

## 农林牧渔

2017年08月29日

## 牧原股份 (002714)

——出栏量高速增长下，市值能走多远？

报告原因：有新的信息需要补充

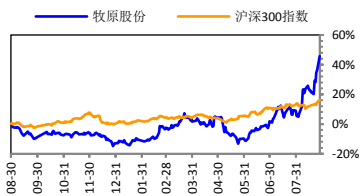
增持 (维持)

市场数据: 2017年08月28日	
收盘价(元)	38.08
一年内最高/最低(元)	38.91/22.52
市净率	4.8
息率(分红/股价)	1.81
流通A股市值(百万元)	22928
上证指数/深证成指	3365.23/10762.37

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年06月30日	
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/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:周期下行阶段,有望实现以量补价的生猪养殖标的》  
2017/07/20

《牧原股份(002714)点评:以量补价兑现高增长,安全边际强!》  
2017/04/26

## 证券分析师

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

## 联系人

襄毓幸  
(8621)23297818×7405  
gongyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点:

- **公司出栏量三年后有望接近温氏,中长期市值空间巨大。**近年公司出栏量维持高速增长,2016年公司出栏生猪311.39万头,过去5年复合增长率27.68%,预计公司未来出栏量将加速增长。根据目前公司新建产能的进程,公司2019-2020年生猪产能有望达到2600万头,逼近温氏2019年的预估出栏量2750万头。公司出栏量有望迎头赶上温氏,但目前两者市值却相去甚远,截止2017年8月28日,牧原股份市值仅441亿元,较温氏股份的1167亿元,相差超过160%。随着公司出栏量快速增长,市值上升空间巨大。
- **规模化企业大规模产能扩张猪价或将承压,但新一轮环保督查仍给公司以量补价带来机会。**公司市值=单头盈利\*出栏量\*估值,不考虑估值,则主要由盈利水平即猪价,以及公司生猪出栏量来决定。由于猪价具有显著周期性,因此公司市值上升的道路可能是曲线向上的过程。**1) 大规模养殖企业新增产能集中投放,猪价或将承压:**由于2015年下半年规模化企业开始有计划地大规模扩增产能,根据正常的补栏、养殖周期,2017年底开始,规模化猪场出栏量或将持续递进式增长,生猪供给集中释放猪价或将承压。**2) 环保被动去产能持续,对猪价产生一定支撑:**8月以来,第四批中央环境保护督察将全面启动,此次督查组主要进驻吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆,至此环保督察将覆盖全国31个省份。虽然集团化养殖企业集中投放产能将给猪价带来压力,但环保等利好因素的支撑下,猪价下跌幅度或将较为有限,维持在盈亏平衡线之上,我们预计2018年生猪均价13元/公斤,对应牧原头均盈利220元,仍给公司以量补价带来机会。若公司生猪出栏量继续维持高速增长,则有望支撑公司业绩稳步向上。
- **产能释放+仔猪提前出栏,17-18年公司出栏量高速增长可期。**根据上市以来的公司公告及年报,我们预计2017-2019年公司新建生猪养殖产能项目将分别提供新增出栏228/572/1127万头。在2016年出栏生猪311.39万头的基础上,考虑到每年新增产能及仔猪出栏,我们预计若维持32%的仔猪出栏比例,17年出栏量可达800万头,若18年仔猪出栏比例在0-30%的区间内,18年出栏量可达1118-1644万头。
- **中性假设下,公司18年预计实现利润29.69亿元,对应理论市值475亿元。**假设公司18年生猪出栏量1400万头,其中仔猪比例20%,则在对于猪价悲观、中性、乐观假设下(生猪价格12.5/13/13.5元/公斤,仔猪价格28/30/32元/公斤),公司将分别实现净利润22.63/29.69/36.75亿元,按照16倍估值,分别对应理论市值362/475/588亿元。
- **出栏量维持高速增长,看好优质公司长期发展,维持“增持”评级:**假设17-19年生猪总出栏量分别为800/1400/2645万头,预计公司17-19年可实现销售收入101.2/172.9/318.9亿元,净利润分别为26.65/29.69/34.88亿元(原盈利预测30/26.5/18亿元,根据最新猪价、出栏量预测盈利预测有所调整),摊薄后EPS 2.30/2.56/3.01元对应17-19年估值分别为17/15/13倍,维持增持评级!
- **风险提示:**猪价尤其是仔猪价格大幅下跌风险,仔猪出栏规模不达预期的风险等。

