

## 牧原股份(002714)/畜禽养殖

## 养殖龙头进入产能持续高速释放期

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 28.30

目标价格: 34.50

分析师: 陈奇

执业证书编号: S0740514070005

电话: 021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

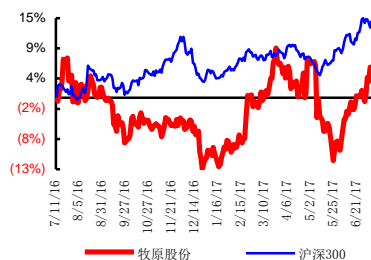
联系人: 陈露

电话: 010-59013787

Email: chenlu@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,158
流通股本(百万股)	602
市价(元)	28.30
市值(百万元)	32,771
流通市值(百万元)	17,037

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 牧原股份(002714)跟踪: 出栏量预期有望再度上调!
- 2 牧原股份(002714)点评: 共享文化延续, 高成长确定
- 3 牧原股份(002714)5月销售数据点评: 出栏量保持高增长, 成本优势奠定持续盈利

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,003.47	5,605.91	10,490.00	13,189.00	15,856.20
增长率 yoy%	15.31%	86.65%	87.12%	25.73%	20.22%
净利润(百万元)	595.85	2,321.90	2,826.74	2,759.47	2,863.50
增长率 yoy%	642.97%	289.68%	21.74%	-2.38%	3.77%
每股收益(元)	1.15	2.25	2.44	2.38	2.47
每股现金流量	1.77	1.24	3.30	3.22	3.47
净资产收益率	16.92%	41.01%	24.50%	19.30%	16.69%
P/E	40.83	10.36	11.60	11.89	11.46
PEG	0.06	0.04	0.53	-	-
P/B	6.91	4.25	2.84	2.29	1.91

备注: 以2017年07月19日收盘价为基准

**投资要点**

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 实现营业收入42.31亿元, 同比增长85.21%, 归母净利润12.00亿元, 同比增长11.92%, EPS为1.12元, 同比增长7.69%。公司预计1-9月归母净利润为18-20亿元, 同比增长2.16-13.51%。
- **出栏量快速增长, 低成本奠定持续盈利。** 公司上半年共销售生猪295.13万头, 同比增加156.12%, 其中商品猪196.83万头, 仔猪94.80万头, 种猪3.5万头。根据上半年商品猪15元/公斤简单测算, 商品猪头均盈利约400-420元, 仔猪头均盈利约300元。6月猪价在压栏生猪减少后, 开始小幅回升至14元/公斤, 由于中大猪存栏比例较低, Q3猪价预计环比二季度有所提升, 按Q3猪价14.5元/公斤和仔猪占比30%测算, 预计Q3出栏量约220-230万头, 全年出栏量达到750-800万头。
- **养殖结构变革迎来发展良机, 高速扩张步伐继续加码。** 从周期角度, 我们判断猪价仍在下行期阶段, 但环保因素带来的产业结构变化, 是本轮猪周期最显著的特点之一, 即补栏结构分化、规模化快速提升。公司作为自繁自养模式的龙头企业, 在养殖成本和效率上显著领先同行, 迎来最好的发展机遇。2017年上半年, 公司新设立27家子公司, 覆盖河南、安徽、山东、东北地区等多个省份。截至6月底, 固定资产和在建工程分别较16年年底增加26.7%和21.7%, 多地的项目工程已经开工, 建设进度正常; 生产性生物资产相比16年年底增加37.9%, 结合草根调研数据, 预计当前公司能繁母猪近50万头, 若下半年保持类似增速, 到17年年底公司在产产能预计可达到1200万头以上。
- **全方位磨炼内功, 成就未来养殖龙头。** 在迈出河南、大举向外扩张的同时, 公司在采购、信息化管理、员工团队建设和激励等方面多做创新和改进, 近期又推出第三期员工持股计划草案, 拟通过二级市场购买。作为生猪养殖板块中产能扩张速度最快的企业, 随着产能的逐步释放, 公司17-19年有望保持相对稳定的盈利水平, 抵御周期猪价的下跌。
- **我们继续看好公司未来的发展势头, 公司在生猪养殖领域成本优势突出, 预计公司2017-19年归母净利润保持在27-29亿元, 当前股价对应2017年的估值水平约12X, 维持“买入”评级。**
- **风险提示:** 猪价大幅下跌; 产能释放速度不及预期; 疫病灾害等。

**图表 1：牧原股份三张报表**

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	260,476	300,347	560,591	1,049,000	1,318,900	1,585,620
增长率	27.41%	15.3%	86.6%	87.1%	25.7%	20.2%
营业成本	-240,329	-226,391	-304,444	-733,140	-1,001,040	-1,247,350
% 销售收入	92.3%	75.4%	54.3%	69.9%	75.9%	78.7%
毛利	20,147	73,956	256,146	315,860	317,860	338,270
% 销售收入	7.7%	24.6%	45.7%	30.1%	24.1%	21.3%
营业税金及附加	0	0	-624	-1,049	-1,319	-1,586
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-529	-620	-1,356	-2,308	-2,902	-3,488
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-7,410	-10,175	-14,954	-31,050	-39,567	-47,569
% 销售收入	2.8%	3.4%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	12,208	63,161	239,212	281,453	274,073	285,627
% 销售收入	4.7%	21.0%	42.7%	26.8%	20.8%	18.0%
财务费用	-10,310	-12,750	-17,224	-8,272	-7,739	-8,954
% 销售收入	4.0%	4.2%	3.1%	0.8%	0.6%	0.6%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	199	133	812	500	500	500
% 税前利润	2.5%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	2,098	50,543	222,801	273,680	266,834	277,173
营业利润率	0.8%	16.8%	39.7%	26.1%	20.2%	17.5%
营业外收支	5,922	9,042	9,389	9,000	9,000	9,000
税前利润	8,020	59,585	232,190	282,680	275,834	286,173
利润率	3.1%	19.8%	41.4%	26.9%	20.9%	18.0%
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	8,020	59,585	232,190	282,680	275,834	286,173
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	8,020	59,585	232,190	282,680	275,834	286,173
净利率	3.1%	19.8%	41.4%	26.9%	20.9%	18.0%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	8,020	59,585	232,190	282,680	275,834	286,173
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15,335	22,675	46,711	83,424	123,567	157,194
非经营收益	10,449	12,457	17,274	1,099	657	2,032
营运资金变动	11,735	-3,176	-167,928	14,936	-26,755	-43,440
经营活动现金净流	45,538	91,540	128,247	382,140	373,301	401,959
资本开支	73,434	179,878	436,115	445,876	494,327	294,296
投资	-13,600	-51,300	49,000	4,733	0	0
其他	124	43	517	500	500	500
投资活动现金净流	-86,910	-231,135	-386,597	-440,644	-493,827	-293,796
股权募资	67,689	99,269	0	305,033	0	0
债权募资	4,130	93,846	302,517	-200,000	103,818	-53,818
其他	-16,876	-15,167	-35,379	-10,599	-10,157	-11,532
筹资活动现金净流	54,943	177,949	267,138	94,434	93,661	-65,350
现金净流量	13,571	38,354	8,787	35,929	-26,864	42,813

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	33,755	83,629	98,391	134,320	107,456	150,270
应收款项	0	22	26	287	361	434
存货	103,538	115,600	261,805	401,721	548,515	683,479
其他流动资产	13,772	52,127	11,596	14,349	17,028	19,491
流动资产	151,064	251,378	371,817	550,677	673,360	853,674
% 总资产	36.7%	35.6%	28.8%	29.9%	28.8%	32.0%
长期投资	4,768	4,679	19,033	14,300	14,300	14,300
固定资产	234,931	415,260	833,419	1,210,535	1,590,488	1,737,262
% 总资产	57.0%	58.8%	64.4%	65.8%	67.9%	65.1%
无形资产	17,232	16,983	28,250	22,586	22,393	21,721
非流动资产	260,866	455,375	921,315	1,288,035	1,667,795	1,813,897
% 总资产	63.3%	64.4%	71.2%	70.1%	71.2%	68.0%
资产总计	411,930	706,753	1,293,132	1,838,712	2,341,155	2,667,571
短期借款	125,618	198,675	308,691	58,691	132,509	58,691
应付款项	36,159	86,438	199,645	351,075	468,239	557,107
其他流动负债	3,205	3,728	11,059	17,495	23,123	28,316
流动负债	164,982	288,841	519,395	427,261	623,871	644,114
长期贷款	52,022	54,684	99,535	149,535	179,535	199,535
其他长期负债	104	11,027	108,058	108,058	108,058	108,058
负债	217,108	354,553	726,987	684,853	911,463	951,706
普通股股东权益	194,822	352,201	566,145	1,153,858	1,429,692	1,715,865
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	411,930	706,753	1,293,132	1,838,712	2,341,155	2,667,571

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.331	1.153	2.246	2.440	2.381	2.470
每股净资产(元)	8.051	6.814	5.477	9.960	12.341	14.812
每股经营现金净流(元)	1.882	1.771	1.241	3.299	3.222	3.470
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.12%	16.92%	41.01%	24.50%	19.29%	16.68%
总资产收益率	1.95%	8.43%	17.96%	15.37%	11.78%	10.73%
投入资本收益率	3.66%	12.21%	25.02%	21.44%	15.94%	14.96%
增长率						
营业总收入增长率	27.41%	15.31%	86.65%	87.12%	25.73%	20.22%
EBIT增长率	-63.64%	417.38%	278.73%	17.66%	-2.62%	4.22%
净利润增长率	-73.60%	642.97%	289.68%	21.75%	-2.42%	3.75%
总资产增长率	27.35%	71.57%	82.97%	42.19%	27.33%	13.94%
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	156.2	176.7	226.2	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	32.1	63.4	97.2	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	225.5	310.9	354.1	324.2	360.2	358.5
偿债能力						
净负债/股东权益	73.85%	48.19%	72.25%	15.01%	21.25%	12.07%
EBIT利息保障倍数	1.2	5.0	13.9	34.0	35.4	31.9
资产负债率	52.71%	50.17%	56.22%	37.25%	38.93%	35.68%

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。