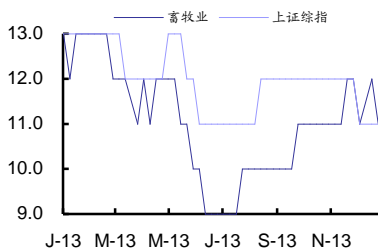


**证券研究报告—深度报告**
**农林牧渔**
**畜牧业**
**牧原股份 (002714)**

合理估值: 34.6-40.4 元

2014年01月21日

**一年该行业与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	242/
总市值/流通(百万元)	不适用
上证综指/深圳成指	2,024/7,667
12个月最高/最低(元)	不适用

**证券分析师: 赵钦**

电话: 021-60933163

E-MAIL: zhaoqin3@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: s0980512090001

**证券分析师: 杨天明**

电话: 021-60875165

E-MAIL: yangtm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512090002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**新股上市定价**
**专注生猪一体化养殖, 进入快速扩张期**
**● 行业: 2014 年内价上行**

供给端, 指向中短期供给的能繁母猪存栏数持续消减, 指向中长期供给的“仔猪/生猪价格:同比”指标仍然在较低水平, 说明生猪养殖行业补栏积极性低; 需求端, 通过定点屠宰企业屠宰量和屠宰盈利指标来判断肉类需求处于较好水平。

**● 公司: 专注生猪养殖, 技术优势突出**

公司是首批国家生猪核心育种场, 已经拥有曾祖代核心种猪群 8,175 头, 居国内前列; 公司比例使用小麦替代玉米作为能量物质和部分粕类原料, 在饲料质量、成本比例为 87%、65%, 极大地节约了原料成本; 公司自行研制的自动化饲喂系统, 大幅度提高了生产效率。

**● 未来仍将处于快速扩张期**

目前公司生猪产能 195 万头, 并且已经走出河南在山东、湖北等地拉开异地扩张序幕, 预计公司中远期产能规划在 700 万头, 随着未来“80 万头生猪养殖(IPO 项目)”募集 6.7 亿元资金到位和上市融资渠道打通, 将推动公司产能快速扩张, 2014/15 年将是产能释放期。

**● 风险提示**

肉价低于预期风险; 资本开支较大, 存在资金压力; 畜禽养殖行业面临较大的疫病、食品安全、污染处理压力。

**● 合理估值: 34.6-40.4 元/股**

预计 2013/14/15 年, 归属母公司净利润为 2.91/4.65/5.91 亿元, 按照发行后总股本 2.42 亿股计算, 对应 EPS 为 1.20/1.92/2.44 元。参考行业内企业, 给予公司 2014 年 18.0-21.0XPE, 对应股价为 34.6-40.4 元/股, 绝对估值均值为 36.9 元/股, 处于相对估值区间。公司在生猪育种及养殖技术上领先, 中长期锐意扩张, 短期叠加 2014 年内价上涨周期, 建议市场积极关注。

**盈利预测和财务指标**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,134	1,491	2,138	3,090	4,314
(+/-%)	155.2%	31.4%	43.4%	44.5%	39.6%
净利润(百万元)	357	330	291	465	591
(+/-%)	316.6%	-7.4%	-11.9%	59.9%	27.1%
摊薄每股收益(元)	1.47	1.36	1.20	1.92	2.44
EBIT Margin	35.1%	25.7%	16.8%	17.8%	16.0%
净资产收益率(ROE)	48.9%	32.1%	23.6%	20.9%	22.4%
市盈率(PE)			20.1	12.5	9.9
EV/EBITDA			17.6	11.4	9.7
市净率(PB)			4.7	2.6	2.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

盈利预测：预计 2013/14/15 年，归属母公司净利润为 2.91/4.65/5.91 亿元，按照发行后总股本 2.42 亿股计算，对应 EPS 为 1.20/1.92/2.44 元。

相对估值，参考行业内主要企业 2014 年 PE 均值为 19.3X，且在 18.3-20.8X 的窄幅区间，给予公司 2014 年 18.0-21.0XPE 是合适的，对应股价为 34.6-40.4 元。绝对估值测算公司价值均值为 36.9 元/股，处于相对估值区间，对应 2013/14/15 年 PE 为 30.7/19.2/15.1X。

投资建议：我们认为公司股票价值在 34.6-40.4 元/股之间，公司在生猪育种及养殖技术上领先，中长期锐意扩张，短期叠加 2014 年的肉价上涨周期，建议市场积极关注。

### 核心假设或逻辑

第一，产能扩张，2013/14/15 年生猪外销 130/180/250 万头；

第二，猪价上行周期，猪价在 2014 年上升，2015 年中后期回落，2013/14/15 年公司生猪销售均价 14.7/15.5/15.6 元/kg。

### 与市场预期的差异之处

2014 年整体猪价上升周期：供给端，指针中短期供给的能繁母猪存栏持续消减，指针中长期供给的“仔猪/生猪价格:同比”指标仍然在较低水平，说明生猪养殖行业补栏积极性低；需求端，通过定点屠宰企业屠宰量和屠宰盈利指标来判断肉类需求处于较好水平。

### 股价变化的催化因素

第一，我们判断 2014 年为肉价上涨周期，将推动畜禽养殖行业盈利大幅和行业投资热情提升；

第二，公司中长期产能规划较大，存在扩张超市场预期的可能。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，肉价强周期波动导致畜禽养殖行业盈利强周期波动，存在肉价低于预期风险；

第二，畜禽养殖行业单位投资较大，公司正处于快速扩张期间，资本开支较大，存在资金压力；

第三，畜禽养殖行业面临较大的疫病、食品安全、污染处理压力。

## 内容目录

<b>估值与投资建议</b> .....	<b>5</b>
绝对估值法: 36.9 元/股 .....	5
相对法估值: 34.6-40.4 元/股.....	5
投资建议 .....	5
<b>公司简介: 专注生猪一体化养殖</b> .....	<b>6</b>
养殖模式: 专注生猪养殖 .....	6
管理层: 专业且股权激励到位 .....	7
<b>生猪养殖行业: 规模化进程下的变革</b> .....	<b>8</b>
我国养殖行业进程: 快速规模化 .....	8
养殖模式变革带来盈利提升 .....	9
<b>公司优势: 技术、成本、扩张</b> .....	<b>9</b>
技术优势: 综合养殖技术领先 .....	9
销售渠道: 我国现状, 分散销售为主 .....	11
<b>未来发展: 产能进入快扩张期</b> .....	<b>12</b>
IPO 项目简介 .....	12
后续产能快速扩张 .....	12
<b>盈利预测及估值: 合理股价 36.4-40.4 元/股</b> .....	<b>13</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>15</b>
<b>附表: 财务预测与估值</b> .....	<b>17</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>18</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>18</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>18</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 公司股份构成 .....	6
图 2: 公司生猪养殖产能及外销量 (万头) .....	6
图 3: 公司饲料产能及产量 (万吨) .....	6
图 4: 公司分产品收入 (百万元) .....	6
图 5: 公司分产品毛利 (百万元) .....	6
图 6: 公司实际控制人及家属持股情况 (%) .....	7
图 7: 我国肉类产量 (万吨) .....	8
图 8: 我国肉猪出栏 (万头, %) .....	8
图 9: 我国在全球生猪生产占比上升 (万头, %) .....	8
图 10: 我国生猪产量占有绝对份额 (%) .....	8
图 11: 我国肉鸡养殖不同出栏规模出栏占比 (%) .....	9
图 12: 我国生猪养殖不同出栏规模出栏占比 (%) .....	9
图 13: 不同规模生猪养殖出栏天数 (天) .....	9
图 14: 不同规模生猪养殖净利 (元/头) .....	9
图 15: 主要畜牧养殖企业生产性生物资产 (百万元) .....	10
图 16: 公司育肥猪销售渠道 (百万元) .....	11
图 17: 公司种猪销售渠道 (百万元) .....	11
图 18: 公司育肥猪销售均价 (元/kg) .....	12
图 19: 公司种猪销售均价 (元/头) .....	12
图 20: 公司作为生产性生物资产的种猪存栏 (万头) .....	13
图 21: 公司资产投资 (百万元) .....	13
图 22: 生猪存栏及能繁母猪存栏 (万头) .....	13
图 23: 仔猪及仔猪/生猪:同比指标 (%) .....	13
图 24: 生猪存栏及能繁母猪存栏 (万头) .....	14
图 25: 仔猪及仔猪/生猪:同比指标 (%) .....	14
表 1: 绝对估值的基本假设条件及估值结果 .....	5
表 2: 相关公司估值参考 .....	5
表 3: 公司发行前股本结构 .....	7
表 4: 不同生猪养殖模式对比 .....	9
表 5: 主要原材料采购情况 (吨, 元/吨) .....	10
表 6: 公司主营成本构成 (万元, %) .....	11
表 7: 公司猪舍设计进步 .....	11
表 8: IPO 项目 .....	12
表 9: 公司 80 万头生猪产能投资 (万元) .....	12
表 10: 公司生猪养殖产能规划 (万头) .....	13
表 11: 公司分产品预测表 .....	14
表 12: 费用预测及盈利预测结果 .....	15
表 13: 生猪业务盈利与 2014 年业绩敏感性分析 (元, %) .....	15

