

牧原股份(002714)新股分析报告

借助资本市场即将再次加速扩张

投资要点

- **生猪一体化养殖龙头企业:** 公司是目前国内较大的“自育自繁自养大规模一体化”生猪养殖企业,目前公司拥有3个饲料厂、25个养殖场,设施产能达到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,并向下游拓展介入生猪屠宰行业,逐渐拓展企业产业链。
- **公司逆市扩张产能, IPO后持续产能扩张可期:** 公司2009年末的产能为50万头,截止2013年年中,产能扩张至195万头,同时公司加快丰富产品品种,2013年公司对外销售仔猪;我们认为,公司在登陆资本市场后,将借助资本市场力量,在省内外加速产能扩张,目前公司已经建成及在规划中尚未建设的年产能合计已经达到695万头,新增的500万头产能未来将陆续投产。
- **较强的核心竞争力,提升公司盈利水平:** 公司地处河南,为我国粮食主产区,公司可就近解决饲料原料问题,有效节约成本;同时,公司在猪舍设计、育种技术、生猪生殖及防疫、饲料生产机配料技术方面具有多项专利,业内技术领先,通过有效的经营与管理,使公司的商品猪与种猪的毛利率均高于行业内可比上市公司。
- **公司财务状况优于业内同行:** 公司2012年ROE、ROA、销售毛利率分别为18.21%、37.95%、27.23%,均高于行业内可比企业的平均值,充分表明企业具有较强的盈利能力;企业资产负债率低于行业可比企业平均值,流动比率和速动比率仅略低于行业可比企业平均值,具有良好的偿债能力。
- **盈利预测及估值:** 假设生猪出栏量分别为130.5万头、186万头和246.6万头,预计2013-2015年公司营业收入分别为20.02亿元、29.39亿元和40.07亿元,归属上市公司的净利润分别为2.61亿元、4.37亿元和6.57亿元,每股基本收益分别为1.23元、1.81元和2.71元,对应的PE比分别为19.52、13.33和8.86倍,其估值较目前行业内上市公司具有较强的竞争力,上市之后合理价格区间为27.15元~32.52元。
- **风险提示:** 1、生猪价格波动风险; 2、公司主要场地来自于租赁,场地租赁到期或中途中断将导致公司经营产生重大不利影响; 3、玉米、小麦及豆粕等原材料价格大幅上涨; 4、大规模疫情疫病。

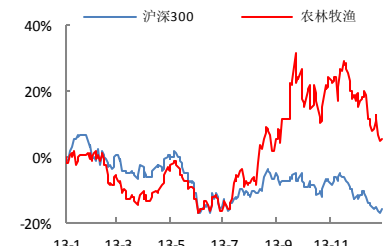
指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1491	2002	2939	4007
增长率	31.44%	34.27%	46.83%	36.32%
归属母公司净利润(百万元)	330	261	437	657
增长率	-7.41%	-20.84%	67.19%	50.42%
每股收益EPS(元)	1.56	1.23	1.81	2.72
净资产收益率ROE	32.15%	20.29%	16.93	21.16%
PE	15.45	19.52	13.33	8.86
PB	4.97	3.96	2.58	2.14

数据来源:西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:梁从勇
执业证号:S1250511110003
电话:010-57631180
邮箱:lyong@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源:西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	21200
本次发行(万股)	6050
发行后总股本(万股)	24200
2012年每股收益(摊薄后)(元)	1.56
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.65

主要指标(2012年)

每股净资产(元)	4.85
毛利率(%)	28.07
流动比率(倍)	1.09
速动比率(倍)	0.32
应收账款周转率(次)	-
资产负债率(合并报表)(%)	52.0
净资产收益率(加权平均)(%)	61.86

相关研究

目 录

一、公司概况：生猪一体化养殖龙头企业	1
（一）基本情况	1
（二）公司股权结构	1
（三）产能不断扩张，企业寻求规模化发展	2
（四）募投项目	3
二、行业发展概况	4
（一）我国生猪行业概况：市场供需均保持平稳增长	4
（二）行业竞争格局：行业规模化程度较低	5
（三）行业波动具有较强的周期特征	5
三、公司竞争力分析	6
（一）公司拥有多项核心技术，核心竞争力明显	6
（二）综合优势的体现——成本领先	6
（三）区域优势：地处粮食大省，地域优势明显	7
四、公司财务分析及同行业比较	7
（一）盈利能力分析	7
（二）偿债能力分析	9
（三）营运能力分析	10
（四）成长性分析	10
五、盈利预测与估值	11
六、风险提示	13

插图目录

图 1: 企业一体化产业链.....	1
图 2: 公司股权结构图.....	2
图 3: 公司产能变化情况.....	3
图 4: 分产品产量.....	3
图 5: 生猪资产存栏分布.....	3
图 6: 我国生猪出栏量.....	4
图 7: 我国猪肉产量.....	4
图 8: 我国猪肉消费量.....	4
图 9: 我国居民家庭人均猪肉消费量.....	4
图 10: 22 个省市生猪平均价格.....	6
图 11: 22 个省市猪肉平均价格.....	6
图 12: 2013 年 1-6 月分产品营业收入构成.....	8
图 13: 2013 年 1-6 月分渠道营业收入构成.....	8

