

**牧原股份 (002714.SZ)**
**中国生猪全产业链养殖模式典范**

询价 (元):

**42.35-47.24**

分析师

研究支持

**谢刚**
**陈奇**

S0740510120005

农林牧渔行业

021-20315178

021-20315189

xiegang@r.qlzq.com.cn

chenqi@r.qlzq.com.cn

2014年1月12日

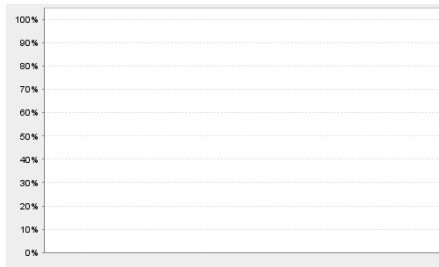
**基本状况**

总股本(百万股)	212.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

**业绩预测**

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,134.2	1,490.8	2,008.9	2,983.5	4,157.3
营业收入增速	155.17	31.44%	34.75%	48.51%	39.34%
净利润增长率	316.58	-7.41%	-7.10%	58.89%	20.40%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.56	1.42	2.15	2.59
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	—	—	0.00	0.00
每股净资产(元)	3.44	4.85	6.29	10.75	13.34
每股现金流量(元)	0.84	1.92	1.43	1.47	2.66
净资产收益率	48.94%	32.15%	23.00%	19.97%	19.38%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万元)	212.00	212.00	212.00	227.00	227.00

备注: 市场预测取聚源一致预期

**股价与行业-市场走势对比**

**投资要点**

- **深耕二十载, 牧原股份成长为国内生猪全产业链养殖领导企业。**牧原股份始建于1992年, 历经22年的发展, 现具有繁育及养殖生猪195万头的能力, 已形成集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整封闭式生猪产业链。2013年公司出栏生猪130万头, 出栏量位居行业第二。
- **高效养殖和质量管控铸就行业成长典范。**公司的成长模式在于专注生猪养殖行业, 以高效养殖来抵御猪价周期波动风险, 逐渐形成强大的成本和质量优势, 从而助推公司规模和盈利双双高增长。从某种程度上来说, 公司的成长模式是代表了未来国内生猪养殖行业的发展路径。2013年养殖成本约为12.3-12.5元/公斤, 远低于行业平均14元/公斤; 质量管控带来食品安全, 下游逐步形成一批双汇、龙大等优质客户。
- **生猪养殖行业加速变革, 为公司带来快速扩张的良机, 未来3年复合增长达35%。**当前行业结构加速转型, 为公司份额提升带来机遇; 中长期, 公司将继续加速产能扩建推动公司生猪的年销售量, 使公司成为全产业链的国内生猪养殖龙头企业。2015年公司产能有望达到350万头以上, 复合增长达30%以上。同时公司利用原料优势, 未来将逐步延伸产业链, 进入下游屠宰肉制品行业, 从而拓宽公司盈利增长点。
- 随着2014年养殖盈利回升, 公司盈利有望迎来周期性增长, 我们预计2014年公司净利增长接近60%。
- 公司此次IPO拟募集资金6.7亿元, 募集资金全部继续投向养猪业务, 在邓州市新建养猪产能, 实施“年出栏80万头生猪产业化项目”。预计三年内募投项目逐步达产, 届时年收入达10亿元, 盈利1.6亿元。
- 预计2014-16年销售收入为20、29.8和41.6亿元, 归属母公司股东净利润4.87、5.87和5.02亿元, 同比增长58.9%、20.4%和-14.4%, 对应摊薄后EPS为2.15、2.59和2.21元。综合相对估值和绝对估值法, 我们给出牧原股份的参考询价区间为42.35元-47.24元, 公司质地优异、口碑一流, 建议申购。

## 内容目录

<b>国内生猪养殖行业典范</b> .....	<b>- 4 -</b>
生猪全产业链养殖领导企业，行业口碑一流.....	- 4 -
“自育自繁自养”全产业链模式凸显公司核心竞争优势.....	- 5 -
高效养殖和质量管控铸就行业成长典范.....	- 6 -
<b>产能扩张推动公司高速增长，未来三年复合增长达 35%以上</b> .....	<b>- 9 -</b>
生猪养殖行业规模继续扩张，集中度加速提升.....	- 9 -
成长性之一：产能快速扩张推动公司继续高速发展.....	- 9 -
成长性之二：逐步延伸产业链，利用原料优势打通下游消费环节.....	- 11 -
<b>2014 年养殖盈利有望好转，公司业绩迎来周期性高增长</b> .....	<b>- 12 -</b>
<b>未来 3 年募投项目达产，加速公司出栏规模增长</b> .....	<b>- 13 -</b>
<b>盈利预测和投资建议</b> .....	<b>- 13 -</b>
盈利假设前提.....	- 13 -
盈利预测和估值.....	- 14 -
询价区间：42.35 元-47.24 元.....	- 14 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 15 -</b>

## 图表目录

图表 1: 牧原股份分项销售收入（百万元）.....	- 4 -
图表 2: 牧原股份分项销毛利（百万元）.....	- 4 -
图表 3: 牧原股份全产业链一体化生猪养殖模式.....	- 5 -
图表 4: 牧原股份“自育自繁自养”全产业链模式的竞争优势.....	- 5 -
图表 5: 牧原股份养殖毛利明显高于其他上市公司.....	- 6 -
图表 6: 牧原股份成本领先与行业平均水平.....	- 6 -
图表 7: 国内生猪养殖行业成本的哑铃型分布.....	- 6 -
图表 8: 牧原股份头均盈利（元/头）.....	- 6 -
图表 9: 公司配方技术领先带来成本优势.....	- 7 -
图表 10: 牧原股份养殖成本结构分解.....	- 7 -
图表 11: 牧原食品现代化猪舍及设备展示.....	- 8 -
图表 12: 2013Q3 国内定点屠宰生猪量增长 5.3%.....	- 9 -
图表 13: 预计 2013 年国内猪消费量增长 3%.....	- 9 -
图表 14: 2013 年出栏生猪 50 头以上占比达 70%.....	- 9 -
图表 15: 2013 年出栏生猪 500 头以上占比近 50%.....	- 9 -
图表 16: 牧原股份生猪养殖产能快速扩张.....	- 10 -
图表 17: 2009-2013 年牧原股份生猪出栏量复合增长 30.9%.....	- 10 -

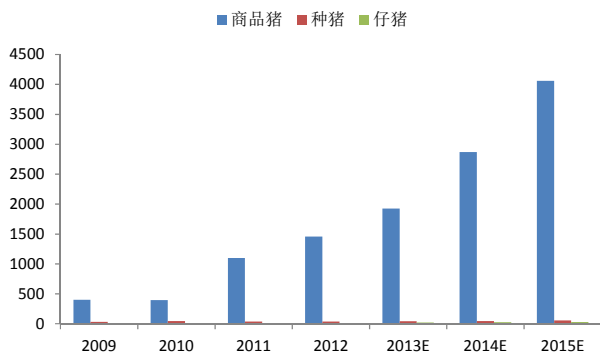
图表 18: 牧原食品各年度末固定资产增长情况.....	- 10 -
图表 19: 牧原食品生物资产存栏增加情况.....	- 10 -
图表 20: 屠宰和肉制品行业收入规模超万亿.....	- 11 -
图表 21: 通过清理 2012 年全国屠宰企业家数下降 27.7%.....	- 11 -
图表 22: 2014 年国内猪价将呈现倾斜的“√”形走势.....	- 12 -
图表 23: 预计 2014 年行业整体盈利大于 2013 年.....	- 13 -
图表 24: 2014 年全年各季度养殖盈利同、环比改善.....	- 13 -
图表 25: 牧原股份三项期间费用假设.....	- 13 -
图表 26: 牧原股份绝对估值法得出 42.35 元.....	- 14 -
图表 27: 畜禽养殖行业 PE 相对估值法: 45.09 元-47.24 元.....	- 15 -
图表 28: 牧原股份收入预测表.....	- 16 -
图表 29: 牧原股份财务三张表.....	- 17 -

