

## 国内生猪养殖自繁自养模式龙头企业

牧原股份 (002714.SZ)

建议询价 38.34-44.01 元

### 投资要点:

- **公司为现代一体化生猪自繁自养养殖龙头企业。**公司成立以来,形成了“自繁自养大规模一体化”为特色的生猪养殖模式,为国内较大的自繁自养一体化生猪养殖企业。2013年公司出栏量预计能达到130万头,截止2013年6月,公司拥有195万头生猪出栏产能,2013年公司出栏量预计能达到130万头,2014年预计将达到180万头。公司2010-2012年收入和净利润复合增长率分别为83.13%和96.33%,头均盈利达到360元,远高于行业平均水平。
- **现代一体化产业链是公司核心竞争力。**1) 现代化猪舍有利于提高生产效率,降低人工成本。2) 自繁自养一体化养殖模式毛利率较高。3)、自繁自养一体化有利于食品安全和对疾病的控制。
- **受益于猪价回升和规模扩张,公司高成长将持续。**2013年能繁母猪存栏量趋势向下,并且7、8月份高温影响母猪产仔率、近期仔猪腹泻、口蹄疫情,影响14年出栏量。我们对2014年价格走势判断是春节之后缓慢下跌,4-5月份筑底(但预计底部价格高于13年最低点),然后缓慢上涨,我们认为2014年猪价均价同比上涨5-10%。随着募投项目完成,我们预计公司2013-2015年产能分别能到200/250/360万头,预计销量能到达130/180/250万头,增速分别为42%、38%、39%,这为公司未来高成长提供了保障。
- **募投项目:**本次募集资金6.67亿元,投向建设邓州市牧原养殖有限公司“年出栏80万头生猪产业化项目”。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。
- **建议询价区间为38.34-44.01元。**由于畜牧业养殖价格具有周期性,盈利受价格波动较大,因此在周期下行时,PE估值已经失效,我们认为主要从市值角度来考虑,目前上市公司中雏鹰农牧每年出栏量与牧原接近,但从养殖单头净利及养殖模式的发展前景来看,牧原股份更有优势。目前雏鹰农牧市值为76亿,结合DCF估算公司总价值为100亿左右。我们给予公司2014年20-23倍PE,合理估值应为42.6-48.9元,建议一级市场询价区间38.34-44.01元。
- **主要风险因素:**1) 猪价下跌风险;2) 扩张速度慢于预期。

分析师: 吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

分析师: 张婧

☎: 010-66568757

✉: zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513070001

| 市场数据       | 时间 2014.1.12 |
|------------|--------------|
| 上证指数       | 2013.30      |
| 发行前总股本(万股) | 21200        |
| 本次发行股数(万股) | 1500         |
| 发行后总股本(万股) | 22700        |

### 相关研究

| 盈利预测及市场重要数据 | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 1,491 | 2,029 | 2,953 | 4,363 |
| (+/-%)      | 31.4% | 36.1% | 45.5% | 47.7% |
| 净利润(百万元)    | 330   | 304   | 484   | 629   |
| (+/-%)      | -7.4% | -8.1% | 59.6% | 29.9% |
| 每股收益(元)     | 1.17  | 1.34  | 2.13  | 2.77  |

资料来源: 中国银河证券研究部

## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、估值建议 .....                    | 1  |
| 二、公司基本情况 .....                  | 2  |
| (一) 商品猪销售是公司主要收入和利润来源 .....     | 2  |
| (二) 公司股东构成 .....                | 4  |
| 三、现代化自繁自养一体化产业链是公司核心竞争力 .....   | 5  |
| 四、公司未来业绩增长可期 .....              | 8  |
| (一) 国内市场猪肉消费空间广阔，猪价有望企稳回升 ..... | 8  |
| (二) 规模扩张驱动公司利润增长 .....          | 9  |
| 四、募集资金投向分析 .....                | 10 |
| 五、关键性假设和盈利预测 .....              | 10 |
| 六、风险分析 .....                    | 12 |
| 插图目录 .....                      | 14 |
| 表格目录 .....                      | 14 |

## 一、估值建议

关键假设：1)、我们预计公司 13/14/15 年产能分别能到 200/250/360 万头，预计销量能到 130/180/250 万头，增速分别为 42%、38%、39%。

2) 我们预计 2013-2015 年商品猪售价为 1595 元/头、1683 元/头、1694 元/头，种猪价格保持在 1980 元/头的水平。

3) 饲料原料价格我们预计将稳步上涨，2013-2015 年商品猪头均成本预计为 1287 元/头、1320 元/头和 1353 元/头。

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.34、2.13、2.77 元（摊薄后），公司为全国一体化产业链养殖的模范企业，具有明显的成本优势，并且能够保障食品安全，我们认为未来公司发展空间十分广阔。短期内公司业绩或受制于猪价波动的风险，但长期来看，公司专注于生猪养殖规模化扩张，无论是规模和技术均走在行业前列。

表 1：畜牧业上市公司估值一览表

| 证券代码      | 证券简称 | 最新收盘价   | 总股本    | 总市值     | 2012EPS | 2013EPS |        | 2013PE（一致预期） |
|-----------|------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|--------------|
|           |      |         |        |         |         | （一致预期）  | 2012PE |              |
| 002477.SZ | 雏鹰农牧 | 9.2600  | 8.5440 | 76.2125 | 0.5700  | 0.1800  | 16     | 51           |
| 002505.SZ | 大康牧业 | 17.7000 | 2.4672 | 44.0395 | -0.0700 | 0.0900  |        | 197          |
| 002321.SZ | 华英农业 | 6.0500  | 4.2580 | 24.9519 | 0.0150  | -0.0800 | 403    |              |
| 000735.SZ | 罗牛山  | 6.1300  | 8.8013 | 51.9278 | 0.0160  | 亏损      | 383    |              |
| 002299.SZ | 圣农发展 | 9.3100  | 9.1090 | 84.0761 | 0.0030  | 亏损      | 3103   |              |
| 300106.SZ | 西部牧业 | 18.4100 | 1.1700 | 21.5397 | 0.2711  | 0.3500  | 68     | 53           |
| 600975.SH | 新五丰  | 5.7400  | 2.3436 | 13.4523 | 0.0900  | 亏损      | 64     |              |
| 002157.SZ | 正邦科技 | 7.2100  | 4.3106 | 29.6136 | 0.1864  | 0.0600  | 39     | 120          |

