其旗下的杰夫电商是中国中部地区领先的综合型第三方电商服务公司，有效为电子商务运营提供策划、管理及咨询服务，构建全方位的电商价值服务生态体系；旗下淘豆食品以自运营电商为主，主要经营范围是休闲食品等，与逾百位电竞明星合作，拥有广泛的网络销售渠道，并在线下开设了体验店铺，实现了线上和线下全面结合；旗下上海噢麦嘎以游戏、社交、电子竞技为主，借助电竞产业渠道的拓展，OMG 电竞俱乐部服务于粉丝和电竞玩家，在国内电竞行业有重要影响，是各项重要赛事的参与者，电竞优质职业玩家的输出者，未来将继续加强青训班、文化内容体系以及实体电子竞技馆的发展。

图 23：微客得营收及净利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

6、投资者关注的问题解答

(1) 公司三大板块（养殖、粮贸、互联网）业务开展情况

1、生猪养殖+深加工

公司生猪养殖板块主要产品为生猪产品（包括商品肉猪、商品仔猪、二元种猪）、鲜冻品、肉制品。报告期内，养殖+深加工板块实现营业收入 34.35 亿元，占本期营业收入的 56.41%，实现毛利 11.86 亿元，同比增长 207.56%。

公司目前已经完成了年出栏 1000 万头生猪养殖基地的布局，主要位于吉林省洮南市、内蒙古乌兰察布市、河南省新郑市、尉氏县、新乡市、滑县、襄城等地。同时，为了满足人们对生猪产品差异化的需求，公司在河南三门峡与西藏林芝地区分别建设生态猪、藏香猪养殖基地，可有效提高公司的综合竞争力。此外，随着公司全产业链模式的逐步发展，在提供安全、健康产品的同时，实现下游业务的有效拓展，提高公司综合毛利率，实现公司整体稳步发展。

2、粮食贸易板块

粮食贸易已成为公司三大战略布局之一，面对粮食贸易行情变化，公司适时调整经营策略，提高应对市场风险的能力，并积极拓宽经营渠道，增加经营品种，综合采用多种措施应对市场行情波动对粮食贸易业务的影响。报告期内公司粮食贸易板块实现营业收入 10.32 亿元，占本期营业收入的 16.95%，毛利为 6,318.47 万元，同比增长 123%。

报告期内，公司子公司吉林雏鹰实现与国家粮食局深度合作，获得了国储粮竞拍资格，有利于降低粮食采购成本，提高盈利水平，同时，公司积极开展粮食进出口贸易业务，依托国内外市场资源优势，采用内贸与外贸、线上与线下相结合的方式适时开展粮食贸易，增加公司新的盈利增长点。

3、互联网板块

报告期内，公司互联网板块实现营业收入 12.85 亿元，占本期营业收入 21.09%。

(1) 2016 年，公司控股子公司微客得科技的微 DO 商城已完成自身平台建设，整合了公司内外资源，以优势产品为基础，重点运营生态猪认养、生鲜熟食等大客户个性化定制、线上商城等项目，为公司提供了新的盈利增长点。微客得科技控股的苏州淘豆食品有限公司，围绕品牌发展战略和产品定位对现有产品进行整合，对自营和主播等店铺进行优化，为今后的业务增长奠定了基础。

(2) 公司控股子公司新融农牧不断优化商业模式、核心信息平台搭建、组织薪酬体系和服务体系建设，致力于打造以“猪博士”为入口涵盖金融、电商、数据为一体的互联网养猪系统。为支撑互联网业务发展，新融农牧计划搭建猪博士生产云、新融电商、新融大数据、CRM、金融服务平台、新融生猪贸易网、空中医院、新融人才网八个信息平台。

(2) 生态养殖项目进展情况及未来规划（包括三门峡生态猪及西藏藏香猪）

三门峡生态猪养殖建设项目，截至报告期末已建成猪舍约 800 组，生态猪存栏约 15 万头，出栏约 13 万头。报告期内三门峡雏鹰实现营业收入 38,013.74 万元，较去年同期增长 35.51%，实现净利润 1,601.03 万元，较去年同期增长 229.76%。

西藏藏香猪养殖产业化项目一期部分工程已完工，共建设猪舍 80 栋。截止报告期末，藏香猪存栏约 7000 头。报告期内西藏雏鹰实现营业收入 1,638.97 万元，较去年同期增长 24.48%，已实现盈利。

