

节前猪价旺季不旺，节后继续回落是业绩偏离预期主因

推荐（维持）

牧原股份（002714）业绩预告修正公告点评

风险评级：一般风险

黄凡（SAC 执业证书编号：S0340511010003）

电话：0769-22119416

邮箱：hf@dgzq.com.cn

2014 年 3 月 31 日

事件：

牧原股份修正后的预计业绩：预计 2014 年第一季度归属于上市公司股东的净利润亏损 4,500 万元 -6,500 万元。

前次业绩预告情况：公司于 2014 年 1 月 27 日在巨潮资讯网上披露的《首次公开发行股票上市公告书》中预计公司 2014 年 1~3 月发行人的营业收入较 2013 年同期变动幅度增长 30%以上；净利润较 2013 年同期变动幅度在-20%~20%，净利润变动区间为 2,331.60 万元至 3,497.40 万元之间。2013 年 1~3 月营业收入为 29,956.58 万元，净利润为 2,914.50 万元。

点评：

1、节前旺季不旺，节后继续回落是业绩偏离预期主因

今年春节由于温度较往年偏高，需求也较往年明显不足。另外较高的存栏水平下出现猪病以及恐慌性抛售，使生猪供应在短期内迅速大增，过节暴涨的需求也很难消化短期暴增的供应。导致猪肉价格在旺季跌破成本线，这种情况较为罕见，而去年春节同期全国自繁自养出栏头均盈利高达 300 元，节后进入 2 月份，生猪价格继续快速下跌，跌破了 12 元/公斤，3 月份则进一步跌破 11 元/公斤，已经低于 2013 年生猪销售价格最低点，公司整个一季度生猪销售均价低于生产成本。而公司的预测基于往年的销售规律，因此导致公司预测结果偏离较大。

2、上市费用的一次性支出

公司由于首次公开发行相关事务发生了部分费用，导致公司一季度经营出现亏损，一季度经营结果与《上市公告书》中初步预测的利润出现较大差异。

3、养猪进入深度亏损区间，猪价几乎已无下跌空间

目前生猪均价跌至 10.69 元/公斤，较去年同期 12.46 元跌 14%。猪肉价格 18.12 元，较去年同期跌 17%，仔猪价格 20.5 元/公斤，全国猪料比价 3.29:1，自繁自养头均亏损 333 元/头。养猪进入深度亏损区间。生猪存栏量大幅下滑，母猪存栏量也稳步下滑，但是依然处于相对高位，行业库存消化情况要看下半年。虽然国家启动冻猪收储，短期猪价依然难改弱势，但是猪价几乎已无下跌空间。

4、行业下半年有望好转

一季度和二季度是行业消费淡季，下半年好转，预期上半年猪肉在高存栏的压力下维持底部震荡，短期风险基本释放，随着下半年旺季的逐步到来，猪价有望逐步走出底部。行业一季报风险较大，二季报业绩基本见底，目前行业依然处于周期底部，下跌空间不大，走出底部只是时间问题。