## 估值与投资建议

### 绝对估值法: 36.9元/股

收入增速假设, 预计公司 2013/14/15 年收入增速为 43.4%/44.5%/39.6%; 半显性期收入增速为 15%; 永续增长假设为 2%; 毛利率假设, 预计公司 2013/14/15 年毛利率为 21.4%/22.5%/20.6%, 此后为 21.0%。

依据上述假设, 采取各类估值方法测算公司价值在 17.0-51.2 元/股区间, 均值为 36.9 元/股, 对应 2013/14/15 年 PE 为 30.7/19.2/15.1X (预计 2013/14/15 年 EPS 为 1.20/1.92/2.44 元)。

表 1: 绝对估值的基本假设条件及估值结果

基本假设			
无杠杆 Beta	1.00	Kd	6.00%
无风险利率	3.50%	T	0.60%
股票风险溢价	7.00%	Ka	10.50%
公司股价	37.50	Ke	11.82%
发行在外股数	242	E/(D+E)	84.06%
股票市值(E)	9,075	D/(D+E)	15.94%
债务总额(D)	1721	WACC	10.89%
估值结果(元/股)			
APV	51.2	EVA	42.6
FCFF	36.4	FCFE	35.7
AE	38.5	DDM	17.0

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 相对法估值: 34.6-40.4元/股

预计 2013/14/15 年, 公司收入为 21.38/30.90/43.14 亿元, 归属母公司净利润为 2.91/4.65/5.91 亿元, 按照发行新股 3000 万股, 发行后总股本 2.42 亿股计算, 对应 EPS 为 1.20/1.92/2.44 元。

肉价的强周期波动导致了畜禽养殖盈利的强周期波动, 行业内主要企业 2012/13 年盈利较差, 参考雏鹰农牧、圣农发展、益生股份 2014 年 PE 均值为 19.3X, 且在 18.3-20.8X 的窄幅区间内, 估值接近, 我们认为给予牧原股份 2014 年 18.0-21.0XPE 是合适的, 对应股价为 34.6-40.4 元/股。

表 2: 相关公司估值参考

代码	参考公司	股价 (元)	市值(百 万元)	EPS (元)				PE (倍)			PB (倍)	
				12	13E	14E	15E	12	13E	14E		15E
002477.sz	雏鹰农牧	8.97	7,664	0.35	0.18	0.47	0.85	25.3	49.2	19.0	10.6	3.7
002299.sz	圣农发展	9.27	8,444	0.00	-0.09	0.51	0.77	---	---	18.3	12.0	2.7
002458.sz	益生股份	7.64	2,145	0.04	-0.65	0.37	0.81	---	---	20.8	9.4	2.6
<b>均值</b>								<b>25.3</b>	<b>49.2</b>	<b>19.3</b>	<b>10.7</b>	<b>3.0</b>
002505.sz	大康牧业	17.18	4,239	-0.08	0.02	0.33	0.41	-223.1	870.5	52.4	41.4	5.2
002311.sz	华英农业	11.25	11,938	0.15	-0.08	0.24	0.41	75.0	-140.1	46.5	27.5	3.0

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理预测

注: 大康牧业、华英农业 2012/13 年估值波动极大, 故在计算均值时剔除, 仅供参考

### 投资建议

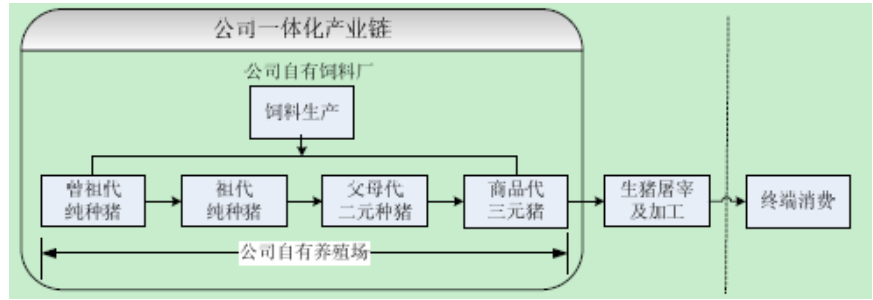
综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 34.6-40.4 元/股之间。公司作为生猪养殖行业龙头企业, 在育种及养殖技术上领先, 独特的饲料配方大幅节约养殖成本, 丰富的饲料经营及高效的设备提高公司饲养效率, 公司锐意扩张, 短期叠加 2014 年的肉价上涨周期, 建议市场积极关注。

## 公司简介：专注生猪一体化养殖

### 养殖模式：专注生猪养殖

牧原食品采用“自繁自育一体化”经营模式，集饲料、生猪育种、商品猪养殖的完整生猪养殖产业链，并通过参股的方式部分涉足屠宰环节。

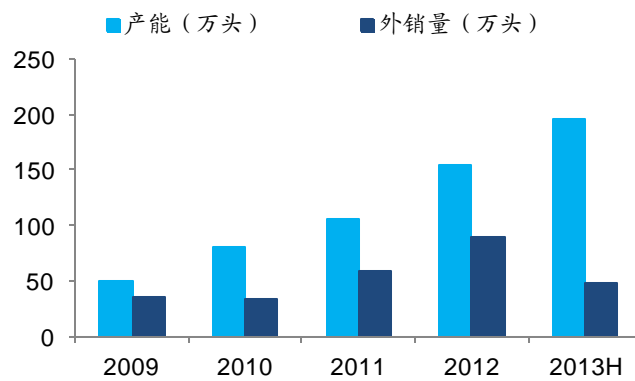
图 1：公司股份构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（注：直接摘自公司招股说明书）