## 国内生猪养殖行业典范

生猪全产业链养殖领导企业，行业口碑一流

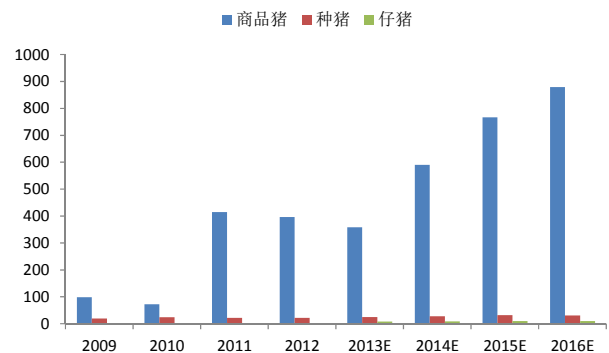
- **深耕二十载，牧原股份成长为国内生猪全产业链养殖领导企业。**牧原股份始建于1992年，历经22年的发展，现拥有4个全资子公司（邓州牧原、卧龙牧原、钟祥牧原、曹县牧原）和1个参股公司（河南龙大），具有年加工饲料95万吨、繁育及养殖生猪195万头的能力，已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整封闭式生猪产业链。
- **公司以出栏商品猪为主，出栏量位居行业第二。**2012年公司出栏生猪91.8万头，2013上半年出栏50.5万头（全年预估出栏130万头左右），是我国较大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业；目前种猪存栏头数15.3万头，其中核心种猪为8,175头，也是我国较大的生猪育种企业。当前公司年出栏商品猪市场占有率达0.15%，在国内仅次于温氏集团，未来3年出栏量复合增速达36.4%，总出栏量达325万头，届时公司市场占有率有望提升至0.5%左右。
- **过去三年，公司收入和利润总体呈快速增长态势，09-12年收入增长52%，利润增长2.5倍。**公司从10年至13年上半年，公司的营业收入为4.45亿、11.34亿、14.91亿和6.78亿，同比分别增长4%、155%、31%和11%，实现归属母公司净利润8561万、3.57亿、3.40亿和7558万元。
- **公司质地优异，在行业口碑一流。**我们在多年的生猪草根调研过程中发现，在国内生猪养殖行业中，不管是养殖户、屠宰场或者是大型养殖同行都对牧原股份美誉有加，称其育种技术、安全养殖、成本控制等方面位列行业前列。
- **而公司一系列资质证明也验证上述观点，目前，公司是第一批国家生猪核心育种场、国家级星火计划项目证书、国家现代农业产业技术体系生猪产业综合实验站、国家生猪活体储备基地、国家级原种猪场、国家级青年文明号单位、国家生猪试验站。**

图表 1: 牧原股份分项销售收入 (百万元)



来源：齐鲁证券研究所

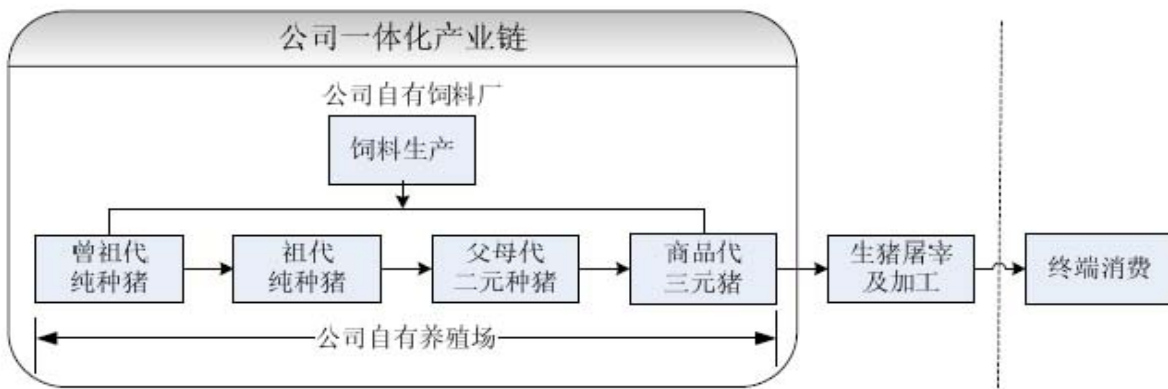
图表 2: 牧原股份分项销毛利 (百万元)



来源：齐鲁证券研究所

**“自育自繁自养”全产业链模式凸显公司核心竞争优势**

- 当前公司形成了以“自育自繁自养全产业链”为特色的生猪养殖模式，涉及饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等完整生猪产业链。
- 在全产业链模式下，公司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、优越的地域环境、较高的市场认可、扎实的生产管理和一支强大技术人才队伍等优势，由此使本公司在疫病防控、产品质量控制、规模化经营、生产成本控制等方面拥有明显的竞争优势。

**图表 3：牧原股份全产业链一体化生猪养殖模式**


来源：招股书、齐鲁证券研究所

**图表 4：牧原股份“自育自繁自养”全产业链模式的竞争优势**

指标	工厂化自养	雏鹰模式	公司+农户	散户养殖（一般规模小于150头）
成本	统一采购原材料，进行防疫，成本低	统一采购原材料，进行防疫，成本低	饲料、仔猪卖给农户价格高，同时收购价格也高，公司一般在饲料和仔猪环节就拿到足够利润以控制成本	需要购买仔猪、饲料、防疫，成本高100-150元/头
效率	通过一定的制度安排能有效的发挥员工积极性	农户多产多得，最大限度发挥积极性和责任心；封闭管理，有效杜绝农户欺诈行为	农户的养殖积极性较高，但畜禽活体产权归农户所有，农户可能发生欺诈行为。	养殖积极性高，但是农户一般养殖水平技术低，导致养殖效率不高
疫病	主要依赖技术防疫，一旦疫情发生，可能导致整体毁损发现，但整体来说自养对于疫情防控更加到位	除了技术防疫外，小猪场分散养殖降低了疫情风险	公司指导防疫，比散养疫情发生可能性小	技术水平低，难以有效防止疫病
养殖风险	公司承担	生猪产权归公司所有，但作为利益相关人的农户和公司实际上共担了风险	100%农户承担，公司无任何风险	100%农户承担
产品安全	公司对养殖场具有完全的控制能力，食品安全体系可测、可控、有效。	统一供料供种，防止滥用抗生素、瘦肉精行为发生	难以控制抗生素、瘦肉精及有害饲料的滥用	难以控制抗生素、瘦肉精及有害饲料的滥用
扩张前景	公司便于采用现代化养殖设备，生产效率高，但因资金需求大，规模扩大较慢。	不需要大量土地和资金，容易扩张	不需要大量土地和资金，容易扩张	单个农户资金和人手有限，难以规模化

来源：齐鲁证券研究所

- 例如，公司在内部建立了较完整的疫病防控管理体系，采取了猪场多级隔离、舍内小环境控制等多方面的疫病防控措施，并建立了外部预警、内部预警的预警防疫体系。在养殖过程中，采取“早期隔离断奶”、“分胎次饲养”、“一对一转栏”、“全进全出”等生物安全措施，确保本公司