资料来源：wind，中国银河证券研究部

由于畜牧业养殖价格具有周期性，盈利受价格波动较大，因此在周期下行时，PE 估值已经失效，我们认为从以下两个方面来考虑估值：1) 当行业处于上升周期时，上市公司的动态 PE 通常在 20-25x 之间；2) 按照市值来计算。目前上市公司中雏鹰农牧每年出栏量较牧原接近，但发行人具有重资产属性。目前雏鹰农牧市值为 76 亿，结合 DCF 估算公司总价值为 100 亿左右。我们给予公司 2014 年 20-23 倍 PE，合理估值应为 42.6-48.9 元，建议一级市场询价区间 38.34-44.01 元。

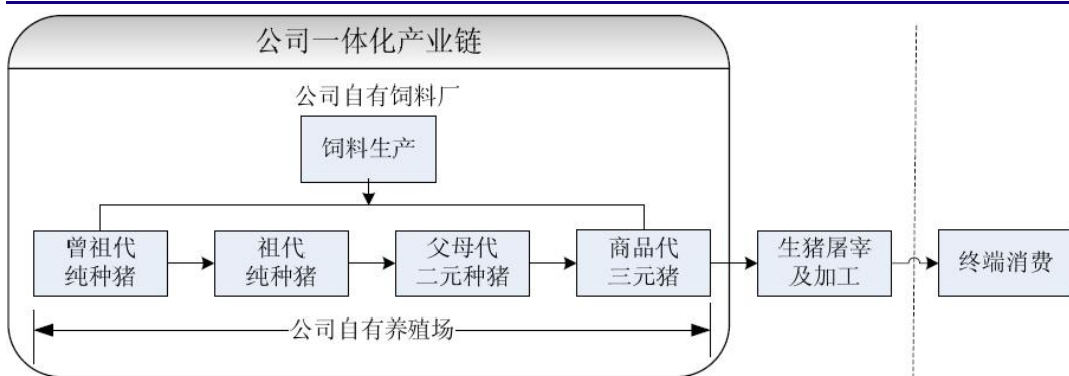
## 二、公司基本情况

### (一) 商品猪销售是公司主要收入和利润来源

牧原食品股份前身为牧原养殖，成立于2000年7月13日，总部位于河南省。牧原养殖于2009年12月28日整体变更设立为河南省牧原食品股份公司（即“股份公司”），并于2010年2月4日更名为牧原食品股份有限公司（即“牧原食品”）。

公司主营业务为生猪的养殖与销售，主要产品为仔猪、种猪、商品猪。经过20多年的发展和积累，本公司形成了以“自育自繁自养大规模一体化”为特色的生猪养殖模式：截至2013年6月30日，公司已拥有3个饲料厂，25个养殖场（含子公司），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%的河南龙大牧原肉食品有限公司，介入下游的生猪屠宰行业。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。

图1：公司一体化生产模式



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

表2：公司主要销售产品

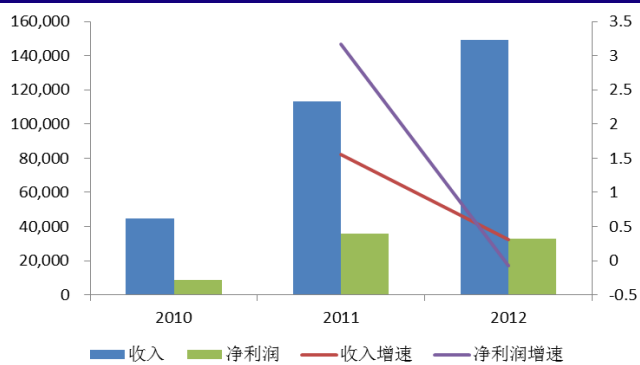
| 序号 | 公司销售产品 | 客户和消费群体                       |
|----|--------|-------------------------------|
| 1  | 仔猪     | 养殖户                           |
| 2  | 种猪     | 生猪养殖企业、养殖户                    |
| 3  | 商品猪    | 直接或间接（通过猪贩子）销售给生猪屠宰企业、肉制品加工企业 |

资料来源：招股书，中国银河证券研究部

商品猪销售占公司收入和毛利比重均达到95%以上。2012年公司营业收入149083万元，同比增长31.43%；净利润33020万元，同比下降7.41%。分产品看2012年商品猪销售145514万，占总收入的98%，是公司主要收入来源，商品猪毛利为39617.33万元，占比为94.71%。公司2009-2012年营业收入复合增长率为83.13%，净利润复合增长率为96.33%。公司近两年业绩大幅增长的主要原因有两方面：1）2010-2012年猪周期处于上升阶段，猪价持续上涨，公司商品猪销售价格由2010年的10.96元/公斤上涨到2011年的16.94元/公斤，虽然2012年猪价有所回落，但依然处于高位。2）公司近两年高速扩张，养殖规模不断扩大。2010年公司

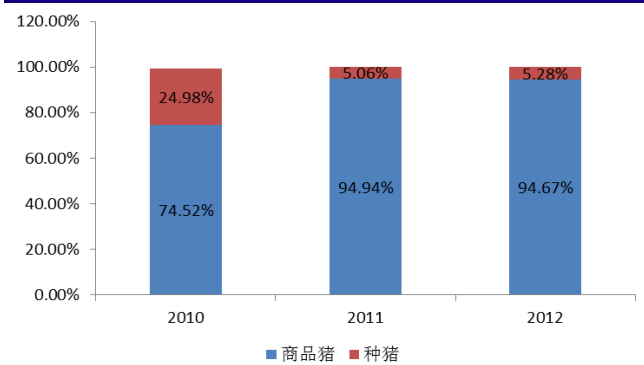
转固金额为 1.39 亿元, 2011 年转固金额为 1.86 亿元, 而到 2012 年, 转固金额达到了 3.4 亿元, 这些新增的固定资产使得公司到 2013 年 6 月末产能较 2010 年初增加了 145 万头/年。公司销量大幅增加, 2010-2012 年公司商品猪销量从 33.27 万头上升到 2012 年的 89.96 万头, 复合增长率达到了 64.43%, 从而推动了公司收入大幅上涨。

