

日期: 2014年1月16日

行业: 畜牧业



滕文飞

021-53519888-1969



tengwenfei@shzq.com

执业证书编号: S0870510120025

国内领先的生猪一体化养殖企业

上市合理定价 RMB 42.10~49.64 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	70.68
发行后总股本 (百万股)	282.68
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	招商证券

主要股东 (IPO 前)

秦英林	65.06%
牧原实业	23.20%
国际金融公司	5.66%

收入结构 (13H1)

商品猪	96.13%
种猪	2.11%
仔猪	1.76%

报告编号: TWF14-NSP03

首次报告日期:

■ 投资要点:

公司为生猪一体化养殖企业

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,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。

收入及利润增速较快

公司 2010 年度、2011 年度、2012 年度净利润分别为 8,560.95 万元、35,663.58 万元、33,020.79 万元, 利润增长较快, 主要原因是出栏生猪数量增加所致。

募投项目扩大养殖规模

公司本次预计募集资金 6.67 亿元, 拟募投项目为“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。

盈利预测

公司在未来几年将保持增长势头, 初步预计 2013-2014 年归属于母公司的净利润将实现年递增-3.18%和 56.85%, 相应的稀释后每股收益为 1.41 元和 2.21 元。

定价结论

考虑到需募投资金 66,716 万元, 给予公司 13 年净利润 30-35 倍估值, 对应的价格区间为 42.10 元-49.64 元, 预估发行新股数量为 1464.47 万股, 13、14 年摊薄后 EPS 为 1.41 元、2.21 元。我们建议按照 10.00% 的折价率询价, 询价区间为 37.89-44.68 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	113,426.95	149,083.64	167,525.34	274,454.42	400,635.69
年增长率	155.17%	31.44%	12.37%	63.83%	45.98%
归属于母公司的净利润	35,663.58	33,020.79	31,971.88	50,149.37	70,489.37
年增长率	316.58%	-7.41%	-3.18%	56.85%	40.56%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	1.57	1.46	1.41	2.21	3.11

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理; 按发行 1464.47 万股摊薄

一、行业背景

● 生猪养殖行业发展趋势

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 2011 年的 6.62 亿头，年均增长率达 2.24%。同时，我国猪肉生产量也从 2000 年的 3,966 万吨，增长到 2011 年的 5,053 万吨，年均增长 2.23%。2009-2011 年我国商品猪年出栏量分别达 6.45 亿头、6.67 亿头和 6.62 亿头；猪肉生产量分别为 4,889.0 万吨、5,070.0 万吨和 5,053.0 万吨。我国生猪养殖业长期以散养为主，规模化程度较低。2008 年之前，年出栏 50 头以下的散养户出栏生猪占全国生猪出栏总数均在 50% 以上。2008 年年出栏生猪 50 头以上的养殖户出栏生猪占全国生猪总出栏量的比例提升为 56%，首次超过一半，但总体规模化水平仍较低。2009 年出栏 5 万头以上的养殖户全国仅 96 家，出栏量占全国出栏总量比例仅为 0.83%。

图 1 我国商品猪出栏量增长情况示意图



资料来源: 公司招股意向书

根据美国农业部统计数据, 2011 年全球猪肉产量为 1.01 亿吨。近 10 年来全球猪肉生产保持稳定增长, 从 2001 年的 8,358 万吨, 增长到 2012 年的 10,436.30 万吨, 年均增长率达 2.04%。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。

图 2 我国猪肉消费总量示意图



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

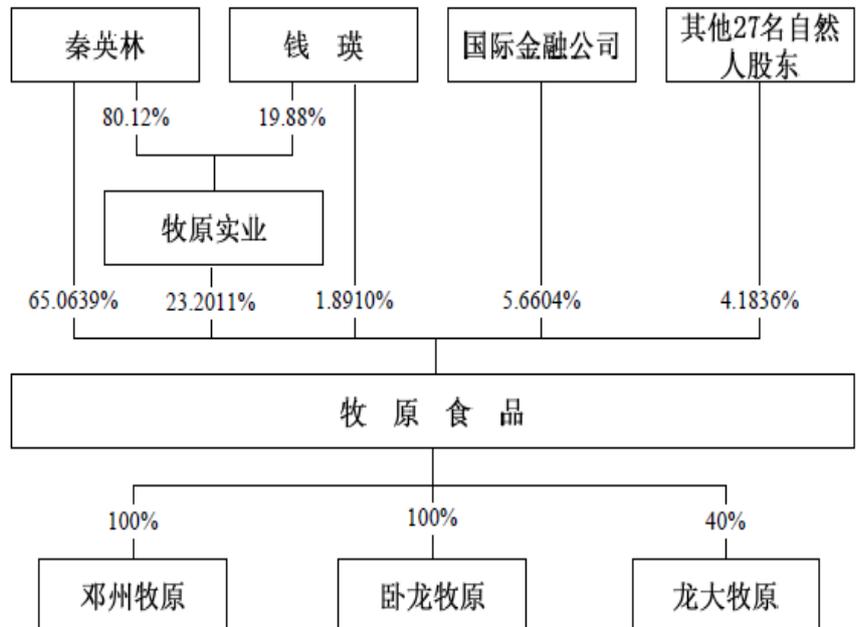
我国较大规模的生猪养殖企业主要有广东温氏食品集团有限公司、海口农工贸（罗牛山）股份有限公司、河南雏鹰农牧股份有限公司、湖南新五丰股份有限公司、北京顺鑫农业股份有限公司、湖南大康牧业股份有限公司等。我国生猪养殖行业市场集中度很低，年出栏商品猪规模在 100 万头以上的企业，目前只有广东温氏食品集团有限公司一家。牧原食品公司 2009 年度、2010 年度、2011 年度出栏商品猪的市场占有率分别约为 0.06%、0.05%、0.09%。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身内乡县牧园养殖有限公司是 2000 年 7 月 13 日由秦英林先生和钱运鹏先生共同投资，在河南省南阳市内乡县工商行政管理局注册成立的有限责任公司。牧园养殖公司于 2002 年 5 月 13 日更名为河南省内乡县牧原养殖有限公司。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，并于 2010 年 2 月 4 日更名为牧原食品股份有限公司。秦英林先生直接持有公司本次发行前 65.0639% 的股份，其妻子钱瑛女士直接持有公司 1.8910% 的股份，两人还通过牧原实业间接持有公司本次发行前 23.2011% 的股份，合计持有公司本次发行前 90.1560% 的股份，为公司的实际控制人。