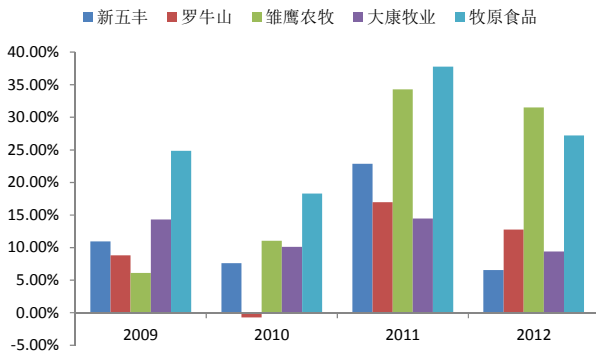
防疫体系安全、有效。

- 近年来公司生猪年全程死亡率平均为 **10.54%**，处于行业内较低水平。2010 年度公司的生猪年全程死亡率为 10.64%；2011 年度公司生猪年全程死亡率为 9.86%；2012 年度公司生猪年全程死亡率为 12.79%；2013 年 1-6 月公司生猪年全程死亡率为 8.87%。

### 高效养殖和质量管控铸就行业成长典范

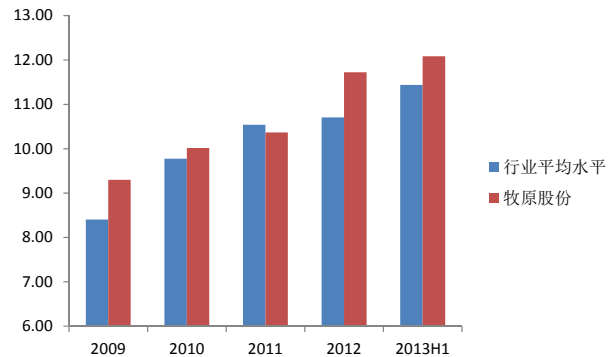
- 我们认为，公司的成长模式在于专注生猪养殖行业，以高效养殖来抵御猪价周期波动风险，从而逐渐形成强大的成本和质量优势，最终助推公司规模和盈利双双高增长。
- 从某种程度来说，在国内生猪养殖行业结构和需求变迁的大背景下，公司的成长模式（强调养殖效率和食品安全）是代表了当前甚至未来很长一段时间国内生猪养殖行业的发展路径。
- **核心优势之一：高效养殖带来成本领先，公司盈利水平高于行业平均。**
- 一般来说，国内生猪养殖行业成本结构按照规模呈现哑铃型分布，其中散户成本最高维持在 14-15 元/公斤；行业大型养殖集团约 13-14.5 元/公斤，而规模中等的专业养殖户成本最低，一般在 12-13 元/公斤。
- 但是我们对比发现，牧原股份虽然出栏规模位于行业前列，但是成本领先于行业平均水平，甚至比自繁自养的专业户成本还低，2013 年养殖成为维持在 12.3-12.5 元/公斤。因此，2009 年以来公司商品猪和种猪的毛利率均高于同行业可比上市公司以及行业平均水平。

**图表 5：牧原股份养殖毛利明显高于其他上市公司**



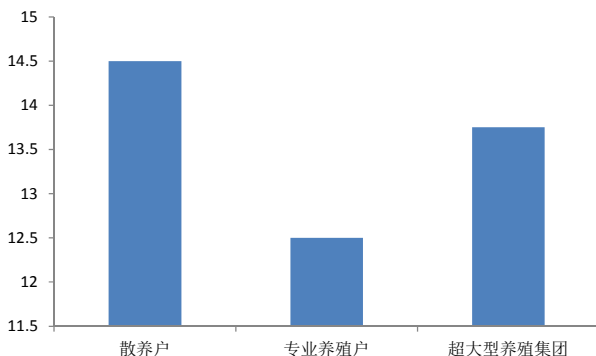
来源：齐鲁证券研究所

**图表 6：牧原股份成本领先与行业平均水平**

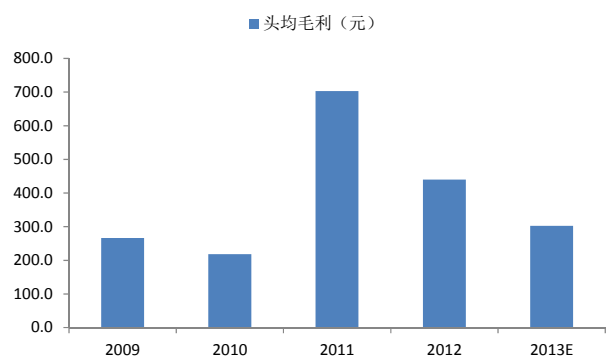


来源：齐鲁证券研究所

**图表 7：国内生猪养殖行业成本的哑铃型分布**



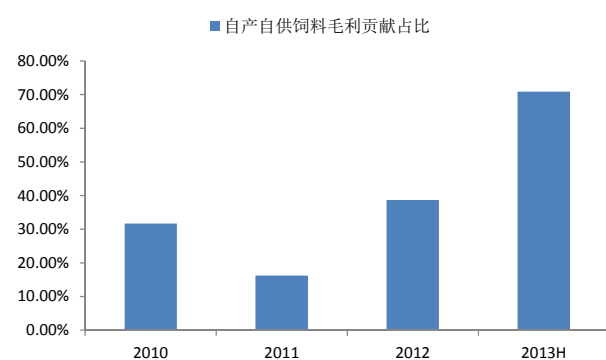
**图表 8：牧原股份头均盈利 (元/头)**



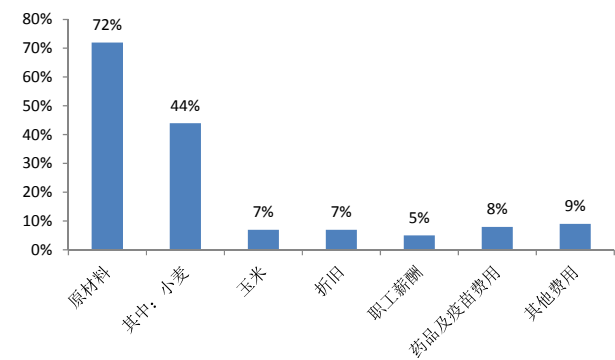
来源：齐鲁证券研究所

来源：齐鲁证券研究所

- 公司之所以能做到成本领先，在于公司奉行“高效养殖”的理念，在养殖各环节做到效率提升和成本降低。
  - （1）**育种环节强调性状测定、严格选育，提升后代性能。**公司以终端消费者对猪肉的消费需要为育种导向，以持续改善生猪的肉质、瘦肉率、生产速度、饲料报酬率、屠宰率、适应性和产仔数等7项性能为主要育种目标，采用开放式核心群育种方式，持续提升公司猪群遗传性能。当前，牧原食品曾祖代核心种猪群规模达8,175头，核心种猪群规模居国内前列。
  - （2）**饲养环节，强调配方技术和养殖技术，综合体现高效养殖。**例如，公司在拥有“玉米+豆粕”型配方技术的基础上，结合南阳市小麦主产区特点，因地制宜研制了“小麦+豆粕”型饲料配方技术，根据原材料的性价比及时调整饲料配方中的主要材料，有效降低饲料成本；采用早期隔离断奶技术（SEW）、分胎次饲养技术、多点式饲养技术、一对一转栏与不混群技术、自动化饲喂技术、人工授精技术等饲养技术，以技术拉动效率提升。
  - （3）**精细化饲养管理，充分提升养殖人员积极性。**公司根据不同猪场、不同饲养阶段的特征，依成活率、饲料成本、药费、品质指标等数据，制定科学、动态的模拟成本考核指标。**在育肥阶段，公司一名饲养员可同时饲养2,700头生猪；单头饲养员工资只有50元，远低于行业平均100元。**
  - （4）**猪舍方面设备先进，单头折旧降低。**在生产设施方面，公司创始人秦英林先生从1992年开始就不断对猪舍的设计和建设进行研究、创新，其个人和公司共同设计、开发出9个代次猪舍，积累了大量技术与经验，并相应研发了猪舍装配自动化通风、温控、供料系统等自动化设施，使公司的生产设施处于行业领先水平。其中每万头产能对应固定资产投资仅需400-500万元，大大降低折旧成本。

