CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：38.2-52.1 元
当前股价：26.09 元
2017 年 3 月 7 日

牧原股份 002714.SZ

滚雪球式高成长，超长周期大赢家

基础数据

上证综指	3234
总股本（万股）	103375
已上市流通股（万股）	59701
总市值（亿元）	270
流通市值（亿元）	156
每股净资产（MRQ）	4.9
ROE（TTM）	40.7
资产负债率	53.3%
主要股东	秦英林
主要股东持股比例	47.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-2	-7
相对表现	6	-5	-19

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《牧原股份-董监高大手笔增持，白银时代弹性首选》2017-01-19

2、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之七-生猪养殖的白银时代》2017-01-10

3、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之六-超长猪周期发力，能繁母猪再探底》2016-09-21

周莎
0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理
雷轶
leiyi@cmschina.com.cn

2017 年 3 月 6 日，公司公告 1-2 月份生猪销售量为 80.7 万头，同比大增 153%。我们上调全年出栏量预测至 640 万头，上调净利润预测至 35.8 亿元。

❑ 滚雪球式野蛮生长，超长猪周期最大赢家

牧原重资产投入和高经营杠杆，在高点赚取丰厚利润的同时产能加速扩张。猪价长期高位、养殖持续暴利为扩张提供充足资本，新增产能与超长景气相得益彰，盈利滚雪球式增长，当之无愧为本轮“超长猪周期”的最大赢家！

2017 年 1-2 月的出栏量同比大增源于 2015 年 12 月投产的新增产能；又源于一年半前（猪场建设周期大约为半年），也就是 2015 年 5 月开始投资新建的猪场，这个时间恰好是本轮猪周期猪价快速上涨的起点。我们认为这绝非巧合，而是强有力的论证了一个事实：受益于本轮超长猪周期，牧原股份产能扩张和盈利累积的滚雪球式增长，实现了产能与盈利齐飞的“戴维斯双击”！

❑ 养殖白银时代，35 亿净利、7.5 倍 PE、“市猪率”低估

猪价判断：2017 年生猪供需将维持紧平衡，保守预计全年均价为 16 元/kg。白银时代意味着猪价底部抬高，在土地、人工、环保等要素条件制约下，养殖门槛快速提升支撑猪价长期高位。“南猪北养”产业转移需要时间，短期无法形成有效供给。2017 年的猪场环保整治将更加严厉，除了浙江完成、福建进入扫尾工作以外，江苏、安徽、河南等出栏大省的猪场拆迁刚刚开始。

高成长、低估值：2017 年牧原的出栏量和净利润将分别突破 600 万头和 30 亿元。1-2 月的出栏大增将得以延续，支撑全年出栏量高增长，根据我们的测算，全年有望实现生猪出栏 640 万头，其中约 100 万头仔猪、530 万头肥猪、10 万头种猪，按照肥猪完全成本 11 元/公斤，仔猪和种猪的头均净利 500/3000 元来测算，得出全年净利润 35.8 亿元。市猪率指每 100 万头产能对应市值的合理区间为 50-100 亿，640 万头对应至少 320 亿市值，安全边际显著。

❑ 盈利预测与估值

预计 2016/17/18 年公司归母净利 23.2/35.8/36.6 亿元，给予 17 年 11-15 倍 PE，上调目标价至 38.2-52.1 元，具有 47%-99%的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

