

2016-4-17

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** 维持

分析师 陈佳

☎ 862765799811

✉ chenjia2@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513080003

联系人 高辰星

☎ (8621) 65799773

✉ gaocx@cjsc.com.cn

联系人 余昌

☎ (8621) 65799773

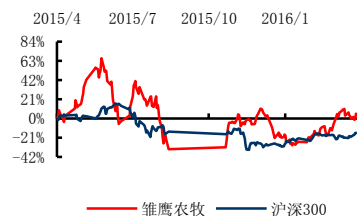
✉ yuchan1@cjsc.com.cn

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

 《猪价持续上涨带动公司业绩大幅提升》
 2016-3-30

《猪价继续看涨, 雏鹰已跌出价值》2016-1-29

《持续看好公司投资价值》2016-1-16

雏鹰农牧(002477)

雏鹰农牧跟踪报告: 养殖主业快速扩张, 电竞板块或成为公司未来重要拼图

报告要点

- **雏鹰 3.0 模式助力公司产能快速释放。**公司目前正积极推动雏鹰 3.0 模式, 虽然短期内由于猪舍转让、清群等原因使得生猪出栏量有所影响, 但未来随着模式的升级完成, 公司产能将迎来快速释放。一方面公司通过雏鹰 3.0 模式实现轻资产运营, 减少了固定资产的投入, 使得项目建设进度加快。另一方面合作社模式对于农户的协调以及管理将使公司不再面临猪场管理人数不够的限制, 快速推动养殖项目的投产。此外, 雏鹰 3.0 模式大幅减少了公司人工投入及固定资产折旧, 预计公司养殖综合成本将有望下降 5%-10%, 折合生猪约 60 元/头。整体上, 预计公司 2016、2017 年生猪出栏规模将分别达到 300 万头和 500 万头。
- **外延扩张持续推进, 产业链布局进一步完善。**公司从 2010 年以来便开始进行生猪养殖行业上下游布局, 且近年来外延扩张速度逐步加快。上游方面, 公司粮贸业务快速发展, 且前期收购铁路专用线使得运输能力进一步加强, 预计 2016 年粮食贸易业务收入有望实现翻倍增长; 中游方面, 公司于 2015 年收购太平种猪, 年出栏种猪可达 15 万头, 保证了公司产能进一步增长; 下游方面, 公司前期推出的冷鲜肉品牌“雏牧香”近年来品牌影响力不断增强, 目前正同国内较大品牌食品制造商合作推出定制产品, 品牌溢价能力得到体现。我们预计, 公司后期将继续在养殖上下游收购企业, 扩大养殖规模, 并完善下游终端猪肉产品布局, 使公司由生猪供应商向品牌猪肉供应商转型。
- **电竞板块或成为公司未来重要拼图。**公司于 2016 年 3 月 30 号成立电竞产业基金, 布局电竞产业链。我们认为, 公司在电竞方面具有独特资源优势, 此次成立产业基金进行布局或使得电竞板块未来成为公司一块重要的拼图。主要体现在: 1、公司旗下 OMG 战队为国内知名电竞战队, 拥有大量的粉丝资源, 此次设立产业基金投资相关标的可能涉及到平台及影视公司, 可与之形成协同效应, 实现自身 IP 的变现; 2、公司此次成立电竞产业基金的合伙人均具有深厚的产业背景和丰富的产业资源, 在行业内具备较大权威性, 因此在目前电竞产业发展的初期, 可利用自身优势较早的进入潜力较大的初创企业, 获得优质资源。我们判断, 后期不排除公司将产业基金投资的优质企业并入上市公司, 并将电竞业务同自身电商平台进行整合, 实现粉丝流量变现。
- **给予“买入”评级。**我们预计公司 2016、2017 年 EPS 分别为 1.24 和 1.36 元。给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** (1) 猪价上涨不达预期; (2) 项目建设不达预期。

