

牧原股份 (002714.SZ) 肉禽鱼产品行业

新股研究

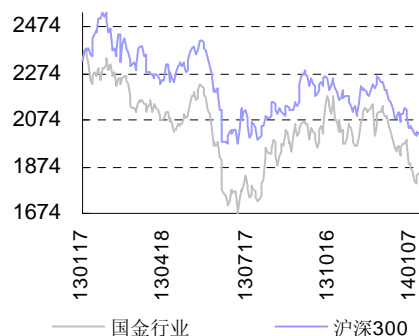
上市定价(人民币): 24.07元
 目标价格(人民币): 31.72-35.25元

专业、专注，效率致胜，稳健成长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	24.07
发行A股数量(百万股)	60.50
总股本(百万股)	212.00
国金肉禽鱼产品指数	1834.71
沪深300指数	2211.84
中小板指数	6073.91



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.687	1.552	1.303	1.762	2.332
每股净资产(元)	3.44	4.85	8.53	9.94	12.27
每股经营性现金流(元)	0.84	1.92	1.21	1.88	2.32
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	27.87	23.88	27.00	24.62	24.62
净利润增长率(%)	368.48%	-7.95%	-4.20%	35.25%	32.32%
净资产收益率(%)	49.06%	32.04%	15.27%	17.72%	19.00%
总股本(百万股)	212.00	212.00	242.00	242.00	242.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司概况:** 牧原股份位于河南省，是一家自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业，公司业务线条清晰，商品猪占公司收入利润均在 95%左右，2013 年公司出栏规模预计在 130 万头左右，是我国商品猪出栏规模前 3 名企业之一，截至 2013H1，公司的商品猪年出栏产能达到 195 万头，处于行业的前列，创始人秦英林先生为公司的董事长、总经理、实际控制人。
- 竞争优势:** 我们认为公司的竞争优势来自于专业、专注带来的效率提升。董事长秦英林先生与夫人于 1992 年开始投入生猪养殖事业，20 余年，几乎没有出现过偏移，专注程度在业内罕见；同时，专业出身的董事长夫妇潜心于养殖效率提升，亲自参与到猪舍设计等工作中来，身先士卒体现了公司的专业底蕴。公司专业、专注带来了生产效率的优势，公司的生产成本较行业内规模企业低，分解来看，包括采购与“小麦+豆粕”配方带来的饲料成本优势，9 代猪舍累积下来的公司管理效率提升带来的人工成本等方面的优势，重视种猪厂建设带来的仔猪成本优势等等。
- 成长性:** 继续专注养猪，出栏量增长是核心驱动力。出栏量增长仍然是公司的核心增长因素。公司的产能建设脚步不会停歇，在目前 195 万头产能的基础上还将新增 500 万头产能，包括募投项目中邓州年出栏 80 万头的生猪产业化项目，我们看好公司的产能扩张能力，因为第一：公司目前的土地储备充足，并且公司有良好的环保形象、食品安全形象有助于企业获取更多的土地资源，第二：公司第 9 代猪舍自动化程度高，人工需求量少，能够解决好人口的瓶颈问题，第三：公司较强的盈利能力足以保证公司的资金并不会过于紧张，不必过度担忧重资产带来的资金方面的问题。

投资建议

- 我们预计公司 2013-15 年摊薄后 EPS 分别为 1.30、1.76、2.33 元，给予合理价值区间为 31.72-35.25 元，对应 2014 年 18-20X，相对发行价 24.07 元有 40%左右的空间，建议投资者积极“买入”。

钟凯锋 分析师 SAC 执业编号: S1130513080003
 (8621)60230227
 zhongkf@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑	4
公司概况：育肥猪出栏规模前三，生猪养殖行业优质白马	4
公司亮点：最有望长大的规模化生猪养殖企业之一	6
生猪养殖行业：进入“比拼效率”的阶段	6
牧原食品：效率高、成本低，成长潜力大	7
募集资金运用：产能扩张，朝千万头出栏规模迈进	12
盈利预测与估值	13
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：公司的主要涉及的生猪养殖产业链环节图	5
图表 2：公司分产品业务分布	5
图表 3：公司销售渠道分布	5
图表 4：公司管理层持股情况（发行前）	6
图表 5：公司的股权结构图	6
图表 6：自繁自养生猪成本构成图	7
图表 7：生猪育种流程	8
图表 8：我国 74 家核心育种场	8
图表 9：公司生猪年全程死亡率较低，SEW 技术是其中主要因素之一	9
图表 10：公司每万头所需饲养人员数量低（全程值）	9
图表 11：公司的先进的猪舍水平是我们看好公司效率胜出的主要原因之一 ..	10
图表 12：公司早在 1998 的猪舍设计当中，就已经体现出了较为超前的现代化养猪理念	11
图表 13：公司通过自建饲料厂、自配配方进一步获得成本优势	12
图表 14：拥有“小麦+豆粕”配方，公司可以依市场自主选择小麦或玉米配方	12
图表 15：2010 年数据比较（元）	12
图表 16：募投项目	13
图表 17：项目的养殖场用地均采用租赁农村土地的方式使用，租赁合同及手续均已完成	13
图表 18：公司产能及规划	14
图表 19：公司出栏肉猪产能变动情况	14
图表 20：公司自产饲料产能变动情况	14

图表 21: 公司土地保障较好.....	14
图表 22: 公司已经形成了自成一体的高效环保、综合利用体系.....	15
图表 23: 业务分拆.....	16