图 3 牧原股份发行前股权结构

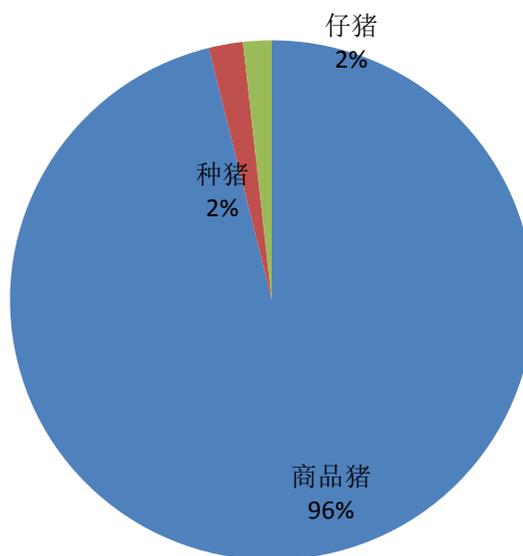


资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● **主业简况及收入利润结构**

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，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。公司 2010 年度、2011 年度、2012 年度和 2013 年 1-6 月销售生猪分别为 35.90 万头、60.98 万头、91.76 万头和 50.53 万头，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；截至 2013 年 6 月 30 日公司种猪存栏头数 152,899 头，其中核心种猪为 8,175 头，也是我国较大的生猪育种企业。

图 4 牧原股份主营收入结构（分产品，2013 年 H1）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● **募资项目**

公司本次预计募集资金 6.67 亿元，拟募投项目为“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。

表 1 牧原股份 IPO 项目概况

项目名称	投资金额（万元）	建设期（月）	项目是否备案
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”	66716.04	12	已备案
合计	66716.04	--	--

资料来源：公司招股意向书

年出栏 80 万头生猪产业化项目

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。项目建成后，将存栏纯种公猪 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。项目总投资 66,716.04 万元，其中：建设投资 57,716.04 万元，占总投资比例 86.51%；铺底流动资金 9,000 万元，占总投资比例 13.49%。项目达产后，年实现销售收入 100,276 万元，年利润总额为 16,113 万元，投资利润率为 24.20%，投资税后财务内部收益率为 30.00%，全部投资税后投资回收期(含建设期 1 年)为 4.8 年。