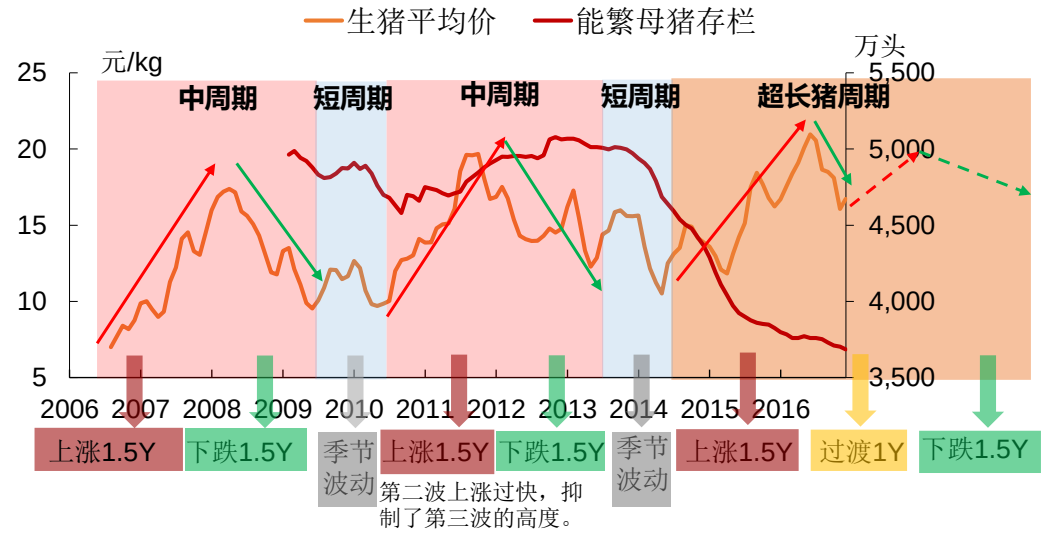
风险提示：进口猪肉大幅上升、高致病性不可控疫病、环保政策不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2605	3003	5606	11264	14355
同比增长	27%	15%	87%	101%	27%
营业利润(百万元)	21	505	2241	3507	3580
同比增长	-92%	2310%	343%	56%	2%
净利润(百万元)	80	596	2321	3587	3660
同比增长	-74%	643%	290%	55%	2%
每股收益(元)	**0.33**	**1.15**	**2.25**	**3.47**	**3.54**
PE	78.7	22.6	11.6	7.5	7.4
PB	3.2	3.8	4.8	3.2	2.4

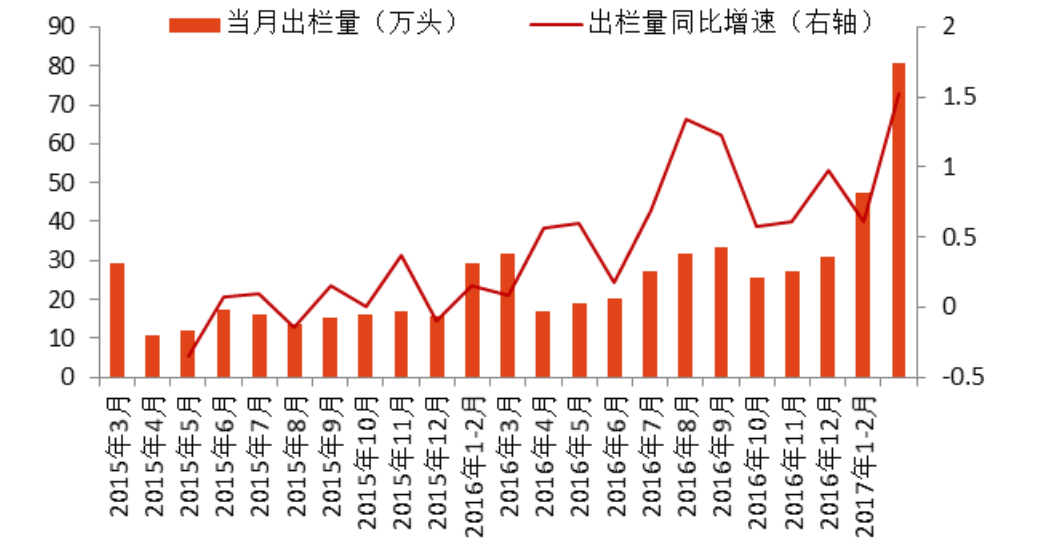
资料来源：公司数据、招商证券 注：2014-2016年股份分别为2.42、5.17、10.34亿股。