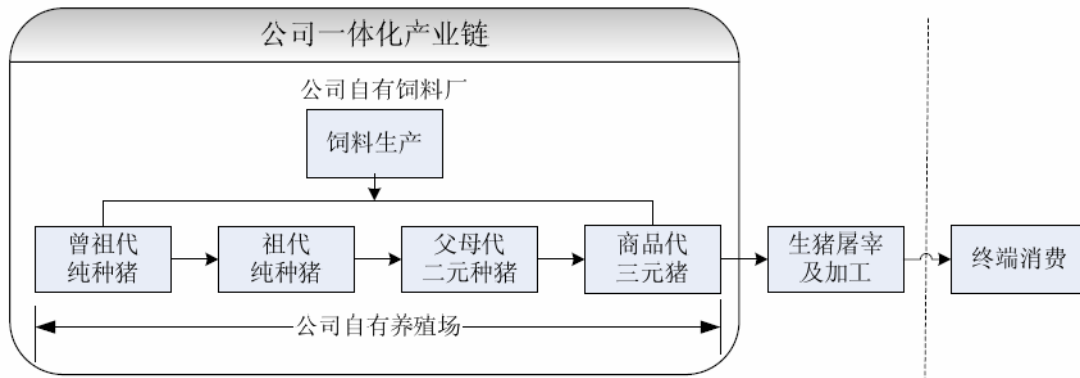
投资逻辑

- 牧原股份是我国生猪养殖行业中的佼佼者，在公司的诸多特质当中，我们最看好公司的专注、专业精神。公司创始人是学畜牧专业出身，多年来一直潜心、专注于生猪养殖效率的提升，在猪周期日趋“平、长”化的时期，效率优势将会更受关注，生猪养殖行业在我国具有“行业大、集中度极低”的特点，我们更看好：潜心于内功修炼的公司将能凭借效率优势成为行业的整合者，中国必然会出现超千万头出栏规模的企业，温氏刚刚做到，牧原同样被我们看好。
- **公司概况：**牧原股份位于河南省，是一家自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业，公司业务线条清晰，商品猪占公司收入利润均在 95%左右，2013 年公司出栏规模预计在 130 万头左右，是我国商品猪出栏规模前 3 名企业之一，截至 2013H1，公司的商品猪年出栏产能达到 195 万头，处于行业的前列，创始人秦英林先生为公司的董事长、总经理、实际控制人。
- **竞争优势：**我们认为公司的竞争优势来自于专业、专注带来的效率提升。董事长秦英林先生与夫人于 1992 年开始投入生猪养殖事业，20 余年，几乎没有出现过偏移，专注程度在业内罕见；同时，专业出身的董事长夫妇潜心于养殖效率提升，亲自参与到猪舍设计等工作中来，身先士卒体现了公司的专业底蕴。公司专业、专注带来了生产效率的优势，公司的生产成本较行业内规模企业低，分解来看，包括采购与“小麦+豆粕”配方带来的饲料成本优势，9 代猪舍累积下来的公司管理效率提升带来的人工成本等方面的优势，重视种猪场建设带来的仔猪成本优势等等。
- **成长性：继续专注养猪，出栏量增长是核心驱动力。**出栏量增长仍然是公司的核心增长因素。公司的产能建设脚步不会停歇，在目前 195 万头产能的基础上还将新增 500 万头产能，包括募投项目中邓州年出栏 80 万头的生猪产业化项目，我们看好公司的产能扩张能力，因为第一：公司目前的土地储备充足，并且公司有良好的环保形象、食品安全形象有助于企业获取更多的土地资源，第二：公司第 9 代猪舍自动化程度高，人工需求量少，能够解决好人口的瓶颈问题，第三：公司较强的盈利能力足以保证公司的资金并不会过于紧张，不必过度担忧重资产带来的资金方面的问题。
- 我们预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 1.30、1.76、2.33 元，给予合理价值区间为 31.72-35.25 元，对应 2014 年 18-20X。

公司概况：育肥猪出栏规模前三，生猪养殖行业优质白马

- 牧原食品股份有限公司位于河南省内乡县灌涨镇水田村，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），饲料产能达 98 万吨，出栏年产能达 195 万头，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。

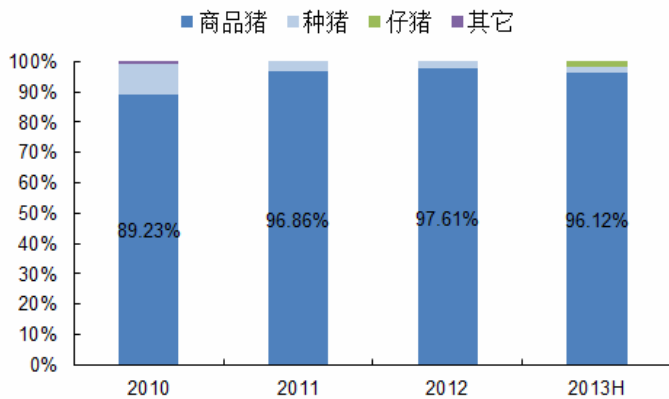
图表1: 公司的主要涉及的生猪养殖产业链环节图



来源: 国金证券研究所, 招股书

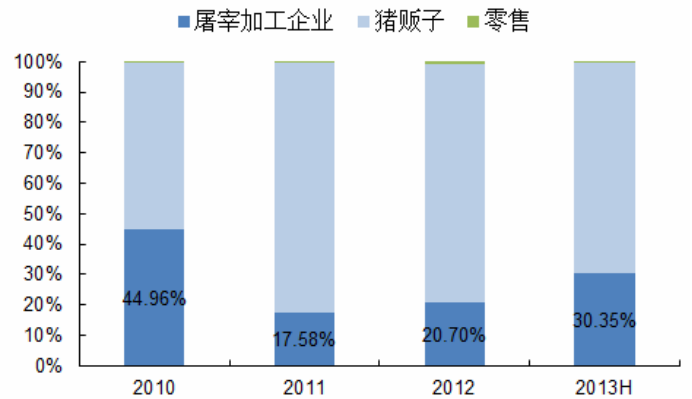
- 分产品结构来看, 育肥猪是公司的主要收入与利润来源, 均占公司收入的 95%左右, 因此, 公司是一家高度专注于育肥猪生产销售生猪养殖公司。
- 分销售路径来看, 猪贩子是公司的主要销售途径, 这与我国生猪产业的现状相一致, 公司稳扎稳打, 并没有过多过快的涉及终端, 做自己专业的事, 做好自己擅长的事, 这一点在公司身上体现的较为明显。

图表2: 公司分产品业务分布



来源: 国金证券研究所, 招股书

图表3: 公司销售渠道分布



- 秦英林先生为实际控制人、董事长、总经理。公司是一家典型的创业家白手起家获得成功的公司, 发行前, 秦英林先生及夫人直接或间接持有公司 90.16%的股权, 除此之外, 实际控制人的 13 名亲属持有发行前股份达 2.97%, 并且其中有 3 名为公司高管。