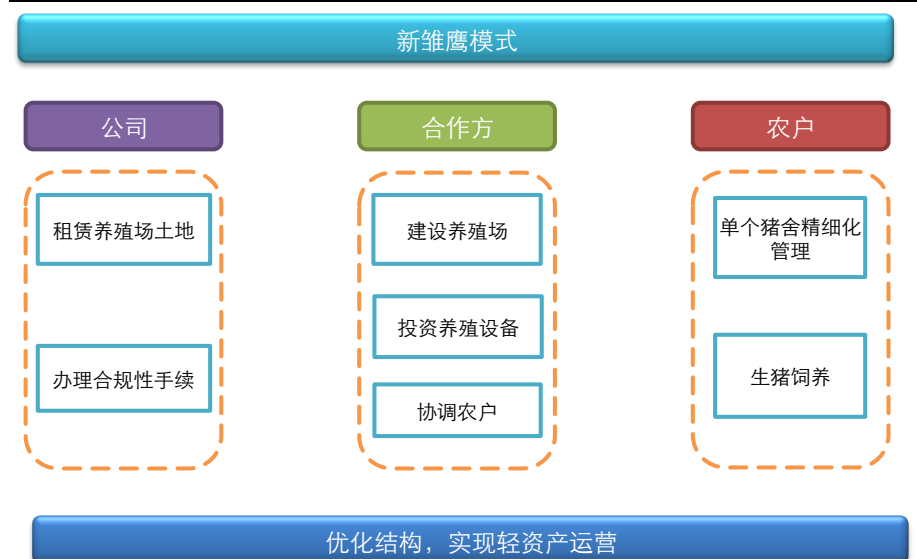
雏鹰 3.0 模式助力公司产能快速释放

公司目前正积极推动雏鹰 3.0 模式，虽然短期内由于猪舍转让、清群等原因使得生猪出栏量有所影响，但未来随着模式的升级完成，公司产能将迎来快速释放。一方面公司通过雏鹰 3.0 模式实现轻资产运营，将养殖场设施建设的投入交给养殖户，减少了固定资产的投入，使得项目建设进度加快，目前公司已成功实现 6 亿元撬动 43 亿元的内蒙生猪养殖项目。另一方面合作社模式对于农户的协调以及管理将使公司不再面临猪场管理人数不够的限制，快速推动养殖项目的投产。

在新的模式下，目前公司吉林 400 万头生猪项目一期项目已经完成投产，预计可为公司新年出栏生猪 100 万头，此外内蒙项目一期项目预计将于今年年底完工。整体上，我们预计公司 2016、2017 年生猪出栏规模将分别达到 300 万头和 500 万头。

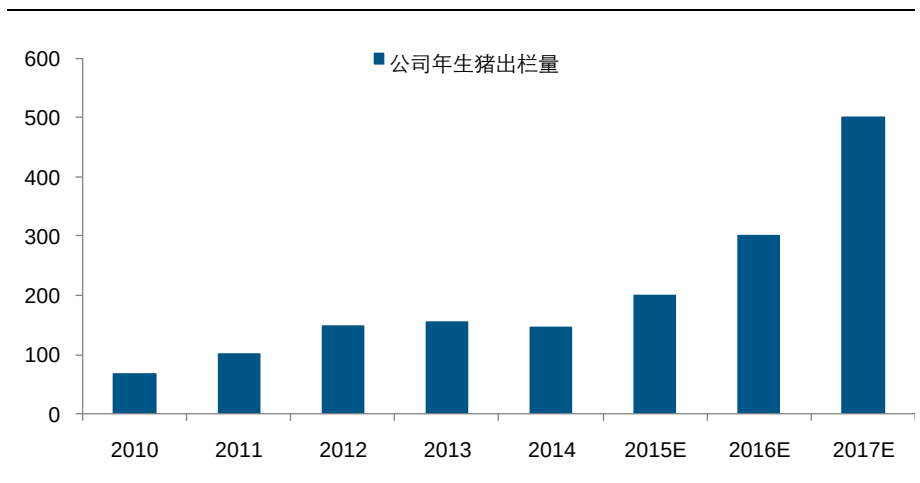
此外，雏鹰 3.0 模式将使得公司成本有效降低。与合作社及当地农户的合作生产将使得公司人工投入大幅降低，且固定资产的折旧大幅减少。整体上预计养殖模式全部升级后公司养殖综合成本下降近 5%-10%，折合生猪约 60 元/头。