## 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	10,117	17,289	31,893
同比增长率(%)	86.65	85.21	80.50	70.90	84.50
净利润(百万元)	2,322	1,200	2,665	2,969	3,488
同比增长率(%)	289.68	11.92	14.80	11.40	17.50
每股收益(元/股)	2.25	1.04	2.30	2.56	3.01
毛利率(%)	45.7	34.4	30.2	20.8	14.3
ROE(%)	41.0	13.2	32.0	26.3	23.6
市盈率	17		17	15	13

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

## 投资案件

### 投资评级与估值

出栏量维持高速增长，看好优质公司长期发展，维持“增持”评级！预计公司 17-19 年可实现销售收入 101.2/172.9/318.9 亿元，净利润分别为 26.65/29.69/34.88 亿元，摊薄后 EPS 2.30/2.56/3.01 元对应 17-19 年估值分别为 17/15/13 倍，维持增持评级！

### 关键假设点

**出栏量假设：**预计 17-19 年生猪总出栏量分别为 800/1400/2645 万头；

**生猪价格假设：**预计 17-19 年商品猪价格分别为 14.5/13.0/12.3 元/公斤，仔猪价格分别为 36/30/25 元/公斤。

### 有别于大众的认识

**我们认为猪价和出栏量是公司市值的主要驱动因素：**公司市值=单头盈利\*出栏量\*估值，不考虑估值，则主要由盈利水平即猪价，以及公司生猪出栏量来决定。我们认为猪价受到规模化企业大规模产能扩张影响或将承压，但新一轮环保督查仍给公司以量补价带来机会。

**我们通过公告梳理得出理论产能扩张节奏：**通过梳理公司上市以来的公告及年报中的新建生猪养殖产能项目，我们预计公司 2017-2019 年将新增生猪产能 228/572/1127 万头。考虑到每年新增产能及仔猪出栏，我们预计若维持 32%的仔猪出栏比例，17 年出栏量可达 800 万头，若 18 年仔猪出栏比例在 0-30%的区间内，18 年出栏量可达 1118-1644 万头。

**我们看好公司中长期发展空间：**中性假设下，公司 18 年预计实现利润 29.41 亿元，对应理论市值 471 亿元。根据目前公司新建产能的进程，公司 2019-2020 年生猪产能有望达到 2600 万头，逼近温氏 2019 年的预估出栏量 2750 万头。公司出栏量有望迎头赶上温氏，但目前两者市值却相差近 180%。随着公司出栏量快速增长，市值上升空间巨大。

### 股价表现的催化剂

生猪价格、公司生猪出栏量

### 核心假设风险

猪价尤其是仔猪价格大幅下跌风险，仔猪出栏规模不达预期的风险等。

## 目录

---

1. 以量补价，公司市值空间巨大 .....	5
2. 出栏量测算 .....	6
2.1 公司产能能支撑多少出栏量? .....	6
2.2 不同猪价假设下，公司业绩如何变化? .....	10
3. 三期员工持股，彰显公司信心分享成长果实 .....	10
4. 核心假设与盈利预测 .....	11
5. 风险提示 .....	12
6. 投资建议 .....	13

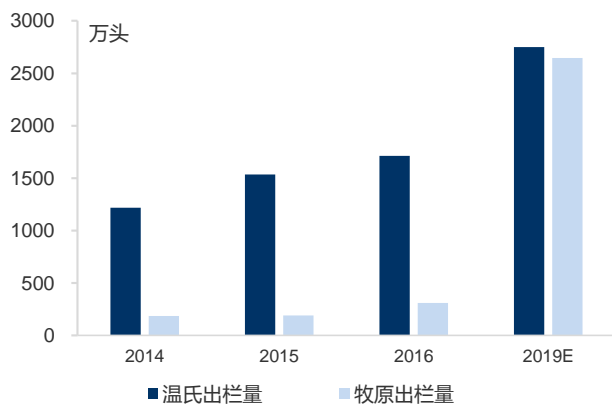
## 图表目录

图 1: 牧原和温氏出栏规模对比.....	5
图 2: 牧原和温氏市值对比 (截止 17 年 8 月 28 日) .....	5
图 3: 牧原市值预计将曲线向上.....	6
图 4: 18、19 年将进入新建生猪养殖产能集中投产期.....	6
图 5: 未来猪价走势预测 .....	6
图 6: 公司新增产能地区主要集中在中原地区, 部分向东北、内蒙地区扩展 .....	9
图 7: 仔猪价格较商品猪价格波动更剧烈.....	12
表 1: 募股筹资项目 .....	7
表 2: 其他方式筹资项目 .....	7
表 3: 其他在建工程 .....	8
表 4: 公司未来五年内预计新增产能.....	8
表 5: 不同仔猪出栏比例下总出栏量测算.....	9
表 6: 不同假设下 2018 年支撑市值的出栏量测算 .....	10
表 7: 公司三年内推出三期员工持股计划.....	10
表 8: 主营业务收入与成本拆分 (单位: 百万元) .....	11
表 9: 公司利润表预测 (单位: 百万元、元) .....	11
表 10: 行业可比公司估值表 .....	13