图 1：猪周期划分及预判



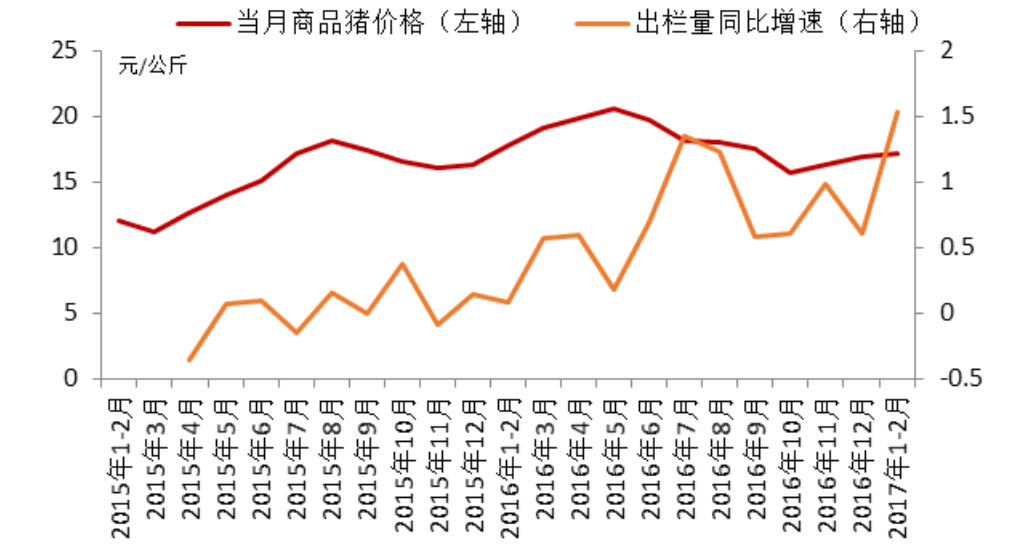
资料来源：招商证券

图 2：牧原股份每月出栏量及其同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：牧原股份每月出栏同比增速及当月商品猪价格对比



资料来源：招商证券（2016 年中报）

表 1：牧原 2016 年中报披露的在建工程产能测算

主要在建工程	项目预算金额	预计总产能	2016H2 产能增量	2017 年产能增量	2018 年产能增量
合计	61.07 亿元	562.8 万头	124.1 万头	**355.3 万头**	83.4 万头

资料来源：公司公告、招商证券 注：2017 年理论可以出栏 666 万头以上。

1、盈利预测

预计 2016/17/18 年公司归母净利 23.2/35.8/36.6 亿元，给予 17 年 11-15 倍 PE，上调目标价至 38.2-52.1 元，具有 47%-99%的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

表 2：各季度业绩回顾

（百万元）	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	625	821	1057	912	1372	1616
营业毛利	108	279	340	420	753	754
营业费用	2	2	2	2	3	4
管理费用	23	24	35	31	36	38
财务费用	30	34	32	36	37	43
投资收益	0	1	0	2	4	1
营业利润	53	219	271	352	682	669
归属母公司净利润	67	232	317	368	704	690
EPS（元）	0.06	0.22	0.31	0.36	0.68	0.67
主要比率	**15Q2**	**15Q3**	**15Q4**	**16Q1**	**16Q2**	**16Q3**
毛利率	17.3%	33.9%	32.2%	46.1%	54.9%	46.6%
营业费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
管理费用率	3.7%	2.9%	3.3%	3.4%	2.6%	2.4%
营业利润率	8.5%	26.7%	25.6%	38.6%	49.7%	41.4%
有效税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率	10.7%	28.3%	30.0%	40.3%	51.3%	42.7%
YoY	**15Q2**	**15Q3**	**15Q4**	**16Q1**	**16Q2**	**16Q3**
收入	-0.7%	23.4%	22.8%	82.5%	119.6%	96.7%
归属母公司净利润	-370.9%	179.2%	308.9%	-1922.0%	951.0%	197.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
合计收入	**3003**	**5606**	**11264**	**14355**
生猪养殖	3003	5606	11264	14355
收入增长率	**15.3%**	**86.7%**	**100.9%**	**27.4%**
生猪养殖	15.3%	86.7%	100.9%	27.4%
毛利率	**24.6%**	**43.7%**	**32.7%**	**26.9%**
生猪养殖	24.6%	43.7%	32.7%	26.9%

资料来源：公司数据、招商证券

表 4：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**2605**	**3003**	**5606**	**11264**	**14355**
营业成本	2403	2264	3156	7519	10494
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	5	6	12	17	22
管理费用	74	102	151	203	258
财务费用	103	127	47	20	3
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	**21**	**505**	**2241**	**3507**	**3580**
营业外收入	61	92	80	80	80
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	**80**	**596**	**2321**	**3587**	**3660**
所得税	0	0	0	0	0
净利润	80	596	2321	3587	3660
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**80**	**596**	**2321**	**3587**	**3660**
EPS（元）	**0.33**	**1.15**	**2.25**	**3.47**	**3.54**