**图表 9：牧原配方技术领先带来成本优势**


来源：招股书、齐鲁证券研究所

**图表 10：牧原股份养殖成本结构分解**


来源：齐鲁证券研究所

图表 11: 牧原食品现代化猪舍及设备展示



来源：招股书、齐鲁证券研究所

- **核心优势之二：质量管控带来食品安全，客户认可度更高。**公司拥有从饲料加工、生猪育种、种猪扩繁到商品猪饲养的一体化完整产业链，这有利于公司对食品安全与产品质量进行全过程控制。
- (1) 拥有饲料生产环节，食品安全从源头控制。公司生产所使用的饲料均自主生产。公司对饲料原料采购、饲料生产加工、饲料运输等环节均制定了严格的质量标准和品质检验、控制程序，确保饲料品质符合国家标准和满足本公司仔猪、种猪、商品猪饲养的需要，从源头上对食品安全进行了控制。
- (2) 自育自繁自养的一体化经营模式，有利于在饲养的各个环节对食品安全进行控制。公司生猪饲养各个环节，均制定了严格技术标准和质量标准，健全了食品安全控制点记录，建立了从猪肉追溯至断奶仔猪的生猪批次质量追踪体系，有效保障了食品安全。
- 因此，公司有一批优质的客户资源，例如龙大牧原、正大农牧、山东银宝、上海五丰、伊藤忠（青岛）有限公司、上海梅林食品有限公司、莱阳新盛食品有限公司、烟台龙大食品有限公司。

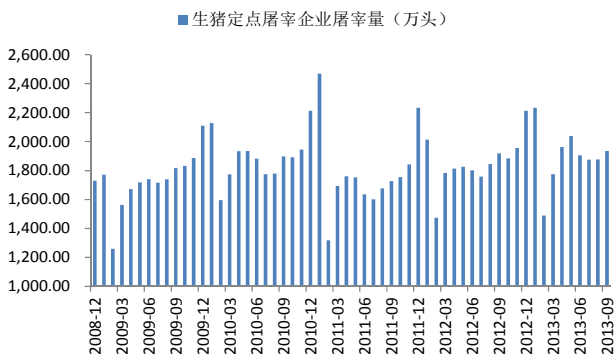


## 产能扩张推动公司高速增长，未来三年复合增长达 35%以上

### 生猪养殖行业规模继续扩张，集中度加速提升

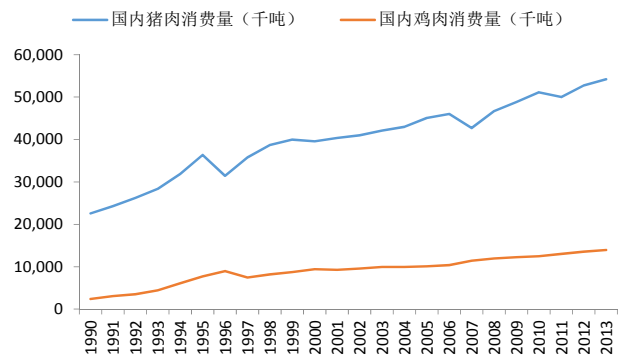
- **商品猪市场保持稳步增长。**自 2000 年以来，我国商品猪出栏量一直保持持续较快增长，从 2000 年的 5.19 亿头，增长到 2012 年的 6.76 亿头，年均增长率达 5.3%。同时，我国猪肉生产量也从 2000 年的 3,966 万吨，增长到 2013 年的 5380 万吨，年均增长 3%。
- **行业结构加速转型，集中度快速提升。**近 10 年来，国内的生猪养殖主体结构变化深远，外出务工等机会成本大幅提升迫使“养猪不挣钱、回头能肥田”的小农经济模式破产，规模养殖户占比大幅提升。截至 2013 年底，年出栏 500 头以上的养殖场出栏量占比近 46-47%，年出栏 50 头以上的养殖户占比达 70%。

**图表 12: 2013Q3 国内定点屠宰生猪量增长 5.3%**



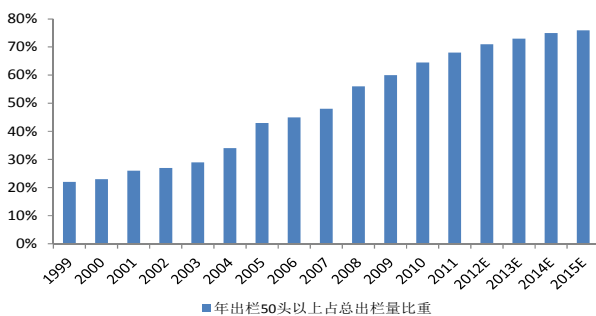
来源：齐鲁证券研究所

**图表 13: 预计 2013 年国内猪肉消费量增长 3%**



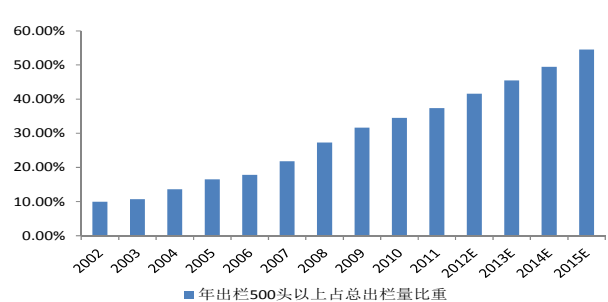
来源：usda、齐鲁证券研究所

**图表 14: 2013 年出栏生猪 50 头以上占比达 70%**



来源：齐鲁证券研究所、中国畜牧业协会

**图表 15: 2013 年出栏生猪 500 头以上占比近 50%**

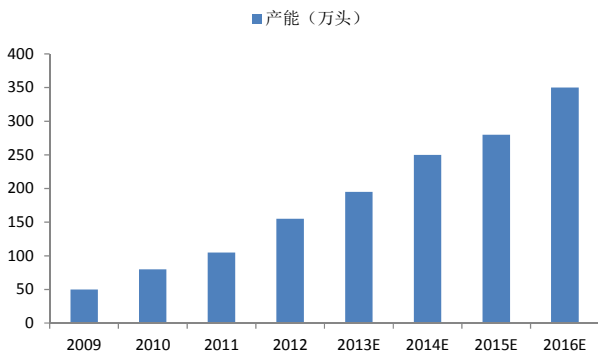


来源：齐鲁证券研究所、中国畜牧业协会

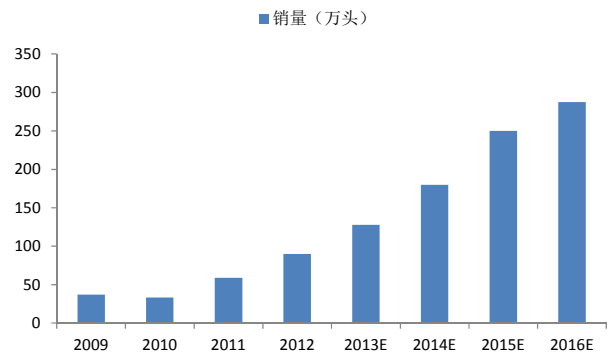
### 成长性之一：产能快速扩张推动公司继续高速发展

- **生猪养殖行业加速变革，为规模养殖户带来快速扩张的良机。**公司抓住了上述机会，加速进行产能扩建和规模增长。公司过去 3 年产能复合增长率 46%，过去 2 年销量复合增长率 62%。公司的生猪出栏头数从 2009 年的 37.1 万头到 2013 年预计的 130 万头（上半年 50.5 万头），复合增长率为 37%。