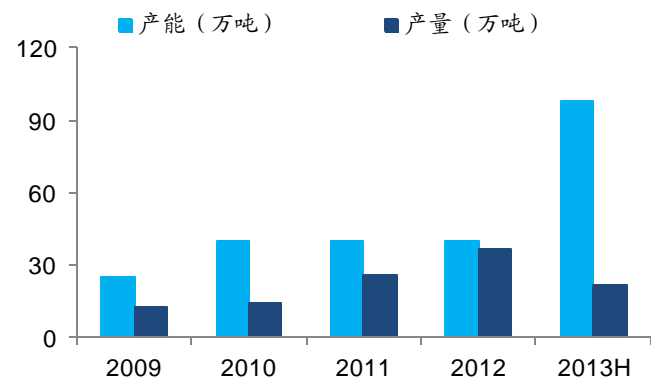
公司实际控制人 1992 年开始生猪养殖，专注生猪养殖 20 余年，2000 年成立牧园养殖（公司前身），截止 2013 年中期，公司已拥有 25 个养殖场、3 个饲料厂，对应生猪养殖产能 195 万头、饲料产能 98 万吨（自用）。

图 2：公司生猪养殖产能及外销量（万头）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司饲料产能及产量（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2012 年，公司销售生猪 90.0 万头、二元种猪 1.8 万头，生猪在公司当期收入、毛利占比 97.6%、94.7%；2013 年开始有少部分仔猪外销（2013 年 1-6 月为 2.4 万头），生猪养殖及销售仍是公司业务的绝对核心。

图 4：公司分产品收入（百万元）

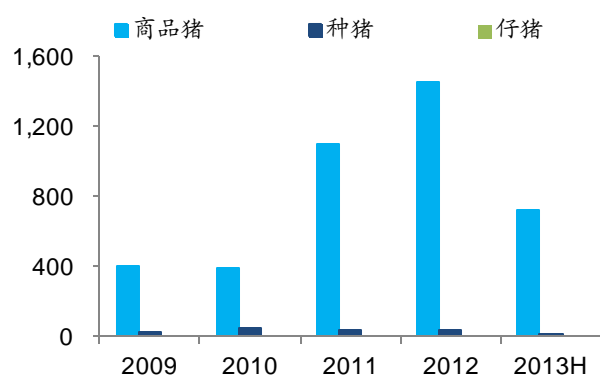
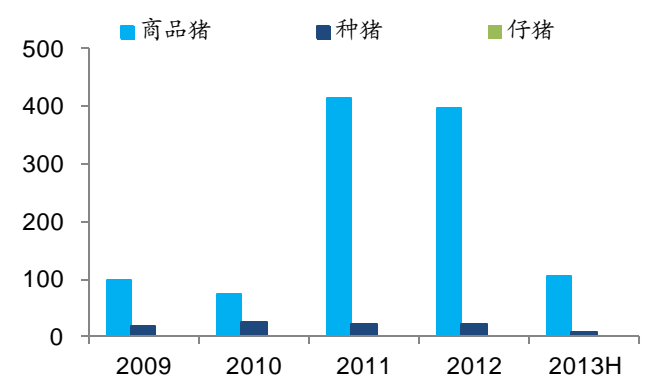


图 5：公司分产品毛利（百万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 管理层：专业且股权激励到位

公司原总股本为 21,200 万股，本次 IPO 拟发行不超过 7,068 万股（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），发行后总股本不超过 28,268 万股，其中公开发行的股份将介于发行后股份总数的 25.00% 至 25.01% 间。

秦英林、钱瑛夫妇是公司实际控制人，秦先生毕业于河南农大畜牧专业、钱女士毕业于郑州畜牧工程高等专科兽医专业，主要高管持有公司股份，公司管理层专业且激励较好。

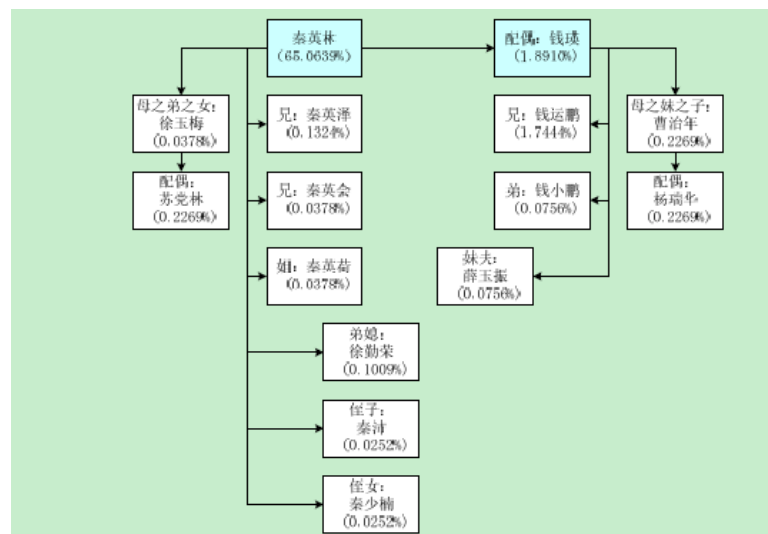
表 3: 公司发行前股本结构

股东姓名	发行前持有股份数量 (万股)	发行前持有股权比例 (%)	任职
秦英林	13,794	65.06	董事长、总经理
牧原实业	4,919	23.20	实际控制人 100% 持股公司
国际金融公司	1,200	5.66	—
钱瑛	401	1.89	董事
钱运鹏	370	1.85	采购部经理
杨瑞华	48	0.24	兽医总监
曹治年	48	0.24	董事、常务副总
苏觉林	48	0.24	副总、生产总监
李付强	48	0.24	监事、工程管理部经理
张春武	40	0.20	董事、副总、董秘
褚柯	32	0.16	监事会主席、营养总监
其它 20 位自然人股东	253	1.01	
小计	21,200	100.00	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

实际控制人直接和通过牧原实业（共同拥有牧原实业 100% 的股权）间接合计持有本公司本次发行前 90.16% 股权；实际控制人的 13 名亲属共持有公司股份 6,303,792 股，占本次发行前总股本的 2.97%。

图 6: 公司实际控制人及家属持股情况 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（注：直接摘自公司招股说明书）

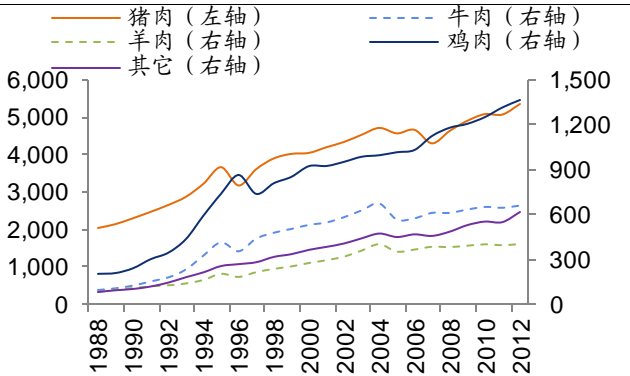


## 生猪养殖行业：规模化进程下的变革

### 我国养殖行业进程：快速规模化

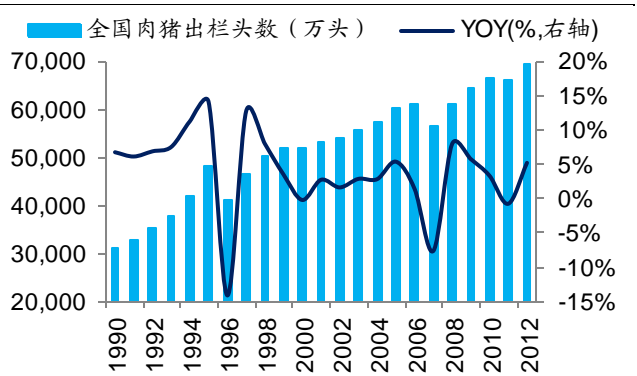
我国是肉类消费大国：2012年，我国肉类产量 8,387 万吨，其中猪肉、禽肉、牛肉、羊肉、其它 5,343、1,370、662、401、611 万吨，2000 年至 2012 年复合增速 2.7%、2.4%、3.3%、1.8%、3.2%、4.5%。2012 年我国出栏肉猪 69,628 万头，2000 年至 2012 年复合增速 2.5%。2012 年，猪肉消费约占我国肉类消费的 64% 占据，具有绝对地位。