图 2: 公司收入和净利高速增长



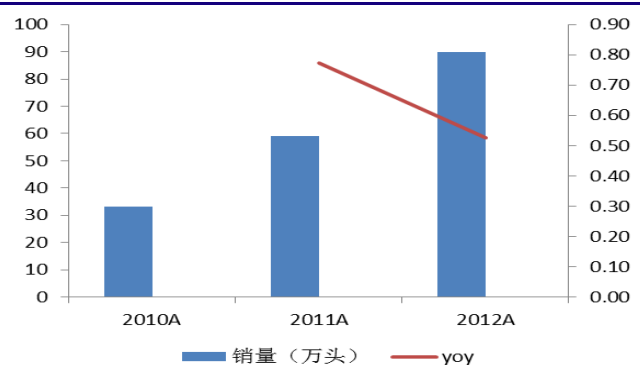
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 3: 公司毛利构成



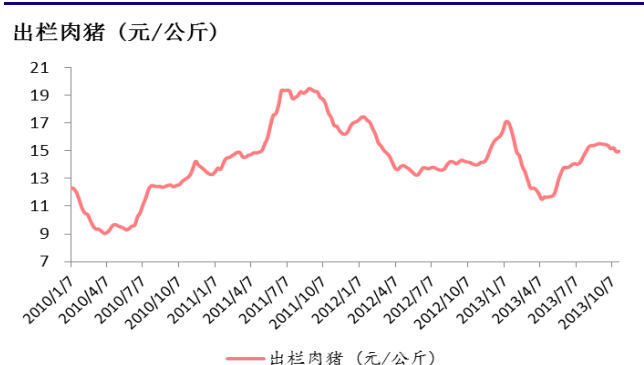
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 公司近几年销量增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 5: 全国生猪价格走势



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 公司近几年产能和销量情况

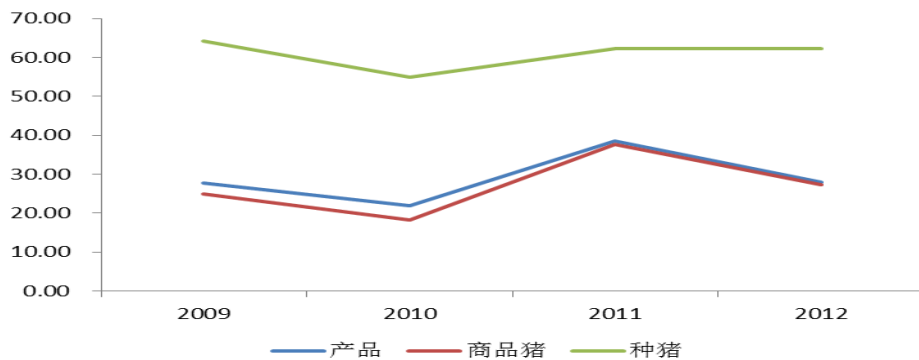
|           | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 1-6 月 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 产能 (万头/年) | 50     | 80     | 105    | 155    | 195          |
| 销量 (万头)   | 37.1   | 35.9   | 60.98  | 91.8   | 50.5         |
| 其中: 商品猪   | 35.25  | 33.27  | 58.98  | 90     | 47.3         |
| 种猪        | 1.85   | 2.63   | 2      | 1.8    | 0.8          |
| 仔猪        |        |        |        |        | 2.4          |

资料来源: 招股书, 中国银河证券研究部

公司毛利率波动主要受到生猪价格和原料价格影响。主营业务毛利率均保持在 20% 以上。主要原因是公司采取“自育自繁自养大规模一体化”的经营模式, 形成了集饲料加工、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, 使公司具有了一定的成本优

势。但由于受到生猪养殖周期的影响和原料价格的波动影响，公司毛利率变化较大。

图 6：公司近几年毛利率变化走势

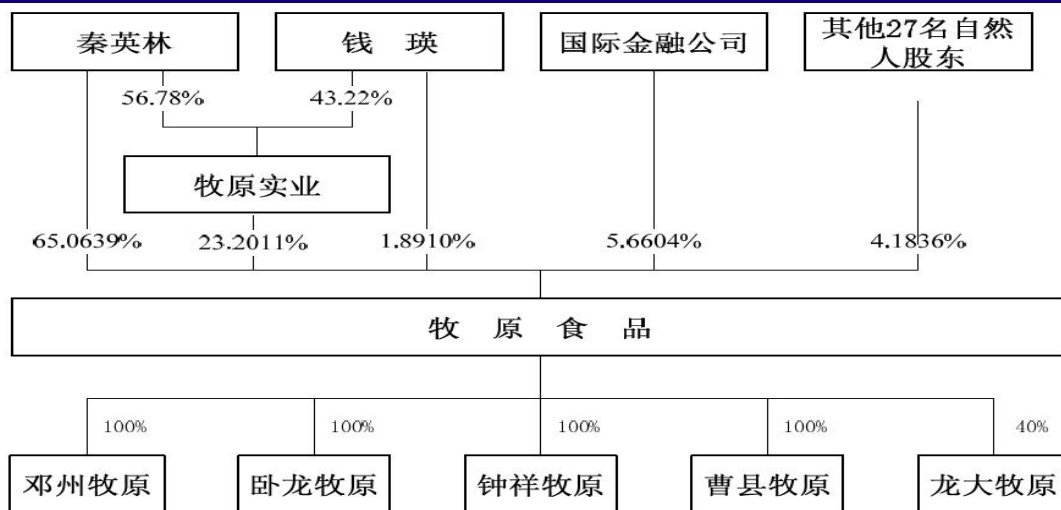


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## (二) 公司股东构成

秦英林先生直接持有本公司本次发行前 65.06% 的股份，其妻子钱瑛女士直接持有本公司 1.8910% 的股份，两人还通过牧原实业间接持有本公司本次发行前 23.20% 的股份，合计持有本公司本次发行前 90.1560% 的股份，为本公司的实际控制人。秦英林先生为本公司创始人，现任本公司董事长兼总经理，钱瑛女士现任本公司董事。本次牧原食品股份拟公开发行股份不超过 7,068 万股，其中包括：公开发行新股补充过 3000 万股，公司股东公开发售不超过 5000 万股。公开发行（新股+老股）转让的股份不得低于发行后总股本的 25%。本次公开发行新股募集资金净额预计为 66,716.04 万元人民币。