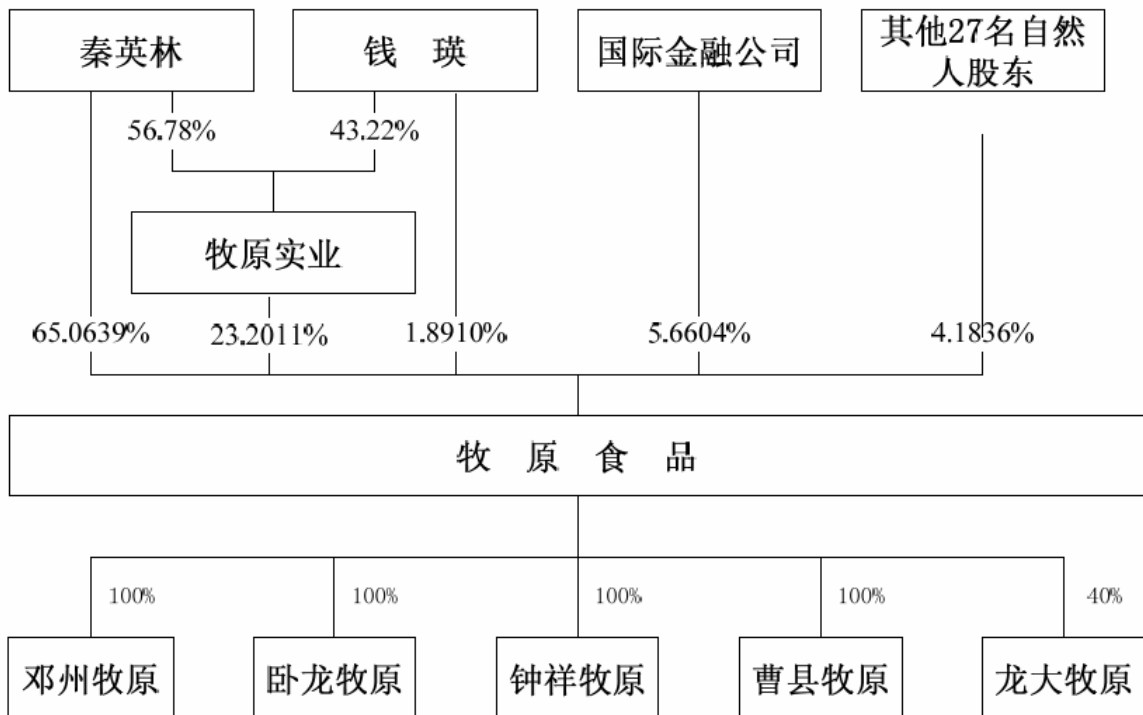
图表4: 公司管理层持股情况 (发行前)

序号	股东姓名	股份数量 (股)	股权比例 (%)	在本公司任职情况
1	秦英林	137,935,458	65.0639	董事长、总经理
2	钱 瑛	4,008,819	1.8910	董事
3	钱运鹏	3,698,058	1.7444	采购部经理
4	曹治年	481,059	0.2269	董事、常务副总经理
5	杨瑞华	481,059	0.2269	兽医总监
6	苏党林	481,059	0.2269	副总经理、生产总监
7	李付强	481,059	0.2269	监事、工程管理部经理
8	张春武	400,883	0.1891	董事、副总经理、董事会秘书
9	褚 柯	320,706	0.1513	监事会主席、营养总监
10	秦英泽	280,617	0.1324	无

来源: 国金证券研究所, 招股书

- 董事长及夫人具有专业背景，共同创业。**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（商品猪）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园养殖，并开展生猪育种工作。

图表5: 公司的股权结构图



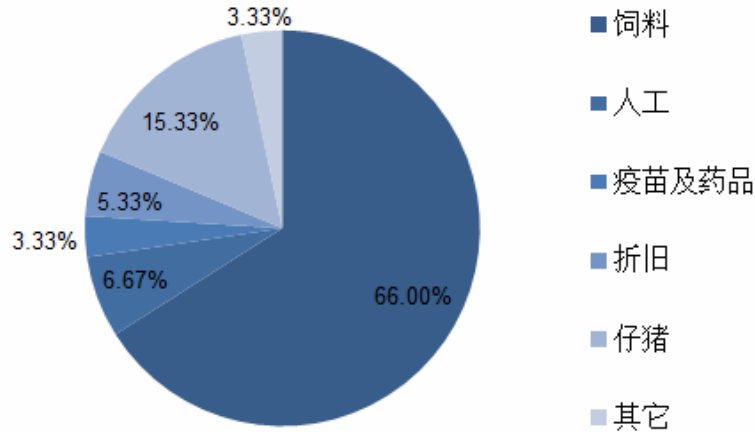
来源: 国金证券研究所, 招股意向书

公司亮点：最有望长大的规模化生猪养殖企业之一

生猪养殖行业：进入“比拼效率”的阶段

- 生猪养殖行业在我国属于传统行业，但站在 21 世纪，我们认为，生猪养殖行业却并不缺乏变革升级的动力，上世纪末，在饲料产业化、国外良种引进等带动下，我国生猪养殖行业发生了第一轮变革，料肉比，屠宰率、出栏时间等经济指标都有了明显的提升，而到了 21 世纪，我们认为种猪效率、自动化、饲料报酬比等是效率提升的主要趋动因素。

图表6：自繁自养生猪成本构成图



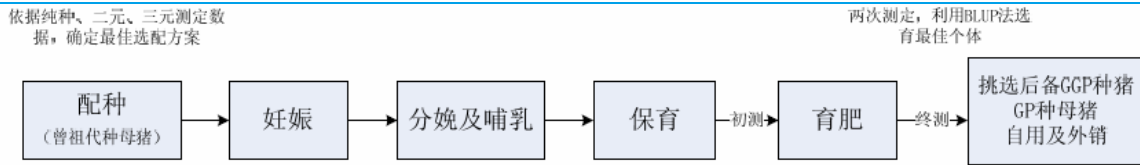
来源：国金证券研究所 公开信息

- 效率优势：种猪。我国平均 PSY 为 13 左右，优秀养殖厂能达到 17 左右，现在欧洲、加拿大和美国的许多先进养猪场能够达到每头母猪每年 PSY 为 30 头左右，分摊到单头生猪上的成本差距为 100 元左右，我们认为，种猪效率将成为拉开成本差距的一个重要方面，从这个角度来看，在种猪培育表现出色的公司更有望成为效率王者。
- 效率优势：人工。按年饲养 200 头计算，出栏一头肉猪的人工成本约 150 元左右，但是养殖效率出色的企业能做到上千头甚至几千头，将大大的减少人工成本的支出，以牧原食品为例，公司饲养员可以同时饲养 2700 头，按出栏两批计算，年可饲养出栏肉猪达 5400 头，人工成本支出仅为 10 元/头左右（仅指饲养员部分），效率优势非常明显。
- 效率优势：饲料。通过自建饲料厂，全产业链控制，进一步控制成本，按料肉比 3、饲料 3.3 元/kg 计算，100 公斤的育肥猪饲料成本约为 990 元，猪料毛利率按 10% 计算，则可以节省成本约 100 元。目前，各大生猪养殖企业都在建立自己的饲料厂，饲料企业的技术壁垒与资金壁垒偏低，因此，我们认为相应生猪养殖企业向上游延伸成功概率较高，规模化养猪厂向饲料上游延伸将是一条良好的效率提升路径。

牧原食品：效率高、成本低，成长潜力大

- 猪价牛皮市下，被行业大起大落所掩盖的结构性差异会更加突显出来，当行业越来越倾向于内功的时候，效率会得到更多的重视，真正做到质量、成本双控的企业最被我们看好能够从中胜出，牧原食品就是这么一家企业，公司的效率优势至少包括以下几个方面。
- 在育种方面，公司是国家第一批核心育种场成员，公司 PSY 预计在 21 头左右，其导致的直接结果之一就是仔猪成本较低。公司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。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。凭借生猪育种优势，公司于 2010 年，被列为第一批国家生猪核心育种场。

