



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

农林牧渔

杨天明*

证券投资咨询业务证书编号: S1300515050001
(8621)20328319
tianming.yang@bocichina.com

程一胜

证券投资咨询业务证书编号: S1300515040001
(8621)20328595
yisheng.cheng@bocichina.com

*高睿婷为本报告重要贡献者

雏鹰农牧: 景气度上行带动 业绩增长, 下半年有望盈利 加速

事件:

雏鹰农牧(002477.CH/人民币 18.83, 未有评级)公布 2015 年半年报, 公司上半年实现营收 12.50 亿元, 同比增长 91.84%; 实现归属于上市公司股东的净利润 516.5 万元, 同比实现扭亏。基本每股收益为 0.0052 元, 加权平均净资产收益率 0.19%。同时, 公告中预期 2015 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润相比上年同期扭亏为盈, 预计为 1~1.5 亿元。

点评:

1、猪价进入上涨通道景气回升。2 季度以来, 生猪养殖行情明显向好, 商品猪价格上涨 25%, 仔猪价格上涨超 30%。从营收来看, 公司 1 季度实现收入 4.58 亿元, 2 季度营业收入 7.92 亿元增长幅度达 73%, 下半年随生猪价格继续上行仍有持续提升空间。

2、下半年消费旺季将推动养殖利润扩大。猪价低迷使得今年 2 季度去产能达到历史新低, 供应端紧缩带来的猪价上涨结束了自去年 1 月份开始的亏损周期, 加上传统消费上涨周期影响, 利润增速将从量、价双向放大。公司上半年商品肉猪销售量 36.16 万头, 同比增长 62.22%; 商品仔猪销售量为 39.60 万头, 同比增长 10.03%; 二元种猪销售量 4.3 万头, 同比增长 58.67%。上半年生猪销售量 80.06 万头, 同比上升 31.26%; 头均盈利 65.9 元, 比去年同期增加了 12.4%, 且随着猪价上涨会进一步改善。而占公司产品比重较大的仔猪随着 3、4 季度的周期性补栏和养殖户补栏积极性的提高, 预期会带来更大收益。

3、战略布局期成本投入扩大。虽然半年报相比同期扭亏为盈, 但其中大部分来自于转让猪舍和出售江苏雏鹰子公司的收入, 扣除非经常性损益后仅减亏 7.39%。其中生猪屠宰业由于终端渠道开发费用等前期投入影响仍处于亏损, 毛利率相比同期下滑 28%, 但预计在下半年随市场需求增加和产能利用效率变大盈利能力将有大幅提升。新建养殖项目及部分原有项目正转向轻资产模式, 新的合作方式有望在未来 3-5 年内实现生猪出栏规模的快速扩大。

4、粮食贸易贡献主要净利润。上半年粮食贸易实现净利润 439.99 万元, 占公司总利润的 85.18%; 营业收入 34,071.90 万元, 同比增长 239.96%。成立的吉林雏鹰农牧也可发挥粮食主产区地域优势, 灵活应对市场行情变化, 同时完善自身产业链降低风险。

5、布局互联网平台，发掘新的盈利增长点。雏鹰农牧在主业方面逐渐向轻资产方向转型回归，同时积极筹划利用旗下控股子公司——微客得（北京）信息科技有限公司开展的游戏产业和互联网商城等来拓宽下游肉制品营销渠道。微客得达成对杰夫电商和淘豆食品的控股后，下游销售业务规模将由于粉丝经济和专业互联网营销经验的加盟而直接受益。在下半年猪价持续上行、需求增长阶段，终端销售渠道的深入铺设和新产品开发推出将有效提高需求响应度从而带动营业额增长。

图表 1. 2015 年上半年业绩摘要

(人民币, 万元)	2014 年上半年	2015 年上半年	同比(%)
营业收入	65,162.11	125,007.50	91.84
营业成本	58,850.23	115,324.83	95.96
毛利润	6,311.88	9,682.67	53.40
营业税金及附加	104.29	163.46	56.74
销售费用	4758.42	3331.67	(29.98)
管理费用	10800.34	11,317.24	4.79
经营利润	(9,351.17)	(5,129.70)	-
资产减值	54.45	2,081.53	3,722.83
财务费用	5,249.79	7,125.98	35.74
公允价值变动损益	0.00	0.00	-
投资收益	209.90	3,191.43	1,420.45
营业利润	(14,445.50)	(11,145.78)	-
营业外收入	664.58	14,221.03	2,039.85
营业外支出	325.01	526.65	62.04
税前利润	(14,105.94)	2,548.60	-
所得税	555.06	2,778.12	400.51
净利润	(14,661.00)	(229.53)	-
少数股东损益	115.05	(746.05)	(748.46)
归属于母公司的净利润	(14,776.04)	516.52	-
基本每股收益(元)	(0.1489)	0.0052	-
毛利率(%)	9.69	7.75	(1.94 个百分点)
净利率(%)	(22.50)	(0.18)	22.32 个百分点
销售费用率(%)	7.30	2.67	(4.63 个百分点)
管理费用率(%)	16.57	9.05	(7.52 个百分点)
财务费用率(%)	8.06	5.70	(2.36 个百分点)

资料来源：公司公告，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371