牧原股份(002714)/畜禽养殖 出栏量大幅增长，低估值龙头，维持买入！

评级：买入(维持)

市场价格：27.7

目标价格：35.0

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

Email：chenqi@r.qlzq.com.cn

联系人：陈露

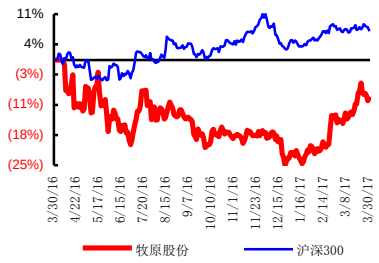
电话：010-59013787

Email：chenlu@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,034
流通股本(百万股)	602
市价(元)	27.7
市值(百万元)	28,635
流通市值(百万元)	16,678

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 再论生猪：周而复始、强者恒强——当前怎么看养殖行业投资机会

2 牧原股份（002714 sz）点评：半年报符合预期，关注阶段性机会！

3 牧原股份(002714 sz)年报点评：高增长、高景气，猪价反转首选标的

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,604.76	3,003.47	5,673.72	8,484.75	10,756.00
增长率 yoy%	27.41%	15.31%	88.91%	49.54%	26.77%
净利润（百万元）	80.20	595.85	2,321.90	2,717.91	2,520.68
增长率 yoy%	-73.60%	642.97%	289.68%	17.06%	-7.26%
每股收益（元）	0.33	1.15	2.25	2.63	2.44
每股现金流量	1.88	1.77	3.01	2.99	2.92
净资产收益率	4.12%	16.92%	39.73%	31.74%	22.74%
P/E	132.77	40.83	10.36	8.85	9.55
PEG	—	0.06	0.04	0.52	—
P/B	5.47	6.91	4.12	2.81	2.17

备注：以 2017 年 3 月 30 日收盘价为准，未考虑定增

投资要点

- **事件：牧原股份公布 2017 年一季度业绩预告，公司预计一季度实现归母净利润 6.5-7.0 亿元，同比增长 76.65%-90.24%。**

- **出栏量大幅增长，公司盈利高增速。**公司 1-2 月出栏 80.7 万头，同比大幅增长 152.98%，3 月份预计出栏量 43-44 万头，同比增长 154%-160%，一季度合计出栏量为 123.7-124.7 万头。尽管有部分原因来自仔猪销售占比提高（约 28-30%的仔猪销售），商品猪出栏量较去年同期依旧实现翻倍增长。尽管一季度生猪销售价格较去年同期有所下滑，1-2 月同比下降 3.0%，3 月预计同比下降约 15%，但成本方面保持稳定（玉米价格同比下滑，豆粕价格同比上涨），预计仔猪头均盈利 400-450 元，生猪头均盈利 600-650 元。

- **高速扩张下，成长性高于周期性。**公司是生猪养殖板块中产能扩张速度最快的企业，目前具备 1000 万头产能的土地储备，伴随今年河南、山东、湖北地区的出栏增长，预计 2017 年出栏量为 500-520 万头，且未来三年可保持年 200 万头以上的增速。我们在之前的《再论生猪》专题中，通过对补栏趋势和结构的分析，认为 2017 年生猪供给将有所恢复，价格中枢下行，均价约 16.5 元/公斤。当前生猪板块的投资阶段延续 2016 年盈利核心指标，在猪价并未大幅下跌阶段，高速成长性大于周期影响力，公司产能的增长速度可抵挡猪价下滑速度，盈利持续保持高位，预计 2017 年全年盈利 27-28 亿。

- 我们继续看好公司的长远发展，在本轮猪周期中，环保、土地等因素带来养殖规模化程度大幅提升，可去产能化程度降低，整体来看生猪周期延长，也就意味着，周期的盈利期时间更久。公司在生猪养殖领域成本优势突出，当前的完全成本 11.2-11.4 元/公斤处于行业领先水平，在原料价格持续低位和猪价相对高位震荡中，对公司而言是绝佳的发展时机，加上大股东和员工参与定增，彰显出对公司未来发展潜力的认可和信心。**我们预计公司 2017-18 年实现收入 84.85 亿元，107.56 亿元，同比增长 49.5%，26.8%，实现净利润 27.2 亿元，25.2 亿元，当前股价对应 17 年不到 11X，考虑定增发行摊薄，估值水平 11-12X，维持“买入”评级。**