5、一季报风险释放后，周期底部布局，长期投资价值显现

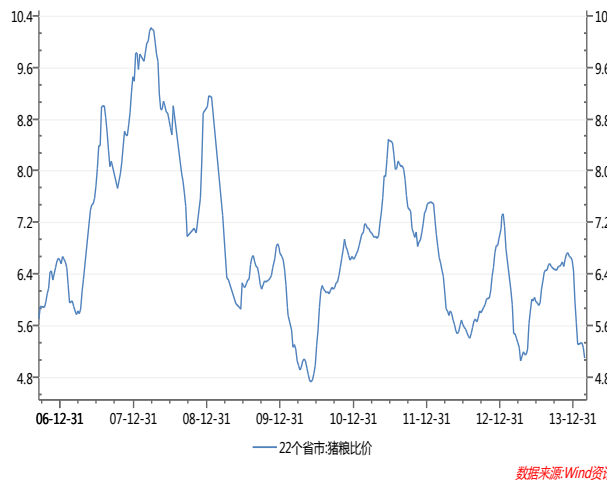
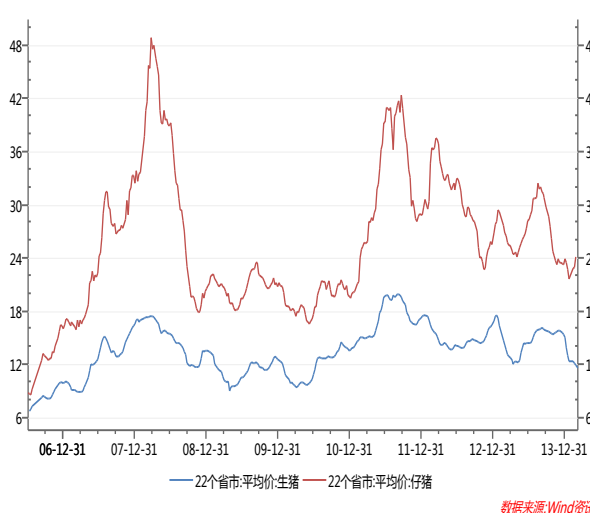
公司是我国目前较大的以“自育自繁自养大规模一体化”为养殖模式的生猪养殖企业。自 2009 年以来公司产能高速扩张，09-12 年，公司生猪出栏分别是 37.10 万头、35.90 万头、60.98 万头和 91.76

万头,复合增长率 35.24%;营业收入 4.29 亿元、4.45 亿元、11.34 亿元和 14.91 亿元,复合增长率 51.82%。公司收入和出栏量增速大体一致。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。根据公司目前的经营情况和经营计划,预计 13-15 年销量 131 万头、182 万头和 241 万头。

我们认为周期底部布局养殖股,只输时间,不输空间,风险相对较小。牧原股份作为上市公司中资质最优的一只养猪股,值得重点关注,下调公司 2014 年,2015 年 EPS 分别为 1.63 元和 2.66 元,对应 PE 分别为 19 倍和 11 倍。目前估值合理,维持“推荐”评级。

图 1: 生猪和仔猪价格走势 元/每千克

图 2: 猪粮比价

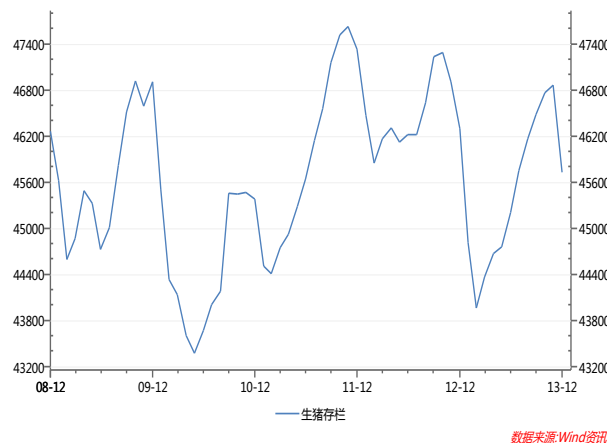
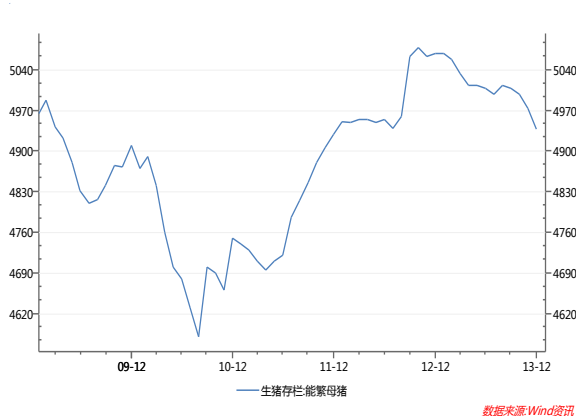


资料来源: 东莞证券研究所

资料来源: 东莞证券研究所

图 3: 能繁母猪存栏量

图 4: 生猪存栏量



资料来源: 东莞证券研究所

资料来源: 东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430