安信证券 ESSENCE SECURITIES

2014 年 04 月 02 日

牧原股份（002714.SZ）

公司快报

证券研究报告

食品

# 猪价见底，业绩风险释放——年报点评

■**2013 年公司生猪销量继续保持高增长，猪价低迷导致净利同比小幅下滑。**农业部数据，2013 年 22 省市生猪均价 14.83 元/公斤，同比下降 0.9%；搜猪网数据，全行业猪粮比 6.16，同比下降 2.1%，全行业自繁自养头均盈利 17 元，同比下降 88.4%。2013 年公司销售生猪 130.68 万头，同比增长 42.4%；实现营业收入 20.44 亿元，同比增长 37.1%；实现净利润 3.04 亿元，同比下降 7.9%；生猪销售头均净利 360 元，同比下降 38.3%，依托自育自繁自养的一体化养殖模式，公司成本优势显著，在猪价下滑背景下头均盈利仍大幅高于行业平均水平；全面摊薄每股收益 1.26 元。

■公司生猪销售以商品猪为主，仔猪和种猪占比较小。2013 年公司销售商品猪 124.97 万头，同比增长 38.9%，销量占比 95.6%；商品猪销售收入 19.84 亿元，同比增长 36.3%，收入占比 97.1%；商品猪毛利 3.75 亿元，同比下降 5.4%，毛利占比 92.5%；商品猪毛利率 18.9%，同比下降 8.3 个百分点。测算 2013 年商品猪头均售价 1587 元，同比下降 1.9%；商品猪头均毛利 300 元，同比下降 31.9%。

■**公司计划 2014 年出栏生猪 150-200 万头，较 2013 年增长 15%-53%。**截至 2013 年中期公司生猪出栏产能达到 195 万头/年，规划未来 3-5 年新增产能 500 万头，较 2013 年增长 256%，其中南阳邓州新增 175 万头/年、南阳卧龙新增 110 万头/年、南阳唐河新增 30 万头/年、湖北钟祥新增 140 万头/年、山东曹原新增 45 万头/年，将为公司生猪出栏量持续高增长提供保障，巩固其在国内生猪养殖市场的领先地位。

■**猪价进入底部区域，随着过剩产能的淘汰，未来 1-2 个季度新一轮猪周期有望启动。**年初以来国内猪价持续下跌，目前猪粮比已跌至 4.5、自繁自养头均亏损 300 元，全行业进入深度亏损区域。目前猪粮比已经接近前几轮猪周期底部的水平，部分地区开始出现小范围淘汰能繁母猪现象，能繁母猪存栏量也出现环比下降趋势。预计随着生猪产能的逐步收缩，未来 1-2 个季度猪价有望再次进入上升通道。

■**给予增持-A 评级，6 个月目标价 45 元。**假设 14-15 年公司生猪销量增速 30%、35%、35%，商品猪价变动幅度-10%、15%和 4%，预计 EPS 为 0.60、2.47 和 3.75 元。一季度生猪价格已跌至底部区域，未来 1-2 个季度随着部分资金链断裂的养殖户大量淘汰产能，猪价将再次进入上升通道。公司 1 季报预亏风险已基本释放完毕，将是下半年猪周期启动最好的投资标的之一，给予增持-A 评级。

■**风险提示：**猪价波动风险、生猪疫情风险。

| 摘要(百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1,490.8 | 2,044.4 | 2,439.1 | 3,781.9 | 5,308.6 |
| 净利润 | 330.2 | 303.8 | 145.7 | 597.2 | 906.9 |
| 每股收益(元) | 1.36 | 1.26 | 0.60 | 2.47 | 3.75 |
| 每股净资产(元) | 4.24 | 5.19 | 5.80 | 7.77 | 10.77 |

| 盈利和估值 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 市盈率(倍) | 22.7 | 24.7 | 51.5 | 12.6 | 8.3 |
| 市净率(倍) | 7.3 | 6.0 | 5.3 | 4.0 | 2.9 |
| 净利润率 | 22.1% | 14.9% | 6.0% | 15.8% | 17.1% |
| 净资产收益率 | 32.1% | 24.2% | 10.4% | 31.7% | 34.8% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 1.6% | 2.4% |
| ROIC | 26.3% | 17.9% | 7.8% | 22.4% | 27.5% |

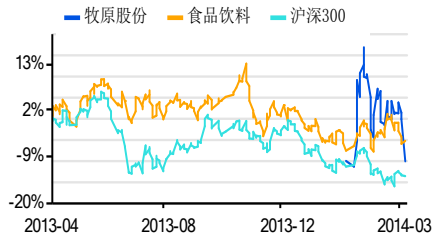
*数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测*

| 投资评级 | 增持-A |
|---|---|
| | 首次评级 |
| 6 个月目标价 | 45.00 元 |
| 股价（2014-04-01） | 31.00 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 7,502.00 |
| 流通市值（百万元） | 1,875.50 |
| 总股本（百万股） | 242.00 |
| 流通股本（百万股） | 60.50 |
| 12 个月价格区间 | 30.62/40.40 元 |

