

2014年1月13日

牧原股份 (002714.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

## 中国生猪规模化养殖翘楚

■ **规模快速扩张的一体化生猪养殖企业。**公司主营业务为商品猪和种猪的养殖与销售，其中商品猪的销售是公司主要收入和利润的来源，2010-2012年商品猪毛利在总营业利润占比达到74.53%、94.94%和94.67%。公司采用自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖模式，截止2013年6月30日，公司生猪出栏产能达到195万头/年，拥有3个饲料厂，25个养殖场，形成了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整生猪产业链。

■ **公司竞争优势。**公司的主要竞争优势是拥有一条集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，并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较强的竞争优势。

■ **募投项目：专注主业，持续扩张。**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”。该项目已基本建成，并已部分投产，2013年已实现销售。

■ **投资建议：**我们预计公司13-15年生猪销量为130、175和245万头；基于我们对生猪价格的判断，预计13-15年商品猪售价为1550、1650和1680元/头；我们用相对估值法对公司进行估值，按照发行后预估股本2.26亿股计算，我们预计公司2013-15年EPS分别为1.20、1.90和2.43元，我们认为公司作为一体化的规模养殖企业在养殖模式和盈利能力上与雏鹰农牧、圣农发展更为相近，参考雏鹰农牧和圣农发展2014年WIND一致预期的估值区间，我们给予公司2014年18-20倍PE，对应询价区间为34.2-38元，预计首日上市价格较询价区间上浮20%，定价区间为41-45.6。

■ **风险提示：**疫病发生风险、猪肉价格大幅波动风险、原材料价格波动风险；

询价区间： 34.20—38.00 元  
定价区间： 41.00—45.60 元

### 发行数据

总股本(万股)	21,200
发行数量(万股)	7,068
网下发行(万股)	4,241
网上发行(万股)	2,827
保荐机构	
发行日期	2014/1/17
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

秦英林	65.06%
内乡县牧原实业有限公司	23.20%
国际金融公司	5.66%
钱瑛	1.89%
钱运鹏	1.74%
其他自然人股东	0.43%
苏党林	0.23%
曹治年	0.23%
李付强	0.23%
杨瑞华	0.23%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

李江

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512080007  
lijiang@essence.com.cn  
010-66581600

吴莉

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020019  
wuli@essence.com.cn  
010-66581623

### 相关报告

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,134.3	1,490.8	2,012.6	3,059.2	4,221.7
净利润	356.6	330.2	255.1	403.0	515.7
每股收益(元)	1.58	1.46	1.20	1.90	2.43
每股净资产(元)	3.22	4.55	6.05	7.95	10.38

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	38.5%	28.1%	20.0%	19.6%	18.0%
净利润率	31.4%	22.1%	12.7%	13.2%	12.2%
净资产收益率	48.9%	32.1%	19.9%	23.9%	23.4%
ROIC	55.8%	26.3%	16.5%	18.6%	22.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

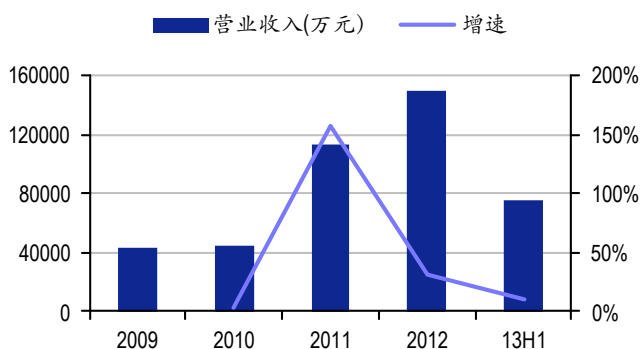
## 1. 我国规模化生猪养殖翘楚

### 1.1. 公司基本情况

公司主营业务为种猪和商品猪的养殖与销售，主要产品为仔猪、种猪、商品猪，其中商品猪的销售是公司主要收入和利润的来源，2010-2012 年商品猪收入在总收入占比达到 88.63%、96.86%和 97.61%，2010-2012 年商品猪毛利在总营业利润占比达到 74.53%、94.94%和 94.67%。公司采用自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖模式，截止 2013 年 6 月 30 日，公司拥有 3 个饲料厂，25 个养殖场，形成了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整生猪产业链，并通过参股 40%河南龙大牧原肉食品有限公司，积极介入下游生猪屠宰行业。

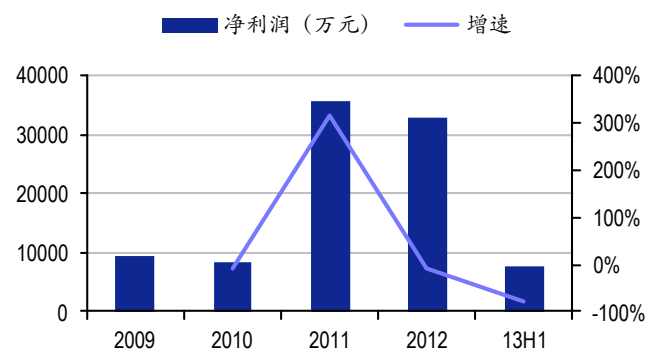
2010 年至 13 年上半年，公司的营业收入分别为 4.41 亿、11.34 亿、14.91 亿和 6.78 亿，同比增长 3%、157%、31%和 11%，实现归属母公司净利润 8561 万、3.57 亿、3.40 亿和 7558 万元。13 年 1-3 季度，累计实现净利润 14737 万元。