表格目录

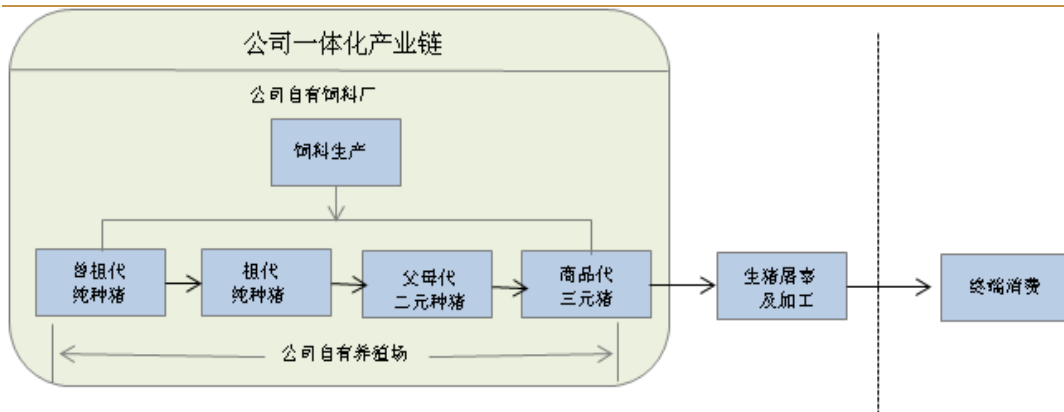
表 1: 发行前公司前十大股东.....	2
表 2: 按出栏规模分类的养殖场数量.....	5
表 3: 可比企业 2012 年期间费用率.....	7
表 4: 可比企业 2012 年盈利能力指标.....	8
表 5: 可比企业商品猪毛利率比较.....	8
表 6: 可比企业种猪毛利率比较.....	9
表 7: 公司偿债能力分析.....	9
表 8: 可比企业 2012 年偿债能力指标.....	9
表 9: 营运能力指标.....	10
表 10: 可比企业 2012 年营运能力指标.....	10
表 11: 企业成长性指标.....	11
表 12: 可比企业 2012 年成长性指标.....	11
表 13: 公司各项业务盈利假设.....	12
附录: 财务预测表(单位: 百万元).....	14

一、公司概况：生猪一体化养殖龙头企业

（一）基本情况

牧原股份成立于 2000 年，是我国目前较大的以“自育自繁自养大规模一体化”为养殖模式的生猪养殖企业，主要从事生猪的养殖与销售，主要产品包括仔猪、种猪、商品猪，为所在行业龙头企业。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），公司种猪存栏头数 152,899 头，其中皮特兰、杜洛克、大约克、长白曾祖代核心种猪群约 8,175 头，初步形成年出栏生猪约 130 万头（本部）的生产能力，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，并向下游拓展介入生猪屠宰行业，逐渐拓展企业产业链。

图 1：企业一体化产业链

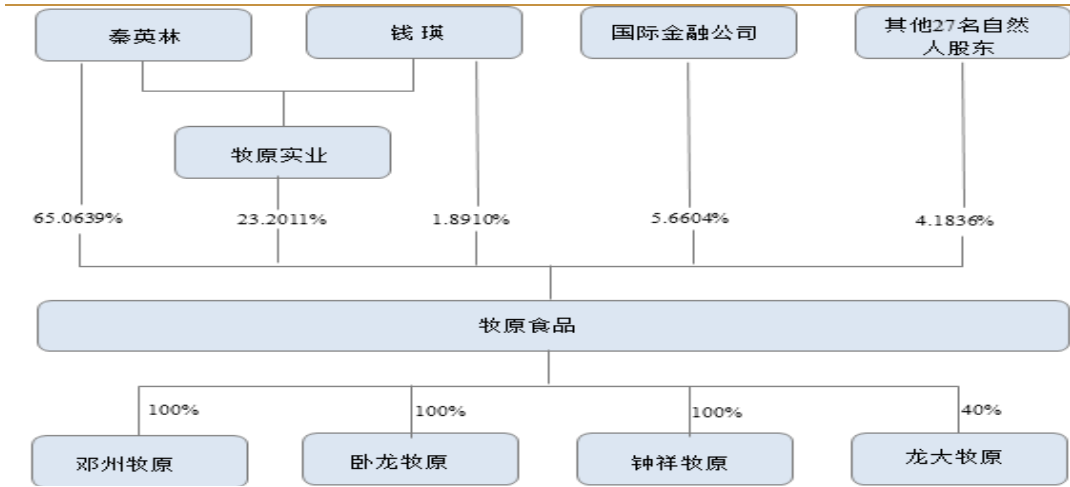


数据来源：招股说明书、西南证券

（二）公司股权结构

公司实际控制人为秦英林和钱瑛夫妇，两人直接和间接共持有公司 90.156% 股权，其中秦英林直接持有公司 65.0639% 的股权，钱瑛直接持有公司 1.8910% 的股权，二人通过全资子公司牧原实业间接持有牧原股份 23.2011% 股权。除秦英林先生、钱瑛女士和牧原实业外，本公司的其他持股 5% 以上主要股东为国际金融公司，于 2010 年 12 月通过增资方式持有公司 5.6604% 的股份。

公司共拥有 4 个全资子公司，即邓州牧原、卧龙牧原、钟祥牧原、曹县牧原，1 个参股公司，即龙大牧原，公司占龙大牧原 40% 的股份。其中，邓州牧原主要从事生猪养殖销售、良种繁育、粮食购销、饲料加工销售及养殖技术的推广；卧龙牧原主要从事生猪、种猪养殖与销售，饲料加工、销售，养殖技术的服务推广，粮食购销；钟祥牧原主要从事畜牧机械加工销售、养殖技术服务推广、猪粪处理、政策许可的农副产品购销；曹县牧原主要从事生猪饲养、销售，粮食购销（有效期至 2016 年 4 月 19 日），畜牧机械加工销售，养殖技术服务推广，猪粪处理；龙大牧原主要从事畜禽屠宰，肉食品加工销售（不得从事经营活动）。

图 2：公司股权结构图


数据来源：招股说明书、西南证券

表 1：发行前公司前十大股东

序号	股东姓名或名称	股份数量（股）	股权比例（%）	股份性质
1	秦英林	137,935,458	65.0639	自然人股
2	牧原实业	49,186,287	23.2011	一般法人股
3	国际金融公司	12,000,000	5.6604	外资股
4	钱瑛	4,008,819	1.891	自然人股
5	钱运鹏	3,698,058	1.7444	自然人股
6	杨瑞华	481,059	0.2269	自然人股
7	曹治年	481,059	0.2269	自然人股
8	苏党林	481,059	0.2269	自然人股
9	李付强	481,059	0.2269	自然人股
10	张春武	400,883	0.1891	自然人股