**股价表现**




*资料来源：Wind 资讯*

| % | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | -10.32 | | |
| 绝对收益 | -11.05 | | |


吴莉 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020019
wuli@essence.com.cn
010-66581623

李江 分析师
SAC 执业证书编号：S1450512080007
lijiang@essence.com.cn
010-66581600


**相关报告**

《中国生猪规模化养殖翘楚——新股分析报告》 2014-01-13


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

# 财务报表预测和估值数据汇总(2014 年 04 月 02 日)

## 利润表

| （百万元） | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **1,490.8** | **2,044.4** | **2,439.1** | **3,781.9** | **5,308.6** |
| 减:营业成本 | 1,072.4 | 1,639.3 | 2,131.1 | 2,963.3 | 4,120.4 |
| 营业税费 | - | - | - | - | - |
| 销售费用 | 5.6 | 6.5 | 8.5 | 13.2 | 18.6 |
| 管理费用 | 61.8 | 62.9 | 80.5 | 124.8 | 175.2 |
| 财务费用 | 50.9 | 76.0 | 103.2 | 113.3 | 117.6 |
| 资产减值损失 | -0.2 | - | - | - | - |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - |
| 投资和汇兑收益 | 1.1 | 0.1 | - | - | - |
| **营业利润** | **301.3** | **259.8** | **115.7** | **567.2** | **876.9** |
| 加:营业外净收支 | 31.1 | 44.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| **利润总额** | **332.4** | **303.8** | **145.7** | **597.2** | **906.9** |
| 减:所得税 | 2.2 | - | - | - | - |
| **净利润** | **330.2** | **303.8** | **145.7** | **597.2** | **906.9** |

## 资产负债表

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 177.6 | 187.8 | 195.1 | 302.5 | 424.7 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收帐款 | 0.2 | 0.1 | 8.9 | 4.0 | 6.5 |
| 应收票据 | - | - | 1.3 | 0.3 | 0.9 |
| 预付帐款 | 27.5 | 26.5 | 243.9 | 36.8 | 312.8 |
| 存货 | 506.1 | 1,021.4 | 892.5 | 1,775.4 | 1,974.6 |
| 其他流动资产 | 4.2 | 4.4 | 4.2 | 4.2 | 4.3 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 23.5 | 28.8 | 28.8 | 28.8 | 28.8 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 1,051.9 | 1,496.4 | 1,595.0 | 1,779.4 | 2,072.7 |
| 在建工程 | 223.0 | 309.8 | 254.9 | 166.5 | - |
| 无形资产 | 116.4 | 155.8 | 150.6 | 145.4 | 140.1 |
| 其他非流动资产 | 9.9 | 3.7 | 1.8 | 0.5 | - |
| **资产总额** | **2,140.2** | **3,234.5** | **3,377.0** | **4,243.9** | **4,965.3** |
| 短期债务 | 353.0 | 898.0 | 1,056.2 | 1,254.8 | 1,557.9 |
| 应付帐款 | 71.0 | 160.4 | 113.7 | 273.4 | 276.5 |
| 应付票据 | - | 55.0 | 12.6 | 32.2 | 50.9 |
| 其他流动负债 | 235.5 | 249.8 | 186.2 | 227.5 | 223.4 |
| 长期借款 | 453.5 | 614.4 | 604.8 | 574.7 | 249.8 |
| 其他非流动负债 | - | 0.1 | - | - | - |
| **负债总额** | **1,113.0** | **1,977.7** | **1,973.5** | **2,362.7** | **2,358.6** |
| **少数股东权益** | **-** | **-** | **-** | **-** | **-** |
| 股本 | 212.0 | 212.0 | 242.0 | 242.0 | 242.0 |
| 留存收益 | 815.2 | 1,044.8 | 1,161.4 | 1,639.2 | 2,364.7 |
| **股东权益** | **1,027.2** | **1,256.8** | **1,403.4** | **1,881.2** | **2,606.7** |