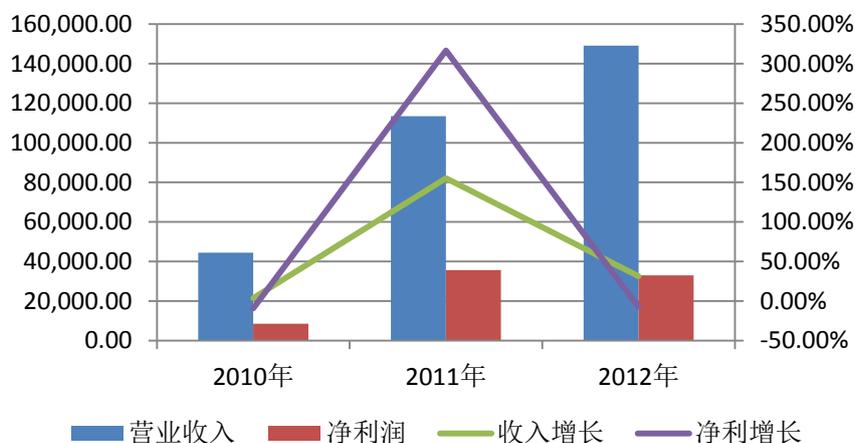
三、公司财务状况及盈利预测

● 收入和净利润实现较快增长

公司 2010 年度、2011 年度、2012 年度净利润分别为 8,560.95 万元、35,663.58 万元、33,020.79 万元，利润增长较快，主要原因是出栏生猪数量增加所致。2010 年度、2011 年度、2012 年度，公司商品猪销售单价分别为 11.96 元/公斤、16.94 元/公斤、14.71 元/公斤；出栏生猪头数分别 35.90 万头、60.98 万头、91.76 万头，复合增长率为 59.87%。虽然，2012 年度公司生猪出栏量较 2011 年度大幅增长 50.47%，但是 2012 年度净利润较 2011 年度仍下滑 7.41%，主要是由于 2012 年度商品猪销售单价较 2011 年度下滑所致。

2013 年 1-6 月净利润为 7,557.75 万元，与 2012 年同期的 14,158.20 万元相比下滑 46.62%，主要是商品猪价格下滑所致。2013 年 1-6 月公司商品猪销售单价为 13.40 元/公斤，较 2012 年 1-6 月的商品猪销售单价 14.52 元/公斤，下降 7.77%；但是 2013 年 1-6 月公司出栏生猪 50.53 万头，较 2012 年同期的 41.53 万头增加 21.68%。

图 5 公司近年收入和净利润增速



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

公司在未来几年将保持增长势头，初步预计 2013-2014 年归属于母公司的净利润将实现年递增-3.18%和 56.85%，相应的稀释后每股收益为 1.41 元和 2.21 元。

表 2 公司损益简表及预测 (单位: 万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013E	204E	2015E
营业收入	113,426.95	149,083.64	167,525.34	274,454.42	400,635.69
营业总成本	78,832.57	119,058.76	135,360.47	224,002.34	329,720.83
营业成本	69,717.55	107,236.83	122,293.49	202,594.89	298,471.25
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	530.43	562.67	670.10	1,097.82	1,602.54
管理费用	4,503.64	6,184.35	6,701.01	10,978.18	16,025.43
财务费用	4,128.22	5,091.91	5,695.86	9,331.45	13,621.61
资产减值损失	-47.27	-17.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	-90.94	108.64	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-90.94	108.64	0.00	0.00	0.00
营业利润	34,503.44	30,133.53	32,164.86	50,452.09	70,914.86
加: 营业外收入	1,713.89	3,283.51	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	553.75	172.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	35,663.58	33,244.77	32,164.86	50,452.09	70,914.86
减: 所得税	0.00	223.98	192.99	302.71	425.49
净利润	35,663.58	33,020.79	31,971.88	50,149.37	70,489.37
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	35,663.58	33,020.79	31,971.88	50,149.37	70,489.37
摊薄 EPS	1.57	1.46	1.41	2.21	3.11

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

发生疫病的风险

动物疫病是畜牧行业发展中面临的主要风险。生猪养殖过程中发生的疫病主要有蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪伪狂犬病、猪圆环病毒等。生猪疫病的发生带来的风险包括两类，一是疫病的发生将导致生猪的死亡，直接导致生猪产量的降低；二是疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩，产品价格下降，对生猪销售产生不利影响。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。

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,公司的毛利率也呈现出同样的波动趋势。报告期内,生猪价格的波动,造成公司净利润波动。如果生猪市场价格出现大幅下滑,将会对公司造成重大不利影响。

生产场所用地主要来自于租赁的风险

公司采用一体化自育自繁自养经营模式,在生产过程中需要使用大量土地。目前,公司除饲料厂等的土地使用权为自有外,养殖场用地,以及本次募投项目中养殖场所需要的土地,主要来自于对农村土地的租赁。该等租赁均已按照《中华人民共和国农村土地承包法》等法律、法规,与当地村民委员会签订了《土地租赁合同》,并取得了土地承包农户对村委会的书面授权,办理了土地租赁备案手续,但随着地区经济发展以及周边土地用途的改变,存在出租方违约的风险。虽然公司在过往的土地租赁中未出现过出租方违约的现象,但一旦出租方违约,仍会对公司的生产经营造成不利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中,业务相近的上市公司 13 年平均 PE 为 37 倍。

表 3 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2010A	2011A	2012A	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E
000860.SZ	顺鑫农业	15.00	0.61	0.70	0.29	0.40	24.79	21.44	52.28	37.50
002477.SZ	雏鹰农牧	9.00	1.13	1.61	0.57	0.13	13.22	9.34	26.46	115.38
002505.SZ	大康牧业	17.18	0.51	0.35	-0.08	0.09	29.24	43.35	N/A	166.67
平均							70.38	90.17	26.13	37.00

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所; 股价以 2014 年 1 月 14 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

考虑到需募投资金 66,716 万元,给予公司 13 年净利润 30-35 倍估值,对应的价格区间为 42.10 元-49.64 元,发行新股数量为 1464.47 万股,13、14 年摊薄后 EPS 为 1.41 元、2.21 元。我们建议按照 10.00% 的折价率询价,询价区间为 37.89-44.68 元。

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。