图 7：公司股权结构



资料来源：招股书，中国银河证券研究部

**表 4：上市前后公司股本结构**

| 股东名称及股份类别    | 发行前          |            | 发行后          |            |
|--------------|--------------|------------|--------------|------------|
|              | 数量（万股）       | 比例（%）      | 数量（万股）       | 比例（%）      |
| 一、有限售条件流通股   |              |            |              |            |
| 秦英林          | 13793.5      | 65.09      | 11042        | 48.80      |
| 牧原实业         | 4918.6       | 23.20      | 3949.8       | 17.40      |
| 国际金融公司       | 1200         | 5.66       | 965          | 4.25       |
| 钱瑛           | 400.9        | 1.89       | 322          | 1.42       |
| 钱运鹏          | 369.8        | 1.74       | 295          | 1.30       |
| 其他 26 名自然人股东 | 517.2        | 2.44       | 415          | 1.83       |
| 二、本次发行流通股    | -            | -          | 5675         | 25         |
| <b>合计</b>    | <b>21200</b> | <b>100</b> | <b>22700</b> | <b>100</b> |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

公司控股股东秦英林先生和钱瑛女士锁定期 36 个月，国际金融公司和钱运鹏等 27 名自然人股东及董事、监事、高级管理人员锁定期 12 个月。公司上市后 6 个月内如公司股票连续 20 个交易日的收盘价均低于发行价，或者上市后 6 个月期末收盘价低于发行价，秦英林先生和钱瑛女士及牧原食品股份董事、监事、高级管理人员承诺延长锁定期半年。秦英林先生和钱瑛女士及牧原食品股份董事、监事、高级管理人员若在锁定期结束后两年内减持的，减持价格不低于发行价。

### 三、现代化自繁自养产业链是公司核心竞争力

我国生猪养殖主要包括散养和规模养殖，而规模养殖主要有公司+农户和公司自养两种模式。“公司+农户”和公司自养的最大区别是生猪养殖环节是由外部农户完成还由公司自己完成。在促进我国生猪养殖规模化发展的进程中，“公司+农户”与公司自养这两类模式都能较好地发挥规模养殖企业保障生猪供给稳定、稳定生猪生产市场的作用，但两者也分别具有各自不同的优势：“公司+农户”模式，资金占用相对较小、规模易扩大；公司自养模式，在生猪品质控制、食品安全保障、疾病防控及生产效率等方面具有较大优势。

**表 5：三种模式主要特点：**

| 生产方式 | 农户散养                | 公司+农户                                | 公司自养                              |
|------|---------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|
| 主要特征 | 1、投资小               | 1、投资较大、投资主体多样化                       | 1、投资大、投资主体单一                      |
|      | 2、规模小               | 2、产量较稳定                              | 2、产量稳定                            |
|      | 3、饲养水平参差不齐，兽药残留难以控制 | 3、通常采用协议收购或委托代养两种方法与农户合作。            | 3、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。 |
|      | 4、产量不稳定             | 4、通常采用“统一供种、统一供料、统一防疫、统一收购/回收”方式，但需要 | 4、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   |

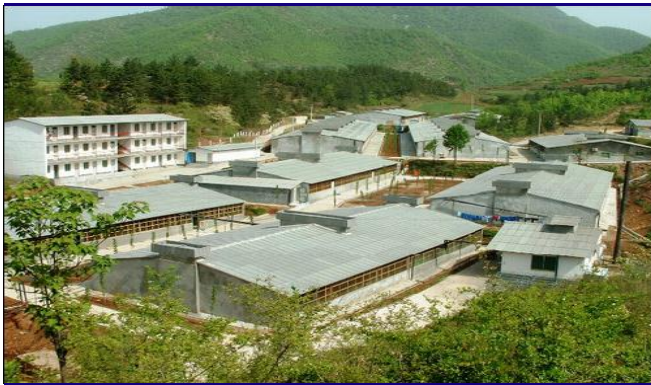
公司对合作户有较强的管理、约束能力。 模扩大较慢。

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

现代化自繁自养一体化养殖的核心竞争力体现在以下几个方面：

1、现代化猪舍有利于提高生产效率，降低人工成本。猪具有喜好清洁、体温调节能力较弱等行为特征，因此猪舍是为生猪营造适宜生长环境、预防疫病、促进生猪健康成长的重要保障。公司紧密结合中原地区特殊的气候条件，在猪舍设计过程中，一方面充分考虑了生猪健康生长所需要的温度、湿度、空气新鲜度等环境及防疫条件，另一方面，又充分满足了规模化、机械化、标准化的现代养殖需求，实现了为生猪提供洁净、舒适、健康的生长环境和减少工人劳动量、提高劳动效率的双重目的。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1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。

图 8：公司核心种猪场外观



资料来源：招股书，中国银河证券研究部

图 9：公司自动化喂饲装置



资料来源：招股书，中国银河证券研究部

图 10：怀孕舍内部



资料来源：招股书，中国银河证券研究部

图 11：育肥舍内部



资料来源：招股书，中国银河证券研究部

2、自繁自养模式毛利率较高。采取“自育自繁自养大规模一体化”的经营模式，形成了集饲料加工、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。因此，公司商品猪和种猪的销售毛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，因此同行中具有较高的毛利。

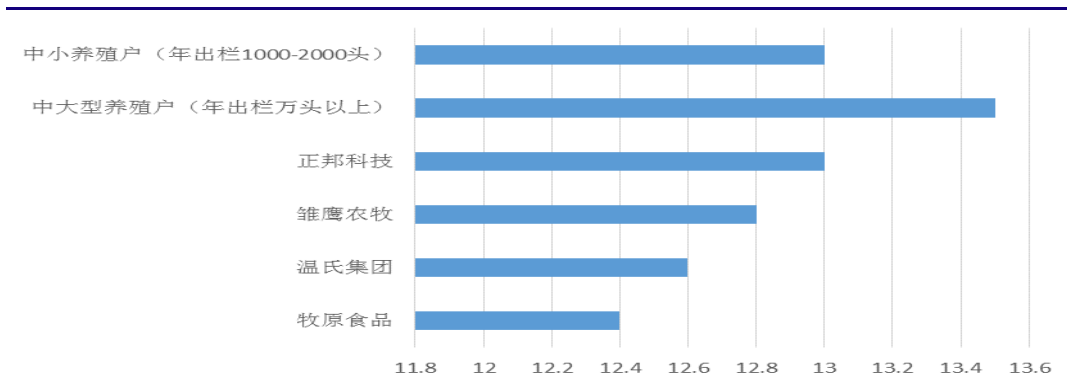


表 6: 公司毛利率相对稳定并处于较高水平

|          | 2010   | 2011   | 2012   |
|----------|--------|--------|--------|
| 新五丰      | 7.60%  | 22.86% | 6.56%  |
| 雏鹰农牧     | 11.06% | 34.29% | 26.27% |
| 大康牧业     | 10.12% | 14.45% | -0.22% |
| 罗牛山      | -0.72% | 16.97% | 12.76% |
| 行业平均     | 7.02%  | 22.14% | 11.34% |
| 公司商品猪毛利率 | 18.30% | 37.77% | 27.23% |