图 7：我国肉类产量（万吨）



资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

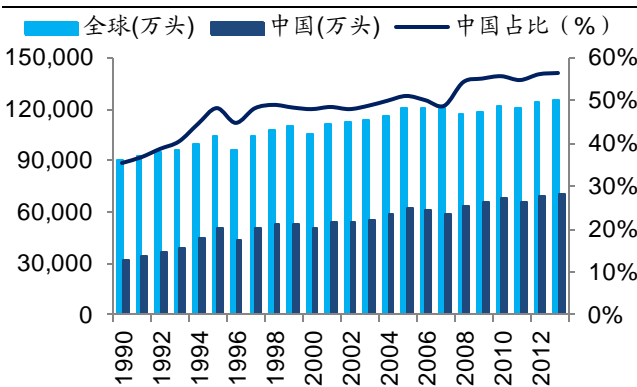
图 8：我国肉猪出栏（万头，%）



资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

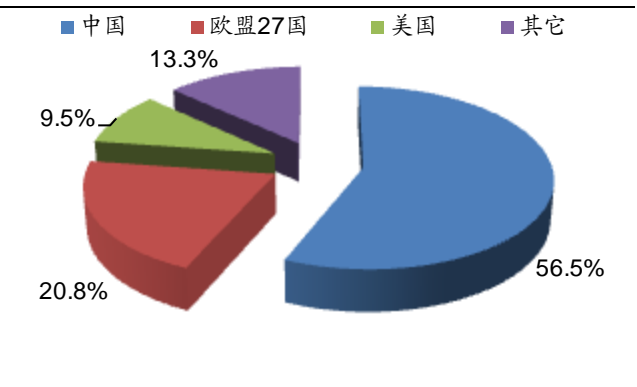
我国生猪产量居全球第一：根据 USDA 数据，2013 年，全球生猪出栏 12.76 亿头，其中中国、欧盟 27 国、美国占比分别为 56.5%、20.8%、9.5%。

图 9：我国在全球生猪生产占比上升（万头，%）



资料来源：USDA、国信证券经济研究所整理

图 10：我国生猪产量占有绝对份额（%）

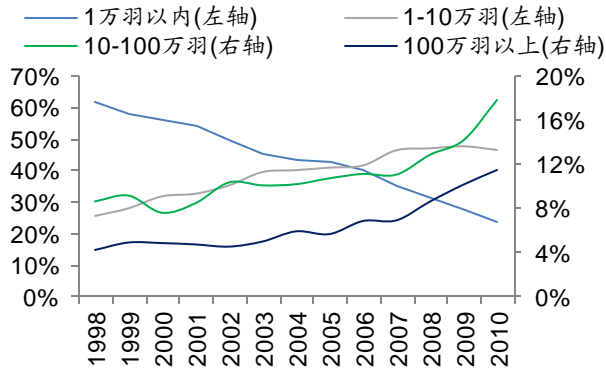


资料来源：USDA、国信证券经济研究所整理

我国畜禽养殖走上规模化道路：肉鸡养殖、生猪养殖分别在 2001、2007 年后加速规模化，目前禽类养殖基本为大型养殖企业和“企业+大型合作养殖户”的规模化养殖，而生猪养殖由于资本开支和土地需求更大而规模化进程略滞后于禽类养殖。

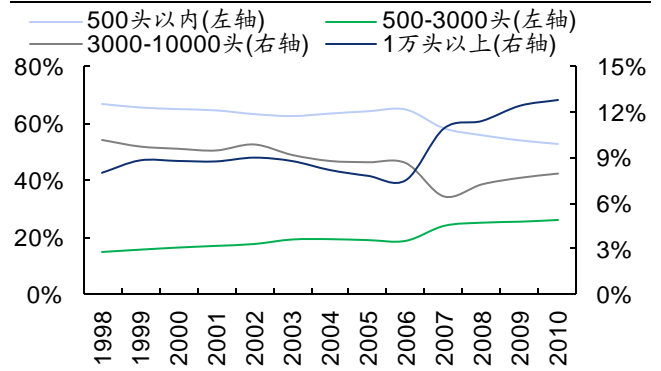


图 11: 我国肉鸡养殖不同出栏规模出栏占比 (%)



资料来源: 农业部、国信证券经济研究所整理

图 12: 我国生猪养殖不同出栏规模出栏占比 (%)



资料来源: 农业部、国信证券经济研究所整理

### 养殖模式变革带来盈利提升

在我国畜禽养殖由极度分散到逐渐规模化的进程中, 发展出“公司(+基地)+农户”和“公司自养”两种规模养殖模式, 不同养殖技术、资金实力决定了养殖模式的差异。

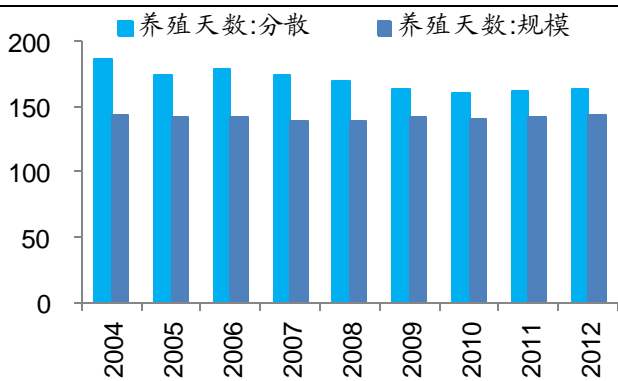
表 4: 不同生猪养殖模式对比

养殖模式	农户散养	公司(+基地)+农户	公司自养
优势	投资小	资金占用相对较小、规模易扩大; 产量、质量有一定保证	质量、产量稳定
劣势	规模小; 质量不稳定;	在投资、质量之间平衡; 需要公司对合作户有较强的管理、约束能力;	投资大、投资主体单一; 资金需求大, 规模扩大较慢;
代表	分散农业	温氏集团、雏鹰农牧	圣农发展、牧原股份

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

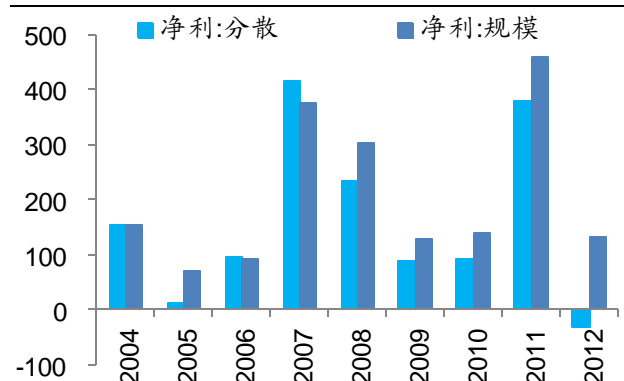
规模养殖带来养殖技术和单位盈利的提升: 根据《全国农产品成本收益资料汇编》, 生猪规模养殖生长更为迅速, 出栏天数明显少于分散养殖; 生猪规模养殖单位盈利明显高于分散养殖, 2004年至2012年简单算术平均分别为206、159元/头。