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

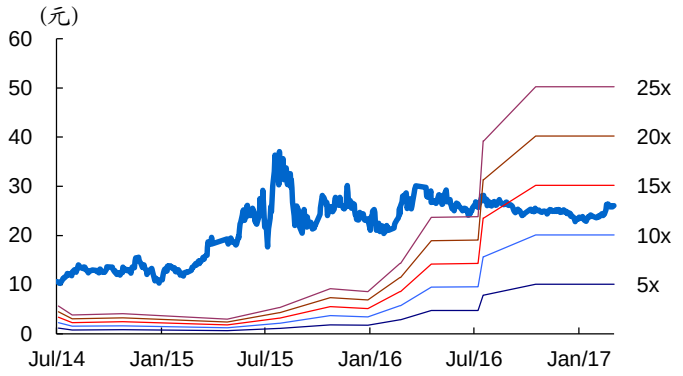
表 5：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS（元）			盈利增长率（%）			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值（亿）
		14	15	16E	14	15	16E	14	15	16E			
牧原股份	26.09	0.08	0.58	2.25	-74%	643%	245%	336	45	12	5.68	35.29%	270
正邦科技	6.32	0.07	0.46	1.8	-237%	658%	291%	90	14	4	4.20	24.41%	145
温氏股份	34.16	0.84	1.71	2.71	380%	133%	90%	41	20	13	5.66	41.81%	1,486
天邦股份	11.95	0.16	0.38	0.86	-72%	240%	399%	75	31	14	5.48	27.06%	76
雏鹰农牧	4.90	-0.06	0.07	0.33	-351%	216%	803%	-82	70	15	3.97	14.18%	154
平均					-71%	378%	366%	92	36	11	5.00	28.55%	

资料来源：公司数据、招商证券

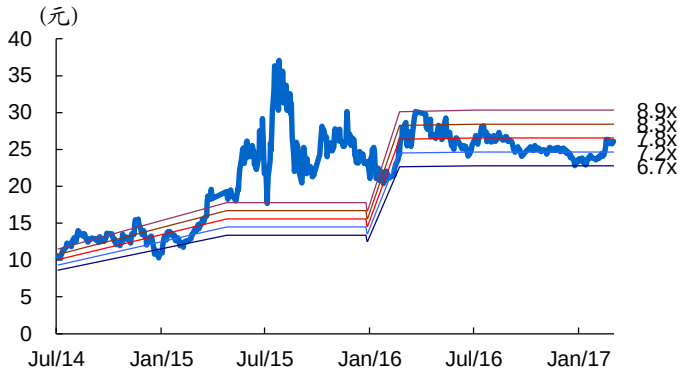
3、PE-PB Band

图 4：牧原股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：牧原股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

进口猪肉大幅上升、高致病性不可控疫病、环保政策不达预期

参考报告：

1、《牧原股份-董监高大手笔增持，白银时代弹性首选》2017-01-19，1 月 12 日与 13 日，公司高管连续大手笔增持共 107.61 万股，成交均价为 23.5 元，总金额约 2529 万元，是其 2015 年薪酬总和的 14 倍，力度可见一斑。http://t.cn/Rx11DbU

2、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之七-生猪养殖的白银时代》2017-01-10，猪价 16 日连涨站上 18 元/kg，“超长猪周期”过渡期，产能恢复仍缓慢，供求关系持续紧平衡。我们预判，2017 年生猪均价将维持在 16-17 元/kg 的高位，对于低成本规模化养殖企业来说，现在正是长周期的黄金时代，也是中周期的白银时代。http://t.cn/RMJSuiW

3、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之六-超长猪周期发力，能繁母猪再探底》2016-09-21，8 月能繁母猪存栏量创历史新低，跌至 3729 万头，连续 36 个月同比负增长，再一次印证我们之前提出“超长猪周期”理论。而政府干预减少，上涨时间将超预期，预计四季度供给收紧，猪价双峰将现。http://t.cn/Rcl6a8c