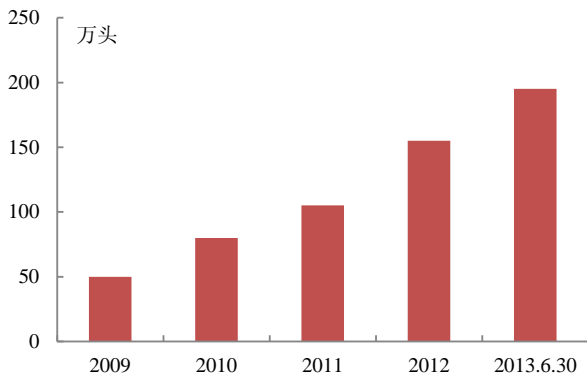
数据来源：招股说明书、西南证券

（三）产能不断扩张，企业寻求规模化发展

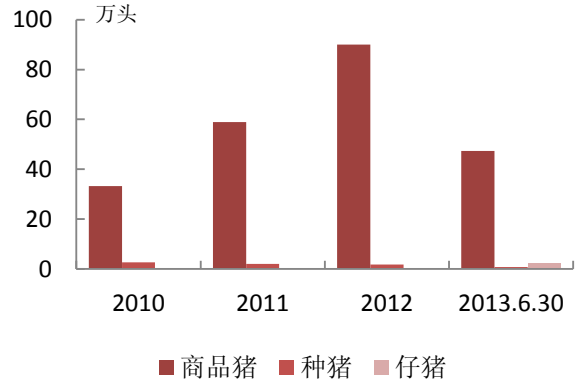
自 2009 年以来公司产能高速扩张，由 2009 年末的 50 万头产能扩张到 2013 年 6 月 30 日的 195 万头产能，较 2009 年末增加了 145 万头。产品销量也在逐年增加，其中商品猪销量的增加速度较种猪要快，2013 年产品销量中新增了仔猪销量。同时公司各生物资产期末存栏量也在逐年增加，这充分表明公司在行业低迷期，仍然积极寻求规模扩张。

公司 2011 年开始在南阳的邓州市、卧龙区扩建产能，目前已经形成 65 万头的年饲养产能，其中对邓州市、卧龙区的未来产能规划分别为 200、150 万头。此次，募投项目中的 80 万头产能就在邓州市。2013 年公司开始向外省扩张，规划年产能分别为 45、140 万头的山东曹县、湖北钟祥基地已近开始建设。

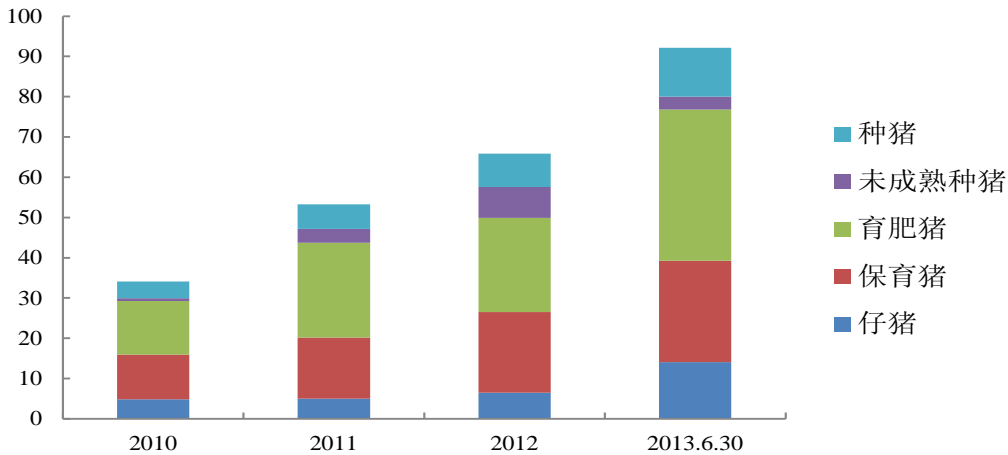
目前公司已经建成及在规划中尚未建设的年产能合计已经达到 695 万头，新增的 500 万头产能未来将陆续投产。预计公司未来还将在河南省其他区县及外省进行扩张。

图 3: 公司产能变化情况


数据来源: 西南证券

图 4: 分产品产量


数据来源: 西南证券

图 5: 生猪资产存栏分布


数据来源: 西南证券

（四）募投资项目

公司拟首次公开发行股票总数不超过 7,068 万股,其中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,拟募集资金 66,716.04 万元,募集资金主要用于建设邓州牧原“年出栏 80 万头生猪产业化项目”为核心的项目,并配套建设饲料厂和沼气发电及环境治理工程,包括新建生猪养殖场 2 个,共年出栏 80 万头,饲料厂 2 个,年产饲料 40 万吨,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。

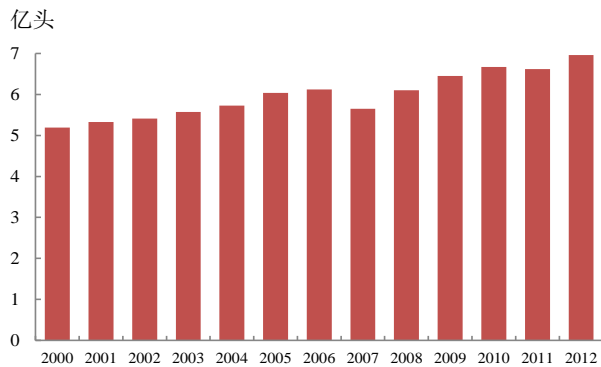
预计三年内募投资项目逐步达产,届时年实现销售收入 10 亿元,年利润总额为 1.6 亿元,投资利润率为 24%,投资税后财务内部收益率为 30%,全部投资税后投资回收期为 4.8 年。