图 1：公司历年营业收入



数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

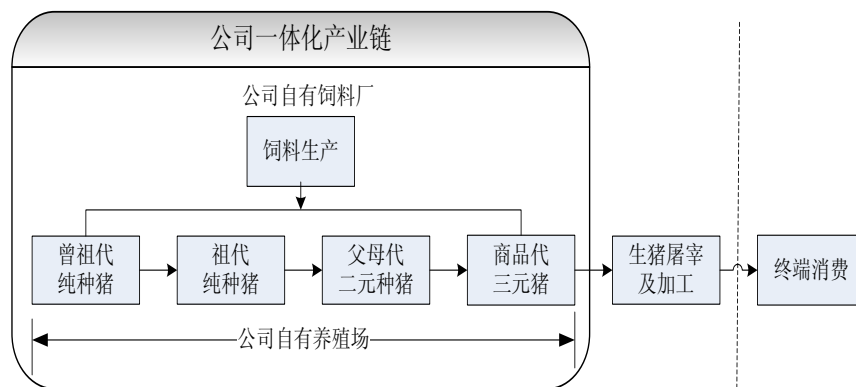
图 2：公司历年净利润



数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

在饲料生产方面，公司自建饲料厂和研究营养配方，生产饲料，供应各缓解生猪饲养所需饲料。在生猪育种方面，公司建立育种体系，自行选育优良品种，截止 2013 年 6 月 30 日，公司拥有皮特兰、杜洛克、大约克、长白曾祖代核心种猪群约 8175 头，核心种猪群规模居国内前列。在种猪扩繁方面，公司建立了曾祖代-祖代-父母代-商品代的扩繁体系，自行繁殖种猪及商品猪。在商品猪饲养方面，公司采用全程自养方式，使各养殖环节处于严格控制中，从而使公司在食品安全控制、产品质量控制、疫病防治、规模化经营、生产成本控制环节具有显著优势。

图 3：公司的一体化生产模式



数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

2009年起公司产能快速扩张，截至2013年上半年，公司生猪年产能达到195万头。公司在南阳市内乡县境内拥有1个饲料厂和21个养殖场，已初步形成了年出栏生猪约130万头的生产能力。同时在南阳市邓州市设立了全资子公司邓州牧原，规划建设200万头的生猪养殖基地（含募集资金投资项目80万头生猪产业化项目），截至2013年6月30日，邓州牧原已有饲料厂2个及部分投入使用的养殖场2个，已经形成了年出栏生猪约25万头的生产能力。公司在南阳市卧龙区设立了全资子公司卧龙牧原，规划建设150万头的生猪养殖基地，卧龙牧原已有部分投入使用的养殖场2个，已经形成了年出栏生猪约40万头的生产能力。

**表1：公司历年产能和销量情况**

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年1-6月
产能(万头/年)	50	80	105	155	195
销量(万头)	37.1	35.9	60.98	91.8	50.5
其中：商品猪	35.25	33.27	58.98	90	47.3
种猪	1.85	2.63	2	1.8	0.8

数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

## 1.2. 实际控制人情况

公司创始人秦英林先生，毕业于河南农业大学畜牧专业，1992年与毕业于郑州畜牧工程高等专科学校兽医专业的妻子钱瑛女士开始创业，专业从事生猪饲养；1995年开始规模化生猪养殖；2000年秦英林先生设立公司前身牧原养殖，并开展生猪育种工作。

秦英林先生为公司实际控制人，直接持有公司本次发行前65.06%的股份，其妻子钱瑛女士直接持有公司1.89%的股份，两人还通过牧原实业间接持有公司本次发行前23.20%的股份，合计持有公司本次发行前90.16%的股份。

**表2：主要股东发行前后持股比例变化**

股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
<b>一、有限售条件流通股</b>				
秦英林	13794	65.06	11042	48.8
牧原实业	4919	23.2	3937	17.4
国际金融公司	1200	5.66	962	4.25
钱瑛	401	1.89	321	1.42
其他27名自然人股东	887	4.18	711	3.14
<b>二、本次发行流通股</b>				
合计	21200	100	22628	100