图 13: 不同规模生猪养殖出栏天数(天)



资料来源: 《全国农产品成本收益资料汇编》、国信证券经济研究所整理

图 14: 不同规模生猪养殖净利(元/头)



资料来源: 《全国农产品成本收益资料汇编》、国信证券经济研究所整理

### 公司优势: 技术、成本、扩张

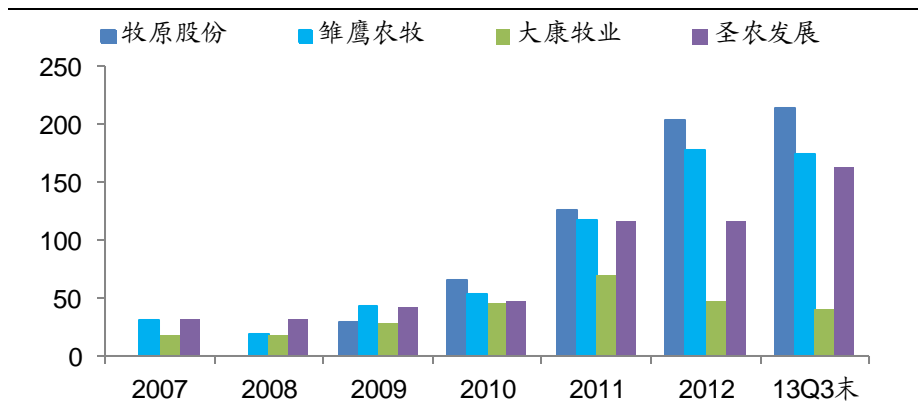
#### 技术优势: 综合养殖技术领先

养殖技术体现在育种技术(产子、生长等性能)、饲料及饲养技术(饲料成本、料肉比等)、疫病防疫及生产效率等诸多方面。

### 育种技术较强

2005 年引进 470 头加系曾祖代种猪建立核心种猪场标志公司育种养殖技术进入领先行列，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，居国内前列。中粮肉食、天津宝迪、河北新希望农牧、杨凌本香农业等企业已成为公司的客户。对比主要畜牧养殖企业，牧原股份在生产性生物资产总量上具有优势。

图 15: 主要畜牧养殖企业生产性生物资产 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 具有特色的饲料配方

公司特色的饲料配方优势体现在诸多方面:

- 大比例使用小麦: 公司地处河南小麦主产区, 在我国常见的“玉米 (能量物质)+豆粕 (蛋白质)”饲料配方技术的基础上, 大比例采用小麦替代玉米和部分豆粕, 节约饲料成本。
- 设计最低蛋白日粮的配方: 公司特色的“净能评估体系”, 通过设计最低蛋白日粮的配方, 提高消化效率降低成本。
- 根据生长不同阶段精细化的饲料配方: 公司对不同状态的生猪及季节变化共设计出 6 类 32 种饲料配方, 提高饲料报酬率, 降低了饲料成本。

小麦相对玉米具有能量和玉米接近、蛋白质含量高 (小麦 13.5%, 玉米 8.7%)、总磷含量高 (小麦 0.41%, 而玉米 0.27%)、成本便宜四大优势; 但小麦非淀粉多糖的含量很高 (主要是木聚糖), 畜禽消化道不能分泌内源性木聚糖酶, 必须通过外源的复合酶制剂才能提高猪对小麦的消化率, 故通常畜禽养殖企业、饲料企业仅少部分采用小麦作为饲料原料 (比例通常在 15% 左右)。

表 5: 主要原材料采购情况 (吨, 元/吨)

项目 (吨, 元/吨)	2010	2011	2012	2013H	2010	2011	2012	2013H
	采购量	采购量	采购量	采购量	单价	单价	单价	单价
小麦	118,723	257,052	266,340	215,102	1,952	2,022	2,136	2,300
玉米	4,141	5,230	30,022	32,762	1,833	2,206	2,221	2,271
豆粕	6,073	18,669	21,719	12,331	3,447	3,346	3,876	4,178
合计	128,937	280,950	318,082	260,196	--	--	--	--

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司大比例使用小麦替代玉米作为能量物质, 并充分利用小麦蛋白质含量较高的优势部分节约粕类原料, 2010 年至 2013 年中期, 公司小麦在饲料质量、成本比例平均为 87%、65%, 极大地节约了原料成本。

表 6: 公司主营成本构成 (万元, %)

项目 (万元, %)	2010		2011		2012		2013H	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
1、原材料	23,705	68.9%	50,323	72.2%	77,952	72.7%	45,257	71.8%
其中: 小麦	17,139	49.8%	33,537	48.1%	50,738	47.3%	27,422	43.5%
玉米	681	2.0%	924	1.3%	4,365	4.1%	4,481	7.1%
次粉	0	0.0%	988	1.4%	2,173	2.0%	1,453	2.3%
豆粕	1,541	4.5%	4,801	6.9%	7,267	6.8%	4,248	6.7%
2、折旧	2,294	6.7%	2,737	3.9%	6,212	5.8%	4,201	6.7%
3、职工薪酬	1,507	4.4%	2,791	4.0%	5,114	4.8%	3,040	4.8%
4、药品及疫苗费用	3,096	9.0%	6,427	9.2%	9,202	8.6%	5,164	8.2%
5、其他费用	3,794	11.0%	7,440	10.7%	8,756	8.2%	5,391	8.6%
主营业务成本合计	34,395	100.0%	69,718	100.0%	107,237	100.0%	63,053	100.0%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 猪舍: 防疫、生产效率提升

将生猪按“空怀配种期-妊娠期-分娩哺乳期-保育期-育肥期”五个阶段在不同猪舍或不同养殖场饲养, 每完成一个饲养阶段, 进行一次转群, 共完成 4 次转群。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。

表 7: 公司猪舍设计进步

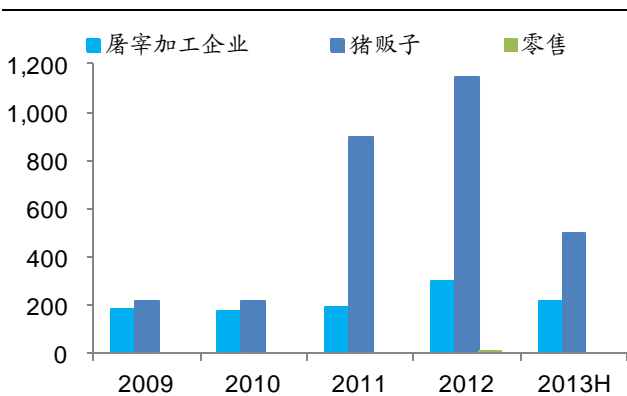
时间	特点
第一代	1992 年 采用双曲砖拱结构, 实心地坪养猪, 火炕加热, 自然通风, 人工饲喂
第二代	1998 年 第一代全漏缝网床养猪, 热风炉加热, 双列猪圈, 小单元饲养, 机械通风, 喷雾降温, 人工饲喂
第三代	2001 年 带猪厕所, 实心地坪, 热风炉加热, 自然通风, 全自动饲喂
第四代	2003 年 小单元全进全出, 高架第二代漏缝条和钢网床养猪, 热风炉加热, 自动化液态饲喂, 保育、育肥合二为一
第五代	2003 年 高架第二代漏缝条和钢网床养猪, 热风炉加热, 自动化液态饲喂, 保育、育肥合二为一
第六代	2004 年 自动化液态饲喂, 热风炉加热, 自动喷雾降温, 保育、育肥猪舍单独建设
第七代	2005 年 第二代漏缝条高架网床饲养, 热水炉加热, 自动喷雾降温
第八代	2005 年 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
第九代	2007 年 全封闭式现代化猪舍, 实现通风、温控、饲喂、冲粪全自动化, 保温、隔热及采光等方面都有更大改善