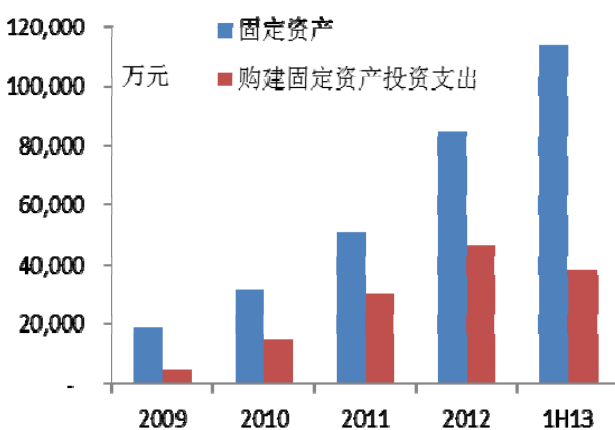
- 由于公司是全产业链一体化的养殖模式，因此实现产量的扩张需要对每个环节大量固定资产投资。近年来公司通过自有资金及银行借款、风险投资资金等进行持续投入，2009年以来，4年时间固定资产增长了5倍。
- 未来公司将继续加速产能扩建推动公司生猪的年销售量，使公司成为拥有饲料生产、生猪育种、种猪扩繁、商品猪养殖完整产业链的国内生猪养殖龙头企业。
- 2015年公司产能有望达到350万头以上，复合增长达30%以上。公司未来计划通过全资子公司邓州牧原、卧龙牧原分别建设200万头（含年出栏80万头的募投项目）和150万头的生猪养殖基地（已经建成40万头的生猪养殖基地），以便进一步扩大公司规模。2012年度公司在湖北省设立了钟祥牧原，拟通过该子公司建设140万头的生猪养殖基地；目前第一期40万头生猪养殖基地已开始建设。2012年度公司在山东省设立了曹县牧原，拟通过该子公司建设45万头的生猪养殖基地，目前已开始建设。
- 2013年，牧原股份在南阳市唐河县规划建设30万头的养殖基地开始建设。未来，公司还将在河南省其他区县规划建设生猪养殖基地。总体来说，到2015年，公司生猪养殖产能有望到350万头以上，年出栏量达到290万头左右，从而推动公司出栏规模和盈利快速增长。

