

强烈推荐-A (维持)

牧原股份 002714.SZ

目标估值: 45.11-52.1 元

当前股价: 27.2 元

2017年03月31日

预期不断兑现, 坚定看好牧原

基础数据

上证综指	3210
总股本(万股)	103375
已上市流通股(万股)	59701
总市值(亿元)	286
流通市值(亿元)	165
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	7	14	-8
相对表现	8	9	-15



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《牧原股份(002714)——养猪如工匠, 至专方至精》2017-03-21
- 2、《牧原股份(002714)——滚雪球式高成长, 超长周期大赢家》2017-03-07
- 3、《牧原股份(002714)——董监高大手笔增持, 白银时代弹性首选》2017-01-19

周莎

0755-82960734
 zhousha@cmschina.com.cn
 S1090516020002

研究助理

雷轶

075583218146
 leiyi@cmschina.com.cn

3月31日, 公司发布一季度业绩预告, 预计实现归母净利润 6.5-7.0 亿, 同增 76.65%-90.24%。盈利增长原因主要是出栏量大幅增加。

□ 龙头真成长, 出栏预期不断兑现

根据公司一季报业绩预告, 3月出栏预计在 43-44 万头之间, 同比增长 154%-160%, 2017年 1-2 月公司出栏生猪 80.7 万头, 同比上升 154%, 继续保持翻倍增长的态势。在公司估值处于绝对底部时, 我们给出全市场最高的出栏量 640 万头以及 35.8 亿归母净利润盈利预测。从短期来看, 在接下来两个季度, 牧原业绩将会超预期增长, 一是因为玉米价格下跌将有助于公司降低成本, 二是我们判断三季度猪价将会再次上涨冲高。长期来看, 规模化比例不断上升将是行业的主旋律, 我们认为 5 年内, 生猪供应的反转仍需要能繁母猪的数量反弹支撑, 以美国经验来看, 需要长达 10 年才能显现出生猪产量与能繁母猪存栏的走向分离, 而短期联动关系仍然明显。

□ 猪周期大浪淘沙, 牧原脱颖而出

牧原一路走来历尽艰辛, 制约其发展的瓶颈主要是资金和人才。1) 资金: 上市前的牧原依靠着自身利润滚动发展, 上市后凭借融资便利加速扩张, 直接融资累计 69.5 亿元。我们预计目前生猪产能为 700 万头, 拓展迅猛, 未来将继续滚雪球式高成长。2) 人才: 作为一家民营企业, 牧原没有任何背景也非资源型企业, 要想获得长足的发展就离不开人才的引进和培育。公司以西装养猪、拜师制、军事化管理著称, 并通过建立信息化和财务管理系统, 大幅降低了管理成本。3) 成本: 成本控制是牧原成功的关键, 得以历经数轮周期而顽强生存、野蛮生长, 直至今日仍以成本为最强护城河。凭借一体化模式的协同效应、先进设备节约人力、市场化管理等手段, 牧原跻身国内生猪养殖第一集团军, 当之无愧为养猪人中的佼佼者。

□ 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 13-15 倍 PE, 目标价 45.11-52.10 元, 具有 66%-91% 的空间, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 进口猪肉大幅增加、突发大规模不可控疫病、环保执行不达预期。

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	82.1	23.6	12.1	7.8	7.7
PB	3.4	4.0	5.0	3.3	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 2015-2017 年股本分别为 4.26、5.34、5.34 亿股。

一、龙头真成长，出栏预期不断兑现

1、一季度出栏同比超过 150%

2017 年 1-2 月公司出栏生猪 80.7 万头，同比上升 154%，根据公司一季报业绩预告，3 月出栏预计在 43-44 万头之间，同比增长 154%-160%，继续保持翻倍增长的态势。我们在底部持续地大力推荐牧原股份，尤其在绝对底部时，公司高管大力增持，我们率先给出全市场最高的出栏量 640 万头以及 35.8 亿归母净利润盈利预测。因为我们认为牧原有希望也有能力实现出栏量翻倍，1-2 月的数据已显峥嵘，3 月出栏量更是再次印证我们的观点，预期不断被兑现，而牧原的舞步才刚刚开始。