图表7: 生猪育种流程



来源: 国金证券研究所 招股书

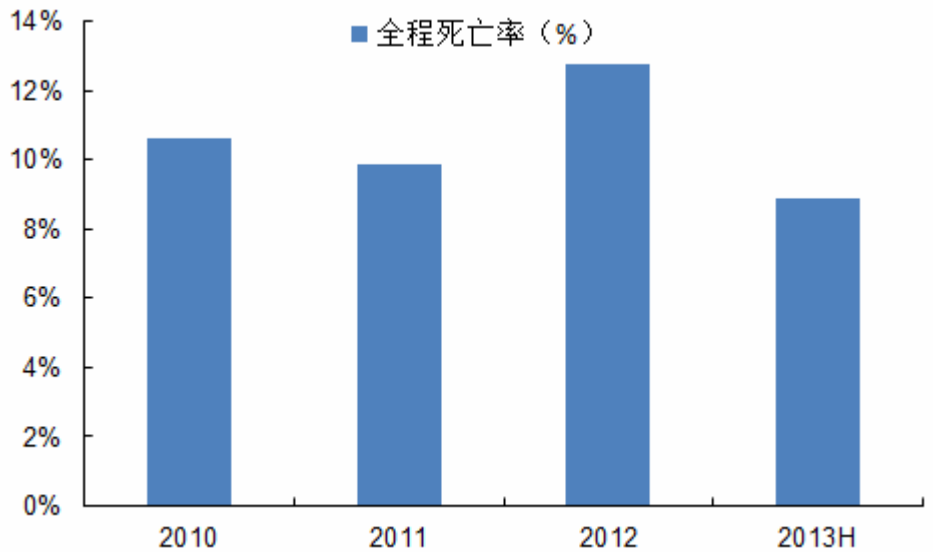
图表8: 我国 74 家核心育种场

年份	批次	数量	名单
2010	第一批	16	阜新原种猪场, 上海祥欣畜禽有限公司, 安徽长风农牧科技有限公司, 江西省原种猪场有限公司, 山东省日照原种猪场, 河南省诸美种猪育种集团有限公司, 河南省新大牧业有限公司, 牧原食品股份有限公司, 湖北天种畜牧股份有限公司, 广东华农温氏畜牧股份有限公司, 广东广三保养猪有限公司, 中山市白石猪场有限公司, 深圳市农牧实业有限公司, 广西农垦永新畜牧集团有限公司良圻原种猪场, 广西柯新源原种猪有限责任公司, 四川铁骑力士牧业科技有限公司。
2010	第二批	8	北京顺鑫农业股份有限公司小店畜禽良种场, 天津市宁河原种猪场, 河北裕丰京安养殖有限公司, 浙江加华种猪有限公司, 福清市永诚畜牧有限公司, 湖南新五丰股份有限公司湘潭分公司, 海南罗牛山种猪育种有限公司, 四川省乐山牧源种畜科技有限公司。
2011	第三批	13	北京六马养猪科技有限公司, 北京养猪育种中心, 常州市康乐农牧有限公司, 安徽省安泰种猪育种有限责任公司, 厦门国寿种猪开发有限公司, 湖北省畜牧局原种猪场, 湖北金林原种畜牧有限公司, 湖南美神育种有限公司, 广东源丰农业有限公司, 汕头市德兴种养实业有限公司, 广西桂宁种猪有限公司, 广西扬翔农牧有限责任公司, 四川省天兆畜牧科技有限公司。
2012	第四批	19	江苏省永康农牧科技有限公司, 江苏天兆实业有限公司, 安徽大自然种猪育种有限公司, 福建光华百斯特生态农牧发展有限公司, 福清市丰泽农业科技开发有限公司, 潍坊江海原种猪场, 菏泽宏兴原种猪繁育有限公司, 威海赛博迪种猪有限公司, 湖北三湖畜牧有限公司, 武汉市江夏区金龙畜禽有限责任公司, 湖北省畜牧兽医局桑梓湖种猪场, 湖南天心种业有限公司, 湖南正虹科技发展有限公司正虹原种猪场, 广东王将种猪有限公司, 桂林美冠原种猪育种有限责任公司, 重庆南方金山谷农牧有限公司, 重庆市六九原种猪场有限公司, 陕西省原种猪场, 陕西省安康市秦阳晨原种猪有限公司。
2013	第五批	18	山东益生种畜禽股份有限公司, 天津市惠康种猪育种有限公司, 安平县浩源养殖有限公司, 河北吴氏润康牧业股份有限公司, 安徽浩翔农牧有限公司, 宁德市南阳实业有限公司, 南平市一春种猪育种有限公司, 临沂新程金锣牧业有限公司, 河南省黄泛区鑫欣牧业有限公司, 河南太平种猪繁育有限公司, 河南省谊发牧业有限责任公司, 湍水长流牧业有限公司, 宜昌正大畜牧有限公司, 湖北龙王畜牧有限公司, 湖南佳和农牧有限公司汨罗分公司, 湖南鑫广安农牧股份有限公司, 清远市龙发种猪有限公司, 江油新希望海波尔种猪育种有限公司。

来源: 国金证券研究所, 农业部

- 疫病防控。“家财万贯，带毛的不算”，对于生猪养殖行业，防疫是关键，公司的众多养殖相关技术当中，我们最看重的是公司突出的防疫能力，全程死亡率预计优于行业平均将近 5%。除了常规性的制度安排之外，公司的早期隔离断奶技术（SEW）处于行业领先，因为母猪生长周期较长，易携带较多病原，但母猪一般都会有对应抗体，自身不会受侵害。仔猪在 2-3 周龄前可凭借从初乳母源抗体获得的被动免疫抵抗病原，在 5 周龄后则可凭借自身产生的主动免疫抵抗病原，而在 2-5 周龄之间处于免疫力薄弱期，此期间如与母猪共处极易遭受感染并迁延终身。早期断奶的关键技术即在仔猪免疫薄弱期到来之前即实现早期断奶（具体断奶日龄与需要净化的疫病种类有关），并远离母猪隔离饲养，以切断病原从母猪到仔猪的垂直感染。目前公司仔猪断奶日龄为 16-18 日（行业平均预计在 35 日），仔猪是死亡率最高的阶段，因此 SEW 技术对于公司对全程死亡率的控制很重要，实际情况来看，这项技术对净化猪瘟和伪狂犬病起到良好作用。此外，公司的分胎次饲养技术，将初产与经产母猪分开饲养、对其后代也分开保育、育肥，充分的隔离降低了疫病风险与损失，另外，公司严格分阶段、按流程隔离饲养，做到全进全出，一对一转栏，阻断猪群间疾病传播。