资料来源: 招股书, 中国银河证券研究部

图 12: 不同规模养殖户成本比较



资料来源: 中国银河证券研究部

**3、自繁自养一体化有利于食品安全和对疫病的控制。**一体化完整产业链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公司种猪、商品猪饲养的需要, 从源头上对食品安全进行了控制。2) 自有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。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。

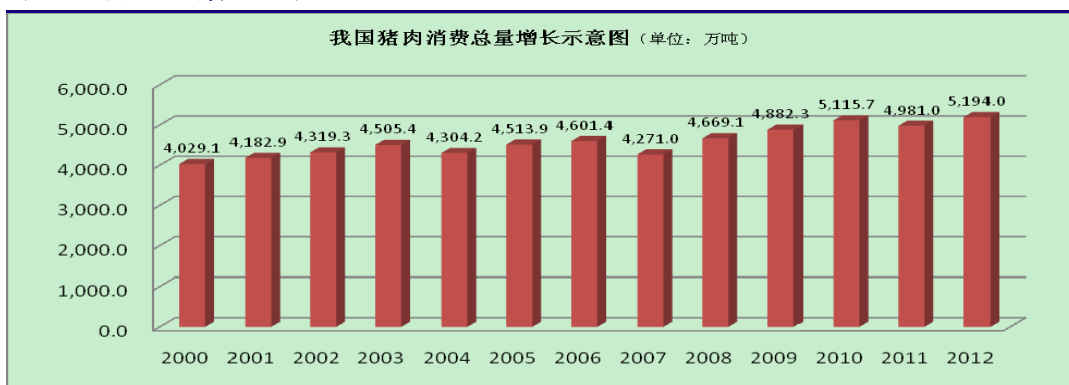
自有自繁自养大规模一体化的模式, 为公司实施规范的疫病防控措施奠定了基础。公司拥有 20 多年的生猪养殖及疫病防控经验, 形成了以兽医总监杨瑞华等业务骨干为核心的专职兽医及防疫队伍, 在内部建立了较完整的疫病防控管理体系, 疫病防治水平处于国内领先水平。公司秉承“养重于防, 防重于治, 综合防治”的理念, 建立了完善的消毒、防疫制度; 采取了猪场多级隔离、舍内小环境控制等多方面的疫病防控措施, 并建立了外部预警、内部预警的预警防疫体系。在场区布局方面, 公司实行“大区域、小单元”的布局, 以防止疫病的交叉感染和外界病原的侵入; 在养殖过程中, 采取“早期隔离断奶”、“分胎次饲养”、“一对一转栏”、“全进全出”等生物安全措施, 确保公司防疫体系安全、有效。兽药及疫苗主要向国内外兽药、疫苗厂采购。在公司生产经营历史上, 从未发生过对公司造成重大损失的疫情。三年一期报告期内, 公司生猪年全程死亡率平均为 **8.33%**, 相比行业平均 **10-15%** 的全程死亡率, 处于行业内较低水平。

## 四、公司未来业绩增长可期

### (一) 国内市场猪肉消费空间广阔，猪价有望企稳回升

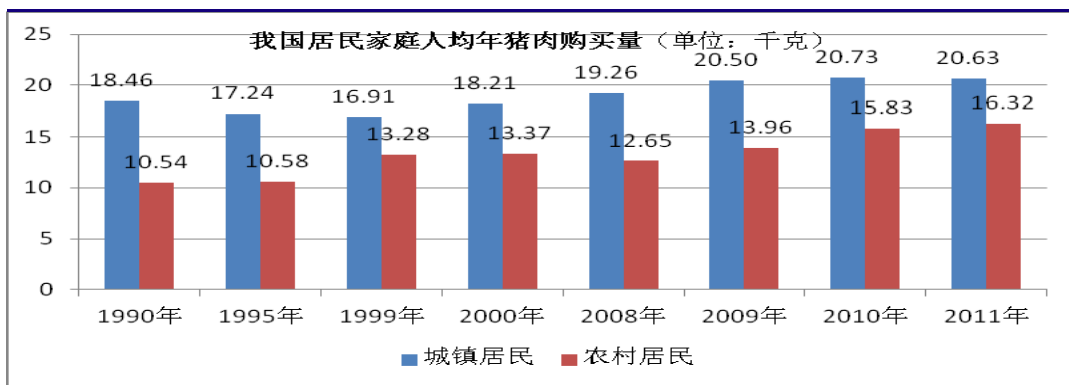
从消费总量上看，我国猪肉消费整体呈稳定增长趋势，根据 USDA 统计数据，2000-2012 年间，我国猪肉消费保持年均 2.14% 的增长态势。同时，猪肉在我国肉类消费中长期处于主导地位，猪肉消费占肉类总消费量的比重自 2000 年以来均保持在 60% 以上。从消费群体上看，我国城镇居民的猪肉消费量要高于农村居民消费量，随着我国城镇化水平的提高，将增加对猪肉的需求。