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 销售渠道: 我国现状, 分散销售为主

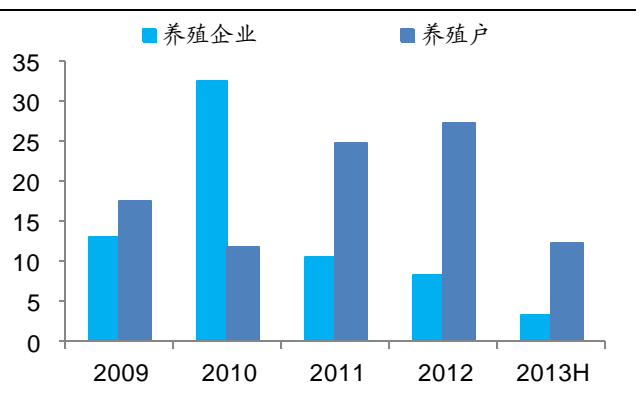
育肥猪以面向猪贩子销售为主: 养殖企业面向猪贩子销售为我国畜牧养殖和下游加工行业较为分散的特性决定的, 2012 年, 公司育肥猪面向猪贩子、屠宰加工企业、零售三类客户销售金额为 11.4、3.0、0.1 亿元, 占比分别为 78.5%、20.7%、0.8%。

图 16: 公司育肥猪销售渠道 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

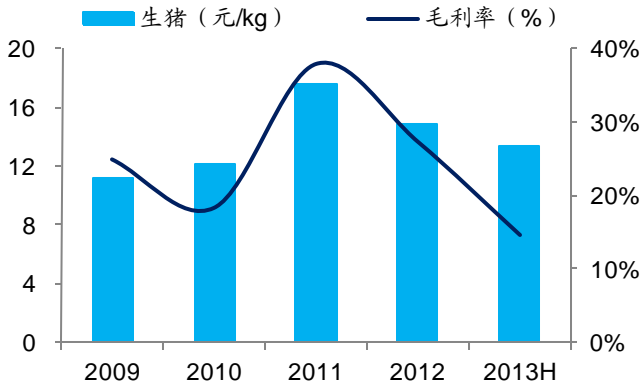
图 17: 公司种猪销售渠道 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

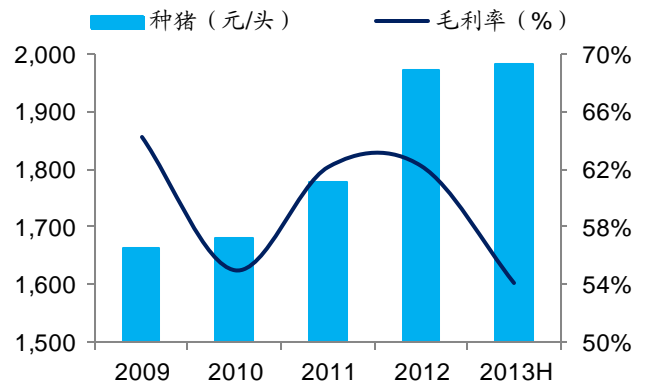
猪贩子从公司采购的商品猪主要销往河南、湖北、上海、广东、北京等地区；屠宰加工企业客户主要为龙大牧原、正大农牧、山东银宝、上海五丰，分别位于河南地区、山东地区、上海地区。生猪价格具有高度透明性，公司生猪价格基本和市场价格一致；公司外销种猪质量较好，销售价格高于市场均价。

图 18: 公司育肥猪销售均价 (元/kg)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司种猪销售均价 (元/头)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 未来发展：产能进入快扩张期

### IPO 项目简介

此次 IPO 项目为“年出栏 80 万头生猪产业化项目”，总投资 6.67 亿元，由全资子公司邓州牧原实施，具体为新建生猪养殖场 2 个（陶营养、九龙养殖场，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，共计 800,000 头）和新建饲料厂 2 个（年产饲料 40 万吨，80 万头生猪及对应种猪年需要消耗饲料 25 万吨左右）。

表 8: IPO 项目

IPO 项目	拟投资	建设内容
“年出栏 80 万头生猪产业化项目”	66,716 万元	年出栏生猪 80 万头养殖场；新建两个饲料厂；沼气发电和环境治理工程

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

80 万头生猪养殖产能合计投资 6.67 亿元，其中土建、设备及配套、环保等相关建设投资 4.47 亿元，单位投资在行业内居于中游水平。截至 2013-6-30 日，公司已对 IPO 项目投入 3.20 亿元，已投产产能 25 万头。

表 9: 公司 80 万头生猪产能投资 (万元)

拟建设项目	投资额 (万元)	占总投资比例 (%)
1、建设投资	57,716	86.5
1.1 土建工程	30,394	45.6
1.2 设备及配套设施	12,393	18.6
1.3 沼气发电和环境治理	1,891	2.8
1.4 种猪费用	8,440	12.7
1.5 其他费用	4,597	6.9
2、铺底流动资金	9,000	13.5
3、总投资额	66,716	100.0

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

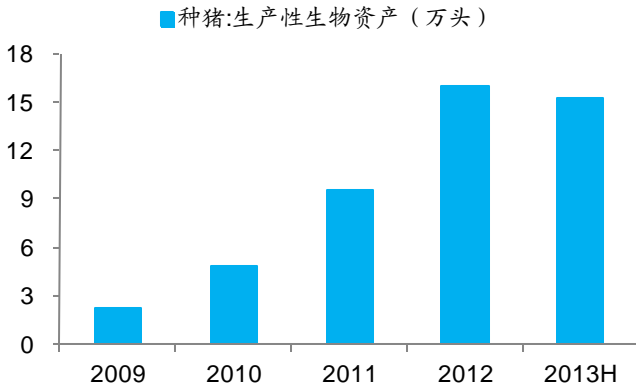
### 后续产能快速扩张

目前公司生猪产能 195 万头，其中为牧原食品（南阳）130 万头、郑州牧原 25 万头（IPO 项目部分产能）、钟祥牧原一期 40 万头。截止 2013-6-30 日末，公

司作为生产性生物资产的种猪存栏 15.3 万头，完全能支撑目前 195 万头生猪产能及未来 IPO 项目 80 万头等短期扩张计划。

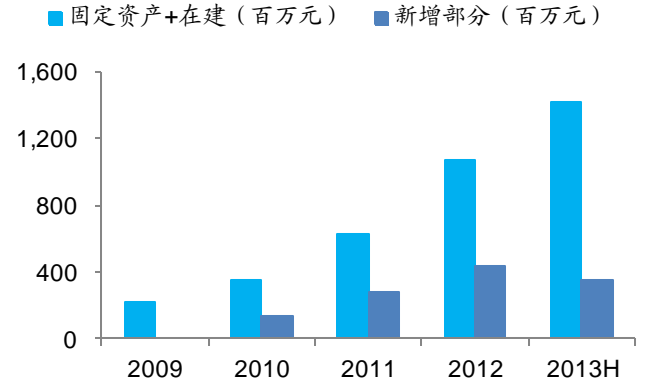
公司近年来投资进入快车道，同期末公司固定资产和在建工程总计 14.2 亿元，近两年来新增固定资产相关投资在 4 亿元以上（参照 IPO 项目，80 万头生猪养殖产能对应固定资产相关投资为 4.4 亿元）。

