

雏鹰农牧 (002477.SZ)

单季如期扭亏，出栏量有望重回增长轨道

核心观点:

- 3 季度单季扭亏，销售费用率略有下降

前 3 季度，公司实现营收 11.05 亿元，同比下滑 13%。3 季度营收 4.54 亿元，环比增长 31.7%，同比增长 9.2%。前 3 季度，公司毛利率为 13.8%，同比下降 14.2 个百分点。3 季度公司毛利率为 19.7%，环比上升 7.6 个百分点，同比下降 14.5 个百分点。前 3 季度，公司期间费用率为 29.7%，同比上升 7.4 个百分点。其中，销售费用率为 6.9%，同比下降 0.3 个百分点。

- 3 季度生猪养殖行业全面扭亏，玉米涨幅较大、豆粕稳中有跌

3 季度行业自繁自养平均养殖利润 50 元/头，较 2 季度提高 200 元/头。3 季度玉米现货均价为 2,627 元/吨，环比上涨 16%，同比上涨 12.8%，小麦现货均价为 2,525 元/吨，环比上涨 1.1%，同比上涨 2.8%，豆粕均价为 4,060 元/吨，环比下跌 1.2%，同比下跌 5.4%。

- 公司出栏量有望重回增长轨道，关注行业并购机会

公司拟增发实施吉林年出栏 400 万头项目的跟进项目，增发项目完成后公司将增加 108.2 万头商品肉猪、96.56 万头仔猪和 2.61 万头纯种猪的产能。生猪养殖持续深度亏损带来并购机遇，关注公司外延式扩张。

- 预计公司 14-16 年 EPS 为 0.03/0.35/0.42 元，维持“谨慎增持”评级

能繁母猪存栏降至历史低位，后期养殖效益有望大幅改善。公司出栏量也将重回增长轨道，公司业绩弹性值得期待。“雏牧香”专卖店经营模式战略收缩，向代理商模式转型，费用将得到有效控制。预计 14-16 年公司 EPS 为 0.03 元、0.35 元和 0.42 元，维持“谨慎增持”评级。

- 风险提示

猪价波动风险；食品安全；疫情风险等

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,583.22	1,868.07	1,685.97	3,088.13	4,173.27
增长率(%)	21.78%	17.99%	-9.75%	83.17%	35.14%
EBITDA(百万元)	467.00	342.23	465.06	1,058.24	1,285.47
净利润(百万元)	302.71	75.62	31.36	408.52	488.44
增长率(%)	-29.38%	-75.02%	-58.52%	1,202.49%	19.56%
EPS(元/股)	0.567	0.089	0.027	0.348	0.416
市盈率(P/E)	32.99	116.83	408.28	31.35	26.22
市净率(P/B)	4.70	4.22	6.02	5.05	4.24
EV/EBITDA	23.16	29.85	34.07	15.62	13.41

公司评级

谨慎增持

当前价格

10.90 元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2014-10-26

相对市场表现



分析师:

王 乾 S0260514080001



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

相关研究:

- 雏鹰农牧公告点评: 省外积极 2013-08-15
扩张, 支撑未来成长
- 雏鹰农牧中报点评: 上半年业 2013-07-31
绩下滑 78%, 关注猪价景气反
转
- 雏鹰农牧(002477.sz): 生 2012-03-15
猪行业景气高涨, 公司业绩大
幅增长

3季度单季扭亏，销售费用率略有下降

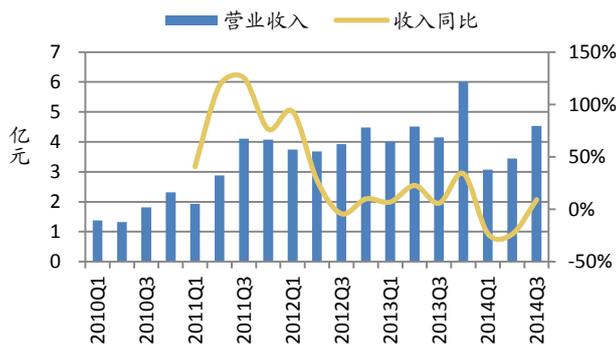
前3季度，公司实现归属母公司净利润-0.74亿元，同比下滑208.2%，折EPS为-0.08元/股。3季度公司实现归属母公司净利润0.74亿元，环比增长214.1%。