数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

公司多数高管均持有公司股份，形成天然的股权激励，同时实际控制人的部分亲属也持有公司股份。

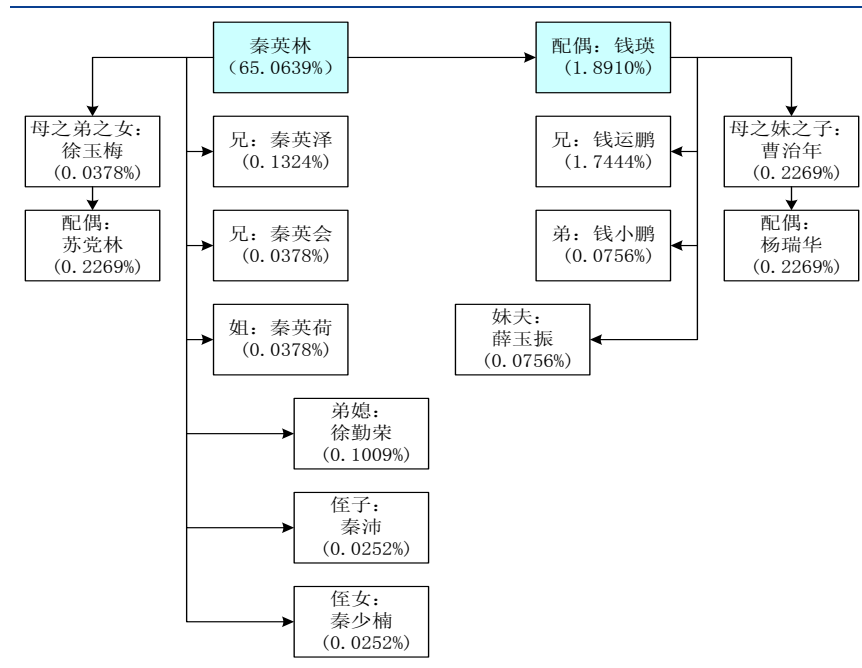
**表3：公司高管持股情况**

股东姓名	股份数量(万股)	股权比例(%)	在公司任职情况
秦英林	13794	65.06	董事长、总经理
钱瑛	401	1.89	董事
钱运鹏	370	1.74	采购部经理

曹治年	48	0.23	董事、常务副总经理
杨瑞华	48	0.23	兽医总监
苏党林	48	0.23	副总经理、生产总监
李付强	48	0.23	监事、工程管理部经理
张春武	40	0.19	董事、副总经理、董事会秘书
褚柯	32	0.15	监事会主席、营养总监
秦英泽	28	0.13	无

数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 4：实际控制人亲属持股情况



数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

## 2. 生猪行业：预计未来两个季度猪价温和上涨

### 2.1. 近十年猪周期回顾&规律总结

我国生猪养殖市场是一个全国性的完全竞争市场，由于猪肉消费增速相对平稳，供给的周期性波动导致猪肉价格和养殖利润呈周期波动特征。2003 年至今 10 年时间里，出现了两个完整的猪周期：2003 年 5 月-2006 年 5 月历时 3 年，2006 年 5 月-2010 年 4 月历时近 4 年。本轮猪周期，猪价于 10 年 4 月启动上涨，11 年 9 月见顶，之后进入下跌通道，目前已历时 3 年零 8 个月。从近十年的时间来看，我国猪周期波动的特征如下：

- 3-4 年时间为一个波动周期，并且受规模养殖比例持续上升影响，周期有拉长的趋势，预计本轮周期持续时间将超过 4 年。散养户由于投入少，进入和退出市场比较灵活。而规模养殖户由于固定资产等投入较大，退出成本高，即时在行情低迷的时候也必须保持养殖规模。规模养殖比例上升导致市场调整的时间变长。
- 受养殖成本上升驱动，猪周期底部和顶部的价格呈不断提高的趋势。2003-2013 年至今，周期底部的猪价分别为 5.78 元/公斤、6.10 元/公斤和 9.82 元/公斤，周期顶部的猪价分别为 9.54 元/公斤、16.94 元/公斤和 20.08 元/公斤。
- 符合发散性蛛网的特征，价格波动幅度大。2003 年 5 月-2006 年 5 月，猪价从底部-

顶部涨幅 65%，顶部-底部跌幅 36%；2006 年 5 月-2010 年 4 月，猪价从底部-顶部涨幅 178%，顶部-底部跌幅 42%；10 年 4 月至今，从底部-顶部涨幅 104%，顶部至今最大跌幅 37%。