表 1：牧原毛利与生猪出栏量和养殖成本敏感性分析

出栏量 养殖成本	123.7	123.9	124.1	124.3	124.5	124.7
11.0	7.75	7.76	7.78	7.79	7.80	7.81
11.1	7.66	7.68	7.69	7.70	7.71	7.73
11.2	7.58	7.59	7.60	7.61	7.63	7.64
11.3	7.49	7.50	7.52	7.53	7.54	7.55
11.4	7.40	7.42	7.43	7.44	7.45	7.46
11.5	7.32	7.33	7.34	7.35	7.37	7.38
11.6	7.23	7.24	7.25	7.27	7.28	7.29
11.7	7.14	7.16	7.17	7.18	7.19	7.20

资料来源：公司公告、招商证券 注：出栏量根据公司一季度业绩预告推算而来，不同品种出栏量按照商品猪：仔猪：母猪=80：36：4 折算而来，头均盈利分别为母猪 3000 元/头，仔猪 500 元/头，商品猪假设出栏均重 105 公斤，按照（一季度生猪销售均价-养殖成本）计算得出。养殖成本、出栏量、净利润单位分别是元/公斤、万头、亿元。

表 2：牧原盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
牧原出栏数量（万头）	91.76	130.68	185.9	191.9	311.4	640	900
行业猪价（元/kg）	14.97	14.83	13.25	15.26	18.58	16.00	14.5
单位成本（元/kg）	10.77	11.89	12.22	11.50	10.46	10.68	10.60
出栏均重（kg）	109	105	106	103	97	110	110
单头收入（元/头）	1625	1564	1401	1565	1800	1760	1595
单头成本（元/头）	1,169	1,254	1,292	1,180	1,014	1,175	1,166
单头盈利（元/头）	456	310	109	385	787	585	429
总收入（万元）	149,084	204,440	260,476	300,347	560645	1126400	1435500
总成本（万元）	107,237	163,930	240,145	226,388	315627	751872	1049400
毛利	41,847	40,511	20,331	73,960	245,018	374,528	386,100

资料来源：招商证券 注：蓝色为预测值

在接下来的两个季度，我们继续坚定看好牧原业绩将会超预期增长，一是因为玉米价格下跌将有助于公司降低成本，二是我们判断三季度猪价将会再次上涨冲高。2015、2016 两年，猪价上涨分别启动于 3 月和 2 月，高点分别见于 8 月和 6 月，2017 年的猪价大概率于 4 月启动上涨，高点见于 9 月。首先，年初以来母猪场拆迁力度加大，对供给的影响存在滞后性。其短期效果是使得存栏转化为供给，猪价承压；长期来看，产能的收缩将导致后期生猪供应减少，猪价看涨。此外，今年年初的仔猪腹泻和口蹄疫疫情相比去年有增无减，疫情对生猪供给的冲击将于二季度开始逐步显现。最后，短期猪价调整使得散养户压栏意愿减弱，利好后期猪价。