图 20: 公司作为生产性生物资产的种猪存栏 (万头)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21: 公司资产投资 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司生猪养殖产能规划近 700 万头，并通过子公司钟祥牧原（湖北）、曹县牧原（山东）积极走出河南，总体资金需求大。

表 10: 公司生猪养殖产能规划 (万头)

主体	规划产能	进程
牧原食品 (南阳市)	130	母公司, 已形成;
邓州牧原	200	含 IPO80 万头项目; 已形成了年出栏生猪约 25 万头的产能;
卧龙牧原	150	已形成了年出栏生猪约 40 万头的产能
钟祥牧原 (湖北)	140	第一期 40 万头生猪养殖基地已开始建设
曹县牧原 (山东)	45	目前已开始建设
牧原食品 (南阳市)	30	南阳市唐河县规划建设 30 万头的养殖基地开始建设
合计	695	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测及估值: 合理股价 36.4-40.4 元/股

### 2014 年整体猪价上升周期

供给端, 指针中短期供给的能繁母猪存栏持续消减, 指针中长期供给的“仔猪/生猪价格:同比”指标仍然在较低水平, 说明生猪养殖行业补栏积极性低。

图 22: 生猪存栏及能繁母猪存栏 (万头)

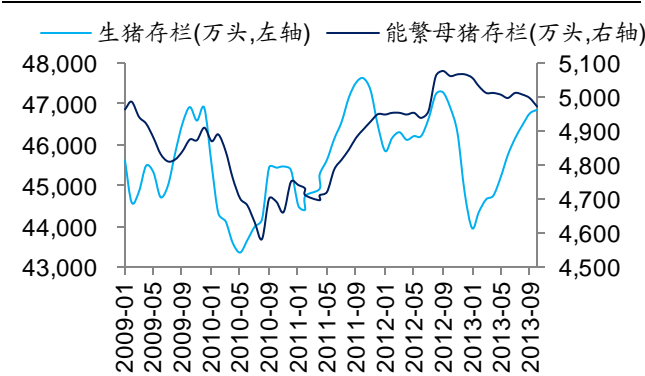
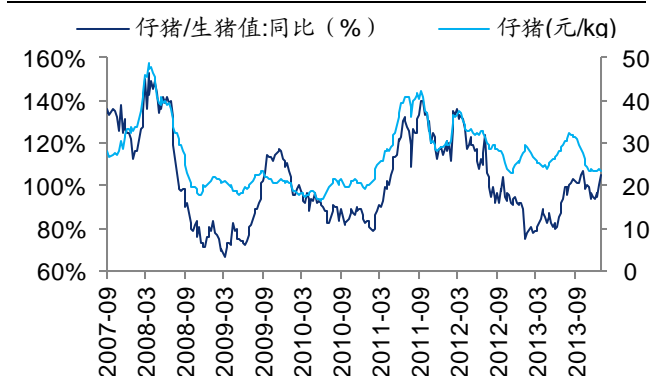


图 23: 仔猪及仔猪/生猪:同比指标 (%)

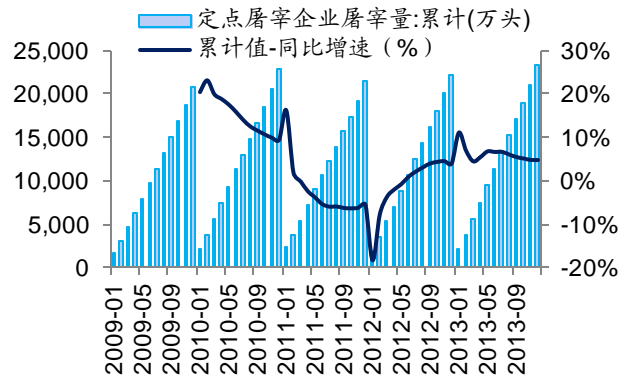


资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

需求端依然旺盛：肉类需求较为稳定，通过定点屠宰企业屠宰量和屠宰盈利指标来判断肉类需求相对水平，2013年1-11月累计屠宰量同比、毛利率、税前利润率分别为4.6%、10.8%、4.7%均处于较好水平。

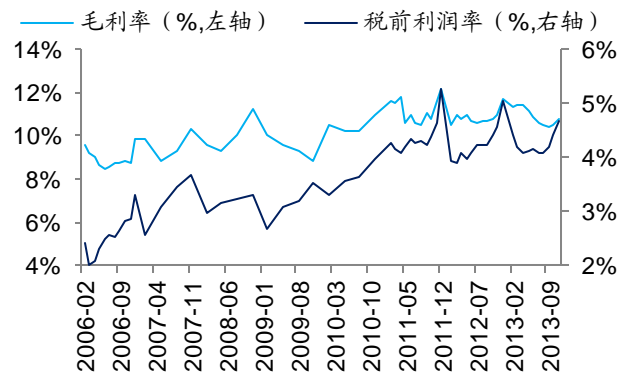
资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

图 24: 生猪存栏及能繁母猪存栏 (万头)



资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

图 25: 仔猪及仔猪生猪同比指标 (%)



资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

### 2014 年业绩快速增长

产能扩张叠加肉价上涨周期将推动公司 2014 年业绩快速增长，主要假设：2013/14/15 年，生猪外销 130/180/250 万头；猪价在 2014 年上升，2015 年中后期回落，2013/14/15 年公司生猪销售均价 14.7、15.5、15.6 元/kg。

表 11: 公司分产品预测表

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>生猪</b>							
产能 (万头)	50	80	105	155	220	300	400
外销量 (万头)	35.3	33.3	59.0	90.0	130.0	180.0	250.0
均重 (kg/头)	101	99	106	109	109	108	108
肉价 (元/kg)	11.2	12.1	17.5	14.9	14.7	15.5	15.6
单位售价 (元/头)	1,129	1,192	1,864	1,618	1,600	1,674	1,685
单位成本 (元/头)	848	974	1,160	1,177	1,270	1,310	1,350
收入 (百万元)	398	397	1,099	1,455	2,080	3,013	4,212
毛利率 (%)	24.9%	18.3%	37.8%	27.2%	20.6%	21.7%	19.9%
毛利 (百万元)	99	73	415	396	429	655	837
<b>种猪</b>							
外销量 (万头)	1.9	2.6	2.0	1.8	2.0	2.4	2.8
单位售价 (元/头)	1,664	1,681	1,779	1,971	1,900	1,950	2,000
单位成本 (元/头)	595	756	673	744	780	800	850
收入 (百万元)	31	44	36	35	38	47	56
毛利率 (%)	64.3%	55.0%	62.2%	62.3%	58.9%	59.0%	57.5%
毛利 (百万元)	20	24	22	22	22	28	32
<b>仔猪</b>							
外销量 (万头)					3.6	5.0	7.0
单位售价 (元/头)					550	600	650
单位成本 (元/头)					360	370	380
收入 (百万元)					20	30	46
毛利率 (%)					34.5%	38.3%	41.5%
毛利 (百万元)					7	12	19
<b>合计</b>							
收入 (百万元)	429	441	1,134	1,491	2,138	3,090	4,314
YOY (%)		2.8%	157.3%	31.4%	43.4%	44.5%	39.6%
毛利率 (%)	27.7%	22.0%	38.5%	28.1%	21.4%	22.5%	20.6%
毛利 (百万元)	119	97	437	418	459	694	888

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测



2013年至2015年费用预测：总体销售费用率、管理费用率参考2012年水平预测；预计新增固定资产投资5.5、6.0、6.0亿元，假设此次IPO募集资金在2014年到位，考虑公司大额的资本开支预期，假设后续采用债务融资，预计期间财务费用为8,600、10,400、11,600万元；少数股东损益为0万元。