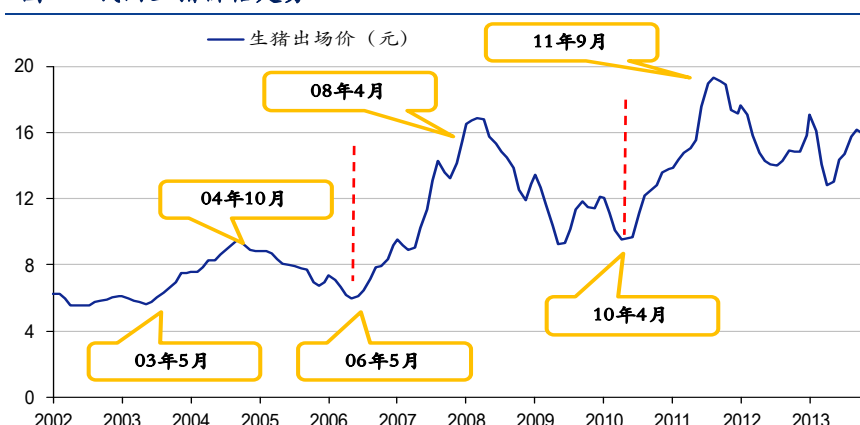
- **单个猪周期内，持续盈利时间长，底部持续亏损时间相对较短。**近 10 年第 1 个猪周期，猪粮比大于 6 的时间持续 24 个月，下跌通道中猪粮比小于 6 的时间持续 14 个月；第 2 个猪周期，猪粮比大于 6 的时间持续 33 个月，下跌通道中猪粮比小于 6 的时间持续 6 个月；本轮猪周期至今，猪粮比大于 6 的时间持续 21 个月，下跌通道中猪粮比小于 6 的时间共 9 个月，连续时间 5 个月。
- **供应收缩是驱动猪价见底回升的核心力量，而生猪存栏量同比出现负增长并见底是确认猪价见底的重要标志。**2010 年 5 月生猪存栏同比增速最低降至-4.3%，受供应大幅收缩驱动，同期生猪价格开始见底回升。

表 4：近十年我国猪周期波动特征

	2003 年 5 月-2006 年 5 月	2006 年 5 月-2010 年 4 月	2010 年 4 月至今
价格波动特征	04 年 10 月见顶，上涨通道 17 个月，下跌通道 19 个月	08 年 4 月见顶，上涨通道 23 个月，下跌通道 24 个月	11 年 9 月见顶，上涨通道 17 个月，下跌通道 20 个月
盈利波动特征	从底部-顶部涨幅 65%，顶部-底部跌幅 36%	从底部-顶部涨幅 178%，顶部-底部跌幅 42%	从底部-顶部涨幅 104%，顶部至今最大跌幅 37%
盈利波动特征	盈利时间长，亏损时间短：猪粮比大于 6 的时间持续 24 个月，下跌通道中猪粮比小于 6 的时间持续 14 个月	盈利时间长，亏损时间短：猪粮比大于 6 的时间持续 33 个月，下跌通道中猪粮比小于 6 的时间持续 6 个月	盈利时间长，亏损时间短：猪粮比大于 6 的时间持续 21 个月，下跌通道中猪粮比小于 6 的时间持续 5 个月