表 3: 历史生猪价格单月环比及 2017 年猪价判断

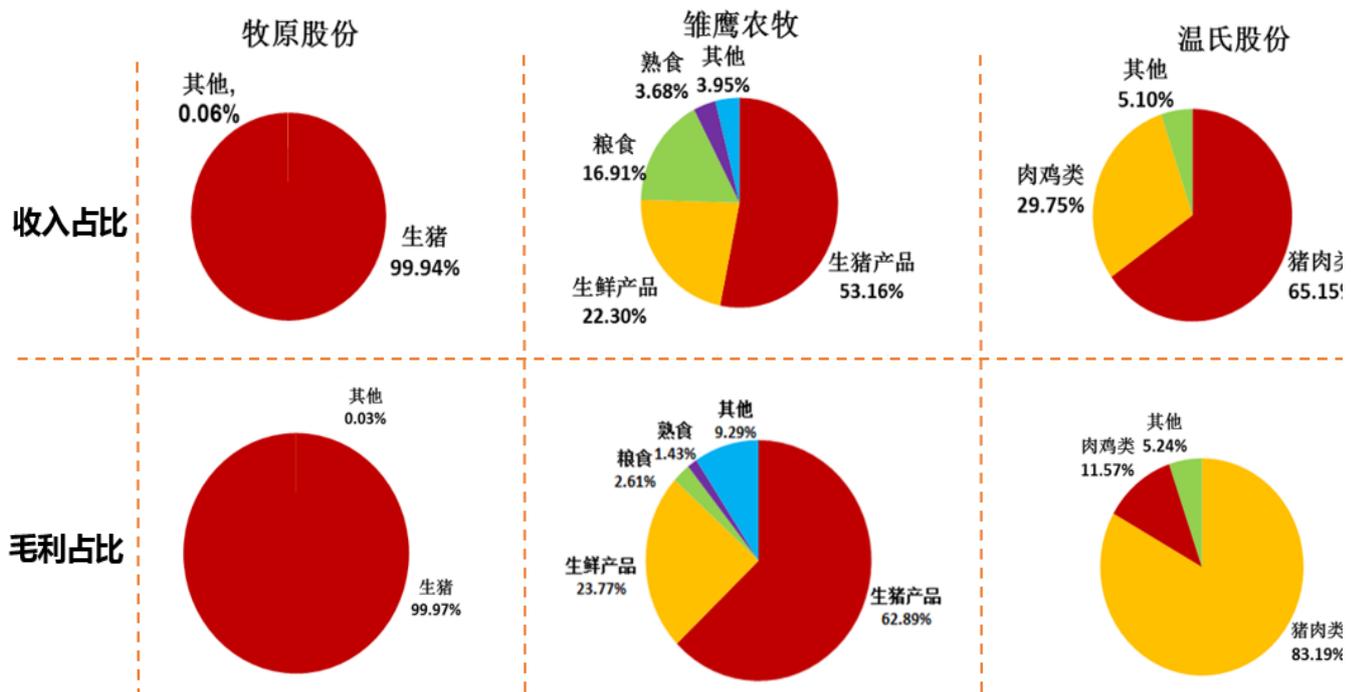
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2003		-1.56%	-2.73%	-1.64%	-0.93%	0.77%	5.49%	3.82%	4.79%	4.86%	9.15%	-0.51%
2004	0.08%	1.67%	1.86%	6.12%	0.86%	3.84%	2.51%	3.32%	3.96%	-1.31%	-5.69%	-0.09%
2005	-0.33%	-0.72%	-0.96%	-3.66%	-2.85%	-0.58%	-0.87%	-1.31%	-0.92%	-9.27%	-1.00%	0.44%
2006	5.42%	-5.89%	-6.05%	-7.04%	-4.03%	2.01%	6.41%	10.82%	9.34%	1.15%	5.04%	10.20%
2007	4.03%	-3.66%	-3.15%	1.23%	13.08%	11.47%	15.39%	8.77%	-4.70%	-2.87%	6.96%	9.41%
2008	6.73%	1.21%	0.78%	0.64%	-5.31%	-4.29%	-3.03%	-1.56%	-1.02%	-11.00%	-5.26%	7.91%
2009	1.64%	-5.36%	-9.55%	-11.01%	-9.59%	2.53%	8.40%	10.82%	4.15%	-3.26%	-1.45%	8.50%
2010	-1.69%	-7.59%	-9.71%	-5.26%	0.94%	0.28%	16.49%	8.46%	3.03%	2.15%	4.81%	2.72%
2011	0.51%	3.44%	3.01%	1.82%	3.16%	12.97%	8.18%	1.86%	1.80%	-3.82%	-8.33%	-1.17%
2012	2.96%	-3.11%	-7.45%	-6.51%	-3.74%	-1.38%	-0.36%	1.99%	4.29%	-0.27%	-0.12%	6.74%
2013	7.64%	-5.62%	-12.56%	-9.03%	0.06%	10.12%	3.65%	7.45%	2.18%	-1.15%	-0.54%	0.95%
2014	-9.21%	-9.35%	-8.05%	-7.75%	15.08%	2.09%	2.13%	9.18%	2.18%	-3.09%	-2.32%	-1.95%
2015	-3.10%	-5.01%	-3.48%	5.22%	7.84%	5.71%	12.72%	9.22%	-0.99%	-4.70%	-3.92%	1.51%
2016	5.68%	4.21%	2.89%	4.97%	3.08%	-0.18%	-6.74%	-2.18%	-1.41%	-7.07%	-0.48%	2.87%
2017	4.35%	-2.33%	-4.26%	猪价冲高超预期						季节性回落		上涨
平均	1.77%	-2.64%	-3.96%	-2.28%	1.26%	3.24%	5.03%	5.05%	1.91%	-2.83%	-0.22%	3.40%

