

牧原股份(002714.SZ)

成本领先的生猪养殖典范，短期迎来估值

修复

评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

42.68

分析师

研究支持

谢刚

陈奇

S0740510120005

农林牧渔行业

021-20315178

021-20315189

xiegang@r.qlzq.com.cn

chenqi@r.qlzq.com.cn

2014年2月12日

基本状况

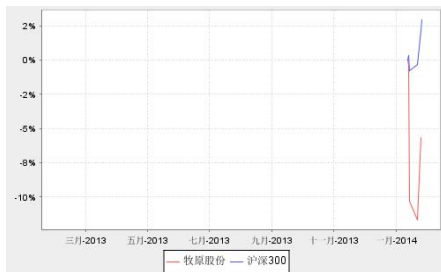
总股本(百万股)	242.00
流通股本(百万股)	60.50
市价(元)	35.96
市值(百万元)	8702.98
流通市值(百万元)	2176.75

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,134.2	1,490.8	2,001.9	2,963.7	4,198.6
营业收入增速	155.17	31.44%	34.28%	48.05%	41.66%
净利润增长率	316.58	-7.41%	-9.20%	56.80%	37.75%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.56	1.41	1.94	2.68
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	—	—	0.00	0.00
每股净资产(元)	3.44	4.85	6.26	10.30	12.97
每股现金流量(元)	0.84	1.92	1.40	1.30	2.75
净资产收益率	48.94%	32.15%	22.59%	18.87%	20.63%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万元)	212.00	212.00	212.00	242.00	242.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 马年伊始，生猪养殖行业典范企业牧原股份连续上涨，三个交易日涨幅达20%，也带动其他养殖股有不俗表现。和很多投资者交流下来，比较关心如下几个问题：(1)上半年猪价走势如何；(2)牧原为何有如此强的成本控制能力；(3)牧原现在的投资机会如何？我们结合最新的武汉生猪产业链草根调研情况与此前行业调研和大家交流下我们的观点。
- (1) 节后猪价快速下跌风险已提前大部分释放，中期大概率显现“淡季不淡”而非深跌后直线反转。我们对于节后猪价的判断和市场分歧较大，但观点鲜明。我们判断节前猪价下跌我们更多是节后压力的提前释放，并没有改变中期猪价运行逻辑，母猪存栏缓慢下跌，猪价底部磨底震荡窄幅上行，养殖户并不会大面积淘汰母猪。
- 当前猪价止跌企稳达12.25元/公斤，由去年高峰16元/左右下跌了20%，未来下跌空间不足5%（至可变成成本11.6元/公斤）。同时考虑猪价于12月份开始下跌去存栏，14年4-5月供需形势可能比13年还有好（13年2月才开始去存栏）。所以我们对于节后猪价的判断是4-5月份猪价走势将是“淡季不淡”，而非深跌反转。所以对于牧原股份等养殖股来说，二季度确实存在畜禽链整个行业向上修复的预期差机会。
- 今天湖北调研也得出上述类似判断：节前旺季暴跌，并不单纯是供给过剩，还有因为暖冬需求下降、恐慌心理加重同时屠宰场压价共同导致的。当前养殖户普遍头均亏损在150-200元，虽然养殖户比较受伤，但是暂时更多是动态调整母猪结构、淘汰高龄母猪，而非直接大规模淘汰；同时大部分养殖户也是预期到的，并能接受的（去年这时也开始迅速下跌，今年更像是提前反应）。
- (2) 深耕养殖、专注管理和技术，造就牧原股份超强成本控制能力。牧原养殖成本约为6.2-6.3元/斤，

基本属于行业内一流水准，就现在价格来说（6.1-6.3元/斤），牧原股份基本不亏钱。

- 一般来说，国内生猪养殖行业成本结构按照规模呈现哑铃型分布，其中散户成本最高维持在14-15元/公斤；行业大型养殖集团约13-14.5元/公斤，而规模中等的专业养殖户成本最低，一般在12-13元/公斤。草根调研成本数据：中小型规模场成本可以达到6.2元/斤，牧原6.2-6.3元/斤，温氏6.5元/斤，散户6.8-7元/斤。
- 牧原股份超强的成本控制能力源于深耕养殖二十年、强调管理和技术的专业主义，而非单纯的规模扩张。我们用以下几个养殖关键指标数据对比反映牧原生猪养殖的额专业化程度：（1）成活率和产仔率更高，牧原PSY达到19、温氏18.8，一般养殖户较高的仅能达15-16；（2）饲养管理技术和养殖效率较高，人均饲养人员达到2500-3000头，而一般养殖户是人均饲养母猪20-30头，也就是最多一年出栏500头猪，同时公司猪舍技术高，单头折旧确实较平均低20-30元；（3）饲料成本控制虽不算顶级，但其“小麦和玉米”配方配搭技术比较成熟，还是较行业平均有优势；（4）原种猪优势明显，其是产业链一条龙，上游控制选育，这个对于下游育肥环节有极大提升（美国40年养殖经验显示养殖效果贡献度中种猪占40%）。
- （3）我们判断上半年牧原股份投资节奏是短期估值修复，接下来4-5月份迎来受益于“淡季不淡”的中型反弹。节前猪价暴跌，牧原股份股价也随之向下，最低达28元，动态估值不到15倍，远低于行业正常水平25X左右，更不没有给予其作为行业典范的估值溢价。因此，短期随着春节猪价企稳，次新股牧原股份有估值修复动力。中期来说，猪价若按上述判断，Q2畜禽产业链还将存在向上修复的预期差机会，而作为高弹性的牧原股份也将盈利中型反弹。
- 长期来看，高效养殖和质量管控铸就牧原股份成为行业成长典范。公司的中长期成长在于专注生猪养殖行业，以高效养殖来抵御猪价周期波动风险，逐渐形成强大的成本和质量优势，从而助推公司规模和盈利双双高增长。从某种程度来说，公司的成长模式是代表了未来国内生猪养殖行业的发展路径。公司此次IPO拟募集资金6.7亿元，募集资金全部继续投向养猪业务，在邓州市新建养猪产能，实施“年出栏80万头生猪产业化项目”。2015年公司产能有望达到350万头以上，复合增长30%以上，进一步推动规模高速扩张。
- 预计2013-15年销售收入为20、29.6和41.98元，归属母公司股东净利润3、4.7和6.4亿元，同比增长-9.2%、56.8%和37.8%，对应摊薄后EPS为1.26、1.94和2.68元。按照14年22x估值，我们给出牧原股份的目标价为42.68元，首次给予“增持”评级。公司质地优异、口碑一流，建议短中长期投资者积极关注。

图表 1: 牧原股份收入预测表

商品猪	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
产能(万头)	50	80	105	155	195.00	250.00	280.00	350.00
销量(万头)	37.1	33.27	58.98	89.96	128.00	180.00	250.00	287.50
头均重量(公斤)	95.8	99.6	110.0	110.0	110.00	110.00	110.00	110.00
销量(千克)	35558352	33151248	64850641	98941105	140800000	198000000	275000000	316250000
平均售价(元/公斤)	11.19	11.96	16.94	14.71	13.78	14.60	14.95	14.60
		6.91%	41.60%	-13.19%	-6.30%	5.95%	2.40%	-2.34%
销售收入(百万元)	397.92	396.63	1098.70	1455.15	1940.22	2890.80	4111.25	4617.25
单位成本(元/公斤)	8.41	9.77	10.54	10.70	11.08	11.44	11.84	12.20
yoy		16%	8%	2%	3.5%	3.3%	3.5%	3.0%
毛利率(%)	24.86%	18.30%	37.77%	27.23%	19.62%	21.63%	20.78%	16.45%
毛利(百万元)	98.92	72.58	414.98	396.24	380.6	625.2	854.4	759.5
头均毛利(元)	266.6	218.2	703.6	440.5	297.3	347.3	341.8	264.2
种猪	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
销量(头)	18514	26287	19983	17951	21000	24000	28000	28000
平均售价(元/头)	1663.12	1682.37	1780.19	1976.54	1970.00	2009.40	2049.59	2090.58
销售收入(百万元)	30.79	44.22	35.57	35.48	41.37	48.23	57.39	58.54
单位成本(元/公斤)	594.57	756.90	673.62	746.14	772.26	797.74	825.66	850.43
毛利率(%)	64.25%	55.01%	62.16%	62.25%	60.80%	60.30%	59.72%	59.32%
毛利(百万元)	19.78	24.33	22.11	22.09	25.2	29.1	34.3	34.7
头均毛利(元)	1068.55	925.47	1106.56	1230.39	1197.7	1211.7	1223.9	1240.1
仔猪	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
销量(头)					36000	43000	51000	51000
平均售价(元/头)					565.00	576.00	588.00	588.00
销售收入(百万元)					20.34	24.77	29.99	29.99
单位成本(元/公斤)					353.51	365.18	377.96	389.30
毛利率(%)					37.43%	36.60%	35.72%	33.79%
毛利(百万元)					7.6	9.1	10.7	10.1
头均毛利(元)					211.5	210.8	210.0	198.7
汇总	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
出栏总量(万头)	38.95	35.90	60.98	91.76	133.7	186.7	257.9	295.4
销售收入(百万元)	428.72	440.86	1134.27	1490.63	2001.93	2963.79	4198.63	4705.77
毛利率(%)	27.69%	21.98%	38.53%	28.06%	20.65%	22.38%	21.42%	17.09%
毛利(百万元)	118.71	96.91	437.09	418.32	413.35	663.32	899.39	804.38
头均毛利(元)	304.76	269.96	716.80	455.91	309.16	355.29	348.74	272.30

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 牧原股份财务三张表

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销货净收入	445	1,134	1,491	2,002	2,964	4,199
增长率	3.69%	155.2%	31.4%	34.3%	48.0%	41.7%
销货成本	-308	-633	-974	-1,436	-2,089	-3,029
%收入	69.3%	55.8%	65.3%	71.7%	70.5%	72.1%
毛利	136	501	517	566	875	1,170
%收入	30.7%	44.2%	34.7%	28.3%	29.5%	27.9%
销售及行政费用	-23	-50	-67	-76	-133	-191
%收入	5.3%	4.4%	4.5%	3.8%	4.5%	4.6%
EBITDA	113	451	450	490	742	979
%收入	25.4%	39.7%	30.2%	24.5%	25.0%	23.3%
折旧与摊销	-39	-64	-99	-153	-212	-270
%收入	8.8%	5.6%	6.6%	7.6%	7.1%	6.4%
EBIT	74	387	351	337	530	708
%收入	16.6%	34.1%	23.5%	16.8%	17.9%	16.9%
利息费用	-15	-41	-51	-70	-95	-99
投资收益	9	-1	1	2	1	1
税前经营收益	68	345	301	269	436	610
%收入	15.3%	30.4%	20.2%	13.4%	14.7%	14.5%
其他非经营收益	18	12	31	31	34	38
税前利润	86	357	332	300	470	648
%收入	19.3%	31.4%	22.3%	15.0%	15.9%	15.4%
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%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于普通股股东净利润	86	357	330	300	470	648
净利率	19.3%	31.4%	22.1%	15.0%	15.9%	15.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	86	357	330	300	470	648
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	39	63	99	153	212	270
非经营收益	6	43	42	37	60	61
营运资金变动	-41	-285	-64	-193	-428	-313
经营活动现金净流	90	178	406	297	314	665
资本开支	222	403	554	719	616	592
投资	1	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	2	1	1
投资活动现金净流	-221	-403	-554	-718	-615	-591
股权募资	65	0	0	0	694	0
债权募资	176	247	329	714	-106	273
其他	-48	-87	-84	-70	-95	-99
筹资活动现金净流	193	161	245	644	493	173
现金净流量	61	-64	98	223	192	247

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	159	91	178	400	593	840
应收款项	8	3	0	21	29	31
存货	194	428	506	638	1,021	1,426
其他流动资产	51	110	32	84	188	169
流动资产合计	411	632	716	1,143	1,831	2,466
%总资产	46.1%	42.5%	33.4%	36.1%	42.7%	46.7%
长期投资	30	31	24	24	24	24
固定资产	430	796	1,285	1,835	2,228	2,543
无形资产	21	30	116	163	209	253
非流动资产合计	481	857	1,425	2,022	2,460	2,820
%总资产	53.9%	57.5%	66.6%	63.9%	57.3%	53.3%
资产总计	892	1,489	2,140	3,165	4,291	5,286
短期借款	370	481	568	1,182	1,076	848
应付款项	30	60	73	82	140	200
其他流动负债	11	8	19	20	30	45
流动负债	410	550	659	1,284	1,246	1,093
长期贷款	75	210	454	554	554	1,054
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	485	760	1,113	1,838	1,799	2,147
普通股股东权益	407	729	1,027	1,327	2,492	3,139
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	3,165	4,291	5,286

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益(元)	0.404	1.682	1.558	1.414	1.943	2.676
每股净资产(元)	1.920	3.438	4.845	6.260	10.296	12.972
每股经营现金净流(元)	0.424	0.840	1.917	1.399	1.298	2.748
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.03%	48.94%	32.15%	22.59%	18.87%	20.63%
总资产收益率	9.60%	23.96%	15.43%	9.47%	10.96%	12.25%
投入资本收益率	11.16%	29.78%	18.87%	12.78%	15.12%	16.96%
增长率						
主营业务收入增长率	3.69%	155.17%	31.44%	34.28%	48.05%	41.66%
EBIT增长率	-24.33%	423.15%	-9.25%	-3.91%	57.13%	33.67%
净利润增长率	-9.27%	316.58%	-7.41%	-9.20%	56.80%	37.75%
总资产增长率	59.41%	66.89%	43.77%	47.88%	35.58%	23.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.6	0.3	—	2.3	2.1	1.5
存货周转天数	177.1	162.7	159.0	145.8	161.2	157.2
应付账款周转天数	17.3	21.1	19.5	15.7	18.4	18.7
固定资产周转天数	245.4	163.4	206.4	223.7	190.7	157.6
偿债能力						
净负债/股东权益	70.09%	82.46%	82.18%	100.60%	41.60%	33.83%
EBIT利息保障倍数	7.5	10.9	8.8	7.0	7.8	9.9

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。