目前公司已形成鲜冻品、肉制品、高端发酵火腿三大产品系列，并根据自养生猪原料——绿色猪肉、生态黑猪肉、藏香猪肉的不同，进行了产品差异化研发，鲜冻品保留猪肉天然肉香，肉制品以成为中国人餐桌需求的整体供应商为发展目标，高端发酵火腿采用意大利帕尔玛工艺，满足不同客户的需求。同时，通过全产业链追溯系统，对公司全部产品实现全程可控，也为终端产品的安全提供了有效的保障。

公司引自意大利的年产 15 万只高端发酵火腿生产线正式投产启用，生产的火腿将与西班牙伊比利亚高端火腿形成中西两极辉映的高端竞争与互动格局，是公司进军高端产业的重要布局。这标志着我国肉制品产业结构得到进一步优化，也意味着公司在肉类产业布局上开启了高端化战略。

(3) 3.0 模式进展情况

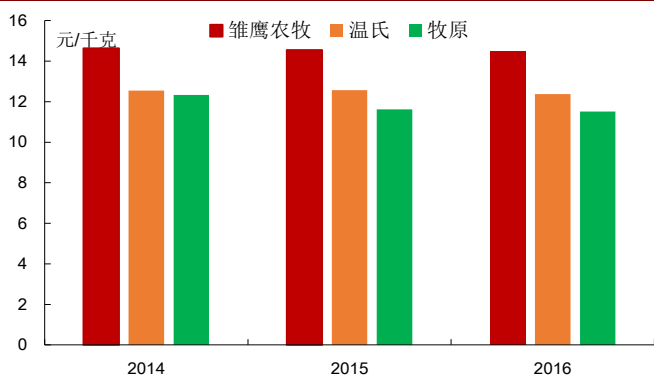
报告期内，公司分别对位于吉林、三门峡、开封等地区的猪舍分批、分期进行转让、改造升级。合作方在正式接管猪舍及附属设施，并得到公司提供的改造方案及图纸后开始进行猪舍升级改造工作，改建必须按照公司要求的标准进行，根据公司要求猪舍达到可使用状态后，公司、合作方和农户签订相关合作协议进行养殖生产。

截止报告期末，公司累计签订合作社合作协议 314 家，对应约 700 万头商品肉猪及 100 万头商品仔猪产能。其中投入使用 62 家，对应 150 万头生猪产能，今年预计改建完成 100 家，对应生猪产能 280 万头，预计 2018 年底剩余 152 家全部改建完成。公司目前已投入使用的新模式养殖场商品肉猪单头养殖成本平均降低 55 元，全部养殖场改建完成并投入使用后，将会大幅降低公司养殖成本。

(4) 公司成本与同行业对比情况

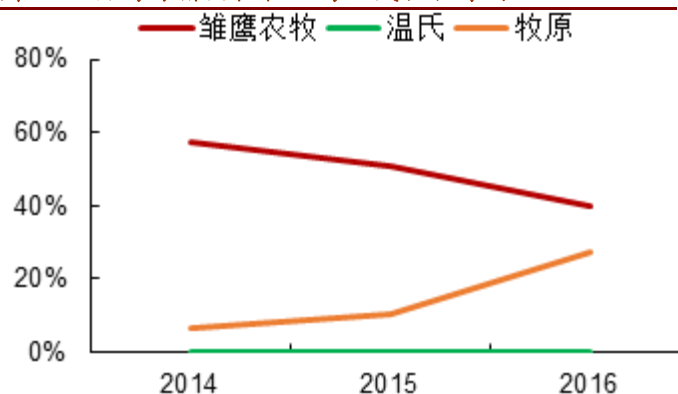
过去三年，公司的仔猪出栏占比分别为 69%、63%和 40%，仔猪的成本和售价都高于肥猪，这也部分解释了雏鹰的养殖成本高于同行的原因。另外，养殖场在改造升级过程中，部分猪舍无法进行养殖生产，使出栏生猪折旧摊销较高，综合成本阶段性提高。

图 24：公司养殖成本与温氏、牧原对比



资料来源：公司年报、招商证券

图 25：公司仔猪出栏占比与温氏、牧原对比



资料来源：公司年报、招商证券

（5）2016 年 300 万头生猪出栏量未达目标的原因

受生猪饲养周期及繁育特殊性要求、猪群转栏、天气变化、出栏结构调整等因素的影响，公司养殖模式升级改造推进速度较慢，产能不能完全释放，使生猪存栏、出栏规模增速放缓，2016 年生猪出栏计划完成 82%。