资料来源: 招商证券

2、“养猪匠人”高弹性

牧原的生猪养殖占其主营业务的 100%，是最纯的生猪养殖股，也是最专注的养殖企业，其业绩相对于猪价的弹性较其他公司更大。

图 1: 2016H1 牧原、雏鹰、温氏养猪业务收入及毛利占比



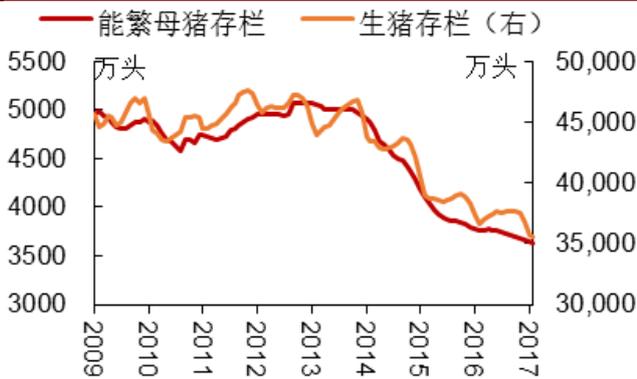
资料来源: 公司公告、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

3、高门槛提升利润率，长周期无忧

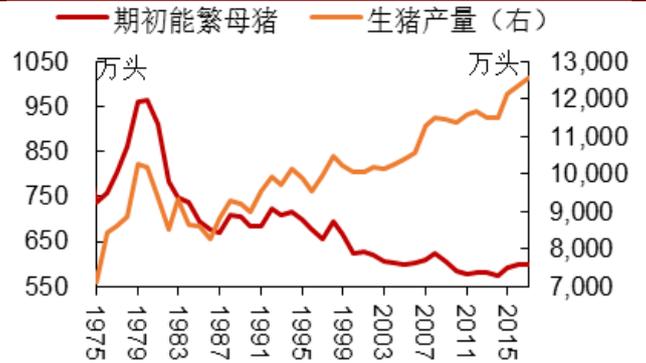
在较长周期内，规模化比例不断上升将是行业的主旋律，先进产能将不断替代落后产能。而现阶段，落后产能的退出速度十分之快，先进产能的扩张速度仍无法补足其缺口。能繁母猪自高点下跌约 30%，这需要 PSY 提高 40% 以上才可以弥补，这大约需要 5-10 年的时间，供需的紧平衡奠定了生猪养殖长周期景气繁荣的基础。我们认为 5 年内，生猪供应的反转仍需要能繁母猪的数量反弹支撑，以美国经验来看，需要长达 10 年才能显现出生猪产量与能繁母猪存栏的走向分离，而短期联动关系仍然明显。