**表 12: 费用预测及盈利预测结果**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
收入(百万元)	1,134	1,491	2,138	3,090	4,314
YOY (%)	155.2%	31.4%	43.4%	44.5%	39.6%
毛利率 (%)	38.5%	28.1%	21.4%	22.5%	20.6%
销售费用率 (%)	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用率 (%)	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用(百万元)	-41	-51	-86	-104	-116
所得税率 (%)	0.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
净利(百万元)	357	330	291	465	591
归属母公司净利(百万元)	357	330	291	465	591
YOY (%)	31.4%	22.1%	-11.9%	59.9%	27.1%
EPS(元)	1.47	1.36	1.20	1.92	2.44

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

### 合理股价区间：34.6-40.4元/股

预计2013/14/15年，公司收入增速为43.4%/44.5%/39.6%，毛利率为21.4%/22.5%/20.6%，归属母公司净利2.91/4.65/5.91亿元，增速为-11.9%/59.9%/27.1%，按照公开发行人新股3,000万股，发行后总股本2.42亿股计算，对应EPS为1.20/1.92/2.44元。

参考畜牧养殖行业相关企业估值和公司的中长期发展、盈利，以相对估值法给予公司2014年18.0-21.0XPE是合适的，对应合理股价为34.6-40.4元；采用绝对估值法公司合理股价中值为36.9元。公司作为生猪养殖行业龙头企业，在育种及养殖技术上领先，独特的饲料配方大幅节约养殖成本，丰富的饲料经营及高效的设备提高公司饲养效率，公司锐意扩张，短期叠加2014年的肉价上涨周期，建议市场积极关注。

### 敏感性分析

生猪生产销售是公司的核心业务，猪价、出栏（外销）数量是公司业绩的主要决定因素，对2014年业绩做敏感性分析，猪价每波动0.2元/kg对公司当年EPS的影响在0.15元左右，出栏数每波动15万头对公司当年EPS的影响在0.17元左右。

**表 13: 生猪业务盈利与2014年业绩敏感性分析(元, %)**

猪价(元/kg)/生猪出栏数(万头)	145.0	150.0	165.0	180.0	195.0	210.0	225.0
14.9	1.15	1.20	1.32	1.45	1.58	1.71	1.84
15.1	1.28	1.32	1.47	1.61	1.75	1.89	2.03
15.3	1.40	1.45	1.61	1.76	1.92	2.07	2.23
15.5	1.53	1.58	1.75	1.92	2.09	2.25	2.42
15.7	1.65	1.71	1.89	2.07	2.25	2.44	2.62
15.9	1.78	1.84	2.04	2.23	2.42	2.62	2.81
16.1	1.90	1.97	2.18	2.38	2.59	2.80	3.00

资料来源：国信证券经济研究所整理预测

## 风险提示

- 肉价强周期波动导致畜禽养殖行业盈利强周期波动，存在肉价低于预期风



险；

- 禽养殖行业单位投资较大，公司正处于快速扩张期间，资本开支较大，存在资金压力；
- 畜禽养殖行业面临较大的疫病、食品安全、污染处理压力。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	178	200	200	200	营业收入	1491	2138	3090	4314
应收款项	0	6	8	12	营业成本	1072	1680	2396	3426
存货净额	506	824	1159	1644	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	32	171	247	345	销售费用	6	11	15	22
<b>流动资产合计</b>	<b>716</b>	<b>1200</b>	<b>1615</b>	<b>2201</b>	管理费用	62	89	127	176
固定资产	1082	1557	2044	2490	财务费用	51	86	104	116
无形资产及其他	116	117	119	120	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	203	203	203	203	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	24	24	24	24	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2140</b>	<b>3101</b>	<b>4003</b>	<b>5037</b>	营业利润	301	273	448	575
短期借款及交易性金融负债	568	1267	1113	1640	营业外净收支	31	20	20	20
应付款项	59	97	137	197	<b>利润总额</b>	<b>332</b>	<b>293</b>	<b>468</b>	<b>595</b>
其他流动负债	33	53	76	108	所得税费用	2	2	3	4
<b>流动负债合计</b>	<b>659</b>	<b>1417</b>	<b>1326</b>	<b>1946</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	454	454	454	454	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>330</b>	<b>291</b>	<b>465</b>	<b>591</b>
其他长期负债	0	0	0	0					
<b>长期负债合计</b>	<b>454</b>	<b>454</b>	<b>454</b>	<b>454</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1113</b>	<b>1870</b>	<b>1779</b>	<b>2399</b>	净利润	330	291	465	591
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	1027	1231	2224	2638	折旧摊销	99	79	118	158
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2140</b>	<b>3101</b>	<b>4003</b>	<b>5037</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	51	86	104	116
关键财务与估值指标					营运资本变动	(50)	(404)	(351)	(494)
每股收益	1.36	1.20	1.92	2.44	其它	0	0	0	0
每股红利	0.10	0.36	0.58	0.73	<b>经营活动现金流</b>	<b>379</b>	<b>(34)</b>	<b>232</b>	<b>255</b>
每股净资产	4.24	5.09	9.19	10.90	资本开支	(510)	(555)	(605)	(605)
ROIC	21%	14%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	32%	24%	21%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(502)</b>	<b>(555)</b>	<b>(605)</b>	<b>(605)</b>
毛利率	28%	21%	22%	21%	权益性融资	0	0	667	0
EBIT Margin	24%	17%	18%	16%	负债净变化	243	0	0	0
EBITDA Margin	30%	20%	22%	20%	支付股利、利息	(92)	(87)	(140)	(177)
收入增长	31%	43%	45%	40%	其它融资现金流	(93)	699	(154)	528
净利润增长率	-7%	-12%	60%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>210</b>	<b>612</b>	<b>373</b>	<b>350</b>
资产负债率	52%	60%	44%	48%	<b>现金净变动</b>	<b>87</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	2%	1%	2%	3%	货币资金的期初余额	91	178	200	200
P/E	17.7	20.1	12.5	9.9	货币资金的期末余额	178	200	200	200
P/B	5.7	4.7	2.6	2.2	企业自由现金流	(112)	(523)	(290)	(255)
EV/EBITDA	15.4	17.6	11.4	9.7	权益自由现金流	39	90	(547)	157

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		马韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>交通运输</b>		<b>机械</b>	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	朱海涛	
刘鹏		糜怀清	021-60933167	陈玲	021-60875162
魏玉敏				杨森	0755-82133343
<b>钢铁及新材料</b>		<b>房地产</b>		<b>医药</b>	
郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				丁丹	0755-82139908
				杜佐远	0755-82130473
				胡博新	0755-82133263
<b>电子</b>		<b>计算机</b>		<b>传媒</b>	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
<b>零售、纺织服装及快销品</b>		<b>电力及公共事业</b>		<b>银行</b>	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	王婧	
		徐强			
<b>轻工</b>		<b>建筑工程</b>		<b>家电</b>	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
<b>通信</b>		<b>电力设备</b>		<b>新能源</b>	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>		<b>农业</b>	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
<b>汽车及零部件</b>		<b>金融工程</b>		<b>基金评价与研究</b>	
黄冲	010-88005315	林晓明	021-60875168	钱晶	021-60875163
		陈志岗	0755-82136165	潘小果	0755-82130843
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
<b>军工</b>		<b>建材</b>			
郑武	0755-82130422	黄道立	0755-82130685		
朱海涛		刘宏	0755-22940109		

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				