营业收入：前3季度，公司实现营收11.05亿元，同比下滑13%。其中，3季度营收4.54亿元，环比增长31.7%，同比增长9.2%。

毛利率：前3季度，公司毛利率为13.8%，同比下降14.2个百分点。3季度公司毛利率为19.7%，环比上升7.6个百分点，同比下降14.5个百分点。

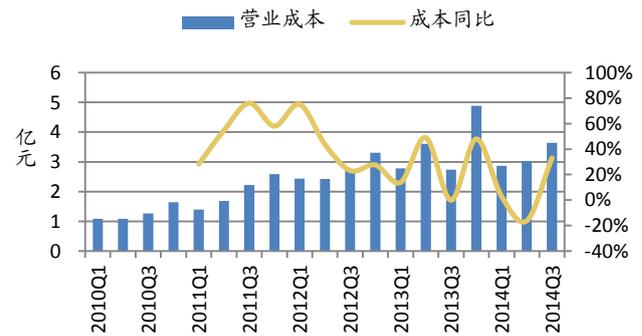
期间费用率：前3季度，公司期间费用率为29.7%，同比上升7.4个百分点。其中，销售费用率为6.9%，同比下降0.3个百分点，管理费用率为15.1%，同比上升6.8个百分点，财务费用率为7.7%，同比上升0.8个百分点。3季度，公司期间费用率为26.5%，环比下降3.7个百分点，同比下降1.5个百分点。

图1：3季度公司营业收入环比增长31.7%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：3季度公司营业成本环比增长20.4%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图3：3季度公司毛利率环比上升7.6个百分点



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图4：3季度公司期间费用率环比下降3.7个百分点



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

3季度生猪养殖行业全面扭亏

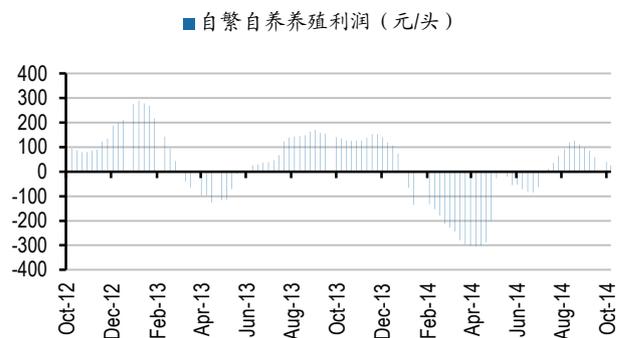
7、8月份猪价开启上涨行情，3季度行业自繁自养平均养殖利润50元/头，较2季度提高200元/头。成本端方面，3季度玉米现货（郑州）均价为2,627元/吨，环比上涨16%，同比上涨12.8%，小麦现货均价为2,525元/吨，环比上涨1.1%，同比上涨2.8%，豆粕均价为4,060元/吨，环比下跌1.2%，同比下跌5.4%。

图5：3季度出栏肉猪均价环比上涨18.1%



数据来源：搜猪网、广发证券发展研究中心

图6：3季度自繁自养养殖利润环比提升200元/头



数据来源：博亚和讯、广发证券发展研究中心

图7：3季度仔猪均价环比上涨3.3%



数据来源：搜猪网、广发证券发展研究中心

图8：3季度二元母猪均价环比下跌1.7%



数据来源：搜猪网、广发证券发展研究中心

图9: 3季度玉米现货(郑州)均价环比上涨16%



数据来源: 农业部、广发证券发展研究中心

图10: 3季度小麦均价环比上涨1.2%



数据来源: 农业部、广发证券发展研究中心

图11: 3季度豆粕均价环比下跌1.2%



数据来源: 农业部、广发证券发展研究中心

公司出栏量将重回增长轨道, 拟增发布局东北

公司原在建项目逐步达产, 出栏量将重回增长轨道。另外, 公司拟增发实施吉林年出栏400万头项目的跟进项目, 增发项目完成后公司将增加108.2万头商品肉猪、96.56万头仔猪和2.61万头纯种猪的产能, 支撑未来成长。

表 1: 公司在建养殖、屠宰项目概况

		项目	产能(万头)	备注
养殖项目	普通猪	开封市尉氏 IPO 项目	60	50 万头肉猪, 10 万头二元种猪; 为开封项目提供猪源
		许昌市襄城项目	30	生猪供给新郑屠宰项目
		开封市尉氏项目	40	消化尉氏 IPO 项目二元种猪; 为开封屠宰项目提供猪源
		新乡市卫辉项目	100	配套 100 万头屠宰项目

	吉林省洮南项目	400	配套沼气发电、有机肥厂、饲料厂、生猪屠宰、肉制品加工等，形成农业产业化综合体。项目总投资约为 56 亿元
生态猪	三门峡陕县	50	生态猪，通过雏牧香渠道销售
	三门峡渑池县	30	生态猪，通过雏牧香渠道销售
	三门峡卢氏县	20	生态猪，通过雏牧香渠道销售
藏香猪	西藏米林项目	10	一期 3 万头，二期 7 万头
	小计	340	
屠宰产能	新郑项目	100	猪源：本部、襄城 30 万头、外购
	开封项目	100	猪源：IPO60 万头项目、尉氏 30 万头项目
	新乡项目	100	卫辉 100 万头生猪产业化项目配套
	小计	300	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 2：09-14 年上半年公司生猪产品销量情况