图 2：我国能繁母猪及生猪存栏走势趋同



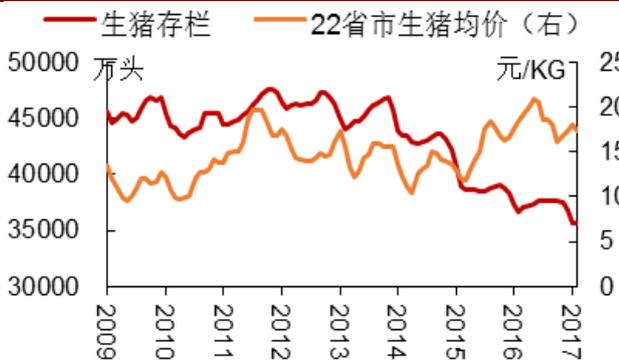
资料来源：Wind、招商证券

图 3：美国能繁母猪与生猪产量需要长时间才走向分离



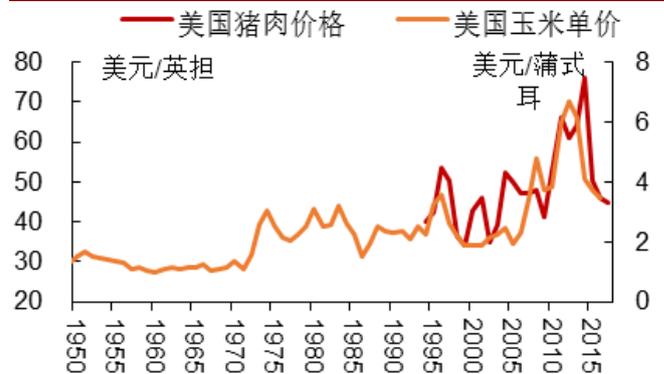
资料来源：Wind、招商证券

图 4：我国生猪存栏与猪价关系



资料来源：Wind、招商证券

图 5：美国玉米价格与猪价关系



资料来源：Wind、招商证券

二、猪周期大浪淘沙，牧原脱颖而出

我们选取了资金、土地、人才和环保四个方面对牧原可能存在的扩张瓶颈进行了分析，发现牧原的发展虽然经历了很多的困难，但制约其发展的瓶颈主要是**资金和人才**。

牧原现在拥有子公司 45 家左右，2016 短短一年时间就成立了 23 家。另外，2017 年两个月的时间，就成立了 4 家子公司，足以看出牧原扩张的速度和对资金、人才的渴求。

1、上市提供融资便利，扩张明显加速

公司上市后，首轮融资 7.2 亿元，随后在 2015 年的定向增发中，再次融得 10 亿元的资金，加上 2016 年发行债券等募得的资金，此前制约牧原发展的资金压力降低了不少。随着各地分子公司的建立与产出，公司的规模效应开始凸显，公司正式进入发展加速期，直接体现为产能的暴增。

表 4：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。

表 5：牧原上市以来直接融资暴涨

时间	融资手段	融资金额	发行情况	资金用途
2016 年 11 月	定向增发	30.8 亿元	发行价格 49.69 元 (复权后 24.67 元)	生猪产能扩张项目 (共 207.5 万头); 偿还银行贷款及补充流动资金;
2016 年 9 月	可转换债券	10 亿元	初始转股价格 24.84 元, 票面年利率 1.5%, 期限 3 年。 3 年期债券自发行结束之日起满 24 个月的第一个交易日 (2018 年 10 月 8 日) 和发行人实施增持行为之日起满 6 个月后的第一个交易日中较晚者。	
2016 年 9 月	可转换债券	10 亿元	初始转股价格 24.84 元, 票面年利率 1.5%, 期限 4 年。 4 年期债券自发行结束之日起满 36 个月的第一个交易日 (2019 年 9 月 30 日) 和发行人实施增持行为之日起满 6 个月后的第一个交易日中较晚者;	
2016 年 9 月	可转换债券	1.5 亿元	初始转股价格 24.84 元, 票面年利率 1.5%, 期限 2 年。 2 年期债券自发行结束之日起满 12 个月的第一个交易日 (2017 年 10 月 9 日) 和发行人实施增持行为之日起满 6 个月后的第一个交易日中较晚者。	
2015 年 12 月	定向增发	10 亿元	发行价格 30.42 元 (复权后 15.03 元)	偿还银行贷款及补充流动资金
2014 年 1 月	新股发行	7.2 亿元	发行价格 24.07 元 (复权后 5.83 元)	年出栏 80 万头生猪产业化项目
合计		69.5 亿元		