## 1. 以量补价，公司市值空间巨大

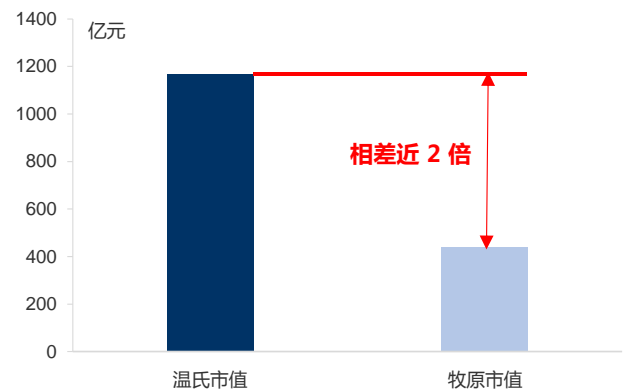
公司出栏量三年后有望接近温氏，中长期市值空间巨大。近年公司出栏量维持高速增长，截止去年公司出栏生猪 311.39 万头，同比增长 62.27%，过去 5 年复合增长率 27.68%，预计公司未来出栏量将加速增长。根据目前公司新建产能的进程，公司 2019-2020 年生猪产能有望达到 2600 万头，逼近温氏 2019 年的预估出栏量 2750 万头。牧原出栏量有望迎头赶上温氏，但目前两者市值却相去甚远，截止 2017 年 8 月 28 日，牧原股份市值仅 441 亿元，较温氏股份的 1167 亿元，相差超过 160%。

图 1：牧原和温氏出栏规模对比



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 2：牧原和温氏市值对比（截止 17 年 8 月 28 日）



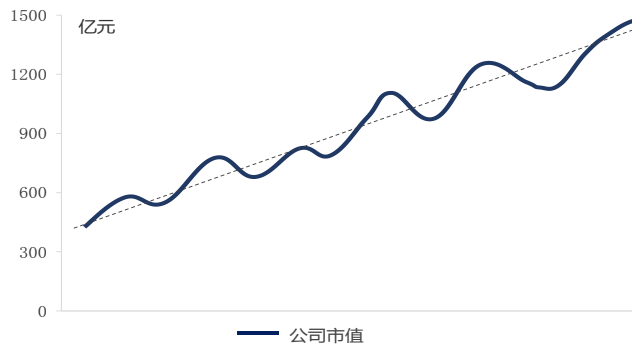
资料来源：Wind，申万宏源研究

但市值上行的过程可能是曲折的，取决于单头盈利（猪价）\*出栏量。公司市值=单头盈利\*出栏量\*估值，不考虑估值，则主要由盈利水平即猪价，以及公司生猪出栏量来决定。由于猪价具有显著周期性，因此公司市值上升的道路可能是曲线向上的过程。

规模化企业大规模扩产能猪价或将承压，但新一轮环保督查仍给公司以量补价带来机会。1) 大规模养殖企业新增产能集中投放，猪价或将承压：由于 2015 年下半年规模化企业开始有计划地大规模扩增产能，根据正常的补栏、养殖周期，2017 年底开始，规模化猪场出栏量或将持续递进式增长，生猪供给集中释放猪价或将承压。2) 环保被动去产能持续，对猪价产生一定支撑：8 月以来，第四批中央环境保护督察将全面启动，此次督查组主要进驻吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆，至此环保督察将覆盖全国 31 个省份。不过由于上一轮针对畜禽养殖污染的治理中，出现了部分地区盲目禁养、限养一刀切的做法，损害了养殖户利益，没有统筹好生产发展和环保的关系。对此，十二届全国人大五次会议人大代表提出了这个问题，农业部答复称下一步将明确禁养区划定范围，推进禁养区内养殖场分类管理，促进畜禽养殖通过粪污资源化利用减少污染排放。这或将导致新一轮环保督查中的猪场拆迁力度减弱，不过本轮环保督查的针对畜牧养殖业的具体执行力度仍需根据发改委今年 9-10 月会议发布指导性文件来决定。