三、盈利预测与估值

1、盈利预测

公司公布 2017H1 业绩区间为 6-8 亿，我们预计上半年归母净利润为接近 8 亿元，而下半年由于投资收益的增长及猪价的季节性回暖，净利润有望超过上半年，估计 2017 全年实现 15 亿净利润，其中粮食贸易 5000 万，屠宰+养殖约 8-9 亿，投资收益 4-6 亿，互联网等其他业务 1 亿元。

我们预计 2017/18/19 年公司生猪出栏 360/500/700 万头，仔猪占比约为 37%/33%/30%，归母净利 15.0/18.3/22.3 亿元，EPS 为 0.48/0.58/0.71 元，给予 2017 年 15-17 倍 PE，得出一年内目标价为 7.20-8.16 元，较现价具有 38-56% 的上涨空间，维持“强烈推荐-A”评级。

表 4：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	1404	1140	1689	1441	1820	1177
营业毛利	239	255	487	370	405	286
营业费用	20	30	41	33	37	30
管理费用	82	72	77	83	113	88
财务费用	46	57	89	119	142	118
投资收益	7	0	68	53	66	65
营业利润	100	93	325	175	179	107
归属母公司净利润	114	107	347	252	163	113
EPS (元)	0.12	0.11	0.37	0.27	0.17	0.12
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	17.0%	22.4%	28.8%	25.7%	22.3%	24.3%
营业费用率	1.4%	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%	2.5%
管理费用率	5.9%	6.3%	4.6%	5.8%	6.2%	7.4%
营业利润率	7.2%	8.2%	19.2%	12.1%	9.8%	9.1%
有效税率	3.8%	4.0%	1.5%	3.5%	33.6%	6.4%
净利率	8.2%	9.4%	20.6%	17.5%	8.9%	9.6%
YoY	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	113.8%	148.9%	113.3%	49.3%	29.6%	3.2%
归属母公司净利润	-199.3%	-221.8%	273.0%	150.4%	42.0%	5.8%

资料来源：公司数据、招商证券

表 5：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6090	9528	11718	15765
生猪产品	2142	3890	4728	6595
生鲜冻品	1234	2240	2723	3798
粮食	1032	1379	1841	2458
熟食	59	73	90	111
其他主营业务	1623	1947	2337	2804
收入增长率	69.3%	56.4%	23.0%	34.5%
生猪产品	43.0%	81.6%	21.6%	39.5%
生鲜冻品	28.4%	81.6%	21.6%	39.5%
粮食	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%
熟食	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
其他主营业务	411.9%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	24.9%	18.5%	17.2%	16.7%
生猪产品	46.5%	26.5%	23.0%	21.0%
生鲜冻品	15.4%	14.5%	15.5%	16.5%
粮食	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
熟食	-1.4%	5.0%	5.0%	5.0%
其他主营业务	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%

资料来源：公司数据、招商证券

表 6：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3619	6090	9528	11718	15765
营业成本	3060	4573	7762	9705	13135
营业税金及附加	5	16	25	31	42
营业费用	76	141	191	223	300
管理费用	266	346	429	527	709
财务费用	170	408	163	12	5
资产减值损失	29	22	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	38	187	500	600	700
营业利润	51	772	1458	1820	2274
营业外收入	246	230	230	230	230
营业外支出	23	18	18	18	18
利润总额	274	984	1670	2032	2486
所得税	44	114	168	205	256
净利润	230	869	1502	1827	2230
少数股东损益	10	0	1	1	1
归属于母公司净利润	220	869	1502	1826	2229
EPS (元)	0.21	0.28	0.48	0.58	0.71