图 1：雏鹰模式转型升级



资料来源：公司网站、长江证券研究所

图 2：公司未来生猪销售量即将迎来快速增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 1: 公司养殖项目建设进度逐步加快

项目名称	进度
内蒙古年出栏300万头生猪一体化项目	项目采用边建设边投产的方式。 预计年底一期项目可完成投产
吉林省洮南市400万头生猪养殖一体化项目	一期项目已经投产, 预计今年将为公司新增生猪出栏100万头
新乡年出栏100万头生猪养殖项目	基本设施已建设完成, 已达成部分投产
三门峡年出栏100万头生态猪养殖建设项目	截止15年上半年生态猪存栏约10万头, 生态猪出栏约4万头
西藏藏香猪养殖产业化项目	截止15年上半年建成猪舍80栋, 累计投入5549.57万元, 藏香猪存栏约5000头

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

外延扩张持续推进, 产业链布局进一步完善

公司从 2010 年以来便开始进行生猪养殖行业上下游布局, 且近年来外延扩张速度逐步加快。上游方面, 公司粮贸业务快速发展, 且前期收购铁路专用线使得运输能力进一步加强, 预计 2016 年粮食贸易业务收入有望实现翻倍增长; 中游方面, 公司于 2015 年收购太平种猪, 年出栏种猪可达 15 万头, 保证了公司产能进一步增长; 下游方面, 公司前期推出的冷鲜肉品牌“雏牧香”近年来品牌影响力不断增强, 目前正同国内较大品牌食品制造商合作推出定制产品, 品牌溢价能力得到体现。

近期公司又认缴平潭沔石 1 号份额, 并联合发起设立农业产业投资基金, 目的在于通过体外投资平台进行收购兼并, 待时机成熟后放入上市公司。我们预计, 公司后期将继续在养殖上下游收购企业, 扩大养殖规模, 并完善下游终端猪肉产品布局, 使公司由生猪供应商向品牌猪肉供应商转型。

