

2015-7-20

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐**

分析师: 陈佳

☎ 862765799811

✉ chenjia2@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513080003

联系人: 高辰星/余昌

☎ 862765799773

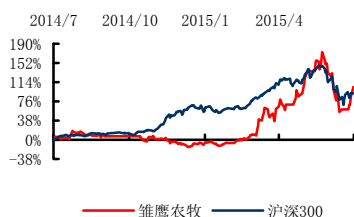
✉ gaocx@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《剥离亏损资产, 聚焦养殖+电商》2015/6/4

 《员工持股计划启动, 公司经营活力释放》
 2015/5/10

《猪价向上, 雏鹰向前》2015/4/24

雏鹰农牧 (002477)

养殖模式升级将有望降低公司养殖综合成本

报告要点

■ 事件描述

雏鹰农牧发布资产转让公告。

■ 事件评论

- **公司计划对于雏鹰模式进行优化升级。**新模式中公司主要负责养殖场的土地租赁、合规性手续办理, 合作方负责养殖场建设、设备投资及协调农户等; 农户主要负责单个猪舍的精细化管理。公司将在新建养殖项目中逐步推进新模式, 同时将原有猪舍及附属设施将所有权有条件转让给相关的合作方, 实现公司轻资产发展。截止 2015 年 7 月 17 日, 公司就转让部分原有猪舍及附属设施事宜已与相关合作方签订了合作协议, 交易金额约 7.77 亿元。资金将主要用于补充公司的流动资金。
- **公司养殖模式的升级将有效控制养殖成本。**新的模式整体上使得公司的直接成本有所提升(过去农户合作模式的代养费预计将有现阶段的 100 元/头提升至 200 元/头), 但是财务费用和管理费用(折旧摊销等)将有所下降(公司 2014 年财务费用为 1.43 亿元、管理费用为 2.33 亿元)。根据推算, 公司新养殖模式将能够节约养殖环节的综合成本 50 元/头(完全成本)。
- **我们认为, 公司业绩即将迎来放量增长, 主要逻辑如下:** 1、猪价中短期皆可看涨, 且有超预期可能。短期内僵尸肉事件或推动 9,10 月份猪价上涨超预期(有望突破 19, 冲击 20 元/公斤); 长期来看能繁母猪持续淘汰使得未来生猪供应出现短缺是较大概率事件, 预计 2015 年全年均价为 15 元/公斤, 2016 年全年平均价格达到 17 元/公斤。2、公司 2015 年产能有望进一步扩张。养殖回暖和猪场建设项目的逐渐投产将使得公司生猪出栏量得到大幅增长, 预计 2015 年生猪出栏规模将达到 250 万头、2016 年出栏 300~340 万头。3、公司熟食业务或将爆发增长。公司今年雏牧香一卡通推广较快, 同时通过收购淘豆食品和控股杰夫电商完成互联网销售渠道的布局, 预计今年熟食业务规模增长幅度达到 300%-400%。
- **“推荐”评级。**我们看好公司在生猪行情景气时期的盈利能力, 预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.33 元和 0.87 元。给予公司“推荐”评级。
- **风险提示:** (1) 猪价下跌; (2) 互联网业务推广进度不达预期。 (3) 重大疫情影响。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1762	3352	4658	5921	货币资金	400	168	867	2439
营业成本	1557	2599	3195	3956	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	205	753	1463	1965	应收账款	173	150	242	308
%营业收入	11.6%	22.5%	31.4%	33.2%	存货	1397	2842	4235	5244
营业税金及附加	3	6	8	10	预付账款	92	233	255	316
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	396	60	84	107
销售费用	102	134	186	237	流动资产合计	2477	3454	5683	8413
%营业收入	5.8%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	35	35	35	35
管理费用	233	168	233	296	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.2%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	899	899	899	899
财务费用	143	79	103	133	投资性房地产	3	3	3	3
%营业收入	8.1%	2.3%	2.2%	2.2%	固定资产合计	4173	4239	4403	4658
资产减值损失	16	21	13	9	无形资产	143	136	129	122
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	6	6	6	6
投资收益	121	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	-172	346	920	1280	其他非流动资产	-495	-495	-495	-495
%营业收入	-9.8%	10.3%	19.8%	21.6%	资产总计	7241	8278	10664	13643
营业外收支	10	10	10	10	短期贷款	1586	104	0	0
利润总额	-161	356	930	1290	应付款项	690	462	524	649
%营业收入	-9.2%	10.6%	20.0%	21.8%	预收账款	26	838	1104	1403
所得税费用	23	6	19	26	应付职工薪酬	20	70	86	107
净利润	-184	349	912	1264	应交税费	15	4	10	13
归属于母公司所有者的净利润	-189.5	349.4	911.7	1264.5	其他流动负债	721	1303	1623	2016
少数股东损益	5	0	0	0	流动负债合计	3058	2781	3346	4187
EPS (元/股)	-0.18	0.33	0.87	1.21	长期借款	290	290	290	290
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	1000	2000	3000
	2014A	2015E	2016E	2017E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-151	799	602	1601	其他非流动负债	1013	1013	1013	1013
取得投资收益	2	0	0	0	负债合计	4361	5084	6649	8490
长期股权投资	15	0	0	0	归属于母公司	2672	2987	3807	4945
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	208	208	208	208
固定资产投资	-1051	-436	-605	-770	股东权益	2880	3195	4015	5153
其他	66	0	0	0	负债及股东权益	7241	8278	10664	13643
投资活动现金流净额	-969	-436	-605	-770	基本指标				
债券融资	785	1000	1000	1000		2014A	2015E	2016E	2017E
股权融资	865	0	0	0	EPS	-0.181	0.334	0.872	1.210
银行贷款增加 (减少)	-940	-1482	-104	0	BVPS	2.56	2.86	3.64	4.73
筹资成本	203	-114	-194	-259	PE	-87.37	47.38	18.16	13.09
其他	47	0	0	0	PEG	0.30	-0.16	-0.06	-0.05
筹资活动现金流净额	960	-596	702	741	PB	6.19	5.54	4.35	3.35
现金净流量	-160	-233	699	1573	EV/EBITDA	85.36	22.21	12.22	9.00
					ROE	-7.1%	11.7%	23.9%	25.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。