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

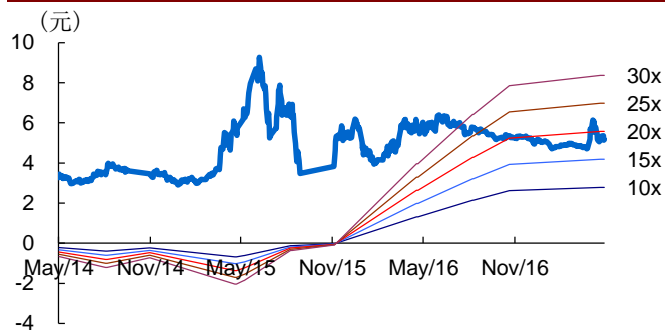
表 7：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
雏鹰农牧	5.21	0.21	0.28	0.48	-216%	294%	73%	25	19	11	3.06	16.51%	163
正邦科技	4.81	0.52	0.52	0.49	265%	209%	8%	9	9	10	2.31	18.01%	110
温氏股份	30.48	1.71	2.71	2.37	122%	84%	-8%	18	11	13	5.03	38.71%	1,326
天邦股份	9.19	0.51	0.59	0.53	296%	246%	10%	18	16	17	5.50	26.55%	71
牧原股份	27.79	1.23	2.25	2.64	643%	290%	32%	23	12	11	4.25	41.01%	322
平均					331%	207%	10%	17	12	13	4.27	31.07%	

资料来源：公司数据、招商证券

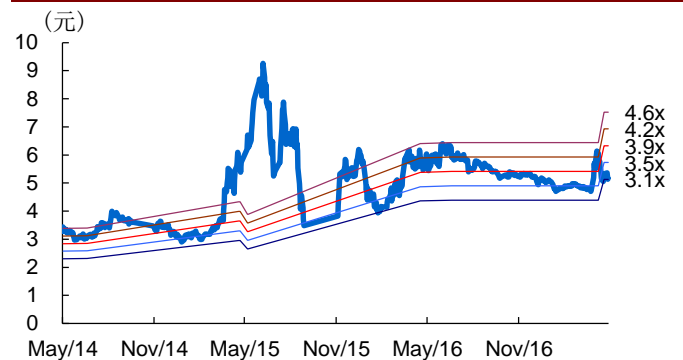
3、PE-PB Band

图 26：雏鹰农牧历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 27：雏鹰农牧历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示：

股权投资回报不达预期，沙县小吃整合不顺，猪价超预期下跌，出栏量不达预期。

参考报告：

- 1、《雏鹰农牧 (002477.SZ) -雄鹰展翅，猪安天下》2017-04-06，2017 年 1 月 23 日，我们在底部大力推荐，巨大的预期差是支撑股价上涨的核心，而“雄安概念”只是导火索。我们重申推荐逻辑，并维持目标价 7.0-8.6 元。<http://t.cn/R6eCPGb>
- 2、《雏鹰农牧-雏鹰问道，沙县连城》2017-01-23，雏鹰模式 3.0 兼顾了轻资产降费用与股权投资增收益，在充分享受猪周期高景气的同时最大程度抵御猪价下行的风险；通过与沙县小吃的实质性合作，开拓了农牧企业进军下游餐饮的新颖模式，雏鹰模式在第二场景的应用值得期待。<http://t.cn/Rx1BwtC>
- 3、《雏鹰农牧-从养猪到卖肉，雏鹰展翅高飞》2016-08-15，8 月 12 日公司发布中报，

实现营收 28.29 亿元，同比上升 126.32%；归母净利 4.54 亿元，同比上升 8694.1%；上半年共出栏生猪 103.3 万头，同比上升 29.03%。<http://t.cn/RtTLZwm>

4、《雏鹰农牧-一体化黑马，预期差巨大》2016-06-07，养殖、屠宰、投资收益等三方面的优秀表现，预计 2016 年归母净利润 20 亿元，远高于市场一致预期的 12 亿元；二季度单季净利润有望达 4.5-5 亿元，成为短期上涨的最强催化剂。半年内目标价 30 元，对应 2016 年 15 倍 PE，较现价有 50%+空间。<http://t.cn/RtlENGo>

5、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告-与时俱进，再次扬帆》2017-02-25，猪！猪！猪！系列报告全集内容分为八部分，第一篇介绍我们创新性提出的超长猪周期理论，第二篇介绍了规模化浪潮下的产业链巨变，第三篇对比了国内龙头企业的养殖模式，第四篇介绍了食品安全对企业存亡的重要性，第五篇主要对比国内外规模化养殖和龙头企业发展，第六篇点评了八月能繁母猪存栏再探底，第七篇提出现在正是长周期的黄金时代，也是中周期的白银时代，第八篇讲述了猪价底部抬高，高预期差下的价值筹码争夺战即将打响。<http://t.cn/RiRSgn4>

