农林牧渔

2017 年 03 月 31 日

牧原股份 (002714)

——一季报增长 77-90%，持续配置

报告原因：有业绩公布需要点评

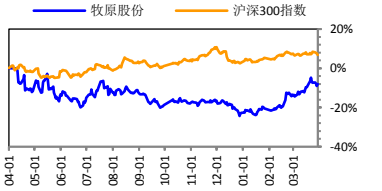
增持（维持）

市场数据：	2017 年 03 月 30 日
收盘价（元）	27.7
一年内最高/最低（元）	63.8/22.52
市净率	5.6
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	26631
上证指数/深证成指	3210.24 / 10348.27

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2016 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	4.93
资产负债率%	53.31
总股本/流通 A 股（百万）	1034/961
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《牧原股份（002714）点评：1-2 月出栏翻倍，以量补价业绩穿越周期》2017/03/07

《牧原股份（002714）点评：16 年量价双升，17 年以量补价维持业绩快速增长》2017/01/06

证券分析师
宫衍海 A0230513040003
gongyh@swsresearch.com
赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com
研究支持
龚毓幸 A0230516100001
gongyx@swsresearch.com
联系人
龚毓幸
(8621)23297818×7405
gongyx@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2017 年度第一季度业绩预告：**报告期内，预计公司实现归属于上市公司股东的净利润 65,000 万元 - 70,000 万元，比上年同期增长：76.65%-90.24%。增长的主要原因在于出栏规模的大幅上升：根据此前公告，**1-2 月公司生猪出栏规模达到 80.7 万头，同比增长 153%，销售均价仅下跌 3.04%**。
- 出栏高速增长背后的原因在于：1）公司上市后开始大规模扩建生猪养殖基地后，产能开始逐步释放；2）公司仔猪销售比例大幅提升，出栏节奏周转加快（仔猪比商品肥猪少养 4 个月以上）。1-2 月公司商品猪销售均价 17.21 元/公斤，较去年同期跌幅仅为 3.04%。我们预估目前公司商品猪养殖完全成本 11.2-11.5 元/公斤（肥猪），头均体重 110 公斤左右，按目前 16.1 元/公斤市价计算，商品猪单头利润达到 500-600 元。仔猪单头盈利同样在上述水平。
- **以量补价实现业绩增长。**猪价存在周期性波动，但生猪养殖行业非常分散化，产能集中度提升空间巨大。通常而言，我们把生猪价格比作正弦曲线，把牧原股份等规模化养殖企业生猪出栏规模比作斜率 45 度角向上的斜线。公司市值必然处于曲折向上的通道。由于环保压力仍存，除了浙江、福建、广东等东南沿海地区外，湖北、贵州多地增设禁养县，南方地区散户仍处于加速退出状态，规模化养殖企业进入黄金发展期，主要体现在生猪价格下跌空间不大（下行区间被平滑），以及出栏增速较以往提升。玉米价格维持低位则相当程度上保证了盈利的高景气。我们预计 16-18 年商品猪外销均价分别为 17.68/16.00/14.0 元/公斤，牧原股份生猪出栏量分别为 311/500/780 万头。
- **低估值，强有力的安全边际和催化剂下的向上弹性。**根据上述假设，我们预计公司 16-18 年净利润分别为 23/30/26.5 亿元（维持原盈利预测），考虑增发摊薄的每股收益分别为 2.0/2.59/2.29 元，17-18 年 PE 分别为 11/12X，估值具有极强的安全边际，同时我们预计出栏量的超预期，以及 5-9 月猪价的季节性回升都将成为催化剂，因此我们维持增持评级！
- **风险提示：**进口量激增导致猪价不达预期，规模化企业出栏量激增导致产能仍出现过剩局面，诱发猪价暴跌（但即便发生也是 18 年之后）。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,003	3,900	5,606	8,016	8,874
同比增长率（%）	15.31	100.40	86.65	42.99	10.70
净利润（百万元）	596	1,762	2,322	3,000	2,650
同比增长率（%）	642.96	531.52	289.69	29.20	-11.67
每股收益（元/股）	1.15	1.70	2.00	2.59	2.29
毛利率（%）	24.6	49.4	45.5	41.5	34.0
ROE（%）	16.9	34.5	28.5	29.3	24.5
市盈率	24		14	11	12

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩；"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,044	2,605	3,003	5,606	8,016	8,874
营业收入同比增长率（yoy）	37.13%	27.41%	15.31%	86.70%	43.00%	10.70%
减：营业成本	1,639	2,403	2,264	3,053	4,691	5,855
毛利率（%）	19.82%	7.73%	24.62%	45.50%	41.50%	34.00%
减：营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
主营业务利润	405	201	740	2,553	3,325	3,019
主营业务利润率（%）	19.82%	7.73%	24.62%	45.50%	41.50%	34.00%
减：销售费用	6	5	6	18	21	26
减：管理费用	63	74	102	170	207	241
减：财务费用	76	103	127	130	135	140
经营性利润	260	19	504	2,235	2,962	2,612
经营性利润同比增长率（yoy）	-13.45%	-92.69%	2555.83%	343.40%	32.50%	-11.80%
经营性利润率（%）	12.70%	0.73%	16.78%	39.90%	37.00%	29.40%
减：资产减值损失	0	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	0	2	1	0	0	0
营业利润	260	21	505	2,235	2,962	2,612
加：营业外净收入	44	59	90	87	38	38
利润总额	304	80	596	2,322	3,000	2,650
减：所得税	0	0	0	0	0	0
净利润	304	80	596	2,322	3,000	2,650
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	304	80	596	2,322	3,000	2,650
净利润同比增长率（yoy）	-7.99%	-73.60%	642.97%	289.70%	29.20%	-11.70%
全面摊薄总股本	212	242	517	1,158	1,158	1,158
每股收益（元）	1.43	0.33	1.23	2.00	2.59	2.29
归属母公司所有者净利润率（%）	14.86%	3.08%	19.84%	41.40%	37.40%	29.90%
ROE	24.17%	4.12%	16.92%	28.50%	29.30%	24.50%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。