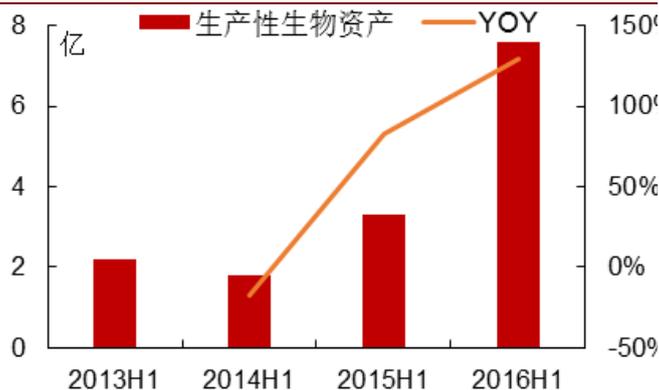
资料来源：公司公告、招商证券

图 6: 牧原上市后固定资产先于出栏量暴涨



资料来源: Wind、招商证券

图 7: 牧原股份生产性生物资产(能繁母猪)暴涨

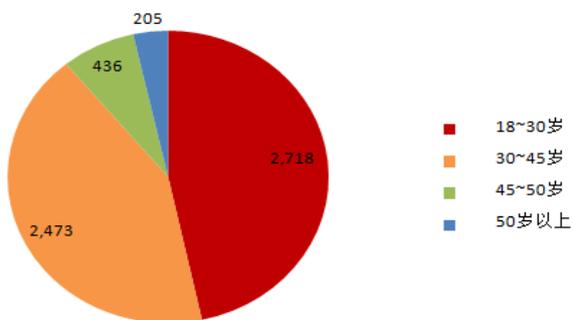


资料来源: Wind、招商证券

2、人才梯队建设, 管理厚积薄发

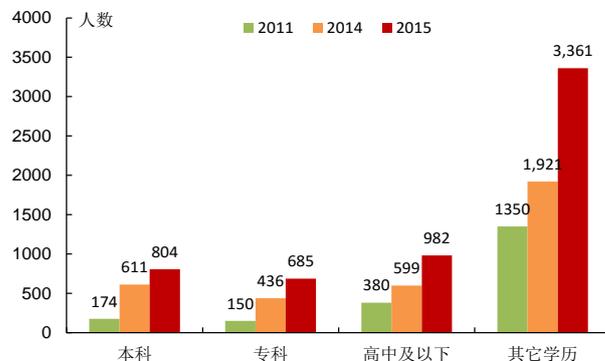
作为一家民营企业, 牧原没有任何背景也非资源型企业, 要想获得长足的发展就离不开人才的引进和培育。20 多年来, 牧原一直非常重视引进和培养人才, 公司对中层干部会考核人才梯队培养的情况, 新公司的核心人员都是由老公司派出, 对人才培养的需求较大。2011-2014 年公司累计招聘应届大学毕业生超过 1000 人, 这些大学生或成长为中层以上领导, 或担任子公司的总经理一职, 平均年龄在 26 周岁。截至目前, 牧原员工已经达到 2 万人左右, 远超上市时的 5000 人。

图 8: 2015 年牧原员工构成结构



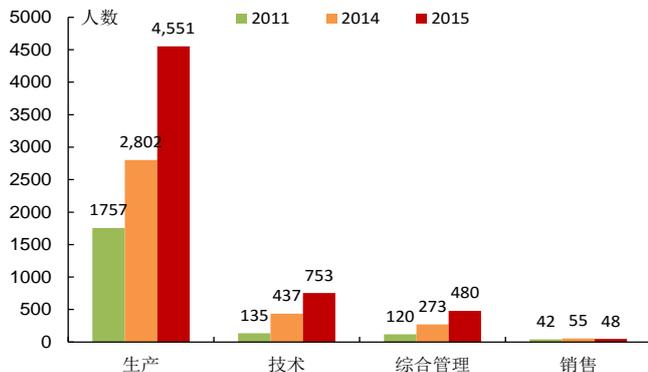
资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 2011、2014、2015 年牧原员工学历结构



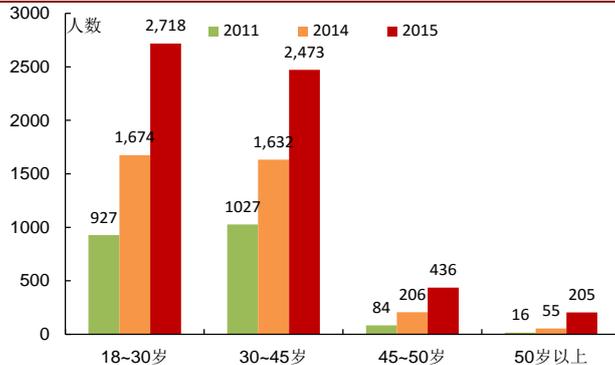
资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 2011、2014、2015 年牧原员工岗位结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 2011、2014、2015 年牧原员工年龄结构



资料来源: 公司公告、招商证券

3、成本为最强护城河，龙头笑傲周期

(1) 一体化模式产生协同效应

在自育自繁自养大规模一体化的经营模式下，公司将饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等生产环节置于可控状态；并通过规划设计和生产管理，在各环节实现规范化、标准化作业。按照生产计划，同一时间大批量出栏的生猪肉质、重量基本一致，在此基础上，公司在饲养环节大量采用先进、高效率的自动化设备，提高了生产效率，为降低单位产品的生产成本、提高综合竞争力奠定了基础。

图 12：牧原股份产业链配套情况



资料来源：Wind、招商证券

(2) 市场化的成本控制管理

通过系统记录每一个员工在饲养过程中单位增重所消耗的饲料和水，并对资源使用效率高的员工予以嘉奖，以市场化为导向的成本控制能力配合精细化的育肥管理，使得牧原在育肥环节的成本做到了全市场最低！