6、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之九-最严的环保，最好的时代》2017-03-13，环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段，给整个养殖业带来了巨大的冲击。“南猪北养”产业迁徙浩浩荡荡，然而罗马非一日建成。对于无法补栏的散养户而言，这是最糟糕的时代；但对于规模化养殖龙头，这无疑是最美好的时代。<http://t.cn/Riuay2J>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5844	12433	10374	12459	15209
现金	1789	4085	5565	6495	7163
交易性投资	0	7	7	7	7
应收票据	295	79	124	152	205
应收款项	223	469	695	854	1149
其它应收款	394	334	522	642	864
存货	1340	1181	2004	2505	3391
其他	1803	6278	1457	1803	2430
非流动资产	4338	4495	3964	3763	3592
长期股权投资	0	550	550	550	550
固定资产	1531	1523	1039	879	744
无形资产	196	320	288	259	233
其他	2610	2102	2087	2074	2065
资产总计	10181	16928	14337	16222	18801
流动负债	3787	6929	3040	3548	4445
短期借款	2032	3942	0	0	0
应付账款	593	893	1516	1896	2566
预收账款	79	41	69	87	117
其他	1083	2053	1454	1565	1762
长期负债	1682	3198	3198	3198	3198
长期借款	697	617	617	617	617
其他	985	2581	2581	2581	2581
负债合计	5470	10127	6238	6746	7643
股本	1045	3135	3135	3135	3135
资本公积金	2642	549	549	549	549
留存收益	707	1451	2749	4125	5806
少数股东权益	318	1665	1666	1667	1668
归属于母公司所有者权益	4394	5135	6433	7809	9490
负债及权益合计	10181	16928	14337	16222	18801

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(273)	1804	5820	793	521
净利润	220	869	1502	1826	2229
折旧摊销	284	266	281	201	171
财务费用	140	423	163	12	5
投资收益	(38)	(187)	(500)	(600)	(700)
营运资金变动	(902)	421	4360	(656)	(1202)
其它	23	11	14	10	18
投资活动现金流	(515)	(4841)	250	0	0
资本支出	(1783)	(1188)	250	0	0
其他投资	1268	(3653)	0	0	0
筹资活动现金流	1759	5051	(4590)	138	147
借款变动	417	3804	(4723)	0	0
普通股增加	106	2090	0	0	0
资本公积增加	1395	(2092)	0	0	0
股利分配	0	(125)	(204)	(450)	(548)
其他	(159)	1375	337	588	694
现金净增加额	971	2014	1480	930	667

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3619	6090	9528	11718	15765
营业成本	3060	4573	7762	9705	13135
营业税金及附加	5	16	25	31	42
营业费用	76	141	191	223	300
管理费用	266	346	429	527	709
财务费用	170	408	163	12	5
资产减值损失	29	22	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	38	187	500	600	700
营业利润	51	772	1458	1820	2274
营业外收入	246	230	230	230	230
营业外支出	23	18	18	18	18
利润总额	274	984	1670	2032	2486
所得税	44	114	168	205	256
净利润	230	869	1502	1827	2230
少数股东损益	10	0	1	1	1
归属于母公司净利润	220	869	1502	1826	2229
EPS (元)	0.21	0.28	0.48	0.58	0.71

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	105%	68%	56%	23%	35%
营业利润	-130%	1399%	89%	25%	25%
净利润	-216%	294%	73%	22%	22%
获利能力					
毛利率	15.4%	24.9%	18.5%	17.2%	16.7%
净利率	6.1%	14.3%	15.8%	15.6%	14.1%
ROE	5.0%	16.9%	23.3%	23.4%	23.5%
ROIC	2.4%	8.3%	15.9%	15.5%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	53.7%	59.8%	43.5%	41.6%	40.7%
净负债比率	27.0%	31.5%	4.3%	3.8%	3.3%
流动比率	1.5	1.8	3.4	3.5	3.4
速动比率	1.2	1.6	2.8	2.8	2.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.2	3.6	4.9	4.3	4.5
应收帐款周转率	19.2	17.6	16.4	15.1	15.7
应付帐款周转率	5.7	6.2	6.4	5.7	5.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.21	0.28	0.48	0.58	0.71
每股经营现金	-0.26	0.58	1.86	0.25	0.17
每股净资产	4.20	1.64	2.05	2.49	3.03
每股股利	0.12	0.07	0.14	0.17	0.21
估值比率					
PE	24.7	18.8	10.9	8.9	7.3
PB	1.2	3.2	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	55.6	19.1	14.2	13.3	11.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。