二、行业发展概况

(一) 我国生猪行业概况：市场供需均保持平稳增长

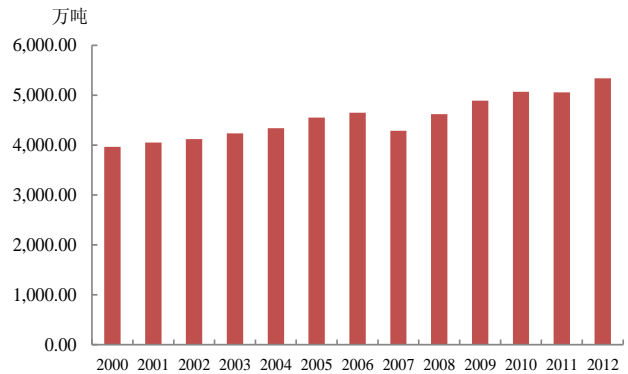
从生猪市场供给来看，商品猪出栏量及猪肉产量均持续增加。根据国家统计局数据，我国2000年商品猪出栏量为5.19亿头，至2012年已增长至6.96亿头，年均增长率达2.24%。相应地，2000年我国猪肉生产量为3,965.99万吨，至2012年已增长至5,342.70万吨，年均增长率达2.59%。

图 6: 我国生猪出栏量



数据来源: 西南证券

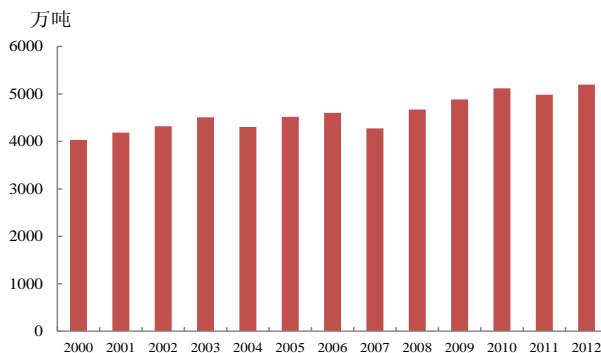
图 7: 我国猪肉产量



数据来源: 西南证券

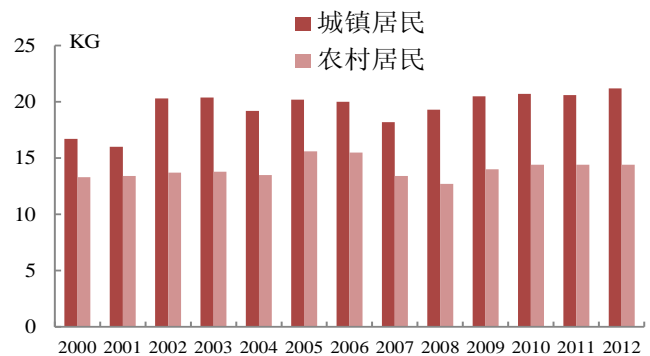
从猪肉市场需求方面来看，我国猪肉消费总量及人均年猪肉消费量均在不断增长，且未来消费需求有望持续增长。猪肉在我国肉类消费中长期占据主导地位，自2000年以来，猪肉消费占肉类消费的比重一直维持在60%以上。根据美国农业部统计数据，我国2000年猪肉消费总量为4029.1万吨，2012年猪肉消费总量为5194万吨，年均增长率达2.24%，增长态势平稳，未来需求空间持续增加；从人均消费量来看，城镇居民家庭人均猪肉消费量自2006年以来缓慢的增长，农村家庭人均猪肉消费量自2006年以来虽有增长，但是增长较慢，尤其是2010年至2012年，这三年农村居民的家庭人均猪肉消费量均维持在14.4KG。相对而言，城镇居民的人均猪肉消费量高于农村居民，由此，随着城镇化水平的不断提高，将会提高农村居民的人均猪肉消费量，增加市场需求。

图 8: 我国猪肉消费量



数据来源: 西南证券

图 9: 我国居民家庭人均猪肉消费量



数据来源: 西南证券

（二）行业竞争格局：行业规模化程度较低

我国生猪养殖以散户养殖为主，行业规模化程度较低。我国生猪养殖模式主要包括散养和规模养殖，其中规模养殖又包括“公司自养”和“公司+农户”两种模式，这两种模式具有不同特点。“公司自养”能够更有效地保障生猪品质和食品安全，控制生产效率，而“公司+农户”模式所需投资相对较小，有利于促进企业规模的扩张。我国生猪养殖目前以农户散养为主，2009年、2010年、2011年我国5万头以上年出栏的养殖户分别仅有99、121、162个，只占养殖户总数很低的比例。但是从纵向来看，我国5万头以上年出栏养殖户数自2010年在逐年增加，表明行业集中度正在不断增加。