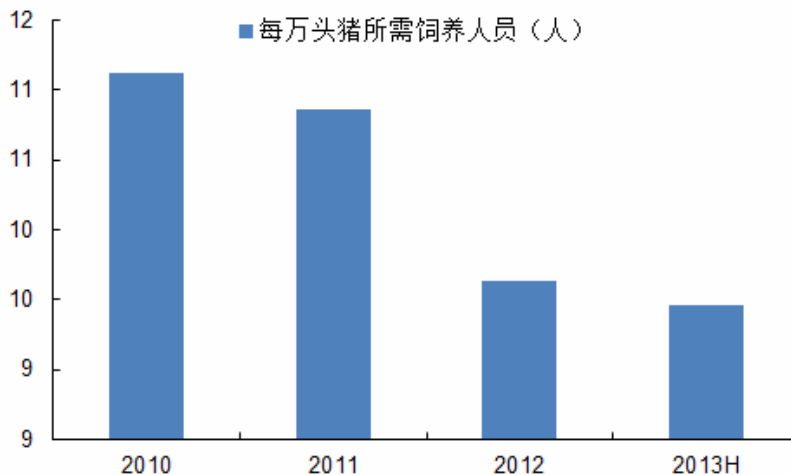
图表9: 公司生猪年全程死亡率较低, SEW 技术是其中主要因素之一



来源: 国金证券研究所, 招股书

- 在生产设施方面, 公司的猪舍设计水平、理念均国内领先, 我们认为这正是公司效率制胜的重要因素之一, 公司的 9 代次猪舍中的第二代 (1998 年) 就已经充分显现出了公司在猪舍设计乃至生猪养殖方面的先进思想与理念。公司根据猪的生长特性和健康成长需要, 科学设计猪舍, 开发了 9 代次猪舍, 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, 公司设计的“母猪产房”等猪舍等共获得 7 项专利, “猪舍采暖保温装置”等调控舍内气候小环境的设施设备共获得 7 项专利, “猪舍送料系统”、“猪用干湿饲喂器”等饲喂设备共获得 6 项专利。我们认为从人员生产效率指标就可以窥见一斑, 自动饲喂系统使得公司的生产人员摆脱了传统意义的饲养员的束缚, 在育肥阶段, 人均可以覆盖 2700 头生猪就是最直观的写照, 也直接带来了人工成本的降低。

图表10: 公司每万头所需饲养人员数量低 (全程值)



来源: 国金证券研究所 招股书

图表11: 公司的先进的猪舍水平是我们看好公司效率胜出的主要原因之一



图一: 公司核心种猪场外观



图二: 公司自动化饲喂装置



图三: 怀孕舍内部



图四: 育肥舍内部

来源: 国金证券研究所 招股书

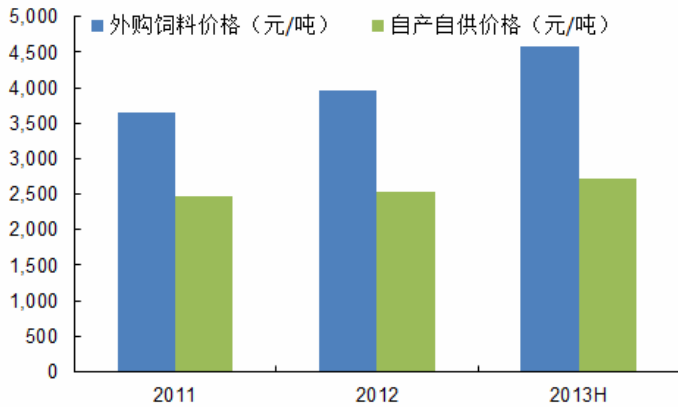
图表12: 公司早在 1998 的猪舍设计当中, 就已经体现出了较为超前的现代化养猪理念

猪舍代次	主要特点	主要改进之处
第1代	始建于 1992年, 采用双曲砖拱结构, 实心地坪养猪, 双列圈, 火炕加热, 自然通风, 人工饲喂。	传统模式, 在当时造价最低。
第2代	始建于 1998年, 房顶采用大跨度砖拱结构, 地面采用第一代全漏缝网床养猪, 热风炉加热, 双列猪圈, 小单元饲养, 机械通风, 喷雾降温, 人工饲喂。	采用机械通风; 采用全漏缝高架网床, 舍内卫生好。
第3代	始建于 2001年, 房顶采用泡沫拱顶结构, 带猪厕所, 实心地坪, 热风炉加热, 自然通风, 全自动饲喂。	增加猪厕所, 猪夏季定点排粪; 全自动饲喂, 节省人力。
第4代	始建于 2002年, 房顶采用泡沫拱顶结构, 半实心半漏缝地板, 高架网床, 自动化液态饲喂, 大圈饲养, 自然通风, 火坑加热。	首次采用大圈饲养, 猪出栏时整齐度高; 自动化液态饲喂, 劳动强度低。
第5代	始建于 2003年, 采用泡沫拱顶单列式猪舍, 小单元全进全出, 高架第二代漏缝条和钢网网床养猪, 热风炉加热, 自动化液态饲喂, 保育、育肥合二为一。	单列猪舍, 通风好; 小单元全进全出, 疫病少; 保育、育肥合二为一, 减少猪群转栏应激。
第6代	始建于 2004年, 保育舍、育肥舍各自独立建设, 采用第二代漏缝条高架网床饲养, 自动化液态饲喂, 热风炉加热, 自动喷雾降温, 四层活动式通气窗, 可最大限度的通风。	保育、育肥猪舍单独建设; 增加调温窗, 可根据气候, 一年四季可调; 进一步提高自动化程度, 劳动强度低。
第7代	始建于 2005年, 全部采用第二代漏缝条高架网床饲养, 热水炉加热, 自动喷雾降温, 猪舍顶部和侧面安装有可调通风窗, 小单元饲养, 单元间设有“壁炉型”通风洞通风。	采用热水炉加热, 节省煤电。
第8代	始建于 2005年, 猪舍全部采用第三代漏缝板和钢网高架猪舍, 房顶采用两层石棉瓦中间加挤塑板和珍珠岩保暖, 钢架结构, 热水炉加热, 自动喷雾降温, 小单元饲养, 单元之间设有“壁炉型”通风洞通风。	使用第三代漏缝地板, 通风等效果较好, 且造价低廉, 施工快; 房顶采用保暖材料, 利于隔热、保暖。
第9代	始建于 2007年, 该猪舍为全封闭式现代化猪舍, 实现通风、温控、饲喂、冲粪全自动化。	猪舍的保温、隔热及采光等方面都有更大改善。