**图表 16: 牧原股份生猪养殖产能快速扩张**


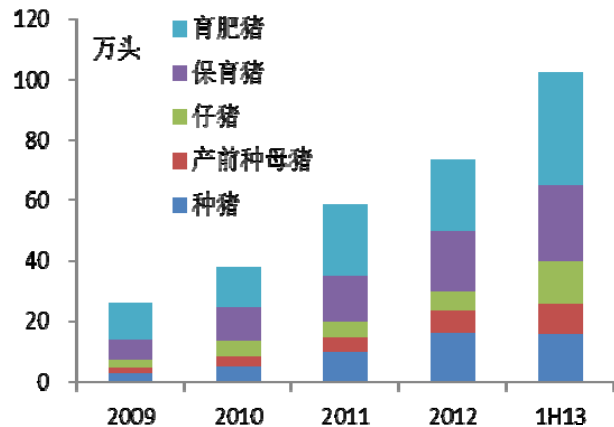
来源：齐鲁证券研究所

**图表 17: 2009-2013 年牧原股份生猪出栏量复合增长 30.9%**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 18: 牧原食品各年度末固定资产增长情况**


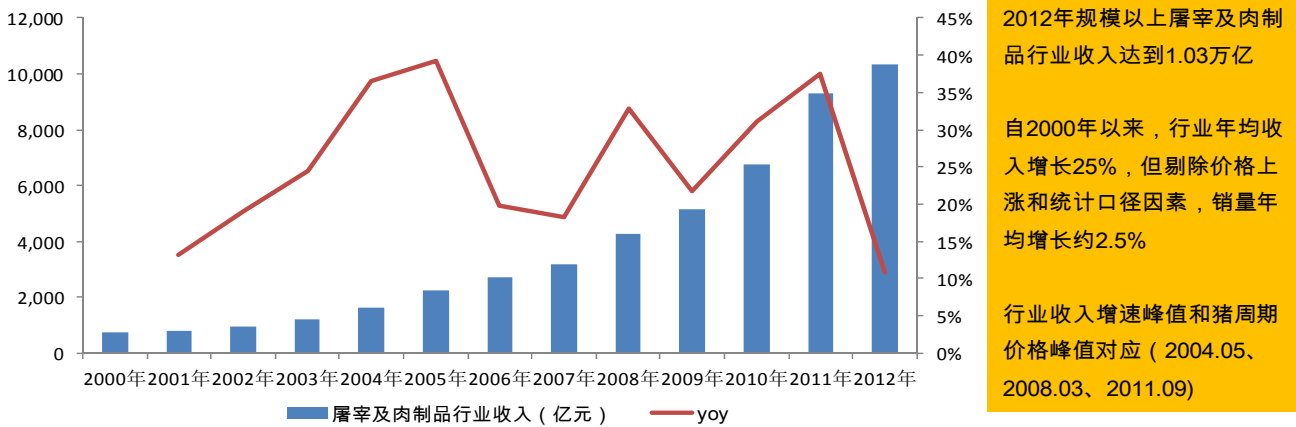
来源：齐鲁证券研究所

**图表 19: 牧原食品生物资产存栏增加情况**


来源：齐鲁证券研究所

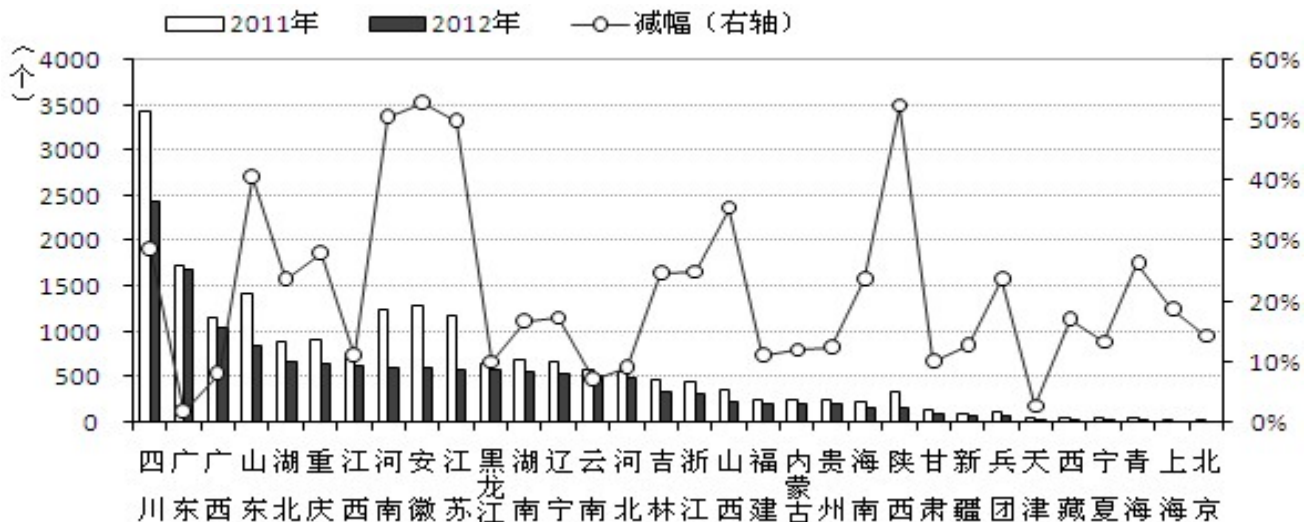
**成长性之二：逐步延伸产业链，利用原料优势打通下游消费环节**

- 肉品作行业空间巨大，2012年行业规模以上企业收入突破万亿人民币。2012年双汇、雨润两大巨头的收入也仅为394、275亿元，仍有充足的发展空间。
- 尽管规模以上企业收入复合增长率达到25%，但剔除价格上涨和统计口径因素后的销量复合增长率仅有2.5%，行业已经进入销量稳健但缓慢增长的时期，因此我们对行业的关注重点放在差异化竞争（质量、品牌、等）升级因素带来的利润率和占有率变化上。

**图表 20：屠宰和肉制品行业收入规模超万亿**


收入增长因子分解	肉类价格上涨	肉制品占比提升 价格上涨	人均消费量	人口自然增长率	统计口径—规模 企业占比提升	名义收入增长
CAGR (2000-2012)	8.3%	4.1%	1.9%	0.6%	7.8%	25%

来源：国家统计局、《肉类工业十二五发展规划》、齐鲁证券研究所

**图表 21：通过清理 2012 年全国屠宰企业家数下降 27.7%**


来源：商务部市场运行和消费促进司、齐鲁证券研究所

- 目前行业格局仍是高速分散，目前企业数仍超过 10000 家。全国屠宰企业总数由 19938 家下降至 14720 家，减少了 5218 家，降幅达 26.2%。其中，生猪定点屠宰厂（场）由 5919 家减至 4585 家，减少了 1334 家，

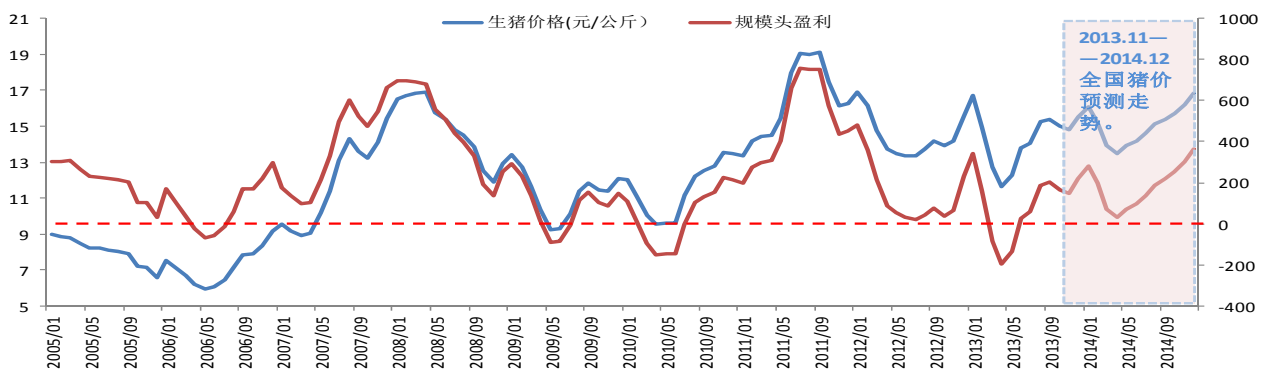
削减幅度达 22.5%；小型生猪屠宰场点由 14019 家减至 10135 家，减少了 3884 家，削减幅度达 27.7%。

- 而公司有良好的原料优势，若未来逐步延伸产业链，进入下游屠宰肉制品行业，利用质量、品牌优势等打通下游消费环节，将大大拓宽公司盈利增长点。
- 实际上，公司已经与龙大食品合资设立了龙大牧原公司，进入了生猪屠宰领域。我们判断未来公司将进一步延伸产业链，提高综合实力，使公司发展成为中国重要的优质肉食品供应商。

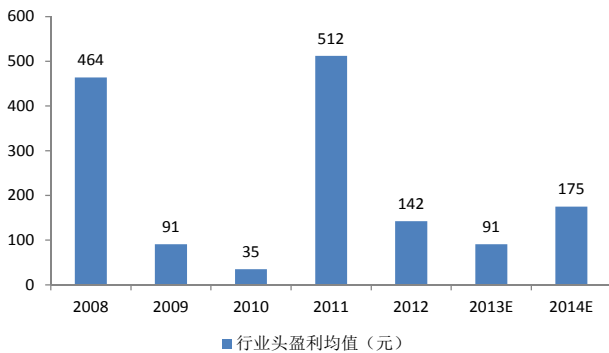
## 2014 年养殖盈利有望好转，公司业绩迎来周期性高增长

- 我们坚持认为，2013 年 4-5 月份出现的猪价底 11.6-12 元/公斤（实际最低跌到 11.7 元/公斤）即是本轮猪价中周期底部，在未来 2-3 年内很难有效跌破。
- **2014 年猪价运行轨迹预测：**节后随着消费向淡及存栏释放，猪价将拾级而下，2014 全年的猪价低点同样将出现在 4-5 月份，预计底部猪价为 12.5-13 元/公斤；夏天淡季猪价底部暂伏 3-4 个月，到 8-10 月份恢复反弹，并一直持续到 2014 年年底。
- **2014 年头均盈利有望达到 175 元/头，较 2013 年接近翻一番。**预计 2014 年生猪养殖盈利将在 0--350 元/头区间内震荡走高，头均盈利应在 175 元/头，养殖整体盈利水平将在 2013 年基础上有可能翻一番。因为 2013 年猪价整体呈现低位徘徊阶段，甚至出现连续 2 个月深度亏损，预计全年养殖头均盈利只有 91 元/头。从季度来看，2014 年全年各季度都将呈现养殖企业利润同比和环比同时大幅提升的态势。
- 整体上，2014 年猪价呈倾斜的“√”形状走势，下半年猪价进入一个中小型级别的上升周期；预计明年猪价呈窄幅波动态势，高点与低点较难突破 2013 年；2014 年猪价波动中枢相较 2013 年显著抬升，养猪企业的头均盈利有望达到 175 元/头，相较 2013 年的 91 元/头接近翻番。因此，随着 2014 年养殖盈利回升，公司盈利增长有望迎来周期性爆发，我们预计 2014 年公司业绩增长 65%。