图 13: 我国猪肉消费总量图



资料来源: 招股书, 中国银河证券研究部

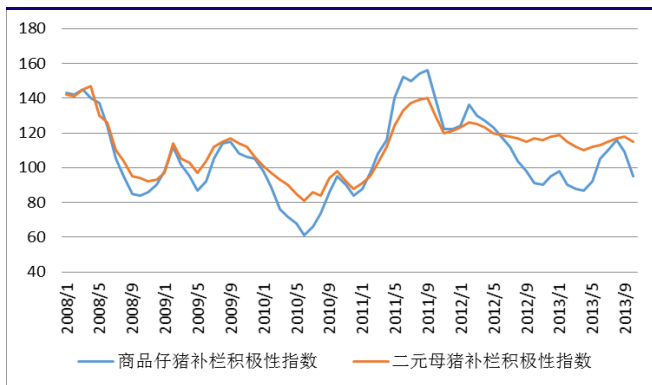
图 14: 我国居民家庭人均猪肉购买量



资料来源: 招股书, 中国银河证券研究部

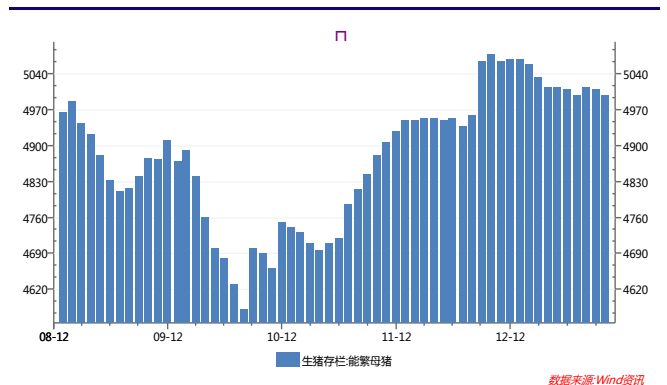
预计 2014 年平均猪价水平将高于 2013 年。主要原因有: 1) 13 年能繁母猪存栏量趋势向下。2) 7、8 月份高温影响母猪产仔率、近期仔猪腹泻、口蹄疫情, 影响 14 年上半年出栏量。我们对 2014 年价格走势判断: 春节之后缓慢下跌, 4-5 月份筑底 (但底部价格较今年低点高), 然后缓慢上涨。我们认为 2014 年猪价平均水平将好于 2013 年。

图 15: 当前仔猪补栏低迷



资料来源: 搜猪网, 中国银河证券研究部

图 16: 能繁母猪存栏缓慢下滑



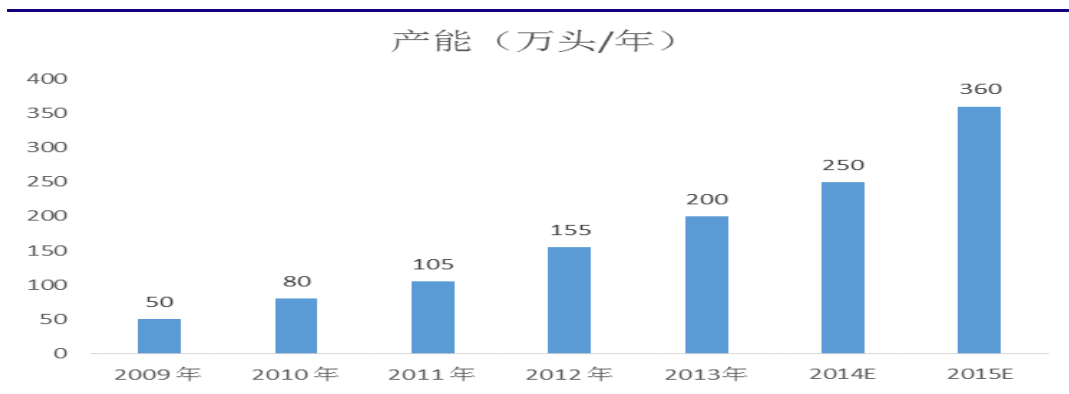
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

## (二) 规模扩张驱动公司利润增长

公司将进一步发挥公司自育自繁自养大规模一体化经营模式的优越性, 充分把握市场机会, 扩大生产规模, 保持销售规模的持续增长, 弥补生猪销售价格波动所带来的不利影响。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)、150 万头的生猪养殖基地, 2013 年在山东曹县(规划 45 万头)、湖北钟祥县(规划 140 万头), 南阳唐河县(规划 30 万头)等地区开始规划建设新的养殖基地, 以便进一步扩大公司规模。

我们预计公司 13/14/15 年产能分别能到 200/250/360 万头, 预计销量能到达 130/180/250 万头, 增速分别为 42%、38%、39%。

图 17: 公司产能持续扩张



资料来源: 招股书, 中国银河证券研究部

## 四、募集资金投向分析

本次公司拟首次公开发行股票总数不超过 7,068 万股，拟投资建设“年出栏 80 万头生猪产业化项目”总投资 66,716.04 万元。公司发行募集资金扣除发行费用后不足上述项目投资金额，则由公司自筹解决。

表 7：募集资金运用

| 项目名称                                      | 投资额          | 项目核准文号           |
|---|--------------|------------------|
| 牧原食品股份有限公司建设邓州市牧原养殖有限公司“年出栏 80 万头生猪产业化项目” | 66,716.04 万元 | 宛发改外经[2011]102 号 |

资料来源：招股说明书 银河证券研究部

本项目是由本公司的全资子公司邓州牧原实施建设年出栏 80 万头生猪产业化项目。该项目的实施有利于提高公司的盈利能力和管理水平，增强核心竞争能力，实现公司规模与效益的协调发展。本项目以建设年出栏生猪 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，包括陶营养殖场和九龙养殖场，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。本项目在陶营乡建设年产 25 万吨饲料厂，主体建筑包括厂区内主车间和 11 只钢板筒仓；在九龙乡建设年产 15 万吨饲料厂，主体建筑包括厂区内主车间和 7 只钢板筒仓。

3、新建沼气发电和环境治理工程，在陶营养殖场和九龙养殖场各建设治污区 6 个，年产沼气总量为 63 万立方米，年发电总量为 45.36 万度。

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。

## 五、关键性假设和盈利预测

主要假设：

1)、我们预计公司 13/14/15 年产能分别能到 200/250/360 万头，预计销量能到达 130/180/250 万头，增速分别为 42%、38%、39%。