来源: 国金证券研究所 招股书

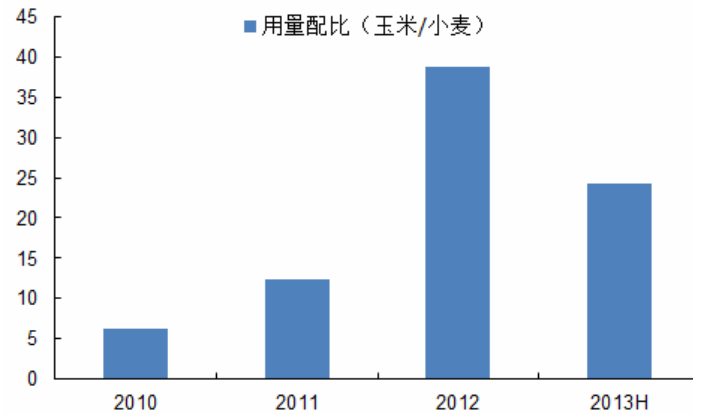
- 饲料方面, 公司在产业链延伸方面一直比较谨慎, 饲料是公司延伸最为充分的一个产业链环节, 公司只做自己擅长的事, 做了就追求精细化, 饲料就是公司擅长的事, 公司不仅仅是简单加工以期减少成本, 而是潜心于配方的改良设计, 因地制宜选出最具性价比的配方供自己使用, 在这一方面, 我们认为公司是成功的。在饲料配方方面, 公司饲料配方采用先进的以营养素利用特定效率为基础的净能评估体系和真可消化氨基酸模式, 精准衡量配方中有效蛋白质的含量, 提高了饲料的消化利用率; 采用阶段性营养配方技术, 运用析因法对不同生猪建立动态营养模型, 针对不同猪群及季节变化, 共设计出 6 类 32 种饲料配方。公司研发的“早期断奶的乳猪用饲料组合”获得国家发明专利。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。

图表13: 公司通过自建饲料厂、自配配方进一步获得成本优势

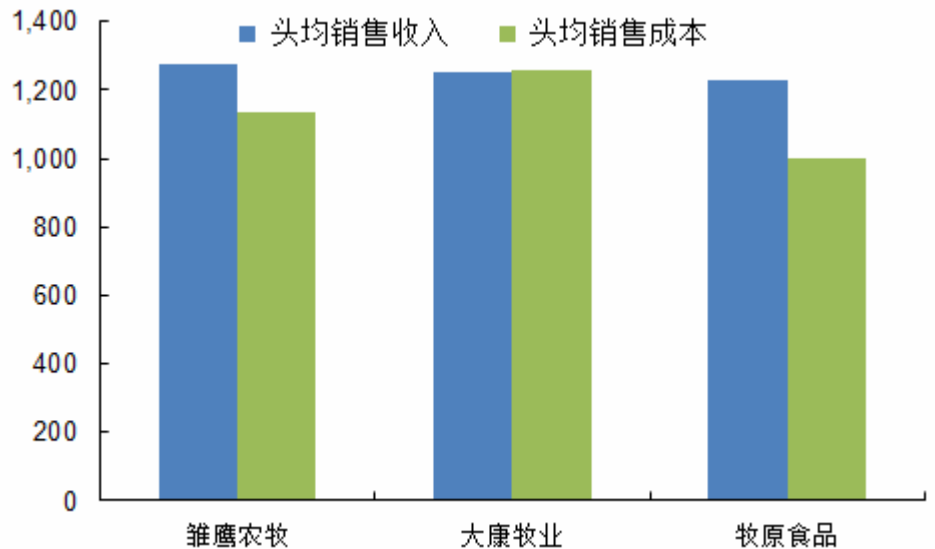


来源: 国金证券研究所, 招股书

图表14: 拥有“小麦+豆粕”配方, 公司可以依市场自主选择小麦或玉米配方



图表15: 2010 年数据比较 (元)



来源: 国金证券研究所, 牧原招股书

募集资金运用: 产能扩张, 朝千万头出栏规模迈进

- 公司拟首次公开发行股票总数不超过 7,068 万股, 其中包括: 公开发行新股不超过 3,000 万股, 公司股东公开发售股份不超过 5,000 万股。公司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。
- 公司募投项目为“年出栏 80 万头生猪产业化项目”截至 2013 年 6 月 30 日, 公司已对本次募集资金投资项目投入 32,006.61 万元, 其中陶营养殖场(邓州牧原二场)累计投入 8,139.96 万元, 主要建设内容为养殖场的前期工程、猪舍及其附属工程, 九龙养殖场(邓州牧原一场)累计投入 15,386.11 万元, 主要建设内容为养殖场的前期工程、猪舍及其附属工程; 陶营饲料厂累计投入 5,008.66 万元, 主要内容为: 购买土地款项及饲料厂建设相关支出, 截至 2013 年 6 月 30 日已经建成投产; 九龙饲料厂投入 3,471.88 万元, 主要内容为: 购买土地款项及饲料厂建设相关支出, 截至 2013 年 6 月 30 日已经建成投产。

图表16: 募投项目

项目名称	投资额	项目核准文号
“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

来源: 国金证券研究所 招股书

图表17: 项目的养殖场用地均采用租赁农村土地的方式使用, 租赁合同及手续均已完成

序号	土地坐落位置	出租方	面积(亩)	租赁期限	用途
1	邓州市陶营乡朱西村	邓州市陶营乡朱西村民委员会	1,674.00	2010.10.1-2028.10.1	陶营养殖场
2	邓州市陶营乡朱西村七组	邓州市陶营乡朱西村民委员会	101.4	2011.9.30-2028.9.30	
3	邓州市九龙乡九龙村南东、南西组、耿林、宋家组	邓州市九龙乡九龙村民委员会	311.61	2010.10.1-2028.10.1	九龙养殖场
4	邓州市九龙乡贾岗村腾家、张家、贾家组	邓州市九龙乡贾岗村民委员会	657.93	2010.10.1-2028.10.1	
5	邓州市九龙乡后李洼村后东组	邓州市九龙乡后李洼村民委员会	119.92	2010.10.1-2028.10.1	
6	邓州市九龙乡王冲村双东、黄家组	邓州市九龙乡王冲村民委员会	270.03	2010.10.1-2028.10.1	