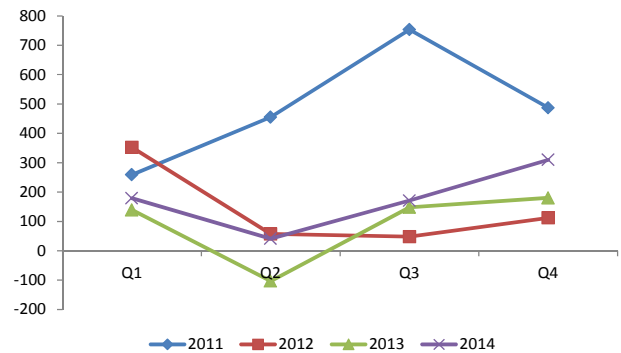
图表 22：2014 年国内猪价将呈现倾斜的“√”形走势



来源：齐鲁证券研究所

**图表 23: 预计 2014 年行业整体盈利大于 2013 年**


来源: 齐鲁证券研究所

**图表 24: 2014 全年各季度养殖盈利同、环比改善**


来源: 齐鲁证券研究所

## 未来 3 年募投项目达产, 加速公司出栏规模增长

- 公司此次 IPO 拟募集资金 66,716.04 万元, 募集资金全部继续投向养猪业务, 在距公司总部所在地内乡 50 公里的邓州市新建养猪产能, 实施“年出栏 80 万头生猪产业化项目”。
- 项目由公司的全资子公司邓州牧原实施建设, 以年出栏生猪 80 万头养殖场为核心, 配套建设饲料厂和沼气发电及环境治理工程。主要建设内容包括: 1) 新建生猪养殖场 2 个, 建成后将有存栏纯种公猪 400 头、纯种母猪 11,500 头、二元种猪 28,500 头的养殖规模, 实现年出栏二元种猪 64,500 头、商品猪 718,450 头、纯种公猪 650 头、退役种猪 16,400 头, 年出栏生猪共计 800,000 头。2) 新建饲料厂 2 个, 年产饲料 40 万吨。3) 新建沼气发电和环境治理工程。
- 我们预计三年内募投项目逐步达产, 届时年实现销售收入 10 亿元, 年利润总额为 1.6 亿元, 投资利润率为 24%, 投资税后财务内部收益率为 30%, 全部投资税后投资回收期为 4.8 年。同时, 项目的建设实施为当地带来较大的社会效益, 将为当地提供近 1,000 个就业机会, 促进当地的经济的发展。

## 盈利预测和投资建议

### 盈利假设前提

- 具体业务盈利假设详见后文销售预测表, 期间费用假详见下表:

**图表 25: 牧原股份三项期间费用假设**

**乳股份**

十年度截止日: 12/31	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售费用	1.42	1.91	5.30	5.63	6.03	13.42	16.51	18.81
占营业收入比重	0.33%	0.43%	0.47%	0.38%	0.30%	0.45%	0.40%	0.40%
管理费用	19.58	21.54	45.04	61.84	70.31	122.29	169.23	195.15
占营业收入比重	4.57%	4.85%	3.97%	4.15%	3.50%	4.10%	4.10%	4.15%
财务费用	13.54	15.15	41.28	50.92	74.97	79.26	69.46	82.30
占营业收入比重	3.16%	3.41%	3.64%	3.42%	3.73%	2.66%	1.68%	1.75%

来源: 齐鲁证券研究所

**盈利预测和估值**

- 预计 2013-16 年销售收入为 2008.9、2982.6、4127.6 和 4701.4 百万元, 同比增长 34.75%、48.47%、38.39%和 13.92%; 归属母公司股东净利润 301.57、497.85、589.36 和 520.57 百万元, 同比增长-7.1%、58.89%、20.40%和-14.4%, 对应摊薄后 EPS 为 1.45、2.15、2.59 和 2.21 元。

**询价区间: 42.35 元-47.24 元**

- 绝对估值结果: 42.35 元/股。假定上市后贝塔为 1, 我们采用三阶段模型, 对公司价值进行 DCF 折现。随着本次公司成功发行上市, 募投项目将会带来公司产能的快速扩张。随着公司产能亏损扩张推动出栏量高速增长, 以及募投资金到位后, 财务费用的下降, 预计公司未来 3 年营业收入和净利润的年均复合增长率分别达到 32.8%和 39.8%。据此得到牧原股份绝对估值的合理区间为 42.35 元。

**图表 26: 牧原股份绝对估值法得出 42.35 元**
**II、DCF 估值 (FCFF, WACC)**

每股价值	<b>42.35</b>	TV 增长率	<b>2.0%</b>
隐含 P/E	29.27	WACC	6.50%
企业值	9,999.98	债务	1,021.71
		投资	201.06
股票价值	8,978.27	少数股东权益	0.00

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$$

来源: 齐鲁证券研究所

- 相对估值: 45.09 元-47.24 元。目前畜禽养殖类上市公司 2014-2015 年平均估值水平为 20.17XPE、11.6XPE, 但畜禽养殖周期太强, 我们适当参考其他农业行业估值 (2014 年 25-30XPE) 和目前一级市场询价的总体估值水平区间, 给予公司 2014 年 21-22XPE 的估值水平, 据此得出的相对估值区间为 45.09 元-47.24 元。
- 综合相对估值和绝对估值法, 我们给出牧原股份的参考询价区间为

42.35 元-47.24 元，建议申购。

**图表 27：畜禽养殖行业 PE 相对估值法：45.09 元-47.24 元**

股票名称	收盘价格	EPS			PE		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
圣农发展	9.23	-0.09	0.51	0.77	-99.35	18.18	11.99
雏鹰农牧	8.92	0.18	0.47	0.85	48.96	18.87	10.53
益生股份	8.00	-0.37	0.37	0.81	-21.76	21.75	9.85
华英农业	5.86	-0.08	0.24	0.41	-72.98	24.21	14.33
民和股份	8.18	-0.36	0.46	0.72	-22.92	17.81	11.38
平均					<b>-33.61</b>	<b>20.17</b>	<b>11.62</b>

来源：wind、齐鲁证券研究所

## 风险提示

- 1、疫病发生风险。虽然公司具有完善的疫病防控体系和能力，但若公司周边地区或自身疫病发生频繁，或者公司疫病防控体系执行不力，公司将面临生猪发生疫病所引致产量下降、盈利下降风险。公司生猪年全程死亡率平均为 10.54%，处于行业内较低水平。
- 2、猪价波动过大的风险。我国生猪价格呈现出较强的周期性波动特征，但预计未来影响猪价波动的因素将变得更为复杂，不排除猪价出现大幅度波动。
- 3、原材料价格波动的风险。小麦、玉米、次粉和豆粕原料成本等在主营业务成本中占比较大，原料价格波动将对公司盈利产生较大影响。