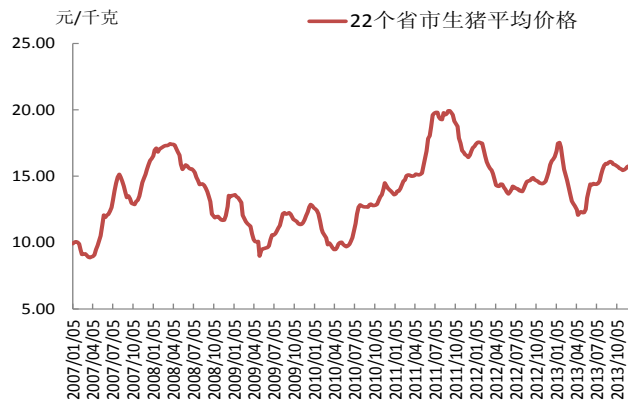
表 2：按出栏规模分类的养殖场数量

年出栏规模 (头)	2011		2010		2009	
	养殖户数量(个)	养殖户数占比	养殖户数量(个)	养殖户数占比	养殖户数量(个)	养殖户数占比
1-49	55,129,498	95.26%	59,086,923	95.71%	64,599,143	96.22%
50-99	1,724,703	2.98%	1,685,279	2.73%	1,653,865	2.46%
100-499	782,338	1.35%	742,772	1.20%	689,739	1.03%
500-999	157,036	0.27%	145,175	0.24%	129,369	0.19%
1,000-2,999	58,180	0.10%	53,876	0.09%	46,429	0.07%
3,000-4,999	12,173	0.02%	11,721	0.02%	10,342	0.02%
5,000-9,999	6,315	0.01%	5,915	0.01%	5,117	0.01%
10,000-49,999	3,937	0.01%	3,558	0.01%	3,083	0.01%
50000 头以上	162	0.00%	121	0.00%	96	0.00%

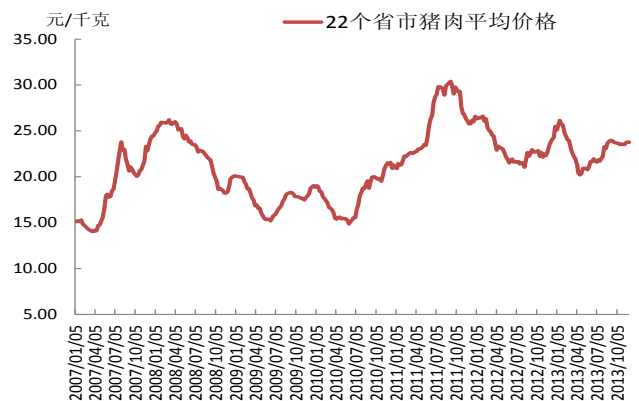
数据来源：西南证券整理

（三）行业波动具有较强的周期特征

我国生猪养殖行业具有明显的周期性特征，商品猪市场价格的波动周期一般为 3-4 年。我国生猪养殖行业的特点及生猪固有的生长周期决定了生猪养殖行业具有明显的周期性特征。我国生猪养殖以散养为主，散户会根据生猪的市场价格调整生猪的养殖量，当市场价格较高时，若所有农户均增加生猪养殖量，则会导致生猪供应量大幅增加，由此导致生猪价格下跌，加之生猪具有固定的生长周期，因此由供求关系导致的价格变动不会立即显示，一般周期为 3-4 年。

图 10: 22 个省市生猪平均价格


数据来源: 西南证券

图 11: 22 个省市猪肉平均价格


数据来源: 西南证券

三、公司竞争力分析

（一）公司拥有多项核心技术，核心竞争力明显

猪舍设计技术——牧原股份研发实力雄厚，拥有多项专利技术及先进的猪舍和饲喂系统。自 1992 至今，公司共开发设计出 9 个代次的猪舍，使得猪舍在保温、隔热及采光等方面都有更大的改善，且猪舍配有自动化供水、供料系统，减轻了饲养员的劳动强度，提高了生产效率，降低了成本。其设计的“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 6 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。

育种技术——公司拥有先进的育种技术，以持续改善生猪的肉质、瘦肉率、生产速度、饲料报酬率、屠宰率、适应性和产仔数等 7 项性能为主要育种目标，运用种猪 ALOKA 测定仪、BLUP 育种软件、GPS 种猪选配管理软件等先进设备提高育种选种的效率。

生猪养殖及防疫技术——公司拥有多种先进的生猪养殖及防疫技术，如早期隔离断奶技术（SEW），分胎次饲养技术，多点式饲养技术，一对一转栏、不混群技术，自动化饲喂技术，人工授精技术（AI）。

饲料生产及配料技术——公司采用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，设计出最低蛋白日粮配方，提高了饲料的消化利用率，降低了饲料成本。同时，公司采用阶段性营养配方技术，根据生猪类型及生长阶段制定不同的营养标准，目前针对不同猪群及季节变化共设计出 6 类 32 种饲料配方，仅对保育和育肥阶段生猪就按其不同的体重区间制定了多达 11 种配方。

（二）综合优势的体现——成本领先

牧原股份采取“自育自繁自养的一体化”养殖模式，建立了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整产业链，更有利于实现标准化、规模化生产，使生产过程可控性增强，降低了食品安全风险和疫病风险，且减少了中间环节的交易成本，有效地避免

了原材料价格、种猪需求等变动对公司造成的影响，降低了公司的成本。2010年至2013年上半年，公司商品猪和种猪的毛利率均高于同行业可比上市公司平均毛利率。2012年，公司的管理费用率、销售费用率、财务费用率分别为4.15%、0.38%、3.42%，其中管理费用率和销售费用率均低于行业内可比企业的平均值，财务费用率略高于行业内可比企业的平均值，这主要是因为企业债务融资较多造成的，总的期间费用率远低于行业平均值，表明企业的成本优势明显。

表 3: 可比企业 2012 年期间费用率

公司名称	管理费用率	销售费用率	财务费用率	期间费用率
雏鹰农牧	4.98%	3.18%	3.93%	12.09%
正邦科技	2.27%	2.34%	0.71%	5.32%
新五丰	4.99%	4.29%	0.48%	9.76%
罗牛山	15.77%	1.59%	6.64%	24.00%
顺鑫农业	6.18%	9.03%	2.64%	17.85%
大康牧业	6.38%	0.65%	1.38%	8.41%
平均值	6.76%	3.51%	2.63%	12.91%
牧原股份	4.15%	0.38%	3.42%	7.94%