图 3: 公司全产业链情况

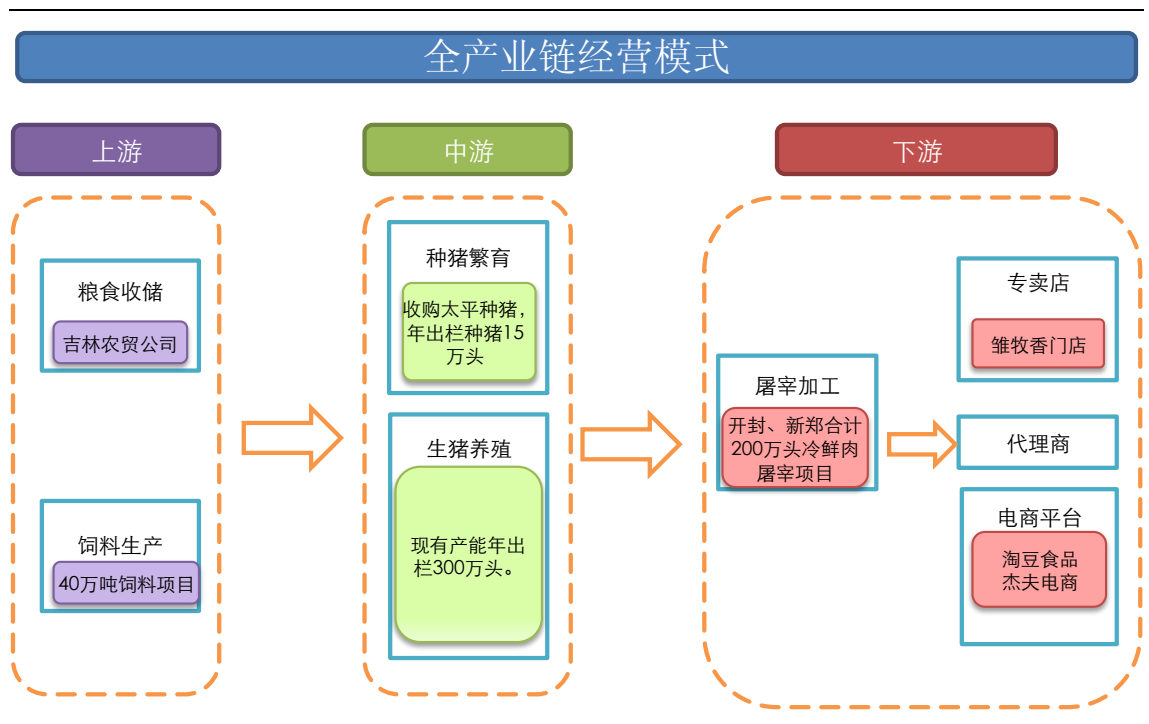


表 2：公司上下游布局项目一览

项目	主要目的	规模、产能
设立吉林全资子公司-吉林雏鹰农贸有限公司	开展玉米、大豆等饲料原料农产品的购销、风干、贮存业务，为公司提供饲料原料	建设集原料收储和自然风干场所相结合的仓库和自然开放式风干厂。第一、二、三年目标分别为10、15、22.5万吨的采购、风干和贮存规模
冷链仓储物流中心建设项目	冷鲜肉存储，猪价低迷时可冷藏储存	项目设计存量为10万吨冷鲜肉
开封100万头冷鲜肉屠宰加工项目	冷鲜肉是未来猪肉消费的趋势，有助于提升加工水平及增强企业的综合竞争力和抗风险能力	年产冷鲜肉7.5万吨
新郑100万头冷鲜肉屠宰加工项目	冷鲜肉是未来猪肉消费的趋势，有助于提升加工水平及增强企业的综合竞争力和抗风险能力	年产冷鲜肉7.5万吨
建设尉氏县年加工2万吨肉制品项目	依托尉氏县年屠宰100万头生猪屠宰项目，就近消化屠宰场产生的部分附加产品	年产低温灌肠类、低温火腿类、中式酱卤类产品销售收入约8.8亿元，税后年均利润约0.41亿元；项目投资回收期为4.10年（含建设期1年）
年产40万吨饲料生产建设项目	于为公司持续快速扩大生猪养殖规模提供饲料保障	新增年产40万吨颗粒状配合饲料生产线将主要用于供应公司商品仔猪、商品肉猪
设立雏鹰农牧集团郑州商贸有限公司	加强对河南省内“雏牧香”专卖店的有效管理，提升公司专卖店的整体运营水平	出资500万元
收购江苏鸿鹰食品80%的股权	加快公司专卖店向长三角地区的发展步伐，提高公司产品市场占有率	以自有资金投资6000万元收购，更名为江苏雏鹰食品有限公司
在北京、上海设立全资子公司	对北京、上海地区各“雏牧香”专卖店进行管理	分别出资500万元在北京上海设立全资子公司

设立雏鹰集团郑州雏牧香物流有限公司	有利于整合公司内部物流资源，并实行专业化管理，有效、合理控制物流成本，保障食品安全。	出资200万元
关于投资控股郑州浩诚投资担保有	为合作农户或者其它合作对象提供资金支持	投资1.095亿持有浩诚担保68.44%的股权
资料来源：公司网站、长江证券研究所		