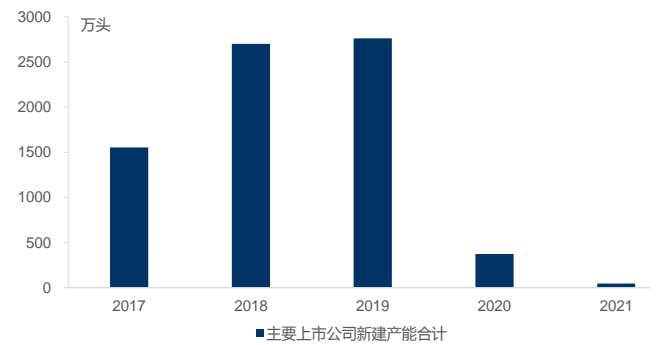
虽然集团化养殖企业集中投放产能将给猪价带来压力，但环保等利好因素的支撑下，猪价下跌幅度或将较为有限，维持在盈亏平衡线之上，我们预计 2018 年生猪均价 13 元/公斤，对应牧原头均盈利 220 元，仍给公司以量补价带来机会。若公司生猪出栏量继续维持高速增长，则有望支撑公司业绩稳步向上。

图 3：牧原市值预计将曲线向上



资料来源：申万宏源研究

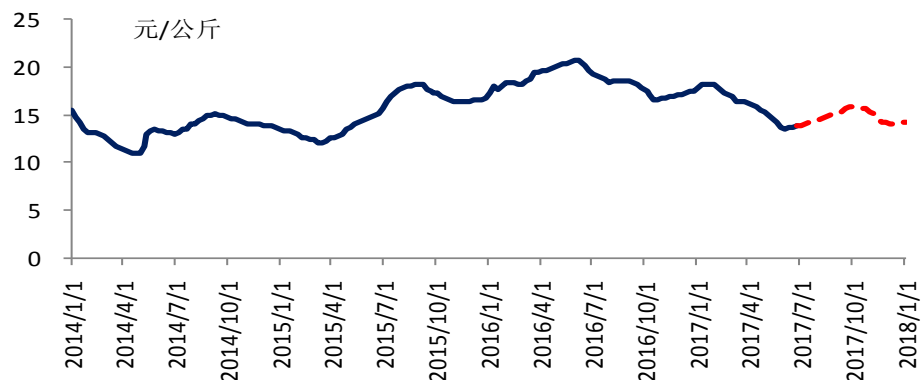
图 4：18、19 年将进入新建生猪养殖产能集中投产期



资料来源：公司公告、申万宏源研究

注：根据各上市公司公告整理，实际数量可能大于公告披露的数量

图 5：未来猪价走势预测



资料来源：农业部、申万宏源研究

## 2. 出栏量测算

### 2.1 公司产能能支撑多少出栏量？

通过整理上市以来的公司公告及 2016 年公司年报，我们统计了公司近三年来投建的生猪养殖项目。各项目相关信息均以公告中披露内容为准，部分项目信息缺失的，我们进行了假设推算：**1) 项目产能**：按 1100 元/头的投资额进行折算；**2) 达产时间**：按 2 年项目

建设期及6个月出栏时间进行折算；**3) 投资额**：按照44.4万头的平均新建项目产能，对应投资金额为4.89亿元。

**表 1：募股筹资项目**

项目名称	新建产能数量 (万头)	预计生猪产能释放时间	预计投资金额 (亿元)
邓州牧原年出栏80万头生猪产业化项目	80.0	2016年9月	8.63
滑县牧原年出栏40万头生猪产业化项目	40.0	2017年9月	3.90
老河口牧原年出栏100万头生猪产业化项目	100.0	2020年4月	11.50
通许牧原第一期52万头生猪产业化项目	52.0	2020年3月	6.30
商水牧原第一期45万头生猪产业化项目	45.0	2020年3月	4.98
西华牧原第一期27.5万头生猪产业化项目	27.5	2020年3月	3.03
太康牧原第一期25万头生猪产业化项目	25.0	2020年3月	1.96
闻喜牧原第一期20万头产业化项目	20.0	2020年3月	1.81
扶沟牧原第一期20万头生猪产业化项目	20.0	2019年1月	2.10
正阳牧原第一期18万头产业化项目	18.0	2019年6月	2.52
内蒙古翁牛特牧原70万头生猪养殖建设项目	70.0	2020年6月	10.06
内蒙古开鲁牧原60万头生猪养殖建设项目	60.0	2020年6月	8.02
辽宁建平牧原40万头生猪养殖建设项目	40.0	2020年6月	6.48
黑龙江兰西牧原20万头生猪养殖建设项目	20.0	2020年6月	2.72
吉林农安牧原年出栏20万头生猪养殖建设项目	20.0	2020年6月	3.87
<b>总计</b>	<b>637.5</b>		<b>77.87</b>