数据来源: WIND、公司招股意向书

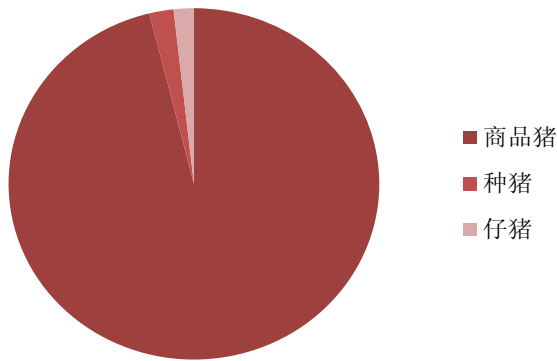
(三) 区域优势: 地处粮食大省, 地域优势明显

公司地处我国粮食生产大省, 河南省。根据统计数据, 2010-2012 年河南省粮食产量分别为 543.71 亿公斤、554.25 亿公斤、563.86 亿公斤, 占全国粮食总产量的比例分别为 9.95%、9.70% 和 9.56%。充足的原材料供给为畜牧业的发展奠定了基础, 使得河南省成为我国传统生猪养殖大省, 2010 年至 2012 年连续三年河南省年商品猪出栏总量均位居全国前三名之列。

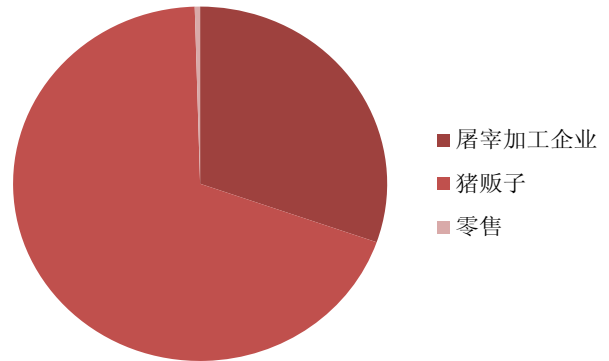
四、公司财务分析及同行业比较

(一) 盈利能力分析

牧原股份以商品猪为主要收入来源, 占据营业收入的 90% 以上, 以猪贩子为主要销售渠道, 占据营业收入的 60% 以上。2012 年实现营业收入 149,062.73 万元, 其中商品猪实现营业收入 145,514.65 万元, 占营业收入的 97.62%, 其余为种猪实现的营业收入, 营业收入中以猪贩子这一销售渠道实现的销售收入为 114,270.30 万元, 占营业收入的 78.53%; 截止 2013 年 2 季度, 牧原股份实现营业收入 74,876.74 万元, 其中商品猪实现营业收入 71,981.72 万元, 占有营业收入的 96.13%, 是企业最主要的收入来源, 种猪实现营业收入 1,578.98 万元, 占营业收入的 2.11%, 仔猪实现营业收入 1,316.04 万元, 占营业收入的 1.76%, 通过猪贩子这一销售渠道实现的销售收入为 49,802.54 万元, 占营业收入的 69.19%。

图 12: 2013 年 1-6 月分产品营业收入构成


数据来源: 西南证券

图 13: 2013 年 1-6 月分渠道营业收入构成


数据来源: 西南证券

横向来看, 公司 2012 年 ROE、ROA、销售毛利率分别为 18.21%、37.95%、27.23%, 均高于行业内可比企业的平均值, 表明企业具有较强的盈利能力。分产品来看, 2010 年至 2012 年, 公司商品猪毛利率为先升后降, 与行业平均值毛利率走势一致, 但均高于行业平均值, 表明企业商品猪具有较强的盈利能力; 公司种猪 2010 年、2011 年、2012 年的毛利率分别为 55.01%、62.16%、62.25%, 均远高于可比企业的平均值, 表明企业种猪具有较强的盈利能力。

表 4: 可比企业 2012 年盈利能力指标

公司	ROA	ROE	销售毛利率
雏鹰农牧	8.61%	14.88%	31.14%
正邦科技	2.10%	7.78%	5.80%
新五丰	2.31%	3.90%	9.38%
罗牛山	0.63%	0.86%	17.49%
顺鑫农业	1.15%	4.38%	26.82%
大康牧业	-1.81%	-2.29%	6.03%
平均值	2.16%	4.92%	16.11%
牧原股份	18.21%	37.95%	28.06%

数据来源: WIND、公司招股意向书

表 5: 可比企业商品猪毛利率比较

公司	2012	2011	2010	产品种类
新五丰	6.56%	22.86%	7.60%	内销生猪
罗牛山	12.76%	16.97%	-0.72%	商品猪
雏鹰农牧	26.27%	34.29%	11.06%	商品猪
大康牧业	-0.22%	14.45%	10.12%	商品猪
平均值	11.34%	22.14%	7.02%	
牧原股份	27.23%	37.77%	18.30%	商品猪

数据来源: WIND、公司招股意向书

表 6: 可比企业种猪毛利率比较

公司	2012	2011	2010	产品种类
顺鑫农业	24.54%	34.88%	36.12%	种猪
雏鹰农牧	23.48%	35.60%	49.51%	种猪
大康牧业	23.12%	19.98%	18.03%	种猪
平均值	23.71%	30.15%	34.55%	
牧原股份	62.25%	62.16%	55.01%	种猪

数据来源: WIND、公司招股意向书

（二）偿债能力分析

纵向来看, 企业资产负债率在逐年上升, 流动比率和速动比率略有下降, 这主要是因为企业通过债务融资进行产能扩张所致, 大幅增加借款所致。横向来看, 企业资产负债率低于行业可比企业平均值, 流动比率和速动比率也略低于行业可比企业平均值。但是, 公司的利息保障倍数和现金流动负债比高于行业可比企业平均值, 加之企业息税折旧摊销前利润也在逐年增加, 表明目前企业偿债压力不大。