- **风险提示：**猪价大幅下跌，疫病灾害等。

图表1：牧原股份三张报表

损益表（人民币万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**204,440**	**260,476**	**300,347**	**567,372**	**848,475**	**1,075,600**
增长率	*37.13%*	*27.4%*	*15.3%*	*88.9%*	*49.5%*	*26.8%*
营业成本	-163,930	-240,329	-226,391	-315,418	-543,350	-777,240
% 销售收入	*80.2%*	*92.3%*	*75.4%*	*55.6%*	*64.0%*	*72.3%*
毛利	40,511	20,147	73,956	251,953	305,125	298,360
% 销售收入	*19.8%*	*7.7%*	*24.6%*	*44.4%*	*36.0%*	*27.7%*
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业费用	-646	-529	-620	-1,135	-1,697	-2,151
% 销售收入	*0.3%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*
管理费用	-6,289	-7,410	-10,175	-16,794	-25,454	-32,268
% 销售收入	*3.1%*	*2.8%*	*3.4%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
息税前利润（EBIT）	33,576	12,208	63,161	234,024	277,974	263,941
% 销售收入	*16.4%*	*4.7%*	*21.0%*	*41.2%*	*32.8%*	*24.5%*
财务费用	-7,605	-10,310	-12,750	-7,459	-11,808	-17,497
% 销售收入	*3.7%*	*4.0%*	*4.2%*	*1.3%*	*1.4%*	*1.6%*
资产减值损失	1	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	199	133	625	625	625
% 税前利润	*0.0%*	*2.5%*	*0.2%*	*0.3%*	*0.2%*	*0.2%*
营业利润	25,981	2,098	50,543	227,190	266,791	247,068
营业利润率	*12.7%*	*0.8%*	*16.8%*	*40.0%*	*31.4%*	*23.0%*
营业外收支	4,401	5,922	9,042	5,000	5,000	5,000
税前利润	**30,383**	**8,020**	**59,585**	**232,190**	**271,791**	**252,068**
利润率	*14.9%*	*3.1%*	*19.8%*	*40.9%*	*32.0%*	*23.4%*
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
净利润	30,383	8,020	59,585	232,190	271,791	252,068
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**30,383**	**8,020**	**59,585**	**232,190**	**271,791**	**252,068**
净利率	*14.9%*	*3.1%*	*19.8%*	*40.9%*	*32.0%*	*23.4%*

现金流量表（人民币万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	30,383	8,020	59,585	232,190	271,791	252,068
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15,852	15,335	22,675	39,307	66,031	97,247
非经营收益	7,573	10,449	12,457	2,879	6,183	11,988
营运资金变动	-41,722	11,735	-3,176	36,526	-35,375	-58,968
经营活动现金净流	**12,086**	**45,538**	**91,540**	**310,902**	**308,630**	**302,335**
资本开支	65,646	73,434	179,878	416,670	478,395	482,068
投资	0	-13,600	-51,300	-34	0	0
其他	-644	124	43	625	625	625
投资活动现金净流	**-66,290**	**-86,910**	**-231,135**	**-416,079**	**-477,770**	**-481,444**
股权募资	0	67,689	99,269	0	0	0
债权募资	71,428	4,130	93,846	30,052	190,210	196,802
其他	-17,856	-16,876	-15,167	-8,504	-11,808	-17,613
筹资活动现金净流	**53,572**	**54,943**	**177,949**	**21,548**	**178,402**	**179,189**
现金净流量	**-632**	**13,571**	**38,354**	**-83,629**	**9,261**	**81**

资产负债表（人民币万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	18,784	33,755	83,629	0	9,261	9,342
应收款项	6	0	22	155	232	295
存货	102,142	103,538	115,600	138,266	238,181	340,708
其他流动资产	3,085	13,772	52,127	54,443	56,722	59,061
流动资产	124,017	151,064	251,378	192,864	304,397	409,405
% 总资产	*38.3%*	*36.7%*	*35.6%*	*18.7%*	*19.5%*	*19.9%*
长期投资	2,876	4,768	4,679	4,712	4,712	4,712
固定资产	180,983	234,931	415,260	798,166	1,215,572	1,605,918
% 总资产	*56.0%*	*57.0%*	*58.8%*	*77.4%*	*77.9%*	*78.2%*
无形资产	15,579	17,232	16,983	16,440	16,398	15,873
非流动资产	199,438	260,866	455,375	837,772	1,255,136	1,644,958
% 总资产	*61.7%*	*63.3%*	*64.4%*	*81.3%*	*80.5%*	*80.1%*
资产总计	**323,454**	**411,930**	**706,753**	**1,030,636**	**1,559,533**	**2,054,363**
短期借款	112,241	125,618	198,675	228,727	418,936	615,738
应付款项	21,916	36,159	86,438	146,160	209,357	251,581
其他流动负债	2,163	3,205	3,728	5,647	9,347	13,083
流动负债	136,321	164,982	288,841	380,534	637,640	880,402
长期贷款	61,443	52,022	54,684	54,684	54,684	54,684
其他长期负债	8	104	11,027	11,027	11,027	11,027
负债	**197,771**	**217,108**	**354,553**	**446,245**	**703,351**	**946,113**
普通股股东权益	125,683	194,822	352,201	584,391	856,182	1,108,250
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**323,454**	**411,930**	**706,753**	**1,030,636**	**1,559,533**	**2,054,363**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	1.433	0.331	1.153	2.246	2.629	2.438
每股净资产(元)	5.928	8.051	6.814	5.653	8.282	10.721
每股经营现金净流(元)	0.570	1.882	1.771	3.008	2.986	2.925
每股股利(元)	0.000	0.000	0.353	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.17%	4.12%	16.92%	39.73%	31.74%	22.74%
总资产收益率	9.39%	1.95%	8.43%	22.53%	17.43%	12.27%
投入资本收益率	12.09%	3.66%	12.21%	27.11%	21.13%	14.96%
增长率						
营业总收入增长率	37.13%	27.41%	15.31%	88.91%	49.54%	26.77%
EBIT增长率	-4.34%	-63.64%	417.38%	270.52%	18.78%	-5.05%
净利润增长率	-7.99%	-73.60%	642.97%	289.68%	17.06%	-7.26%
总资产增长率	51.13%	27.35%	71.57%	45.83%	51.32%	31.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	—	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	170.1	156.2	176.7	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	23.1	32.1	63.4	65.0	55.0	40.0
固定资产周转天数	227.5	225.5	310.9	299.2	321.4	358.5
偿债能力						
净负债/股东权益	123.25%	73.85%	48.19%	48.50%	54.24%	59.65%
EBIT利息保障倍数	4.4	1.2	5.0	31.4	23.5	15.1
资产负债率	61.14%	52.71%	50.17%	43.30%	45.10%	46.05%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。