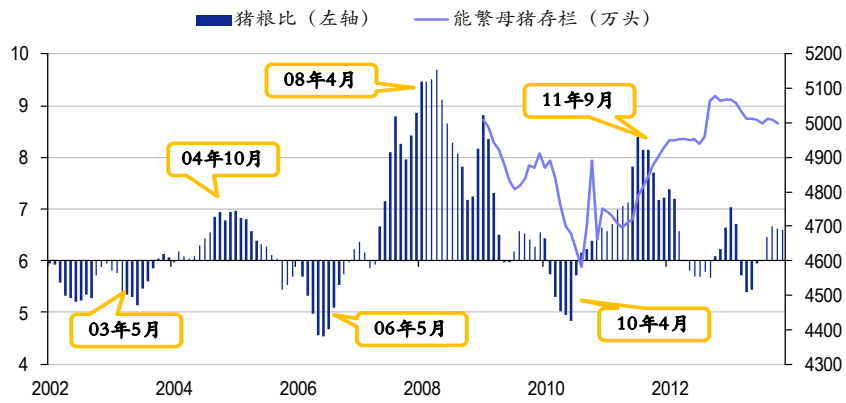
数据来源：国家发改委、安信证券研究中心

图 5：我国生猪价格走势



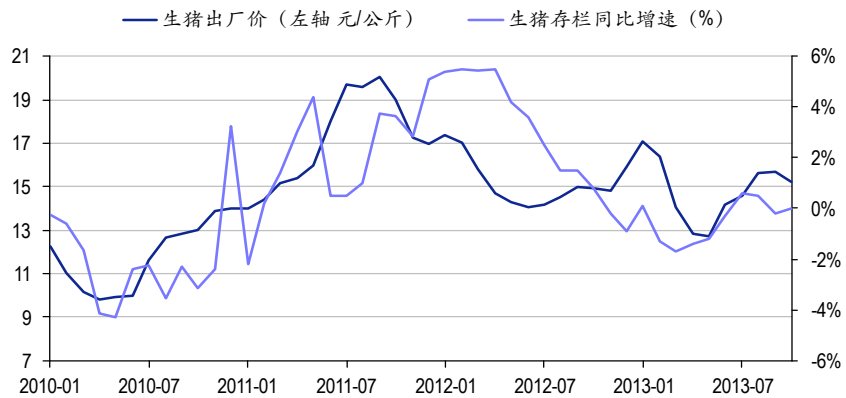
数据来源：中国政府网、安信证券研究中心

图 6：我国猪粮比走势



数据来源：中国政府网、安信证券研究中心

图 7：生猪存栏增速见底是猪价见底的重要标志



数据来源：中国政府网、安信证券研究中心

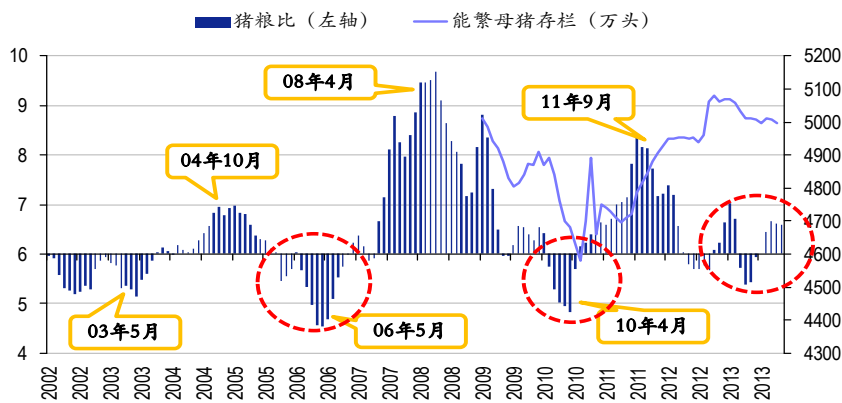
## 2.2. 本轮猪周期：猪价进入底部区域，母猪存栏环比温和降低

猪周期符合典型的蛛网模型规律：供应波动是导致猪价波动的核心因素，而盈利波动是导致供应收缩和扩张的主要力量。从历轮猪周期看：持续亏损时间一般在 6 个月以上、要进入深度亏损区域（猪粮比跌至 5 以下）才能引起供应的深度收缩。

本轮猪周期，猪肉价格于 10 年 4 月份见底，持续上涨 17 个月之后于 11 年 9 份见顶，之后进入下降通道，2013 年 3 月开始进入亏损区域（猪粮比低于 6）。目前猪价基本进入底部区域，但和前几轮猪周期相比，本轮猪周期至今为止，养殖户盈利调整的幅度和时间都尚未到位：近 2 轮猪周期，周期底部持续亏损时间（猪粮比低于 6）分别达到 14 个月和 6 个月，猪粮比最低分别跌至 4.5 和 4.7，市场在深度亏损区域（猪粮比低于 5）持续时间分别达到 4 个月和 3 个月，相当数量养殖户资金链出现断裂，而本轮猪周期至今猪粮比仍未跌破 5，持续亏损时间仅 5 个月。

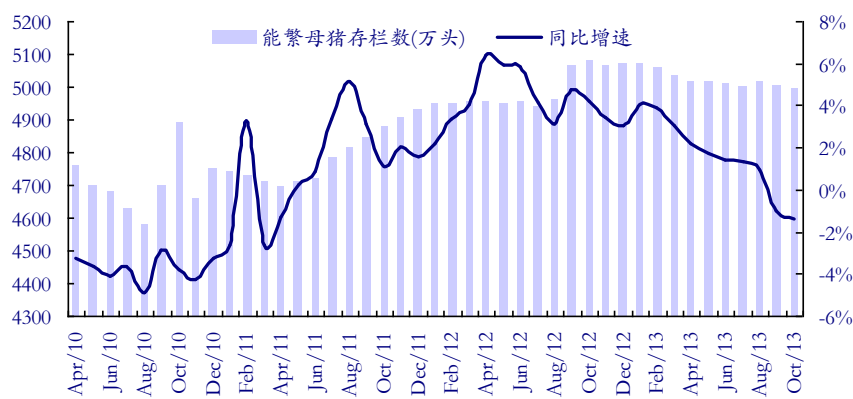
母猪存栏是决定生猪供给的源头，由于生猪养殖盈利一直未出现深度调整，本轮猪周期养殖户大规模淘汰母猪现象至今尚未出现，母猪存栏量仍处高位。受养殖盈利下滑影响，母猪存栏量环比出现小幅下降趋势。预计未来 1-2 个季度随着猪价和养殖盈利继续调整，母猪存栏持续温和淘汰，养殖盈利逐渐提升，猪肉价格温和上涨。

图 8：本轮猪周期至今为止，养殖户盈利调整的幅度和时间尚未到位



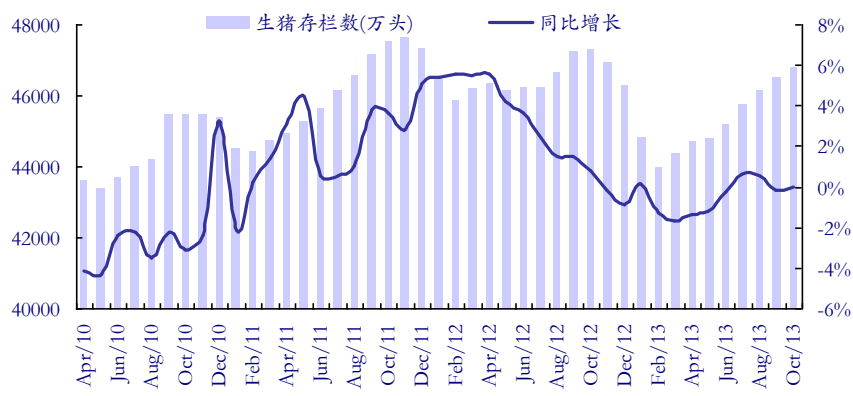
数据来源：中国政府网、安信证券研究中心

图 9：我国能繁母猪存栏



数据来源：中国政府网、安信证券研究中心

图 10：我国生猪存栏



数据来源：中国政府网、安信证券研究中心

### 3. 自育自繁自养的一体化生猪养殖龙头

公司的主要竞争优势是拥有一条集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，并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，成为推动我国生猪品质不断提升的重要力量。