	2009A	2010A	2011H	2011A	2012H	2012A	2013H	2013A	2014H
商品仔猪（头）	301,755	436,400	245,600	720,900	598,200	1,171,400	534,500	1,170,100	359,900
二元种猪（头）	49,053	29,200	12,100	35,200	21,200	49,000	30,300	72,300	27,100
商品肉猪（头）	132,946	199,300	119,200	267,900	133,000	269,200	212,900	323,600	222,900
出栏量小计（头）	483,754	664,900	376,900	1,024,000	752,400	1,489,600	777,700	1,566,000	609,900

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

风险提示

猪价波动风险、疫情风险、食品安全等

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1953	2476	1874	2691	3545
货币资金	601	684	600	650	700
应收及预付	154	161	148	239	337
存货	1126	1398	1126	1802	2508
其他流动资产	71	233	0	0	0
非流动资产	2516	3791	4706	5594	6372
长期股权投资	12	38	38	38	38
固定资产	1282	2233	2828	3384	3823
在建工程	996	1248	1590	1887	2206
无形资产	171	241	247	282	301
其他长期资产	54	30	3	3	3
资产总计	4468	6267	6580	8285	9917
流动负债	1431	3247	3678	4974	6116
短期借款	613	1246	2999	3730	4491
应付及预收	401	1053	679	1244	1625
其他流动负债	417	948	0	0	0
非流动负债	839	790	640	640	640
长期借款	818	640	640	640	640
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	150	0	0	0
负债合计	2270	4037	4318	5614	6756
股本	534	854	1175	1175	1175
资本公积	857	536	216	216	216
留存收益	735	704	736	1144	1633
归属母公司股东权	2126	2095	2126	2535	3023
少数股东权益	72	135	135	137	138
负债和股东权益	4468	6267	6580	8285	9917

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-91	235	-158	788	797
净利润	302	76	31	410	490
折旧摊销	103	188	280	360	458
营运资金变动	-562	-114	-626	-203	-422
其它	65	85	157	221	271
投资活动现金流	-1154	-1058	-1167	-1209	-1203
资本支出	-1125	-1037	-1168	-1210	-1204
投资变动	-29	-25	1	1	1
其他	0	4	0	0	0
筹资活动现金流	1059	833	1241	471	456
银行借款	1431	1736	1753	731	761
债券融资	-61	-755	-328	0	0
股权融资	6	28	0	0	0
其他	-316	-176	-185	-259	-304
现金净增加额	-185	9	-84	50	50
期初现金余额	589	601	684	600	650
期末现金余额	404	610	600	650	700

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	21.8	18.0	-9.7	83.2	35.1
营业利润增长	-28.9	-84.4	-83.2	5,539.1	18.9
归属母公司净利润增长	-29.4	-75.0	-58.5	1,202.5	19.6
获利能力(%)					
毛利率	31.1	25.0	22.2	33.7	30.9
净利率	19.1	4.1	1.9	13.3	11.7
ROE	14.2	3.6	1.5	16.1	16.2
ROIC	11.8	3.5	3.1	9.3	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	50.8	64.4	65.6	67.8	68.1
净负债比率	0.4	0.6	1.3	1.4	1.4
流动比率	1.36	0.76	0.51	0.54	0.58
速动比率	0.52	0.32	0.18	0.16	0.15
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.35	0.26	0.42	0.46
应收账款周转率	28.38	30.00	29.17	29.58	29.37
存货周转率	1.22	1.11	1.16	1.14	1.15
每股指标(元)					
每股收益	0.57	0.09	0.03	0.35	0.42
每股经营现金流	-0.17	0.27	-0.13	0.67	0.68
每股净资产	3.98	2.45	1.81	2.16	2.57
估值比率					
P/E	33.0	116.8	408.3	31.3	26.2
P/B	4.7	4.2	6.0	5.1	4.2
EV/EBITDA	23.2	29.8	34.1	15.6	13.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1583	1868	1686	3088	4173
营业成本	1090	1401	1311	2048	2885
营业税金及附加	0	1	1	2	3
销售费用	50	150	87	154	209
管理费用	79	161	101	185	250
财务费用	62	106	179	253	297
资产减值损失	1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
营业利润	301	47	8	446	531
营业外收入	18	60	39	50	44
营业外支出	11	12	12	12	12
利润总额	308	95	35	484	563
所得税	6	19	4	74	73
净利润	302	76	31	410	490
少数股东损益	0	0	0	1	1
归属母公司净利润	303	76	31	409	488
EBITDA	467	342	465	1058	1285
EPS(元)	0.57	0.09	0.03	0.35	0.42

广发农林牧渔行业研究小组

王 乾： 资深分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2012 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。