资料来源：公司公告、申万宏源研究

**表 2：其他方式筹资项目**

项目名称	预估新建产能数量 (万头)	预计生猪产能释放时 间	预计投资金额 (亿元)
卧龙牧原第一期生猪产业化项目	67.4	2018年2月	7.41
钟祥牧原第一期生猪产业化项目	75.9	2018年3月	8.35
曹县牧原第一期生猪产业化项目	39.8	2018年8月	4.38
唐河牧原第一期生猪产业化项目	65.8	2018年9月	7.24
扶沟牧原第二期生猪产业化项目	54.7	2019年2月	6.02
滑县牧原第一期生猪产业化项目	56.0	2019年7月	6.16
杞县牧原第一期生猪产业化项目	60.7	2019年5月	6.68
正阳牧原第二期生猪产业化项目	45.1	2019年5月	4.97
通许牧原第二期生猪产业化项目	34.0	2019年6月	3.74
方城牧原第一期生猪产业化项目	13.5	2018年9月	1.49
社旗牧原第一期生猪产业化项目	28.0	2019年10月	3.07
西华牧原第二期生猪产业化项目	25.9	2019年10月	2.85
商水牧原第二期生猪产业化项目	41.6	2019年11月	4.57
闻喜牧原第二期生猪产业化项目	26.8	2020年2月	2.94
太康牧原第二期生猪产业化项目	76.4	2019年8月	8.40
万荣牧原第一期生猪产业化项目	54.5	2019年4月	6.00
大荔牧原第一期生猪产业化项目	15.2	2019年8月	1.67
新绛牧原第一期生猪产业化项目	48.6	2019年11月	5.35

广宗牧原第一期生猪产业化项目	14.4	2019年3月	1.58
<b>总计</b>	<b>844.3</b>		<b>92.87</b>

资料来源：公司公告、申万宏源研究

**表 3：其他在建工程**

项目名称	
1	内乡牧原第一期生猪产业化项目
2	铁岭牧原第一期生猪产业化项目
3	奈曼牧原第一期生猪产业化项目
4	浙川牧原第一期生猪产业化项目
5	敖汉牧原第一期生猪产业化项目
6	馆陶牧原第一期生猪产业化项目
7	铜山牧原第一期生猪产业化项目
8	龙江牧原第一期生猪产业化项目
9	颍上牧原第一期生猪产业化项目
10	垦利牧原第一期生猪产业化项目
11	白水牧原第一期生猪产业化项目
12	海兴牧原第一期生猪产业化项目

资料来源：公司公告、申万宏源研究

根据以上折算原则，预计公司新建产能项目中 2017 年达产产能为 227.75 万头，2018 年达产产能为 571.88 万头，2019 年达产产能为 1126.68 万头。由于我们的预计均基于公司公告或年报披露，考虑到部分未披露项目的存在，公司实际新增产能大于或等于我们的预计值。

**表 4：公司未来五年内预计新增产能**

	预计新增产能（万头）
2017 年	227.8
2018 年	571.9
2019 年	1126.7
2020 年	0.0
2021 年	8.7
<b>合计</b>	<b>2015.01</b>

资料来源：公司公告、2016 年年报、申万宏源研究



图 6：公司新增产能地区主要集中在中原地区，部分向东北、内蒙地区扩展



资料来源：公司公告、申万宏源研究

在母猪数量供应充足的假设前提下，我们进一步对公司未来两年的出栏量进行估算。

**2017 年出栏量测算：**基于 2016 年公司 311.39 万头的出栏量，考虑 2017 年新增产能 227.75 万头，预计 2017 年商品猪出栏量共计 539 万头。同时，假设 2017 年仔猪出栏比例维持上半年的 32%，假设种猪出栏量 3.50 万头，预计 2017 年生猪总出栏量约为 798 万头。

**2018 年出栏量测算：**基于 2017 年 798 万头出栏量，扣除 2017 年仔猪出栏量 255 万头（17 年出栏的仔猪相当于透支了 18 年的出栏量），考虑 2018 年新增产能 572 万头，预计 2018 年商品猪出栏量将达到 1115 万头。**1) 假设不出栏仔猪：**在不考虑仔猪出栏的情况下，预计 2018 年生猪总出栏量约为 1118 万头。**2) 假设出栏仔猪：**a. 假设仔猪出栏比例为 20%，对应 2018 年生猪总出栏量约为 1398 万头；b. 假设仔猪出栏比例为 32%，对应 2018 年生猪总出栏量约为 1644 万头。