**图表 28: 牧原股份收入预测表**

商品猪	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
产能 (万头)	50	80	105	155	195.00	250.00	280.00	350.00
销量 (万头)	37.1	33.27	58.98	89.96	128.00	180.00	250.00	287.50
头均重量 (公斤)	95.8	99.6	110.0	110.0	110.00	110.00	110.00	110.00
销量 (千克)	35558352	33151248	64850641	98941105	140800000	198000000	275000000	316250000
平均售价(元/公斤)	11.19	11.96	16.94	14.71	13.83	14.70	14.70	14.60
		6.91%	41.60%	-13.19%	-5.96%	6.29%	0.00%	-0.68%
销售收入 (百万元)	397.92	396.63	1098.70	1455.15	1947.26	2910.60	4042.50	4617.25
单位成本 (元/公斤)	8.41	9.77	10.54	10.70	11.08	11.46	11.92	12.28
yoy		16%	8%	2%	3.5%	3.5%	4.0%	3.0%
毛利率 (%)	24.86%	18.30%	37.77%	27.23%	19.91%	22.01%	18.89%	15.88%
毛利 (百万元)	98.92	72.58	414.98	396.24	387.6	640.6	763.6	733.4
头均毛利 (元)	266.6	218.2	703.6	440.5	302.8	355.9	305.4	255.1
种猪	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
销量 (头)	18514	26287	19983	17951	21000	24000	28000	28000
平均售价(元/头)	1663.12	1682.37	1780.19	1976.54	1970.00	1970.00	1970.00	1970.00
销售收入 (百万元)	30.79	44.22	35.57	35.48	41.37	47.28	55.16	55.16
单位成本 (元/公斤)	594.57	756.90	673.62	746.14	772.26	799.29	831.26	856.20
毛利率 (%)	64.25%	55.01%	62.16%	62.25%	60.80%	59.43%	57.80%	56.54%
毛利 (百万元)	19.78	24.33	22.11	22.09	25.2	28.1	31.9	31.2
头均毛利 (元)	1068.55	925.47	1106.56	1230.39	1197.7	1170.7	1138.7	1113.8
仔猪	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
销量 (头)					36000	43000	51000	51000
平均售价(元/头)					565.00	576.00	588.00	588.00
销售收入 (百万元)					20.34	24.77	29.99	29.99
单位成本 (元/公斤)					353.51	365.89	380.52	391.94
毛利率 (%)					37.43%	36.48%	35.29%	33.34%
毛利 (百万元)					7.6	9.0	10.6	10.0
头均毛利 (元)					211.5	210.1	207.5	196.1
汇总	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
出栏总量 (万头)	38.95	35.90	60.98	91.76	133.7	186.7	257.9	295.4
销售收入 (百万元)	428.72	440.86	1134.27	1490.63	2008.97	2982.65	4127.65	4702.40
毛利率 (%)	27.69%	21.98%	38.53%	28.06%	20.93%	22.72%	19.53%	16.47%
毛利 (百万元)	118.71	96.91	437.09	418.32	420.39	677.72	806.06	774.57
头均毛利 (元)	304.76	269.96	716.80	455.91	314.43	363.00	312.55	262.21

来源: 齐鲁证券研究所



**图表 29: 牧原股份财务三张表**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销货净收入	445	1,134	1,491	2,009	2,983	4,128	货币资金	159	91	178	402	597	826
增长率	3.69%	155.2%	31.4%	34.8%	48.5%	38.4%	应收款项	8	3	0	21	29	31
销货成本	-308	-633	-974	-1,436	-2,093	-3,051	存货	194	428	506	639	1,022	1,434
%收入	69.3%	55.8%	65.3%	71.5%	70.2%	73.9%	其他流动资产	51	110	32	84	189	170
毛利	136	501	517	573	890	1,076	流动资产合计	411	632	716	1,145	1,836	2,460
%收入	30.7%	44.2%	34.7%	28.5%	29.8%	26.1%	%总资产	46.1%	42.5%	33.4%	36.1%	42.7%	46.6%
销售及行政费用	-23	-50	-67	-76	-136	-186	长期投资	30	31	24	24	24	24
%收入	5.3%	4.4%	4.5%	3.8%	4.6%	4.5%	固定资产	430	796	1,285	1,835	2,228	2,543
EBITDA	113	451	450	497	754	890	无形资产	21	30	116	163	209	253
%收入	25.4%	39.7%	30.2%	24.7%	25.3%	21.6%	非流动资产合计	481	857	1,425	2,022	2,460	2,820
折旧与摊销	-39	-64	-99	-153	-212	-270	%总资产	53.9%	57.5%	66.6%	63.9%	57.3%	53.4%
%收入	8.8%	5.6%	6.6%	7.6%	7.1%	6.5%	<b>资产总计</b>	<b>892</b>	<b>1,489</b>	<b>2,140</b>	<b>3,167</b>	<b>4,296</b>	<b>5,280</b>
EBIT	74	387	351	344	542	620	短期借款	370	481	568	1,182	604	423
%收入	16.6%	34.1%	23.5%	17.1%	18.2%	15.0%	应付款项	30	60	73	82	140	201
利息费用	-15	-41	-51	-75	-79	-69	其他流动负债	11	8	19	20	30	45
投资收益	9	-1	1	2	1	1	流动负债	410	550	659	1,284	775	669
税前经营收益	68	345	301	271	464	552	长期贷款	75	210	454	554	554	1,054
%收入	15.3%	30.4%	20.2%	13.5%	15.5%	13.4%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
其他非经营收益	18	12	31	31	34	38	<b>负债</b>	<b>485</b>	<b>760</b>	<b>1,113</b>	<b>1,838</b>	<b>1,328</b>	<b>1,723</b>
税前利润	86	357	332	302	498	589	<b>普通股股东权益</b>	<b>407</b>	<b>729</b>	<b>1,027</b>	<b>1,329</b>	<b>2,968</b>	<b>3,557</b>
%收入	19.3%	31.4%	22.3%	15.0%	16.7%	14.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
所得税	0	0	-2	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>892</b>	<b>1,489</b>	<b>2,140</b>	<b>3,167</b>	<b>4,296</b>	<b>5,280</b>
所得税率	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>比率分析</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
归属于普通股股东净利润	86	357	330	302	498	589	<b>每股指标</b>						
净利率	19.3%	31.4%	22.1%	15.0%	16.7%	14.3%	每股收益(元)	0.404	1.682	1.558	1.423	2.057	2.435
							每股净资产(元)	1.920	3.438	4.845	6.268	12.265	14.700
							每股经营现金净流(元)	0.424	0.840	1.917	1.430	1.343	2.359
							每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.03%	48.94%	32.15%	22.70%	16.77%	16.57%
							总资产收益率	9.60%	23.96%	15.43%	9.52%	11.59%	11.16%
							投入资本收益率	11.16%	29.78%	18.87%	13.04%	15.46%	14.82%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	3.69%	155.17%	31.44%	34.75%	48.47%	38.39%
							EBIT增长率	-24.33%	423.15%	-9.25%	-1.98%	57.54%	14.45%
							净利润增长率	-9.27%	316.58%	-7.41%	-8.67%	65.09%	18.38%
							总资产增长率	59.41%	66.89%	43.77%	47.96%	35.68%	22.90%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	3.6	0.3	—	2.3	2.1	1.5
							存货周转天数	177.1	162.7	159.0	145.8	161.2	157.2
							应付账款周转天数	17.3	21.1	19.5	15.7	18.4	18.7
							固定资产周转天数	245.4	163.4	206.4	222.9	189.5	160.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	70.09%	82.46%	82.18%	100.36%	18.91%	18.30%
							EBIT利息保障倍数	7.5	10.9	8.8	6.6	9.5	12.8

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	86	357	330	302	498	589
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	39	63	99	153	212	270
非经营收益	6	43	42	42	44	31
营运资金变动	-41	-285	-64	-194	-429	-319
<b>经营活动现金净流</b>	<b>90</b>	<b>178</b>	<b>406</b>	<b>303</b>	<b>325</b>	<b>571</b>
资本开支	222	403	554	719	616	592
投资	1	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	2	1	1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-221</b>	<b>-403</b>	<b>-554</b>	<b>-718</b>	<b>-615</b>	<b>-591</b>
股权募资	65	0	0	0	1,142	0
债权募资	176	247	329	714	-578	319
其他	-48	-87	-84	-75	-79	-69
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>193</b>	<b>161</b>	<b>245</b>	<b>639</b>	<b>485</b>	<b>250</b>
<b>现金净流量</b>	<b>61</b>	<b>-64</b>	<b>98</b>	<b>224</b>	<b>195</b>	<b>229</b>

来源: 齐鲁证券研究所

#### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

#### 重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。