#### 3.1. 自育自繁自养的一体化产业链优势

一体化产业链使得公司将生猪养殖各个生产环节置于可控状态,在食品安全、疫病防控、成本控制及标准化、规模化、集约化等方面具备明显的竞争优势。

与同行业可比上市公司比较,公司“自育自繁自养大规模一体化”的自养模式是最大的独特之处,其盈利包含了饲料加工环节的毛利、生猪育种和种猪扩繁环节的毛利、商品猪和种猪饲养环节的毛利。同行业可比上市公司主要采用的是“公司+农户”的模式或其衍生模式“公司+基地+养殖大户+农户”模式、“公司+基地+农户”模式,即都将商品代养殖环节全部或部分放在公司业务体外,或没有种猪育种业务。

表 5: 畜牧养殖公司毛利率

	2009	2010	2011	2012
毛利率				
顺鑫农业	44.43%	36.12%	34.88%	24.54%
雏鹰农牧	48.54%	49.51%	35.60%	-
大康牧业	13.05%	18.03%	19.98%	-
行业平均值	35.34%	34.55%	30.15%	-
牧原食品	64.25%	55.01%	62.16%	62.25%

数据来源: 公司招股说明书、安信证券研究中心

**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。

**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。** 公司全部生猪均自养。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。

长期以来,公司不断加强生猪饲养过程中每个环节的品质管理,凭借良好的品质管理,公司饲料生产、生猪养殖环节获得 ISO22000 食品安全管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证。

### 3.2. 现代化猪舍及自动化养殖设备优势

公司创始人秦英林先生从 1992 年开始养猪起,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。公司现代化猪舍实现了为生猪提供洁净、舒适、健康的生长环境,同时实现了减少劳动工人、提高劳动效率的目的。

公司自行研制的自动化饲喂系统,大大提高了生产效率。在育肥阶段,公司一名饲养员可同时饲养 2,700 头生猪,生产效率高于国内行业平均水平。公司研发设计出的各类猪舍及相关养殖设备等共获得 22 项实用新型专利和 2 项外观设计专利。



**图 11：公司现代化猪舍及自动化养殖设备**



数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

### 3.3. 生猪育种优势

公司坚持以终端消费者对猪肉的消费需要为育种导向，以瘦肉率、繁殖力、肉质等指标为主要育种目标，采用开放式核心群育种方式，持续提升公司猪群遗传性能。

公司在育种方面，做好种猪性能测定、血统档案记录、耳环标识、BLUP 法遗传评估、GPS 择优交配等一系列育种工作。公司年测定种猪规模达 2-3 万头次。公司对进入核心种猪群（曾祖代）的母猪执行严格的选留标准，以确保其核心种猪群优良基因库性能的保持和提升。

公司拥有种猪 ALOKA 测定仪（活体肌间脂肪测定仪）、BLUP 遗传性能评估软件、GPS 种猪选配管理软件等国内外领先的育种设备，其中 ALOKA 检查仪，可实现活体检查生猪肌间脂肪含量（判断肉质香嫩的指标）和眼肌面积（主要用于测定瘦肉率），从而避免了种猪需屠宰后才能测定肌间脂肪含量和瘦肉率的难题，提高了公司育种选育的效率。

通过育种，一方面使公司在种猪扩繁、商品猪饲养环节获得生产性能更优、更经济的生猪品系，降低了商品猪的饲养成本；另一方面使公司商品猪的肉质更香嫩，市场认可度高。凭借生猪育种优势，2010 年，公司被列为第一批国家生猪核心育种场。截至 2013 年 6 月 30 日，公司已经拥有皮特兰、杜洛克、大约克、长白曾祖代核心种猪群约 8,175 头，核心种猪群规模居国内前列。

### 3.4. 营养技术优势

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，在饲料营养中，小麦和玉米属于能量原料，因此小麦和玉米具有一定的相互替代性，并且小麦的蛋白质含量较玉米高，使用小麦一定程度上节约豆粕等蛋白类原料的使用。公司可以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，从而形成了较强的成本优势。针对不同品种、不同类型、不同生长阶段生猪，同时运用析因法建立对应的动态营养模型，制定精细化的饲料配方。目前，公司对保育猪、育肥猪、怀孕母猪、哺乳母猪等所处不同状态的生猪及季节变化共设计出 6 类 32 种饲料配方，仅保育及育肥阶段就按其不同的体重阶段制定了