表 5：不同仔猪出栏比例下总出栏量测算

	2016	2017E	2018E		
			不考虑仔猪出栏	考虑仔猪出栏	
仔猪出栏比例 (%)	27%	32%	0%	20%	32%
商品猪 (万头)	222.84	539.14	1114.52	1114.52	1114.52
种猪 (万头)	2.92	3.50	3.50	3.50	3.50
仔猪 (万头)	85.63	255.36	0.00	279.51	526.13
出栏量 (万头)	311.39	798.00	1118.02	1397.52	1644.15

资料来源：公司年报、申万宏源研究

## 2.2 不同猪价假设下，公司业绩如何变化？

假设公司 18 年生猪出栏量 1400 万头，其中仔猪比例 20%：

**猪价在中性假设下：**若 18 年商品猪均价 13 元/公斤，商品猪出栏体重 110kg/头，生猪完全成本 11 元/公斤，对应头均盈利 220 元；若仔猪均价 30 元/公斤，仔猪出栏体重约 16kg/头，仔猪单头成本 300 元，对应头均盈利 180 元，则公司 18 年净利润将达 29.69 亿元。

**猪价在乐观假设下：**若 18 年商品猪均价 13.5 元/公斤，仔猪均价 32 元/公斤，则公司 18 年净利润将达到 36.75 亿元；**悲观假设下：**若 18 年商品猪均价 12.5 元/公斤，仔猪均价 28 元/公斤，则公司净利润将达 22.63 亿元。

按照对于猪价悲观、中性、乐观假设，公司将分别实现净利润 22.63/29.69/36.75 亿元，按照 16 倍估值，分别对应理论市值 362/475/588 亿元。

表 6: 不同假设下 2018 年支撑市值的出栏量测算

	悲观	中性	乐观
生猪总出栏量 (万头)		1400	
仔猪比例		20%	
商品猪价格 (元/公斤)	12.50	13.00	13.50
商品猪单头盈利 (元/头)	165	220	275
仔猪价格 (元/公斤)	28	30	32
仔猪单头盈利 (元/头)	148	180	212
净利润 (亿元)	22.63	29.69	36.75

资料来源：申万宏源研究

## 3. 三期员工持股，彰显公司信心分享成长果实

公司分别在 2015、2016 年通过定增方式实施第一、第二期员工持股计划之后，又在 2017 年 7 月推出第三期员工持股计划，参与对象包括公司董监高、公司及子公司员工合计不超过 5000 人，通过认购集合资金信托计划的次级份额实现 2:1 的杠杆比例，募集资金规模不超过 8 亿元，认购股票数量不超过 3060.39 万股。截至 2017 年 8 月 17 日，公司已经从二级市场购买 2660 万股，成交均价 29.97 元/股，此次计划购买股票已实施完毕。

三期员工持股完成后，公司员工持股计划持有股份数占公司总股本比例为 7.73%。随着公司生猪养殖产能的高速扩张，公司子公司数量和员工数量也快速增长。经过三期员工持股计划，公司员工有望充分受益公司的高速成长，在公司高速发展的阶段，激发员工积极性，提升管理效率。

表 7: 公司三年内推出三期员工持股计划

	公告日	完成日期	股票数 (股)	占公司总股本%	成本价 (元/股)	锁定期	完成方式
第一期员工持股计划	2015/4/28	2015/12/28	22,353,714	1.93%	15.21	36 个月	非公开发行股票
第二期员工持股计划	2016/9/13	2017/4/24	40,535,062	3.50%	24.67	36 个月	非公开发行股票
第三期员工持股计划	2017/7/18	2017/8/17	26,692,421	2.30%	29.97	12 个月	从二级市场购买股票

资料来源：公司公告、申万宏源研究

注 1：公司总股本比例指占目前总股本比例

注：第一期员工持股认购定向增发股份发行价为 30.42 元/股，但由于 2016 年 7 月公司进行 2015 年度权益分派，向全体股东实施了 10 送 10，除权之后的成本价格为 15.21 元/股

## 4. 核心假设与盈利预测

我们对公司主营业务核心假设如下：

**出栏量假设：**预计 17-19 年生猪总出栏量分别为 800/1400/2645 万头；

**生猪价格假设：**预计 17-19 年商品猪价格分别为 14.5/13.0/12.3 元/公斤，仔猪价格分别为 36/30/25 元/公斤。

在上述假设下，预计公司 17-19 年可实现销售收入 101.2/172.9/318.9 亿元，净利润分别为 26.65/29.69/34.88 亿元，摊薄后 EPS 2.30/2.56/3.01 元。