来源: 国金证券研究所 招股书

盈利预测与估值

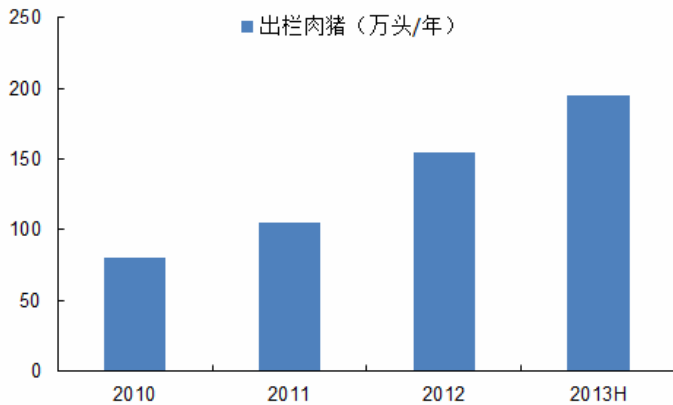
- 我们预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 1.30、1.76、2.33 元, 给予合理价值区间为 31.72-35.25 元, 对应 2014 年 18-20X。
- 公司的主要成长性来自于产能扩张。截至 2013 年 6 月, 公司已经拥有年出栏生猪 195 万头, 以及饲料 98 万吨的产能, 未来公司仍然将通过自身累积资金及自筹等多种资金来源, 进一步扩充产能, 在目前的基础上新增年出栏 500 万头生猪的产能。

图表18: 公司产能及规划

2013年6月30为止		规划新增目标	
内乡	130	卧龙	110
卧龙	40	邓州	175
邓州	25	钟祥	140
		曹县	45
		唐河	30
总计	195	总计	500

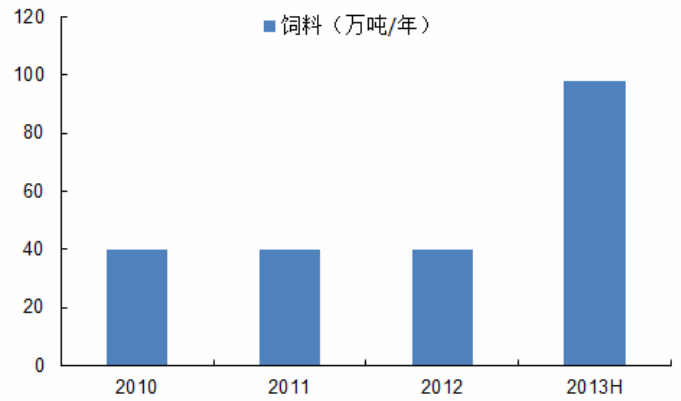
来源: 国金证券研究所 招股书

图表19: 公司出栏肉猪产能变动情况



来源: 国金证券研究所 招股书

图表20: 公司自产饲料产能变动情况



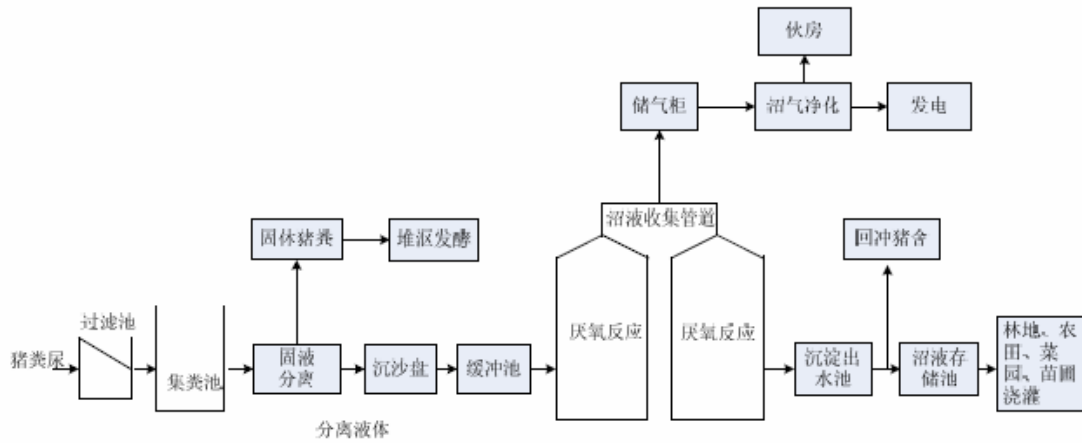
- 公司的土地和环保问题不大。公司不仅拥有目前产能的合法土地使用权，并且为未来的进一步扩张做好了土地方面的准备，未来的扩张从土地层面来说问题不大，我们认为这与公司的行业地位、企业品牌、尤其是在食品安全与环保方面等的成就相关，导致公司在拿地方面能够有一定的优势；除此之外，公司的环保自成体系，循环利用，利用废弃物制沼制肥，实现了综合成本的降低，进一步提升了相应的养殖效率，既做到内部经济，也受到外部欢迎。

图表21: 公司土地保障较好

房屋类型	房产证 (本)	土地性质	作用/用途	建筑面积 (平方米)	占营业面积比 (%)
猪舍	273	租赁集体土地	饲养生猪	760,748.62	84.73%
饲料厂	45	国有土地	生产加工饲料	41,097.59	4.58%
附属设施	298	租赁集体土地、国有土地	养殖生产及生活的配套设施	89,175.35	9.93%
其他附属设施	5	国有土地	办公及仓储等配套	6,844.97	0.76%
小计	621			897,866.53	100.00%

来源: 国金证券研究所, 招股书

图表22: 公司已经形成了自成一体的高效环保、综合利用体系



来源: 国金证券研究所 招股书

- 我们以谨慎的原则，假设未来两年公司的出栏肉猪产能能达到 260、330 万头，按产能利用率 60%左右计算，预计 2013-2015 年出栏肉猪分别达到 128、165、210 万头，根据公司的规划，肉猪仍然是公司的核心业务，我们假设种猪、仔猪的比例仍然以稳为主，得出各项收入分拆的数据如下表所示。