多达 11 种配方。通过对生猪营养的精细化管理措施，一方面充分发挥猪群的生长潜力，增强猪群健康，另一方面降低了料肉比，提高饲料报酬率，降低了饲料成本。

此外，公司研制的“早期断奶的乳猪用饲料组合”，具有适口性好、易消化吸收、成本低、转化率高优点，目前公司该项技术已获得国家发明专利。

### 3.5. 市场优势

#### (1) 商品猪销售优势

公司建立了完善的生猪批次追溯体系，为产品质量提供了有效保障，通过了 ISO22000 食品安全管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证，并获得了下游客户的广泛认可。截至 2013 年 6 月 30 日，公司已有牧原二场、十三场、十五场和十七场等 11 个养殖场被河南出入境检验检疫局批准为龙大牧原的出口猪肉备案养殖场。公司销售给龙大牧原的商品猪经其屠宰分割后，作为向日本出口熟食品企业的原料肉使用。

#### (2) 种猪销售优势

公司凭借优异生产性能的种猪以及良好的售后技术服务体系以及具有竞争优势的性价比，在种猪销售市场获得了普遍认可，特别是在大规模养殖企业中有良好的口碑。中粮肉食、天津宝迪、河北新希望农牧有限公司、杨凌本香农业集团有限公司（现更名为：杨凌美和农业产业集团有限公司）等国内知名养殖企业已成为公司种猪产品的客户。

## 4. 募投项目：专注主业，持续扩张

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”。该项目已基本建成，并已部分投产，2013 年已实现销售。

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。

项目单位投资额与现有产能相当，优势仍十分明显。项目总投资 6.67 亿元，包括建设投资 5.77 亿元，占总投资比例 86.51%，铺底流动资金 9,000 万元。建设投资中，固定资产投资共 4.47 亿元，固定资产投资中猪舍部分 2.8 亿元，饲料厂 1 亿元。即每万头出栏生猪平均投入固定资产 558 万元，不包括饲料厂则为 433 万元，和现有产能的投入相当，仍低于行业现有平均水平。公司产能已得到充分利用，募投项目投产后不会存在产能闲置的情况。项目达产后，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。

## 5. 盈利预测与定价区间

我们预计公司 13-15 年生猪销量为 130、175 和 245 万头；基于我们对生猪价格的判断，预计 13-15 年商品猪售价为 1550、1650 和 1680 元/头；我们用相对估值法对公司进行估

值，按照发行后预估股本 2.26 亿股计算，我们预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 1.20、1.90 和 2.43 元，我们认为公司作为一体化的规模养殖企业在养殖模式和盈利能力上与雏鹰农牧、圣农发展更为相近，参考雏鹰农牧和圣农发展 2014 年 WIND 一致预期的估值区间，我们给予公司 2014 年 18-20 倍 PE，对应询价区间为 34.20-38.00 元，预计首日上市价格区间较询价区间上浮 20%，定价区间为 41.00-45.60。

表 5：同行业可比上市公司估值

名称	股价	2011EPS	2012EPS	Wind 一致预期 2013EPS	Wind 一致预期 2013PE	Wind 一致预期 2014EPS	Wind 一致预期 2014PE
雏鹰农牧	8.92	0.22	0.35	0.18	50	0.47	19
罗牛山	5.9	0.06	0.03	-	-	-	-
大康牧业	17.85	0.35	-0.08	0.09	198	-	-
新五丰	5.74	1.83	0.08	-	-	-	-
圣农发展	9.23	0.52	-0.04	-0.09	-	0.51	18
西部牧业	18.41	0.57	0.26	0.35	53	0.53	35
益生股份	8.00	0.26	0.04	-0.37	-	0.37	22

数据来源：Wind、公司招股说明书、安信证券研究中心

## 6. 风险因素

- 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。
- 4、生产经营场所相对集中的风险。公司现有的经营场所主要分布的南阳市的内乡县，单个养殖场规模相对较大，生产场所相对集中。尽管公司拥有完善的疫病防控体系，但生产经营场所的相对集中，对公司养殖过程的防疫等方面仍会带来风险，主要表现在：(1) 大规模疫情爆发时，规模较大的养殖场面临更大的防疫风险，如果疫情超出公司防疫措施所能控制的范围，公司将会出现较大损失。(2) 在发生风灾、水灾等自然灾害或其他灾害时，公司可能由于场所集中，而遭受较大的损失。