表 8：主营业务收入与成本拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>商品猪</b>					
营业收入	2837	4545	8564	15872	30246
营业成本	2172	2719	6282	12855	26171
毛利	665	1827	2282	3017	4075
毛利率	23.43%	40.19%	26.65%	19.01%	13.47%
<b>仔猪</b>					
营业收入	156	992	1482	1354	1587
营业成本	87	300	749	802	1134
毛利	69	692	733	552	453
毛利率	44.29%	69.79%	49.45%	40.77%	28.53%
<b>种猪</b>					
营业收入	10	67	68	61	57
营业成本	5	25	28	28	29
毛利	5	42	39	32	29
毛利率	53.85%	62.69%	58.02%	53.16%	50.16%
收入合计	3003	5604	10114	17286	31891
成本合计	2264	3043	7060	13685	27334
毛利合计	739	2561	3054	3601	4556
毛利率	24.61%	45.69%	30.20%	20.83%	14.29%

资料来源：公司年报、申万宏源研究

表 9：公司利润表预测（单位：百万元、元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,605	3,003	5,606	10,117	17,289	31,893
二、营业总成本	2,586	2,499	3,386	7,544	14,418	28,507

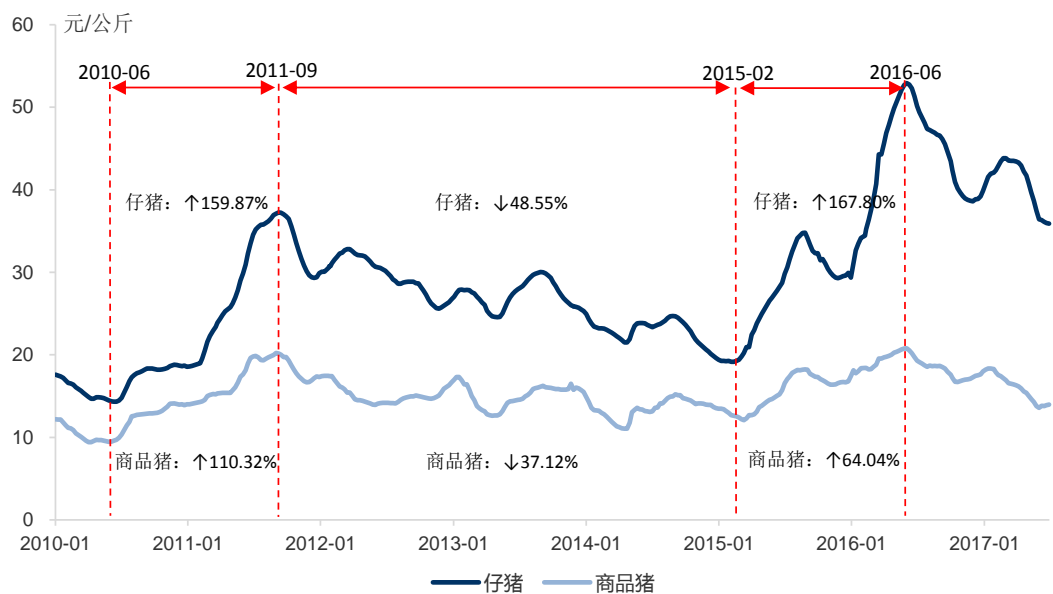
其中：营业成本	2,403	2,264	3,044	7,061	13,686	27,335
营业税金及附加	0	0	6	11	20	32
销售费用	5	6	14	20	35	64
管理费用	74	102	150	263	450	829
财务费用	103	127	172	188	227	247
资产减值损失	(0)	0	0	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	8	0	0	0
三、营业利润	21	505	2,228	2,573	2,871	3,386
加：营业外收入	61	92	97	95	101	105
减：营业外支出	1	1	3	3	3	3
四、利润总额	80	596	2,322	2,665	2,969	3,488
减：所得税	0	0	0	0	0	0
五、净利润	80	596	2,322	2,665	2,969	3,488
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	2,665	2,969	3,488
六、全面摊薄每股收益	0.07	0.51	2.00	2.30	2.56	3.01

资料来源：公司年报、申万宏源研究

## 5. 风险提示

**1、猪价尤其是仔猪价格波动风险：**从历史价格走势来看，我国猪价呈现出较强的周期性波动特征，且仔猪价格弹性显著大于生猪价格。在猪价周期下行的趋势下，仔猪价格下跌幅度也有超过生猪价格跌幅的风险，公司近年仔猪比例不断上升，若仔猪价格大幅下跌或将导致公司业绩低于预期。