## 财务指标

| （百万元） | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 31.4% | 37.1% | 19.3% | 55.1% | 40.4% |
| 营业利润增长率 | -12.7% | -13.8% | -55.5% | 390.1% | 54.6% |
| 净利润增长率 | -7.4% | -8.0% | -52.0% | 309.8% | 51.9% |
| EBITDA 增长率 | 0.2% | 9.6% | -22.7% | 133.1% | 42.9% |
| EBIT 增长率 | -8.8% | -4.7% | -34.8% | 210.8% | 46.1% |
| NOPLAT 增长率 | -9.4% | -4.0% | -34.8% | 210.8% | 46.1% |
| 投资资本增长率 | 40.7% | 49.9% | 8.3% | 18.9% | 16.0% |
| 净资产增长率 | 40.9% | 22.4% | 11.7% | 34.0% | 38.6% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 28.1% | 19.8% | 12.6% | 21.6% | 22.4% |
| 营业利润率 | 20.2% | 12.7% | 4.7% | 15.0% | 16.5% |
| 净利润率 | 22.1% | 14.9% | 6.0% | 15.8% | 17.1% |
| EBITDA/营业收入 | 30.3% | 24.2% | 15.7% | 23.6% | 24.0% |
| EBIT/营业收入 | 23.6% | 16.4% | 9.0% | 18.0% | 18.7% |
| **运营效率** | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 204 | 224 | 228 | 161 | 131 |
| 流动营业资本周转天数 | 111 | 111 | 134 | 119 | 117 |
| 流动资产周转天数 | 163 | 172 | 191 | 165 | 164 |
| 应收帐款周转天数 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| 存货周转天数 | 113 | 134 | 141 | 127 | 127 |
| 总资产周转天数 | 438 | 473 | 488 | 363 | 312 |
| 投资资本周转天数 | 386 | 412 | 431 | 316 | 264 |
| **投资回报率** | | | | | |
| ROE | 32.1% | 24.2% | 10.4% | 31.7% | 34.8% |
| ROA | 15.4% | 9.4% | 4.3% | 14.1% | 18.3% |
| ROIC | 26.3% | 17.9% | 7.8% | 22.4% | 27.5% |
| **费用率** | | | | | |
| 销售费用率 | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 管理费用率 | 4.1% | 3.1% | 3.3% | 3.3% | 3.3% |
| 财务费用率 | 3.4% | 3.7% | 4.2% | 3.0% | 2.2% |
| 三费/营业收入 | 7.9% | 7.1% | 7.9% | 6.6% | 5.9% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 52.0% | 61.1% | 58.4% | 55.7% | 47.5% |
| 负债权益比 | 108.4% | 157.4% | 140.6% | 125.6% | 90.5% |
| 流动比率 | 1.09 | 0.91 | 0.98 | 1.19 | 1.29 |
| 速动比率 | 0.32 | 0.16 | 0.33 | 0.19 | 0.36 |
| 利息保障倍数 | 6.92 | 4.42 | 2.12 | 6.00 | 8.46 |
| **分红指标** | | | | | |
| DPS(元) | - | - | 0.12 | 0.49 | 0.75 |
| 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 1.6% | 2.4% |

## 现金流量表

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 330.2 | 303.8 | 145.7 | 597.2 | 906.9 |
| 加:折旧和摊销 | 98.9 | 158.5 | 163.4 | 210.4 | 279.0 |
| 资产减值准备 | -0.2 | - | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 51.5 | 75.7 | 103.2 | 113.3 | 117.6 |
| 投资损失 | -1.1 | -0.1 | - | - | - |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - |
| 营运资金的变动 | -54.0 | -414.4 | -195.4 | -483.5 | -456.4 |
| **经营活动产生现金流量** | **406.5** | **120.9** | **216.9** | **437.5** | **847.0** |
| **投资活动产生现金流量** | **-554.3** | **-662.9** | **-200.0** | **-300.0** | **-400.0** |
| **融资活动产生现金流量** | **245.4** | **535.7** | **-9.6** | **-30.1** | **-324.9** |

## 业绩和估值指标

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(元) | 1.36 | 1.26 | 0.60 | 2.47 | 3.75 |
| BVPS(元) | 4.24 | 5.19 | 5.80 | 7.77 | 10.77 |
| PE(X) | 22.7 | 24.7 | 51.5 | 12.6 | 8.3 |
| PB(X) | 7.3 | 6.0 | 5.3 | 4.0 | 2.9 |
| P/FCF | 63.2 | 88.8 | 1,165.0 | 33.1 | 24.7 |
| P/S | 5.0 | 3.7 | 3.1 | 2.0 | 1.4 |
| EV/EBITDA | - | - | 23.9 | 10.4 | 7.1 |
| CAGR(%) | 21.8% | 44.0% | -25.8% | 21.8% | 44.0% |
| PEG | 1.0 | 0.6 | -2.0 | 0.6 | 0.2 |
| ROIC/WACC | 2.7 | 1.8 | 0.8 | 2.3 | 2.8 |
| REP | - | - | 3.7 | 1.1 | 0.8 |

**数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## ■ 公司评级体系

**收益评级：**

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

**风险评级：**

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

吴莉、李江分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人


| | | | |
|---|---|---|---|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 刘凯 | 010-59113572 | liukai2@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| | test | | |

**安信证券研究中心**

**深圳市**

**地　址：** 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

**邮　编：** 518026

**上海市**

**地　址：** 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

**邮　编：** 200123

**北京市**

**地　址：** 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

**邮　编：** 100034


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。