2) 我们预计 2013-2015 年商品猪售价为 1595 元/头、1683 元/头、1694 元/头，种猪价格保持在 1980 元/头的水平。

3) 饲料原料价格我们预计将稳步上涨，2013-2015 年商品猪头均成本预计为 1287 元/头、1320 元/头和 1353 元/头。

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.34、2.13、2.77 元（摊薄后），公司为全国一体化产业链养殖的模范企业，具有明显的成本优势，并且能够保障食品安全，我们认为未来公司发展空间十分广阔。短期内公司业绩或受制于猪价波动的风险，但长期来看，公司专注于生猪养殖规模化扩张，无论是规模和技术均走在行业前列。由于畜牧业养殖价格具有周期性，盈利受价格波动较大，因此在周期下行时，PE 估值已经失效，我们认为从以下两个方面来考虑估值：1) 当行业处于上升周期时，上市公司的动态 PE 通常在 20-25x 之间；2) 按照市值来计算。目前上市公司中雏鹰农牧每年出栏量较牧原接近，但发行人具有重资产属性。目前雏鹰农牧市值为 76 亿，结合 DCF 估算公司总价值为 100 亿左右。我们给予公司 2014 年 20-23 倍 PE，合理估值应为 42.6-48.9 元，建议一级市场询价区间 38.34-44.01 元。

表 9：分产品收入成本预测

| 报告期        | 2010A     | 2011A      | 2012A      | 2013H     | 2013E      | 2014E      | 2015E      |
|------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|
| <b>商品猪</b> |           |            |            |           |            |            |            |
| 产能(万头)     | 80        | 105        | 155        | 195       | 200        | 250        | 360        |
| 营业收入(万元)   | 39,663.40 | 109,869.60 | 145,514.65 | 71,981.72 | 196,185.00 | 286,110.00 | 423,500.00 |
| yoy        |           | 177.00%    | 32.44%     |           | 34.82%     | 45.84%     | 48.02%     |
| 销量(万头)     | 33.27     | 58.98      | 89.96      | 47.3      | 123.00     | 170        | 250        |
| yoy        |           | 77.28%     | 52.53%     |           | 36.73%     | 38.21%     | 47.06%     |
| 价格(元/头)    | 1,192.17  | 1,862.83   | 1,617.55   | 1,521.81  | 1,595.00   | 1,683.00   | 1,694.00   |
| 营业成本(万元)   | 32,405.00 | 68,371.85  | 105,891.01 | 61,450.79 | 158,301    | 224,400    | 338,250    |
| 头均成本       | 974.00    | 1,159.24   | 1,177.09   | 1,299.17  | 1,287      | 1,320      | 1,353      |
| 毛利率        | 18.30%    | 37.77%     | 27.23%     | 14.63%    | 19.31%     | 21.57%     | 20.13%     |
| <b>种猪</b>  |           |            |            |           |            |            |            |
| 营业收入       | 4,422.44  | 3,557.35   | 3,548.08   | 1,578.98  | 3,960      | 4,950      | 9,900      |
| yoy        |           | -19.56%    | -0.26%     |           | 11.61%     | 213.49%    | 150.00%    |
| 销量(万头)     | 2.63      | 2          | 1.8        | 0.8       | 2.00       | 2.5        | 5          |
| yoy        |           |            |            |           |            |            |            |
| 价格(元/头)    | 1,681.54  | 1,778.68   | 1,971.16   | 1,973.73  | 1,980.00   | 1,980.00   | 1,980.00   |
| 营业成本(万元)   | 1,989.61  | 1,346.14   | 1,339.51   | 724.33    | 1,800.00   | 2,275.00   | 4,650.00   |
| 成本(元/头)    | 756.51    | 673.07     | 744.17     | 905.41    | 900.00     | 910.00     | 930.00     |
| 毛利率        | 55.01%    | 62.16%     | 62.25%     | 54.13%    | 54.55%     | 54.04%     | 53.03%     |
| <b>仔猪</b>  |           |            |            |           |            |            |            |
| 营业收入       |           |            |            | 1,316.04  | 2,800.00   | 4,275.00   | 2,900.00   |

|            |                  |                   |                   |                  |                   |                   |                   |
|------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| yoy        |                  |                   |                   |                  |                   |                   |                   |
| 销量(万头)     |                  |                   | 2.40              | 5.00             | 7.50              | 5.00              |                   |
| 单价(元/头)    |                  |                   | 548.35            | 560.00           | 570.00            | 580.00            |                   |
| 营业成本       |                  |                   | 879.03            | 1850             | 2812.5            | 1900              |                   |
| 头均成本       |                  |                   | 366.26            | 370              | 375.00            | 380.00            |                   |
| 毛利率        |                  |                   | 33.21%            | 33.93%           | 34.21%            | 34.48%            |                   |
| 其他收入       | 365.92           |                   |                   | 20.91            |                   |                   |                   |
| 其他成本       | 317.82           |                   |                   |                  |                   |                   |                   |
| <b>总收入</b> | <b>44,451.76</b> | <b>113,426.95</b> | <b>149,083.64</b> | <b>74,876.74</b> | <b>202,945.00</b> | <b>295,335.00</b> | <b>436,300.00</b> |
| yoy        |                  | 155.17%           | 31.44%            |                  | 36.13%            | 45.52%            | 47.73%            |
| <b>总成本</b> | <b>34,712.43</b> | <b>69,717.99</b>  | <b>107,230.52</b> | <b>63,054.15</b> | <b>161,951.00</b> | <b>229,487.50</b> | <b>344,800.00</b> |
| 毛利率        | 21.91%           | 38.53%            | 28.07%            | 15.79%           | 20.20%            | 22.30%            | 20.97%            |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 六、风险分析

**发生疫病的风险。**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、甚至亏损的风险。

**生猪价格波动的风险。**商品猪市场价格的周期性波动导致生猪养殖业的毛利率呈现周期性波动，公司营业利润对商品猪销售价格的敏感系数较大，说明商品猪销售价格对公司营业利润的影响程度高。如果生猪市场价格出现持续大幅下滑，将会对公司造成重大不利影响。

**原材料价格波动的风险。**从总体来看，小麦、玉米、豆粕等原材料合计占营业成本的比例在 60%左右，因此，小麦、玉米、次粉和豆粕价格波动对本公司主营业务成本、净利润均会产生较大影响。当上述原材料价格大幅上涨，公司不能再通过改变配方控制成本，或者无法及时将成本向下游客户转移，将会对公司造成重大不利影响。