图 7：仔猪价格较商品猪价格波动更剧烈



资料来源：农业部、申万宏源研究

**2、仔猪出栏规模不达预期的风险：**仔猪出栏量受到仔猪价格、补栏需求等因素的影响。如果仔猪价格过低致使提前出栏不经济，或猪价大幅下跌导致仔猪补栏积极性低迷，或将造成仔猪出栏规模不达预期，影响生猪总出栏量，导致难以用以量补价的方式实现业绩支撑。

## 6. 投资建议

**出栏量维持高速增长，看好优质公司长期发展，维持“增持”评级：**假设 17-19 年生猪总出栏量分别为 800/1400/2645 万头，预计公司 17-19 年可实现销售收入 101.2/172.9/318.9 亿元，净利润分别为 26.65/29.69/34.88 亿元（原盈利预测 30/26.5/18 亿元，根据最新猪价、出栏量预测盈利预测有所调整），摊薄后 EPS 2.30/2.56/3.01 元对应 17-19 年估值分别为 17/15/13 倍，A 股同类生猪养殖上市公司 18 年平均估值水平在 30 倍，由于明年生猪价格存在不确定性，出于谨慎性原则，给予公司 18 年 16 倍估值，对应目标市值 475 亿元，维持增持评级！

表 10：行业可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价（元）	EPS（元）		PE	
			2017	2018	2017	2018
300498	温氏股份	22.37	0.96	0.62	23	36
002477	雏鹰农牧	4.61	0.26	0.2	18	23
	行业平均				21	30

资料来源：Wind、申万宏源研究

附表 1: 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,003	5,606	10,117	17,289	31,893
商品猪	2,837	4,545	8,564	15,872	30,246
仔猪	156	992	1,482	1,354	1,587
种猪	10	67	68	61	57
营业总成本	2,499	3,386	7,544	14,418	28,507
营业成本	2,264	3,044	7,061	13,686	27,335
商品猪	2,172	2,719	6,739	12,594	24,692
仔猪	89	239	638	604	816
种猪	5	25	30	30	30
营业税金及附加	0	6	11	20	32
销售费用	6	14	20	35	64
管理费用	102	150	263	450	829
财务费用	127	172	188	227	247
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	8	0	0	0
营业利润	505	2,228	2,573	2,871	3,386
营业外收支	90	94	92	98	102
利润总额	596	2,322	2,665	2,969	3,488
所得税	0	0	0	0	0
净利润	596	2,322	2,665	2,969	3,488
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	596	2,322	2,665	2,969	3,488

资料来源:Wind、申万宏源研究

附表 2: 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	596	2,322	2,665	2,969	3,488
加: 折旧摊销减值	227	467	499	499	499
财务费用	125	179	188	227	247
非经营损失	(1)	(8)	0	0	0
营运资本变动	(32)	(1,679)	(1,482)	(2,444)	(5,035)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	915	1,282	1,870	1,251	(802)
资本开支	1,799	4,361	0	0	0
其它投资现金流	(513)	495	0	0	0
投资活动现金流	(2,311)	(3,866)	0	0	0

吸收投资	993	0	0	0	0
负债净变化	938	2,034	(138)	449	449
支付股利、利息	145	342	188	227	247
其它融资现金流	(7)	(12)	0	0	0
融资活动现金流	1,779	2,671	(327)	221	202
净现金流	384	88	1,543	1,472	(600)

资料来源:Wind、申万宏源研究

**附表 3: 合并资产负债表**

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,514	3,718	8,716	15,885	27,023
现金及等价物	836	984	2,527	4,000	3,399
应收款项	9	46	46	46	46
存货净额	1,156	2,618	6,072	11,770	23,507
其他流动资产	513	70	70	70	70
长期投资	47	190	190	190	190
固定资产	4,153	8,334	7,835	7,336	6,838
无形资产及其他资产	354	689	689	689	689
资产总计	7,068	12,931	17,430	24,101	34,739
流动负债	2,888	5,194	6,579	9,833	16,535
短期借款	1,987	3,087	2,500	2,500	2,500
应付款项	841	1,495	3,467	6,720	13,423
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	657	2,076	2,524	2,973	3,421
负债合计	3,546	7,270	9,104	12,806	19,956
股本	517	1,034	1,034	1,034	1,034
资本公积	1,456	939	939	939	939
盈余公积	144	346	577	835	1,138
未分配利润	1,405	3,343	5,776	8,487	11,672
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	3,522	5,661	8,326	11,295	14,783
负债和股东权益合计	7,068	12,931	17,430	24,101	34,739

资料来源:Wind、申万宏源研究

## 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>
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。