表 3：近年来公司资本运作较为频繁

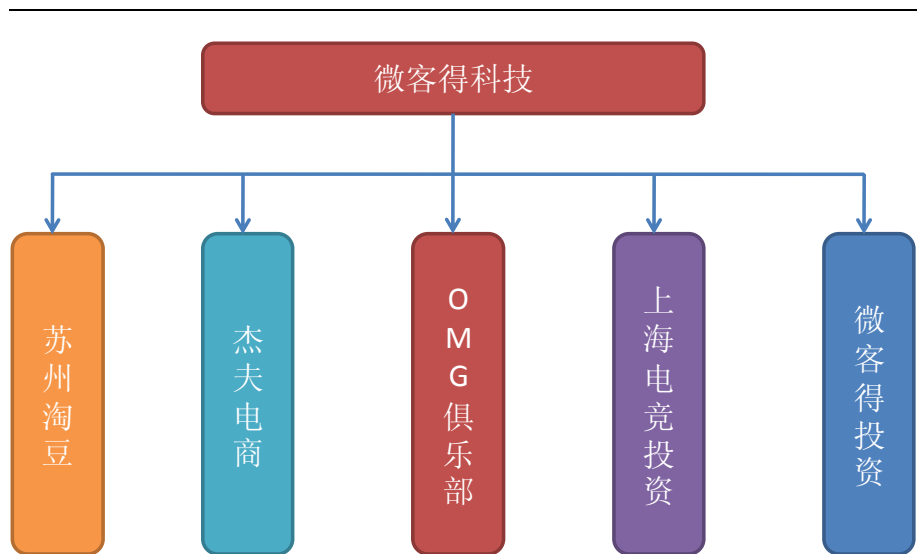
时间	资本运作事件
2016年1月11日	拟以自有资金认缴平潭洋石1号投资管理合伙企业有限合伙人份额，出资额不超过14亿元，主要围绕上市公司并购开展投资活动。
2015年12月29日	拟以不超过2.5亿元的自有资金，通过“增资+股权受让”的方式取得中旅银行16355.2万股股份，推动公司实业与金融机构的优势互补和相互促进。
2015年12月29日	拟联合发起设立农业产业投资基金，并以自有资金认缴9.5亿元基金份额，主要用于投资公司相关业务产业链的上下游企业。
2015年12月10日	出资2601万元对微客得科技进行增资，满足微客得科技的经营发展需求。
2015年7月13日	以6600万元购买与新郑市薛店镇京广铁路线相连接的约1100米铁路专用线、土地及周边附属物，合计占地约200亩。
2015年5月29日	拟以不超过10000万元取得太平种猪公司70%的股权，满足公司生猪养殖规模扩大对种猪资源的需求。
2014年11月3日	公司控股子公司微客得拟以不超过7075万元，采取“增资+受让股权”的方式取得淘豆食品61%的股权，推动公司电子商务业务的快速发展。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

电竞板块或成为公司未来重要拼图

公司于 2016 年 3 月 30 号成立电竞产业基金，布局电竞产业链。我们认为，公司在电竞方面具有独特资源优势，此次成立产业基金进行布局或使得电竞板块未来成为公司一块重要的拼图。主要体现在：1、公司旗下 OMG 战队为国内知名电竞战队，拥有大量的粉丝资源，此次设立产业基金投资相关标的可能涉及到平台及影视公司，可与之形成协同效应，实现自身 IP 的变现；2、公司此次成立电竞产业基金的合伙人均具有深厚的产业背景和丰富的产业资源，在行业内具备较大权威性，因此在目前电竞产业发展的初期，可利用自身优势较早的进入潜力较大的初创企业，获得优质资源。我们判断，后期不排除公司将产业基金投资优质企业并入上市公司，并将电竞业务同自身熟食电商平台进行整合，实现粉丝流量变现。