表 6: 养殖技术指标对比

	温氏股份	牧原股份	雏鹰农牧	正邦科技	行业水平
psy	24	23	20	N.A.	16-18
料肉比	2.4-2.5	2.6-2.7	2.7-2.8	N.A.	2.8
单位成本	12 元/kg	11 元/kg	12.6 元/kg	13.0 元/kg	外购仔猪 16.1 元/kg 自繁自养 14.4 元/kg

资料来源: 招商证券

表 7: 牧原与可比上市公司商品猪养殖环节盈利水平比较

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
毛利率				
温氏股份	16.58%	13.51%	6.73%	22.23%
正邦科技	19.41%	9.52%	1.68%	12.91%
雏鹰农牧	33.99%	28.39%	10.39%	19.24%
牧原股份	28.06%	19.80%	7.73%	24.61%
单头毛利 (元)				
温氏股份	268	215	100	395
正邦科技	166	88	17	168
雏鹰农牧	311	244	76	167
牧原股份	456	310	108	363
单头售价 (元)				
温氏股份	1616	1593	1479	1778
正邦科技	856	924	1016	1299
雏鹰农牧	914	858	731	869
牧原股份	1624	1564	1400	1476
单头成本 (元)				
温氏股份	1348	1378	1380	1382
正邦科技	690	836	999	1131
雏鹰农牧	603	614	655	702
牧原股份	1169	1254	1292	1112

资料来源: 公司招股书、公司公告、招商证券注: 雏鹰仔猪占比较高。

三、盈利预测与估值

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 13-15 倍 PE，目标价 45.11-52.10 元，具有 66%-91% 的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

表 8：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 9：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 10: 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 11: 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	27.20	0.08	0.58	2.25	-74%	643%	245%	351	47	12	5.68	35.29%	281
温氏股份	32.86	0.84	1.71	2.71	380%	133%	90%	39	19	12	5.66	41.81%	1,430
正邦科技	6.05	0.07	0.46	1.8	-237%	658%	291%	86	13	3	4.20	24.41%	139
天邦股份	11.07	0.16	0.38	0.86	-72%	240%	399%	69	29	13	5.48	27.06%	86
雏鹰农牧	4.72	-0.06	0.07	0.33	-351%	216%	803%	-79	67	14	3.97	14.18%	148
平均					-70%	312%	396%	29	32	11	4.83	26.87%	

资料来源: 公司数据、招商证券

3、PE-PB Band

图 13: 牧原股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 14: 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(002714.sz)深度报告-养猪如工匠,至专方至精》2017-03-21,养猪之“高下优劣”源于快慢粗细之别,至诚必然至钝,至专方能至精。至诚至专如牧原,是工匠精神的完美演绎!我们判断猪价将于4-5月重启涨势,并于三季度末创出年内高点,不排除刷新历史新高的可能。一体化生猪养殖龙头牧原,当下正处于长周期的黄金时代、中周期的白银时代,短周期的黄金买点。<http://sep9.cn/5wyd3s>
- 2、《牧原股份(002714.sz)点评报告-滚雪球式高成长,超长周期大赢家》2017-03-07,2017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。<http://t.cn/RiuXrVs>
- 3、《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>
- 4、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告-与时俱进,再次扬帆》2017-02-25,猪!猪!猪!系列报告全集内容分为八部分,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,第六篇点评了八月能繁母猪存栏再探底,第七篇提出现在正是长周期的黄金时代,也是中周期的白银时代,第八篇讲述了猪价底部抬高,高预期差下的价值筹码争夺战即将打响。<http://t.cn/RiRSgn4>
- 5、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之九-最严的环保,最好的时代》2017-03-13,环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段,给整个养殖业带来了巨大的冲击。“南猪北养”产业迁徙浩浩荡荡,然而罗马非一日建成。对于无法补栏的散养户而言,这是最糟糕的时代;但对于规模化养殖龙头,这无疑是最美好的时代。<http://t.cn/Riuay2J>

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

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

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	82.1	23.6	12.1	7.8	7.7
PB	3.4	4.0	5.0	3.3	2.5
EV/EBITDA	598.6	192.5	63.6	41.8	40.4

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。