4、《猪！猪！猪！系列报告全集-翘首企足，呼之欲出》2016-08-19，猪！猪！猪!系列报告整册内容分为五部分，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。http://t.cn/RtEeiCD

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1511	2514	2829	6892	10538
现金	338	836	1015	2879	5307
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	0	0	0	1	1
存货	1035	1156	1578	3534	4617
其他	138	521	236	478	613
非流动资产	2609	4554	5943	6334	6337
长期股权投资	48	47	48	48	48
固定资产	1490	2976	4081	4977	5800
无形资产	172	170	171	171	172
其他	899	1361	1643	1137	316
资产总计	**4119**	**7068**	**8772**	**13226**	**16875**
流动负债	1650	2888	1454	3017	4083
短期借款	911	1773	233	233	233
应付账款	273	513	715	1703	2377
预收账款	5	4	6	14	20
其他	461	598	500	1067	1453
长期负债	521	657	1657	1657	1657
长期借款	520	547	1547	1547	1547
其他	1	110	110	110	110
负债合计	**2171**	**3546**	**3111**	**4674**	**5740**
股本	242	517	1034	1034	1034
资本公积金	738	1456	939	939	939
留存收益	968	1549	3688	6578	9162
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1948	3522	5661	8551	11135
负债及权益合计	**4119**	**7068**	**8772**	**13226**	**16875**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	455	915	2862	3397	4023
净利润	80	596	2321	3587	3660
折旧摊销	153	227	312	427	515
财务费用	105	125	47	20	3
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	114	(24)	184	(636)	(153)
其它	4	(6)	(1)	0	0
投资活动现金流	(869)	(2311)	(1701)	(818)	(518)
资本支出	(735)	(1799)	(1818)	(818)	(518)
其他投资	(134)	(512)	117	0	0
筹资活动现金流	549	1779	(982)	(715)	(1078)
借款变动	31	818	(754)	0	0
普通股增加	30	275	517	0	0
资本公积增加	638	718	(517)	0	0
股利分配	(50)	(15)	(182)	(696)	(1076)
其他	(100)	(17)	(46)	(19)	(2)
现金净增加额	136	384	178	1864	2428

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**2605**	**3003**	**5606**	**11264**	**14355**
营业成本	2403	2264	3156	7519	10494
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	5	6	12	17	22
管理费用	74	102	151	203	258
财务费用	103	127	47	20	3
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	**21**	**505**	**2241**	**3507**	**3580**
营业外收入	61	92	80	80	80
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	**80**	**596**	**2321**	**3587**	**3660**
所得税	0	0	0	0	0
净利润	80	596	2321	3587	3660
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**80**	**596**	**2321**	**3587**	**3660**
EPS（元）	**0.33**	**1.15**	**2.25**	**3.47**	**3.54**

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	27%	15%	87%	101%	27%
营业利润	-92%	2310%	343%	56%	2%
净利润	-74%	643%	290%	55%	2%
获利能力					
毛利率	7.7%	24.6%	43.7%	33.3%	26.9%
净利率	3.1%	19.8%	41.4%	31.8%	25.5%
ROE	4.1%	16.9%	41.0%	41.9%	32.9%
ROIC	3.3%	10.5%	30.8%	34.1%	27.7%
偿债能力					
资产负债率	52.7%	50.2%	35.5%	35.3%	34.0%
净负债比率	43.1%	35.8%	20.3%	13.5%	10.5%
流动比率	0.9	0.9	1.9	2.3	2.6
速动比率	0.3	0.5	0.9	1.1	1.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.4	0.6	0.9	0.9
存货周转率	2.3	2.1	2.3	2.9	2.6
应收帐款周转率					
应付帐款周转率	11.4	5.8	5.1	6.2	5.1
每股资料（元）					
每股收益	0.33	1.15	2.25	3.47	3.54
每股经营现金	1.88	1.77	2.77	3.29	3.89
每股净资产	8.05	6.81	5.48	8.27	10.77
每股股利	0.06	0.35	0.67	1.04	1.06
估值比率					
PE	78.7	22.6	11.6	7.5	7.4
PB	3.2	3.8	4.8	3.2	2.4
EV/EBITDA	594.2	191.1	63.1	41.5	40.1

资料来源：公司数据、招商证券

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，担任农林牧渔首席分析师。

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农林牧渔小组。

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。