表 7: 公司偿债能力分析

项目	2013年2季度	2012年	2011年	2010年
资产负债率	60.69%	44.55%	49.61%	54.36%
流动比率(倍)	0.95	1.09	1.15	1
速动比率(倍)	0.31	0.32	0.37	0.53
息税折旧摊销前利润(万元)	17,757.67	48,279.54	46,244.38	13,979.01
利息保障倍数(倍)	2.56	6.09	8.59	5.06
现金流动负债比	-0.09	0.62	0.32	0.22

数据来源: 公司招股意向书

表 8: 可比企业 2012 年偿债能力指标

公司	资产负债率	流动比率(倍)	速动比率(倍)	利息保障倍数(倍)	现金流动负债比
雏鹰农牧	50.80%	1.36	0.58	6.38	-0.06
正邦科技	69.61%	0.81	0.42	2.2	0.10
新五丰	33.54%	1.81	0.78	5	-0.14
罗牛山	58.39%	1.52	0.91	1.58	-0.06
顺鑫农业	76.07%	1.13	0.42	1.96	-0.04
大康牧业	33.07%	6.76	4.84	-0.99	0.58
平均值	53.58%	2.23	1.33	2.69	0.06
牧原股份	44.55%	1.09	0.32	6.09	0.62

数据来源: WIND、公司招股意向书

企业流动比率和速动比率低于行业可比企业平均值主要是由其“自育自繁自养一体化”经营模式及“钱货两清”的销售模式造成的。公司采用“钱货两清”的销售政策, 使得期末存货库存量和应收账款较少, 加之公司采用“自育自繁自养一体化”的经营模式, 所需固定资产投资较多, 但是碍于生猪的生长周期、销售模式, 企业自身资金难以满足产能扩张对资

金的需求，由此增加借款，导致流动比率和速动比率较低。2012 年末，企业存货余额为 50,611.73 万元，占总资产的 23.65%，占流动资产的 56.43%，所占流动资产比重较大，这也是导致速动比率较低的原因之一。

(三) 营运能力分析

纵向来看，2011 年企业应收账款周转率为 1354.23，折合为应收账款周转天数为 0.27 天，应收账款周转率较高。企业 2012 年年末应收账款为零，截止 2013 年第 2 季度末，应收账款余额仍为零，这主要是因为企业实行“钱货两清”的销售政策。从存货周转率来看，2013 年第 2 季度存货周转率为 1.88，相对于 2012 年末略有下降，主要是因为企业 2013 年 5、6 月份进行了大规模的原材料采购，导致存货存量增加，从而降低了存货周转率。横向来看，牧原股份 2012 年的存货周转率低于可比企业的行业平均值，表明牧原股份的营运能力较强。

表 9: 营运能力指标

项目	2013 年 2 季度	2012 年	2011 年	2010 年
应收账款周转率 (次/年)	-	-	1,354.23	101.19
存货周转率 (次/年)	1.88	2.3	2.24	2.06

数据来源: 公司招股意向书

表 10: 可比企业 2012 年营运能力指标

公司	应收账款周转率 (次/年)	存货周转率 (次/年)
雏鹰农牧	28.38	1.22
正邦科技	113.67	13.92
新五丰	40.22	3.74
罗牛山	44.61	1.14
顺鑫农业	56.92	1.26
大康牧业	236.00	4.46
平均值	86.63	4.29
牧原股份		2.30

数据来源: WIND

(四) 成长性分析

纵向来看,公司 2012 年营业收入增长率为 31.44%,2011 年营业收入增长率为 155.17%,相对于 2011 年,2012 年的主营业务收入增长率大幅减小,一方面是因为经过主营业务收入经过 2011 年的较大幅度的增加,基数增大,由此在一定程度上导致再获得较高的营业收入增长率比较困难,另一方面是因为 2012 年商品猪单位售价降低,影响了营业收入。2012 年营业利润增长率为 -12.67%,相对 2011 年大幅减少,主要是因为 2012 年商品猪销售价格下降,同时原材料价格上升,导致营业利润较 2011 年有所下降。2012 年总资产增长率较 2011 年增速也有所放缓。

横向来看,公司各成长性指标均高于行业内可比企业的平均值,其中营业收入增长率仅低于大康牧业,营业利润增长率高于行业内其他 6 家可比企业(雏鹰农牧、正邦科技、新五

丰、罗牛山、顺鑫农业、大康牧业)，总资产增长率仅低于雏鹰农牧，表明企业具有较强的成长性，正在进行产能扩张，且这一扩张具有较强的盈利能力支持。

表 11: 企业成长性指标

项目	2,011	2,012
营业收入增长率	155.17%	31.44%
营业利润增长率	404.14%	-12.67%
总资产增产率	66.89%	43.77%

数据来源: 公司招股意向书

表 12: 可比企业 2012 年成长性指标

公司	营业收入增长率	营业利润增长率	总资产增长率
雏鹰农牧	21.78%	-28.88%	74.95%
正邦科技	26.08%	-67.62%	32.45%
新五丰	7.97%	-98.21%	22.09%
罗牛山	-22.90%	-175.21%	20.00%
顺鑫农业	10.05%	-45.77%	20.78%
大康牧业	45.52%	-131.24%	34.89%
平均值	14.75%	-91.16%	34.19%
牧原股份	31.44%	-12.67%	43.77%

数据来源: 公司招股意向书

五、盈利预测与估值

我们根据公司目前的产能规划以及未来猪肉价格走势做以下几方面假设:

- 假设 2013-2015 年公司商品猪的出栏量分别为 125 万头、180 万头和 240 万头；种猪出栏量分别为 1.9 万头、2.0 万头和 2.1 万头；外售仔猪的出栏量分别为 3.6 万头、4.0 万头和 4.5 万头；合计生猪出栏量分别为 130.5 万头、186 万头和 246.6 万头；
- 假设 2013-2015 年公司商品猪销售单价分别为 14.40 元/千克，14.80 元/千克和 15.20 元/千克，头均销售收入分别为 1555 元/头，1598 元/头和 1642 元/头；种猪的销售单价分别为 1977 元/头，1977 元/头，和 1977 元/头；仔猪的销售单价分别为 560 元/头，560 元/头和 60 元/头。
- 假设 2013-2015 年公司商品猪头均销售成本分别为 1264 元/头，1277 元/头和 1290 元/头；种猪头均销售成本分别为 746 元/头，746 元/头和 746 元/头；仔猪头均销售成本分别为 360 元/头，365 元/头和 370 元/头。