图表23: 业务分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
产能(万头)	80	105	180	200	260	330
产能利用率(%)	40.38%	56.76%	50.00%	64.00%	63.46%	63.64%
商品猪						
收入(万元)	39,663.40	109,869.60	145,514.65	204800	275550	365400
销量(万头)	32.3	59.6	90	128	165	210
销量(万吨)	3.32	6.49	9.89	13.44	17.325	22.05
成本(万元)	32,405.82	68,371.42	105,897.32	163940.63	217869.26	291997.01
单头价格(元/头)	1227.97	1843.45	1616.83	1600	1670	1740
		50.12%	-12.29%	-1.04%	4.38%	4.19%
单头成本(元/头)	1003.28	1147.17	1176.64	1280.79	1320.42	1390.46
原材料	691.01	827.44	875.27	927.79	955.62	1012.96
		19.74%	5.78%	6.00%	3.00%	6.00%
其中: 小麦	499.61	551.39	569.66	570	570	570
玉米	19.85	15.13	49.01	95	100	100
次粉	0	16.28	24.44	30	30	30
豆粕	44.92	78.98	81.64	90	90	100
折旧	66.87	45.05	69.72	70	70	70
职工薪酬	43.91	45.85	57.44	63	69.3	76.23
药品及疫苗费用	90.24	105.69	103.31	110	115.5	121.275
其它费用	110.59	122.32	98.38	110	110	110
毛利(万元)	7,257.58	41,498.18	39,617.33	40,859.37	57,680.74	73,402.99
毛利率(%)	18.30%	37.77%	27.23%	19.95%	20.93%	20.09%
毛利占比(%)	72.89%	94.94%	94.69%	92.93%	94.19%	94.64%
种猪						
收入(万元)	4,422.44	3,557.35	3,548.08	4137	4728	5516
销量(头)	26,287	19,983	17,951	21000	24000	28000
成本(万元)	1,989.61	1,346.14	1,339.51	1778.91	2033.04	2371.88
单头价格(元/头)	1,682.37	1,780.19	1,976.54	1970	1970	1970
单头成本(元/头)	756.88	673.64	746.20	847.1	847.1	847.1
毛利(万元)	2,432.83	2,211.21	2,208.57	2,358.09	2,694.96	3,144.12
毛利率(%)	55.01%	62.16%	62.25%	57%	57%	57%
毛利占比(%)	24.44%	5.06%	5.28%	5.36%	4.40%	4.05%
仔猪						
收入(万元)				2034	2408	2856
销量(头)				36000	43000	51000
成本(万元)				1292.4	1552.3	1851.3
单头价格(元/头)				565	560	560
单头成本(元/头)				359	361	363
毛利(万元)				741.60	855.70	1,004.70
毛利率(%)				36%	36%	35%
毛利占比(%)				1.69%	1.40%	1.30%

来源: 国金证券研究所, 招股书

- 我们预计公司 2013-2015 年的收入分别达到 21.10、28.27、37.38 亿元, 同比分别增长 41.5%、34.0%、32.2%, 归母净利分别达到 3.15、4.26、5.64 亿元, 同比分别增长-4.20%、35.25%、32.31%。按发行 3000 万新股计算, 则摊薄每股收益为 1.30、1.76、2.33 元, 综合公司的行业地位、成长性, 给予公司名 2014 年 18-20 倍的估值, 合理价值区间为 31.72-35.25 元。

风险提示

- 疫病风险
- 资金风险
- 产能建设进度不达预期
- 环保、土地对公司扩张形成阻力等风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	445	1,134	1,491	2,110	2,827	3,738
增长率		155.2%	31.4%	41.5%	34.0%	32.2%
主营业务成本	-347	-697	-1,072	-1,670	-2,215	-2,962
%销售收入	78.1%	61.5%	71.9%	79.2%	78.3%	79.3%
毛利	97	437	418	440	612	776
%销售收入	21.9%	38.5%	28.1%	20.8%	21.7%	20.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-2	-5	-6	-9	-14	-18
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
管理费用	-22	-45	-62	-89	-141	-161
%销售收入	4.8%	4.0%	4.1%	4.2%	5.0%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	74	387	351	342	457	597
%销售收入	16.6%	34.1%	23.5%	16.2%	16.2%	16.0%
财务费用	-15	-41	-51	-52	-56	-59
%销售收入	3.4%	3.6%	3.4%	2.5%	2.0%	1.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	59	346	300	290	401	539
营业利润率	13.3%	30.5%	20.1%	13.8%	14.2%	14.4%
营业外收支	17	12	31	25	25	25
税前利润	76	358	331	315	426	564
利润率	17.2%	31.5%	22.2%	14.9%	15.1%	15.1%
所得税	0	0	-2	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	76	358	329	315	426	564
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	76	358	329	315	426	564
净利率	17.2%	31.5%	22.1%	14.9%	15.1%	15.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	86	357	330	315	426	564
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	39	63	99	152	200	243
非经营收益	6	43	42	30	35	37
营运资金变动	-41	-285	-64	-205	-206	-282
经营活动现金净流	90	178	406	292	455	562
资本开支	-222	-403	-554	-775	-385	-485
投资	1	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	-221	-403	-554	-774	-384	-484
股权募资	65	0	0	722	-85	0
债权募资	176	247	329	-162	75	-5
其他	-48	-87	-84	-56	-61	-63
筹资活动现金净流	193	161	245	504	-71	-68
现金净流量	61	-64	98	22	0	10

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	159	91	178	200	200	210
应收款项	8	3	0	2	2	3
存货	194	428	506	709	940	1,258
其他流动资产	51	110	32	67	89	118
流动资产	411	632	716	978	1,231	1,590
%总资产	46.1%	42.5%	33.4%	32.1%	35.0%	38.4%
长期投资	30	31	24	24	24	24
固定资产	430	796	1,285	1,925	2,128	2,388
%总资产	48.2%	53.4%	60.0%	63.1%	60.6%	57.7%
无形资产	21	30	116	124	131	139
非流动资产	481	857	1,425	2,073	2,283	2,550
%总资产	53.9%	57.5%	66.6%	67.9%	65.0%	61.6%
资产总计	892	1,489	2,140	3,050	3,514	4,139
短期借款	370	481	568	407	481	475
应付款项	30	60	73	103	144	200
其他流动负债	11	8	19	22	29	39
流动负债	410	550	659	532	654	714
长期贷款	75	210	454	454	454	455
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	485	760	1,113	986	1,108	1,169
普通股股东权益	407	729	1,027	2,065	2,406	2,970
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	892	1,489	2,140	3,050	3,514	4,139

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.360	1.687	1.552	1.303	1.762	2.332
每股净资产	1.920	3.438	4.845	8.531	9.943	12.274
每股经营现金净流	0.424	0.840	1.917	1.208	1.880	2.322
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.75%	49.06%	32.04%	15.27%	17.72%	19.00%
总资产收益率	8.56%	24.02%	15.38%	10.34%	12.14%	13.63%
投入资本收益率	8.68%	27.23%	17.02%	11.69%	13.68%	15.31%
增长率						
主营业务收入增长率	3.69%	155.17%	31.44%	41.53%	33.99%	32.22%
EBIT增长率	-24.33%	423.15%	-9.25%	-2.62%	33.69%	30.64%
净利润增长率	-19.71%	368.48%	-7.95%	-4.20%	35.25%	32.32%
总资产增长率	59.41%	66.89%	43.77%	42.53%	15.20%	17.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.6	0.3	#DIV/0!	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	177.1	162.7	159.0	155.0	155.0	155.0
应付账款周转天数	17.3	21.1	19.5	17.0	18.0	19.0
固定资产周转天数	312.9	204.2	257.5	242.6	194.3	162.6
偿债能力						
净负债/股东权益	70.09%	82.46%	82.18%	31.98%	30.54%	24.23%
EBIT利息保障倍数	4.9	9.4	6.9	6.5	8.1	10.2
资产负债率	54.36%	51.04%	52.00%	32.32%	31.53%	28.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD