

牧原股份 (002714)

推荐

行业：农林牧渔

成本优势领先，猪价渐趋平稳下盈利能力最佳

公司为“种猪-仔猪-商品猪”的一体化养殖经营，其中商品猪销售占比95%以上，优势在于品质可控、成本优势突出。基于当前猪价下跌空间有限、4~5月有望迎来价格反弹的判断，我们认为公司的盈利能力为行业最佳，加之当前存在估值优势，建议在43元以下积极配置。

投资要点：

- 猪价下跌空间有限，4~5月有望迎来反弹。**1月以来的猪价加速下滑，我们认为这是去年7、8月仔猪大量补栏、暖冬影响需求、养殖户压栏集中出售等因素的集中反映。从搜猪网的最新数据看，2月12日全国出栏肉猪均价为12.28元/公斤，同比下滑18%，另外猪肉、三元仔猪及母猪价格分别同比下滑14%、31%、13%，显示养殖户的补栏积极性已跌至低点。考虑到行业的规模化程度持续提升以及养殖户的信息交流日趋充分，我们认为行业出现母猪存栏大幅下滑的可能性较小，更可能表现为缓慢地小幅下滑，因此更倾向于认为猪价近期下跌空间有限（5%以内），4~5月有望迎来逐步反弹，预计行业的盈利情况好于去年同期；
- 公司的成本优势突出，猪价平稳下盈利能力最佳。**公司采用“自育自繁自养”的一体化模式，除了品质可控、省却中间环节等传统优势以外，公司在营养技术（表现为饲料成本低、料肉比高）、猪舍设计（表现为低折旧、低人工）、生猪育种等方面均有独到之处，我们预计公司当前的生猪养殖成本在12.0~12.5元/公斤，因此尽管行业已陷入大幅亏损，但公司仍基本可实现保本。特别地，在猪价平稳（行业处于微利或者微亏）的情况下，我们认为公司一体化养殖模式的盈利稳定性及能力最佳，应好于以仔猪产品为主雏鹰农牧；
- 持续规模扩张，盈利弹性亦可期待。**10年以来，公司的养殖规模实现了持续的快速扩张，其中10-12年分别实现生猪销量36、61、92万头。当前随着募集资金的到位，我们预期公司的养殖规模认可保持较快的扩张速度，预计13-15年生猪销量可分别达130、180、250万头；
- 从雏鹰农牧看估值，公司在43元以下可积极配置。**根据我们的判断，我们预计雏鹰农牧14年的净利润在约2亿元，若加上品牌渠道费用投入的2亿元，则养殖利润近4亿元，对应当前估值约22.5倍（主要是雏鹰当前的品牌推广成败尚难定论，尚难给予高估值，故暂可当纯养殖股对待）。基于当前猪价基本平稳、未来小幅反弹的判断，我们预期公司的盈利能力及稳定性均好于雏鹰农牧，因此当可享受相同

作者

署名人：观富钦
S0960513070003
0755-82026831
guanfuqin@china-invs.cn

6-12个月目标价：43.15~47.95

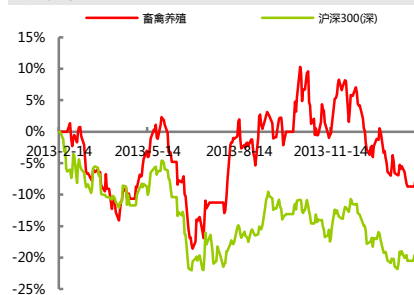
当前股价：37.71

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	242
流通股本(百万股)	60
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	19
成交量(百万股)	14.44
成交额(百万元)	461.91

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2044	3010	4245	5506
收入同比(%)	37%	47%	41%	30%
归属母公司净利润	304	464	624	695
净利润同比(%)	-8%	53%	34%	11%
毛利率(%)	19.8%	21.9%	20.3%	17.9%
ROE(%)	24.2%	19.4%	20.7%	18.7%
每股收益(元)	1.26	1.92	2.58	2.87
P/E	30.04	19.66	14.62	13.14
P/B	7.26	3.82	3.03	2.46
EV/EBITDA	32	17	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

甚至略高的估值。若给予 22.5~25 倍估值的话，则公司对应的目标价分别为 43.15~47.95 元；

- ◇ **首次给予“推荐”评级。**我们预计 14-15 年归属母公司的净利润分别为 464、624 百万元，对应的 EPS 分别为 1.92、2.58 元。考虑到公司的成本优势突出，盈利能力稳定且领先于行业，未来的养殖规模仍将保持快速扩张，给予 22.5~25 倍的估值，对应目标价为 43.15~47.95 元，建议在 43 元以下积极配置；
- ◇ **风险提示** 猪价下滑超出预期，天气及疫病发展超预期，资金及土地需求未及预期。

附：

一、如何判断牧原股份与雏鹰农牧的投资机会？

(1) 先看两者的区别。牧原全产业链，重资产，产品以商品猪为主；雏鹰同为全产业链，相对轻资产，产品为仔猪为主。

无论从产能的扩张速度或者产品的养殖周期来看，雏鹰的周转效率应该更高，而牧原的优势在于成本控制；

然后从销售净利率来看，14 年我们预计牧原为 14.9%，雏鹰为 7.5%（但若加上 2 亿元的营销费用，则为 14.8%），所以两者的养殖效益相差无几；

(2) 雏鹰的门店业务成败仍有待观察，暂不考虑，下面的讨论就假设两者均为纯养殖股。（雏鹰门店的最新策略为取消保底利润，扩张速度回归稳健，同时谋取电子商务渠道，预计春节后逐步推出，继续观察，若有成效则雏鹰可享受更高的估值）

中短期看，在猪价平稳（包括微涨或者微跌）的情况下，我们更看好牧原股份；在猪价上涨趋势看好的情况下，我们看好雏鹰农牧。

原因：

在猪价平稳的情况下，养殖户的补栏积极性保持平稳，这个阶段成本控制能力的牧原股份优势更为明显，养殖效益应可领先于以仔猪生产为主的雏鹰；

在猪价上涨趋势出来的情况下，养殖户的补栏积极性增加，仔猪的价格弹性不仅高于商品肉猪，并且其养殖周期也比商品肉猪短，即周转速度快，因此雏鹰农牧的表现更好；

二、牧原股份与雏鹰农牧两者模式的优劣？

借用路演时的董事长的说法，模式无好坏之分，主要看企业的价值取向，如牧原重产品品质（一体化），雏鹰重规模（轻资产）。

从长期看，由于生猪养殖规模化将是大势所趋，所以雏鹰以仔猪为主导产品也将向以育肥猪为主导转变，同时由于土地及猪舍租金的上涨，雏鹰也开始加大自建的程度，轻资产的属性在减弱。如此，雏鹰像是在向牧原靠拢，则雏鹰的成本控制输于牧原的劣势将趋明显（毕竟牧原这条路走的时间更长），所以**长期看牧原的发展更稳健。但雏鹰**

的优势在于管理层在品牌端求变，若能成功确立品牌优势则能先建立更健全的产业链、获得溢价。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1240	1540	2121	2711
现金	188	301	340	330
应收账款	0	0	0	0
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	26	59	85	113
存货	1021	1175	1691	2262
其他	4	5	5	6
非流动资产	1994	2616	3217	3797
长期投资	29	30	33	36
固定资产	1296	1821	2314	2775
无形资产	156	216	276	336
其他	513	549	594	650
资产总计	3235	4155	5338	6508
流动负债	1363	853	1111	1287
短期借款	898	540	684	778
应付账款	149	171	277	350
其他	316	142	150	159
非流动负债	615	914	1214	1514
长期借款	614	914	1214	1514
其他	0	0	0	0
负债合计	1978	1767	2325	2801
少数股东权益	0	0	0	0
股本	212	242	242	242
资本公积	101	738	738	738
留存收益	944	1408	2033	2727
归属母公司股东权益	1257	2388	3012	3707
负债和股东权益	3235	4155	5338	6508

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	121	433	419	457
净利润	304	464	624	695
折旧摊销	0	80	110	140
财务费用	76	102	114	140
投资损失	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	0	-212	-428	-517
其它	-259	-0	0	-0
投资活动现金流	-663	-700	-710	-720
资本支出	657	640	648	658
长期投资	0	1	3	3
其他	-6	-59	-59	-59
筹资活动现金流	536	380	330	254
短期借款	545	-358	144	94
长期借款	161	300	300	300
普通股增加	0	30	0	0
资本公积增加	0	637	0	0
其他	-170	-229	-114	-140
现金净增加额	-6	113	39	-9

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2044	3010	4245	5506
营业成本	1639	2350	3383	4523
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	6	11	17	22
管理费用	63	120	149	165
财务费用	76	102	114	140
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1
营业利润	260	428	584	657
营业外收入	44	39	41	40
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	304	465	625	696
所得税	0	1	1	1
净利润	304	464	624	695
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	304	464	624	695
EBITDA	336	610	808	937
EPS (元)	1.43	1.92	2.58	2.87

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	37.1%	47.2%	41.0%	29.7%
营业利润	-13.8%	64.6%	36.6%	12.4%
归属于母公司净利润	-8.0%	52.8%	34.5%	11.3%
获利能力				
毛利率	19.8%	21.9%	20.3%	17.9%
净利率	14.9%	15.4%	14.7%	12.6%
ROE	24.2%	19.4%	20.7%	18.7%
ROIC	12.1%	14.6%	15.0%	13.9%
偿债能力				
资产负债率	61.1%	42.5%	43.6%	43.0%
净负债比率	87.82	87.94	85.93	85.39
流动比率	0.91	1.81	1.91	2.11
速动比率	0.16	0.43	0.39	0.35
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.81	0.89	0.93
应收账款周转率	-	-	-	-
应付账款周转率	15.78	14.68	15.09	14.43
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.26	1.92	2.58	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	1.79	1.73	1.89
每股净资产(最新摊薄)	5.19	9.87	12.45	15.32
估值比率				
P/E	30.04	19.66	14.62	13.14
P/B	7.26	3.82	3.03	2.46
EV/EBITDA	32	17	13	11

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

观富钦,农林牧渔行业分析师,中山大学信息与计算科学理学学士、财务与投资系管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434