**表 9：盈利预测表**

| 资产负债表 (百万元)   | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 利润表 (百万元)   | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物      | 178     | 142     | 137     | 719     | 营业收入        | 1491  | 2029  | 2953  | 4363  |
| 应收款项          | 0       | 6       | 6       | 7       | 营业成本        | 1072  | 1620  | 2295  | 3448  |
| 存货净额          | 506     | 919     | 1289    | 1879    | 营业税金及附加     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动资产        | 32      | 41      | 136     | 127     | 销售费用        | 6     | 8     | 12    | 17    |
| 流动资产合计        | 716     | 1107    | 1568    | 2732    | 管理费用        | 62    | 87    | 124   | 180   |
| 固定资产          | 1082    | 1619    | 2069    | 2187    | 财务费用        | 51    | 43    | 57    | 107   |
| 无形资产及其他       | 116     | 112     | 107     | 102     | 投资收益        | 1     | 3     | 1     | 2     |
| 投资性房地产        | 203     | 203     | 203     | 203     | 资产减值        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资        | 24      | 24      | 24      | 24      | 其他收入        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资产总计          | 2140    | 3064    | 3970    | 5247    | 营业利润        | 301   | 275   | 467   | 613   |
| 短期借款及交易性金融负债  | 568     | 1185    | 994     | 1530    | 营业外净收支      | 31    | 30    | 20    | 20    |
| 应付款项          | 59      | 118     | 162     | 232     | 利润总额        | 332   | 305   | 487   | 633   |
| 其他流动负债        | 33      | 49      | 61      | 102     | 所得税费用       | 2     | 2     | 2     | 3     |
| 流动负债合计        | 659     | 1352    | 1217    | 1865    | 少数股东损益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款及应付债券     | 454     | 454     | 454     | 454     | 归属于母公司净利润   | 330   | 304   | 484   | 629   |
| 其他长期负债        | 0       | 0       | 0       | 0       |             |       |       |       |       |
| 长期负债合计        | 454     | 454     | 454     | 454     | 现金流量表 (百万元) | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
| 负债合计          | 1113    | 1805    | 1670    | 2318    | 净利润         | 330   | 304   | 484   | 629   |
| 少数股东权益        | 0       | 0       | 0       | 0       | 资产减值准备      | 0     | 7     | 2     | 1     |
| 股东权益          | 1027    | 1236    | 2308    | 2754    | 折旧摊销        | 99    | 112   | 153   | 187   |
| 负债和股东权益总计     | 2140    | 3041    | 3978    | 5072    | 公允价值变动损失    | (0)   | 0     | (0)   | (0)   |
|               |         |         |         |         | 财务费用        | 51    | 43    | 57    | 107   |
| 关键财务与估值指标     | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 营运资本变动      | (50)  | (344) | (408) | (470) |
| 每股收益          | 1.45    | 1.34    | 2.13    | 2.77    | 其它          | (0)   | (7)   | (2)   | (1)   |
| 每股红利          | 0.41    | 0.42    | 0.60    | 0.80    | 经营活动现金流     | 379   | 71    | 230   | 347   |
| 每股净资产         | 4.53    | 5.44    | 10.17   | 12.13   | 资本开支        | (510) | (651) | (601) | (301) |
| ROIC          | 21%     | 13%     | 14%     | 16%     | 其它投资现金流     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| ROE           | 32%     | 25%     | 21%     | 23%     | 投资活动现金流     | (502) | (651) | (601) | (301) |
| 毛利率           | 28%     | 20%     | 22%     | 21%     | 权益性融资       | 0     | 0     | 723   | 0     |
| EBIT Margin   | 24%     | 16%     | 18%     | 16%     | 负债净变化       | 243   | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA Margin | 30%     | 21%     | 23%     | 21%     | 支付股利、利息     | (92)  | (95)  | (135) | (183) |
| 收入增长          | 31%     | 36%     | 46%     | 48%     | 其它融资现金流     | (93)  | 617   | (191) | 536   |
| 净利润增长率        | -7%     | -8%     | 60%     | 30%     | 融资活动现金流     | 210   | 522   | 397   | 353   |
| 资产负债率         | 52%     | 59%     | 42%     | 46%     | 现金净变动       | 87    | (58)  | 25    | 399   |
| 息率            | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | 货币资金的期初余额   | 91    | 178   | 142   | 137   |
| P/E           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 货币资金的期末余额   | 178   | 119   | 168   | 536   |
| P/B           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 企业自由现金流     | (112) | (547) | (384) | 297   |
| EV/EBITDA     | 2.5     | 4.2     | 2.5     | 2.6     | 权益自由现金流     | 39    | (13)  | (672) | 726   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 插图目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 图 1: 公司一体化生产模式 .....      | 2 |
| 图 2: 公司收入和净利高速增长 .....    | 3 |
| 图 3: 公司毛利构成 .....         | 3 |
| 图 4: 公司近几年销量增速 .....      | 3 |
| 图 5: 全国生猪价格走势 .....       | 3 |
| 图 6: 公司近几年毛利率变化走势 .....   | 4 |
| 图 7: 公司股权构成 .....         | 4 |
| 图 8: 公司核心种猪场外观 .....      | 6 |
| 图 9: 公司自动化喂饲装置 .....      | 6 |
| 图 10: 怀孕舍内部 .....         | 6 |
| 图 11: 育肥舍内部 .....         | 6 |
| 图 12: 不同规模养殖户成本比较 .....   | 7 |
| 图 13: 我国猪肉消费总量图 .....     | 8 |
| 图 14: 我国居民家庭人均猪肉购买量 ..... | 8 |
| 图 15: 当前仔猪补栏低迷 .....      | 9 |
| 图 16: 能繁母猪存栏缓慢下滑 .....    | 9 |
| 图 17: 公司产能持续扩张 .....      | 9 |

## 表格目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 表 1: 畜牧业上市公司估值一览表 .....     | 1  |
| 表 2: 公司主要销售产品 .....         | 2  |
| 表 3: 公司近几年产能和销量情况 .....     | 3  |
| 表 4: 上市前后公司股本结构 .....       | 5  |
| 表 5: 三种模式主要特点: .....        | 5  |
| 表 6: 公司毛利率相对稳定并处于较高水平 ..... | 7  |
| 表 7: 募集资金运用 .....           | 10 |
| 表 9: 分产品收入成本预测 .....        | 11 |
| 表 9: 盈利预测表 .....            | 13 |



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**吴立、张婧，农林牧渔行业分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**吴立，农林牧渔行业分析师。**2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年—2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。2012 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

### 覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：高兴 83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)  
北京地区：李笑裕 83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)