牧原股份确定发行价格为 24.07 元/股，发行总股数为 6050 万股，其中发行新股数量为 3000 万股，老股转让 3050 万股。发行后，总股份为 24200 万股。

预计 2013-2015 年公司营业收入分别为 20.02 亿元、29.39 亿元和 40.07 亿元，归属上市公司的净利润分别为 2.61 亿元、4.37 亿元和 6.57 亿元，每股基本收益分别为 1.23 元、

1.81 元和 2.72 元，对应的 PE 比分别为 19.52、13.33 和 8.86 倍，其估值较目前行业内上市公司具有较强的竞争力。

表 13: 公司各项业务盈利假设

		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
商品猪	出栏量 (万头)	35	32	60	88	125	180	240
	头均重量 (千克)	101	103	109	113	108	108	108
	单价 (元/千克)	11.19	11.96	16.94	14.71	14.40	14.80	15.20
	商品猪销量 (吨)	35558	33151	64851	98941	135000	194400	259200
	头均销售收入 (元/头)	1129	1227	1842	1655	1555	1598	1642
	头均销售成本 (元/头)	848	1003	1146	1204	1264	1277	1290
	销售收入 (百万元)	398	397	1099	1455	1944	2877	3940
	销售成本 (百万元)	299	324	684	1059	1580	2299	3095
种猪	销售量 (头)	18514	26287	19983	17951	19000	20000	21000
	头均销售收入 (元/头)	1663	1682	1780	1977	1977	1977	1977
	头均销售成本 (元/头)	595	757	674	746	746	746	746
	销售收入 (百万元)	31	44	36	35	38	40	42
	销售成本 (百万元)	11	20	13	13	14	15	16
仔猪	销售量 (头)					36000	40000	45000
	头均销售收入 (元/头)					560	560	560
	头均销售成本 (元/头)					360	365	370
	销售收入 (百万元)					20	22	25
	销售成本 (百万元)					13	15	17
	销售收入 (百万元)	429	441	1134	1491	2002	2939	4007
合计	销售成本 (百万元)	310	344	697	1072	1608	2328	3128
	销售毛利 (百万元)	119	97	437	418	394	611	879
	销售毛利率	27.69%	21.98%	38.54%	28.06%	19.69%	20.79%	21.94%

数据来源: 西南证券

六、风险提示

- 生猪价格波动的风险：我国生猪养殖行业具有明显的周期性特征，生猪价格呈现出周期性波动的特征。生猪价格会对企业利润产生很大的影响，因此，若生猪价格出现大幅下跌，将会对公司产生不利影响。
- 生产场所用地主要来自于租赁的风险：公司实行“自繁自育自养一体化”的经营模式，因此所需生产用地面积较大，但是公司除饲料厂等的土地使用权自有外，大部分以及本次募投项目中的养殖场地均来自于农村租赁土地，一旦出租方违约，将对公司产生重大不利影响。
- 原材料价格波动：公司以小麦、玉米、次粉和豆粕为主要原材料，且其在主营业务成本中占比较大，因此，若原材料成本大幅上升将会对公司产生不利影响。
- 发生疫病的风险：生猪疫病是影响企业业绩的主要因素之一，若发生疫病，不仅会影响到公司生猪的产量，导致供给量减少，而且会影响到消费者的消费心理，进而减少消费需求，导致价格下跌，对企业产生不利影响。

附录：财务预测表(单位：百万元)

资产负债表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	159	400	588	801
应收和预付款项	28	246	150	382
存货	506	955	1161	1682
其他流动资产	4	4	4	4
长期股权投资	24	24	24	24
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1285	1550	2165	2296
无形资产和开发支出	116	113	110	107
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	2121	3292	4202	5296
短期借款	353	1206	1120	1689
应付和预收款项	73	129	152	217
长期借款	454	454	454	454
其他负债	215	215	215	215
负债合计	1094	2004	1940	2575
股本	212	212	242	242
资本公积	101	101	738	738
留存收益	715	976	1282	1742
归属母公司股东权益	1027	1289	2262	2722
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1027	1289	2262	2722
负债和股东权益合计	2121	3292	4202	5296

现金流量表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	407	-272	474	168
投资性现金净流量	-554	-268	-647	-230
筹资性现金净流量	245	782	361	275
现金流量净额	98	242	187	213

主要财务比率				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1491	2002	2939	4007
增长率(%)	31.44%	34.27%	46.83%	36.32%
归属母公司股东净利润	330	261	437	657
增长率(%)	-7.41%	-20.84%	67.19%	50.42%
每股收益(EPS)	1.56	1.23	1.81	2.72
每股经营现金流	1.92	-1.29	1.96	0.70
销售毛利率	28.07%	19.69%	20.79%	21.94%
销售净利率	22.15%	13.06%	14.87%	16.41%
净资产收益率(ROE)	32.15%	20.29%	16.93%	21.16%
投入资本回报率(ROIC)	25.82%	17.02%	17.12%	19.13%
市盈率(P/E)	15.45	19.52	13.33	8.86
市净率(P/B)	4.97	3.96	2.58	2.14
利润表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1491	2002	2939	4007
减：营业成本	1072	1608	2328	3128
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	6	9	12	17
管理费用	62	70	88	120
财务费用	51	72	90	100
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
营业利润	301	243	420	642
加：其他非经营损益	31	20	20	20
利润总额	332	263	440	662
减：所得税	2	2	3	4
净利润	330	261	437	657
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	330	261	437	657

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn