

## 农林牧渔

2017年07月20日

## 牧原股份 (002714)

——周期下行阶段，有望实现以量补价的生猪养殖标的

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

投资要点：

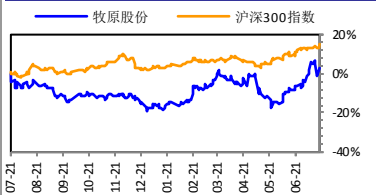
- 公司公布 2017 年中报，出栏量大幅增长，出栏仔猪比例高达 32%，业绩基本符合预期。报告期内，公司生猪销售量 295.13 万头，比上年同期增长 156.12%，其中商品猪 196.83 万头，仔猪 94.80 万头（仔猪占比 32%）；实现营业收入 42.31 亿元，同比增长 85.21%；实现净利润 12 亿元，同比增长 11.92%，基本符合预期。二季度生猪出栏 170.9 万头，同比增长 157%，环比增长 38%；实现营业收入 22.63 亿元，同比增长 65%，环比增长 15%；但由于猪价下跌，二季度净利润有所下跌。同时，公司基于对养殖盈利水平和生产、销售计划的预测，预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 2.16%-13.51%，即实现净利润 18-20 亿元。
- 牧原出栏规模呈陡峭直线上涨，叠加猪周期的正弦曲线，公司盈利能力和市值可能是向上的波动的正弦曲线。（1）公司出栏规模超预期：2017 年上半年出栏 295.13 万头，预计 2017 全年出栏量有望达 800 万头，2018、2019 年分别有望出栏 1250、1780 万头。上市以来，公司公告的 2017-2020 年新增产能出栏量分别为 40 万、262.5 万、593.1 万、506.3 万头（部分未公告产能的项目，根据投资额进行测算拟合），数据显示 3-5 年内公司有望在出栏规模上赶超温氏。（2）我们认为，猪价在三季度可能会出现一波反弹，10 月后将出现回落，此后一段时间内猪价或将进入下跌通道，对 2018 年价格持谨慎观点。从短期来看，天气原因、收储等对猪价有提振作用；中长期，前期猪场拆迁造成短期集中供应引起的供需失衡得以改善，推升猪价走高；长期分析，规模化企业有计划地大规模扩产能开始于 2015 年下半年，根据正常的补栏、养殖周期，从 2017 年底开始，规模化猪场出栏量或将持续、递进式增长，因此对 18 年猪价保持相对谨慎。两种因素的叠加效应取决于更强势的一方，如果出栏量超预期，则以量补价逻辑或将实现，但仍需防范风险。
- 估值与投资建议：预计 2017-2019 年出栏量分别为 800 万头、1250 万头和 1780 万头，2017 年下半年生猪均价 14.4 元/公斤，2018-19 年均价分别为 13.6、12.6 元/公斤，则 2017-2019 年分别实现营业收入 106.89 亿元、150.92 亿元、204.54 亿元，实现净利润 25.92 亿元、26.12 亿元、20.56 亿元（因为猪价下跌，下调 2017 年盈利预测，上次预测值为 30 亿元；但是 2018、2019 年出栏量有望超预期，因此 2018 年净利润略下调，上次预测值为 26.5 亿元；2019 年甚至超过上次预测值的 18.04 亿元），EPS 分别为 2.24/2.26/1.78 元，对应 PE 分别为 13/13/16X，维持增持评级。
- 风险提示：猪价下跌导致仔猪出栏比例大幅下降，引发出栏规模不达预期的风险、进口猪肉造成的边际影响超出预期的风险

收盘价(元)	28.3
一年内最高/最低(元)	31/22.52
市净率	3.6
息率(分红/股价)	2.44
流通A股市值(百万元)	17039
上证指数/深证成指	3244.87 / 10366.98

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

每股净资产(元)	7.87
资产负债率%	47.59
总股本/流通A股(百万)	1158/602
流通B股/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：以量补价兑现高增长，安全边际强!》2017/04/26

《牧原股份(002714)点评：一季报增长77-90%，持续配置》2017/03/31

## 证券分析师

赵金厚 A0230511040007  
zhaojh@swsresearch.com  
宫衍海 A0230513040003  
gongyh@swsresearch.com

## 研究支持

龚毓幸 A0230516100001  
qongyx@swsresearch.com

## 联系人

龚毓幸  
(8621)23297818x7405  
qongyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,606	4,231	10,689	15,092	20,454
同比增长率(%)	86.65	85.21	90.67	41.19	35.53
净利润(百万元)	2,322	1,200	2,592	2,612	2,056
同比增长率(%)	289.68	11.92	11.63	0.77	-21.29
每股收益(元/股)	2.25	1.04	2.24	2.26	1.78
毛利率(%)	45.7	34.4	28.9	20.9	12.8
ROE(%)	41.0	13.2	29.3	24.5	23.4
市盈率	13		13	13	16

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  
盈利预测表中 2017 年 H1 的 EPS 按照全面摊薄方法计算为 1.04 元/股，牧原公司披露的中报按照加权方法摊薄为 1.12 元/股

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,605	3,003	5,606	10,689	15,092	20,454
营业收入同比增长率 (yoy)	27.41%	15.31%	86.65%	90.70%	41.20%	35.50%
减: 营业成本	2,403	2,264	3,044	7,597	11,943	17,842
毛利率 (%)	7.73%	24.62%	45.69%	28.90%	20.90%	12.80%
减: 营业税金及附加	0	0	6	8	10	12
主营业务利润	201	740	2,555	3,084	3,139	2,600
主营业务利润率 (%)	7.73%	24.62%	45.58%	28.90%	20.80%	12.70%
减: 销售费用	5	6	14	30	35	40
减: 管理费用	74	102	150	300	320	350
减: 财务费用	103	127	172	200	210	220
经营性利润	19	504	2,220	2,554	2,574	1,990
经营性利润同比增长率 (yoy)	-92.69%	2555.83%	340.36%	15.10%	0.80%	-22.70%
经营性利润率 (%)	0.73%	16.78%	39.60%	23.90%	17.10%	9.70%
减: 资产减值损失	0	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	2	1	8	0	0	0
营业利润	21	505	2,228	2,554	2,574	1,990
加: 营业外净收入	59	90	94	38	38	66
利润总额	80	596	2,322	2,592	2,612	2,056
减: 所得税	0	0	0	0	0	0
净利润	80	596	2,322	2,592	2,612	2,056
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	80	596	2,322	2,592	2,612	2,056
净利润同比增长率 (yoy)	-73.60%	642.97%	289.68%	11.60%	0.80%	-21.30%
全面摊薄总股本	242	517	1,034	1,158	1,158	1,158
每股收益 (元)	0.33	1.23	2.25	2.24	2.26	1.78
归属母公司所有者净利润率 (%)	3.08%	19.84%	41.42%	24.20%	17.30%	10.10%
ROE	4.12%	16.92%	41.01%	29.30%	24.50%	23.40%

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。