图 4：公司围绕旗下 OMG 俱乐部发展电竞相关业务



资料来源：公司网站、长江证券研究所

表 4：公司旗下 OMG 战队为国内顶尖英雄联盟战队

OMG战队荣誉
2013年英雄联盟职业联赛春季赛冠军
2013年英雄联盟职业联赛夏季赛亚军
2013年S3赛季世界总决赛8强
2014年英雄联盟职业联赛春季赛常规赛冠军
2014年代表中国参加巴黎S4全明星比赛
2014年英雄联盟职业联赛春季赛季后赛季军
2014年S4赛季世界总决赛4强

资料来源：公司网站，长江证券研究所

表 5：公司电竞产业基金合伙人具有深厚的产业背景和丰富的产业资源

姓名	背景
顾宇灏	复旦大学电子工程硕士，曾在GECAPITAL、工商银行私人银行部工作，具有丰富的资产管理经验，先后主导多家创业板公司的股权融资工作，并致力于投资电竞各生态链的优质公司及项目，在电竞产业各产业链具有丰富的专业经验和资源优势，现任竞远投资总经理。
李晓峰 (sky)	电竞职业选手，钛度科技创始人。2005年、2006年两次夺得世界电子竞技大赛（WCG）世界冠军。被称为魔兽“人皇”，中国电竞第一人，是卫冕WCG魔兽争霸3项目的世界第一人。2014年创立钛度科技公司，以制造专业的电子竞技智能硬件装备为目标，忠于中国玩家独特的游戏体验。
周豪	国内首个明星店铺平台“牛铺”创始人，明星粉丝互动平台“伐木累”创始人，“牛铺”从2014年创立至今，销售额达数亿元。“伐木累”从2015年创立至今，用户群达200万人。
裴乐	电竞WE战队创始人。2008年WE俱乐部获得了电竞奥斯卡世界年度最佳俱乐部荣誉，2009年获得了世界最佳War3战队奖。2012年的英雄联盟IPL5世界总决赛上夺冠，成为中国首个英雄联盟世界冠军。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：未来公司有望将电竞业务与电商平台进行整合，实现流量变现



资料来源：公司网站、长江证券研究所

给予“买入”评级

看好公司在生猪行情持续景气时期的盈利能力。我们预计公司 2016、2017 年 EPS 分别为 1.24 元和 1.36 元。给予公司“买入”评级。

投资风险提示：

风险提示：（1）猪价下跌；（2）项目建设不达预期。

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	0			
增长率(%)	0%			
归属母公司所有者净利润(百万元)	0.0			
增长率(%)	0%			
每股收益(元)	0.000			
净资产收益率(%)	0.0%			
每股经营现金流(元)	0.00			

财务报表及指标预测

利润表(百万元)	资产负债表(百万元)
营业收入	货币资金
营业成本	交易性金融资产
毛利	应收账款
%营业收入	存货
营业税金及附加	预付账款
%营业收入	其他流动资产
销售费用	流动资产合计
%营业收入	可供出售金融资产
管理费用	持有至到期投资
%营业收入	长期股权投资
财务费用	投资性房地产
%营业收入	固定资产合计
资产减值损失	无形资产
公允价值变动收益	商誉
投资收益	递延所得税资产
营业利润	其他非流动资产
%营业收入	资产总计
营业外收支	短期贷款
利润总额	应付款项
%营业收入	预收账款
所得税费用	应付职工薪酬
净利润	应交税费
归属于母公司所有者的净利润	其他流动负债
利润	流动负债合计
少数股东损益	长期借款
EPS(元/股)	应付债券
现金流量表(百万元)	递延所得税负债
经营活动现金流净额	其他非流动负债
取得投资收益	负债合计
长期股权投资	归属于母公司
无形资产投资	少数股东权益
固定资产投资	股东权益
其他	负债及股东权益
投资活动现金流净额	基本指标
债券融资	EPS
股权融资	BVPS
银行贷款增加(减少)	PE
筹资成本	PEG
其他	PB
筹资活动现金流净额	EV/EBITDA
现金净流量	ROE

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：		
买入	：	相对大盘涨幅大于 10%	
增持	：	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。		

联系我们

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 9 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：10060000。

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所，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。