**财务报表预测和估值数据汇总(2013年1月13日)**

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>1,134.3</b>	<b>1,490.8</b>	<b>2,012.6</b>	<b>3,059.2</b>	<b>4,221.7</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	697.2	1,072.4	1,610.1	2,461.1	3,461.8	营业收入增长率	155.2%	31.4%	35.0%	52.0%	38.0%
营业税费	-	-	-	-	-	营业利润增长率	404.1%	-12.7%	-22.0%	62.5%	28.7%
销售费用	5.3	5.6	8.6	13.0	17.3	净利润增长率	316.6%	-7.4%	-22.7%	58.0%	28.0%
管理费用	45.0	61.8	87.0	126.9	177.5	EBITDA 增长率	267.3%	0.2%	-14.8%	39.3%	19.9%
财务费用	41.3	50.9	73.2	77.4	74.6	EBIT 增长率	362.1%	-8.8%	-12.5%	49.1%	23.2%
资产减值损失	-0.5	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	NOPLAT 增长率	362.1%	-9.4%	-11.9%	49.1%	23.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	92.0%	40.7%	32.3%	0.9%	28.4%
投资和汇兑收益	-0.9	1.1	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	79.0%	40.9%	24.8%	31.4%	30.6%
<b>营业利润</b>	<b>345.0</b>	<b>301.3</b>	<b>235.2</b>	<b>382.2</b>	<b>491.8</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	11.6	31.1	20.0	20.9	24.0	毛利率	38.5%	28.1%	20.0%	19.6%	18.0%
<b>利润总额</b>	<b>356.6</b>	<b>332.4</b>	<b>255.1</b>	<b>403.0</b>	<b>515.7</b>	营业利润率	30.4%	20.2%	11.7%	12.5%	11.6%
减:所得税	-	2.2	-	-	-	净利润率	31.4%	22.1%	12.7%	13.2%	12.2%
<b>净利润</b>	<b>356.6</b>	<b>330.2</b>	<b>255.1</b>	<b>403.0</b>	<b>515.7</b>	EBITDA/营业收入	39.7%	30.3%	19.1%	17.5%	15.2%
						EBIT/营业收入	34.1%	23.6%	15.3%	15.0%	13.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	161	204	182	111	74
货币资金	90.7	177.6	161.0	244.7	337.7	流动营业资本周转天数	109	111	141	138	138
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	166	163	191	182	182
应收帐款	3.5	0.2	31.1	13.5	24.3	应收帐款周转天数	2	0	3	3	2
应收票据	-	-	3.8	1.8	2.5	存货周转天数	99	113	131	129	132
预付帐款	106.0	27.5	263.6	170.0	385.4	总资产周转天数	378	438	439	336	287
存货	428.0	506.1	960.8	1,232.6	1,852.2	投资资本周转天数	321	386	389	293	243
其他流动资产	3.9	4.2	3.0	3.7	3.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	48.9%	32.1%	19.9%	23.9%	23.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	24.0%	15.4%	9.2%	13.7%	13.6%
长期股权投资	31.2	23.5	23.5	23.5	23.5	ROIC	55.8%	26.3%	16.5%	18.6%	22.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	634.5	1,051.9	979.1	906.3	833.6	销售费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	125.1	223.0	223.0	223.0	223.0	管理费用率	4.0%	4.1%	4.3%	4.1%	4.2%
无形资产	29.7	116.4	113.0	109.6	106.2	财务费用率	3.6%	3.4%	3.6%	2.5%	1.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	8.1%	7.9%	8.4%	7.1%	6.4%
<b>资产总额</b>	<b>1,488.6</b>	<b>2,140.2</b>	<b>2,771.7</b>	<b>2,938.6</b>	<b>3,802.0</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	415.2	353.0	676.3	724.0	778.7	资产负债率	51.0%	52.0%	53.7%	42.6%	42.1%
应付帐款	60.0	71.0	112.2	181.9	228.2	负债权益比	104.3%	108.4%	116.1%	74.4%	72.7%
应付票据	-	-	3.1	0.1	3.7	流动比率	1.15	1.09	1.57	1.59	2.21
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.37	0.32	0.51	0.41	0.64
长期借款	210.3	453.5	584.6	207.8	420.8	利息保障倍数	9.36	6.92	4.21	5.94	7.59
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>759.8</b>	<b>1,113.0</b>	<b>1,489.3</b>	<b>1,253.2</b>	<b>1,600.9</b>	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	212.0	212.0	212.0	212.0	212.0	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	516.8	815.2	1,070.3	1,473.4	1,989.1						
<b>股东权益</b>	<b>728.8</b>	<b>1,027.2</b>	<b>1,282.3</b>	<b>1,685.4</b>	<b>2,201.1</b>						

**现金流量表**

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	356.6	330.2	255.1	403.0	515.7	EPS(元)	1.58	1.46	1.20	1.90	2.43
加:折旧和摊销	64.0	98.9	76.2	76.2	76.2	BVPS(元)	3.22	4.55	6.05	7.95	10.38
资产减值准备	-0.5	-0.2	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	42.4	51.5	73.2	77.4	74.6	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	0.9	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-284.3	-54.0	-683.0	-96.2	-786.5	CAGR(%)	4.2%	16.0%	43.9%	4.2%	16.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>178.1</b>	<b>406.5</b>	<b>-279.6</b>	<b>459.4</b>	<b>-121.0</b>	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-403.0	-554.3	1.0	1.0	1.0	ROIC/WACC	7.8	3.7	2.3	2.6	3.2
融资活动产生现金流量	160.7	245.4	262.0	-376.7	213.0	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

李江、吴莉分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

