

调研点评报告
牧原股份 (002714)
农林牧渔
低成本+高出栏，长期成长性强
报告日期: 2017-09-08

评级: **谨慎推荐**

上次评级:

合理区间: **38.08-42.84 元**

上次预测:

当前价格(元)	40
52周价格区间(元)	22.78-42.26
总市值(百万)	46338.54
流通市值(百万)	20454.49
总股本(万股)	115846.35
流通股(万股)	60208.95
公司网址	www.muyuanfoods.com

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
牧原股份	36.99	62.43	56.11
上证综指	2.62	7.17	8.85

财富证券研究发展中心

刘雪晴	刘丛丛
0731-84779556	0731-89955776
liuxq@cfzq.com	liucc@cfzq.com
S0530210080001	研究助理

相关研究报告:

预测指标	2016A	2017E	2018E
主营收入(亿元)	56.06	108.82	141.66
净利润(亿元)	23.21	26.22	27.60
每股收益(元)	2.00	2.26	2.38
每股净资产(元)	4.89	6.54	8.28
市盈率	20.51	18.16	17.25
P/B	8.41	6.28	4.96

资料来源: 财富证券

事件: 近期我们实地调研了牧原股份, 与公司高管就公司生产经营情况及未来发展规划进行了沟通。

投资要点

- 以量补价, 公司上半年业绩逆势增长。** 公司是国内规模最大的自繁自养自育一体化的生猪养殖企业, 近几年公司生猪出栏量维持高速增长, 2016年公司生猪出栏311.39万头, 过去5年复合增长率达到27.68%。2017年上半年公司生猪出栏295万头, 同比增长156.12%, 实现营收42.3亿元, 同比增长85.2%, 归属净利润为12亿元, 同比增长11.9%。在上半猪价呈现前高后低的走势下, 生猪养殖板块合计归母净利润同比下滑超过60%, 而公司在周期下行阶段业绩依然实现正增长主要得益于生猪出栏量的大幅增长及成本控制能力的提升。
- 成本优势明显。** 公司实行大规模一体化的养殖模式, 拥有自动化水平较高的猪舍和饲喂系统、强大的生猪育种技术、独特的饲料配方技术等, 保证了生猪养殖效率的最大化和成本的最低化。主要体现在: 1) 饲料成本低: 子公司布局在粮食主产区, 原粮收购成本及饲料运输成本低; 2) 种猪成本低: 公司的种猪均是自育自用, 成本比外购种猪低; 3) 劳动效率高: 公司自行研制自动化饲喂系统, 水电、温度等自动化控制系统, 劳动效率处于行业领先水平。4) 健康控制较好: 健康管理是影响生产成绩非常重要的因素, 公司秉承“养重于防, 防重于治, 综合防治”的理念, 建立了完善的消毒、防疫制度, 从而减少了仔猪发病率。目前公司生猪养殖的完全成本是11.5元/公斤, 远低于行业13.0元/公斤的平均水平。显著的成本优势将有助于公司在猪价下行周期取得相对于行业的超额收益, 同时在猪价上行阶段获得最大业绩弹性。

- **多渠道融资助力产能加速扩张。**公司自 2015 年开始便进行全国范围的产能扩张，固定资产和生物性资产实现翻倍增长。2017 年 6 月末，公司生产性生物资产同比增加 37.86%，固定资产同比增加 26.68%，在建工程同比增加 29.74%，表明公司产能仍在持续扩张。截止到 2017 年 6 月末，公司具备生猪产能 1029 万头，2017 年计划出栏 700-800 万头，2018 年有望超过 1000 万头。融资方面，2017 年 8 月公司公告拟发行不超过 5 亿美元的债券以及不超过 20 亿人民币的中期票据，若相关融资计划能够顺利完成，则按照投资金额和 2 年的项目建成期，预计公司 2019 新增产能将达到 480 万头，由于未考虑公司净利润投资及公司未披露的项目，因此公司实际新增产能将大于我们的预期。综上，预计公司 2017-2019 年生猪总出栏量将分别达到 750、1100、1600 万头。
- **环保高压拉长周期，以量补价有望实现逆周期增长。**1) 规模化扩张致周期下行。由于 2015 年下半年规模化养殖企业开始集中扩增产能，根据正常的生猪养殖周期，此番扩增的产能将在 17 年底开始集中释放（以 12 家上市养猪企业为例，2017、2018 年的生猪预计出栏量比 2016 年分别增加 1100、2800 万头），因此后期猪价或将承压。2) 环保高压拉长猪周期。2016 年开始，畜禽养殖行业进入全面环保整治阶段。根据农业部相关数据显示，2016 年南方水网地区环保整治直接减少生猪存栏 3600 万头。2017 年，环保督查进驻河南、山东等中原养殖大省，但由于这些地区属于生猪养殖的重点发展区，因此去产能的力度或不如 2016 年强烈，预计 2017 年生猪存栏减少 2000 万头左右（2017 年是环保整治完成的最后阶段）。虽然规模化企业产能集中释放将对猪价形成压力，但环保去产能等利好因素或将对猪价起到一定支撑作用。因此在环保高压拉长猪价下行周期的背景下，公司依靠爆发式增长的出栏量以及规模一体化养殖模式具备的成本优势，依然可以实现业绩的逆周期增长。
- **盈利预测与投资评级。**我们在猪价中性假设（2017、2018 生猪均价 14.5、13.5 元/公斤）的前提下，依据公司生猪出栏规模及出栏结构，预计公司 2017、2018 年营业收入将分别达到 108.82、141.66 亿元，净利润分别为 26.22、27.60 亿元，EPS 分别为 2.26、2.38 元。目前股价对应 2017、2018 年 PE 为 17.7、16.8 倍。考虑到公司生猪养殖一体化的产业优势及产能快速扩张带来的高业绩弹性，给予公司 2018 年 16-18 倍 PE，6-12 个月合理区间为 38.08-42.84 元。首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。
- **主要风险提示：**猪价大幅回落；产能扩张不达预期；原材料价格上涨；疫情影响；

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438