

研究所

证券分析师：孙霞 S0350208120571
0755-83706347 sunx@ghzq.com.cn

猪价进入底部区域，可适当布局

——牧原股份（002714）2013 年年报分析

事件：

牧原股份 2013 年年报：2013 年，公司实现营业收入 20.44 亿元，同比增长 37.13%；归属于母公司股东的净利润为 3.04 亿元，同比下降 7.99%；EPS 为 1.26 元。业绩符合预期。

2014 年一季报业绩预告修正公告：预计 2014 年一季度亏损 4500~6500 万元。

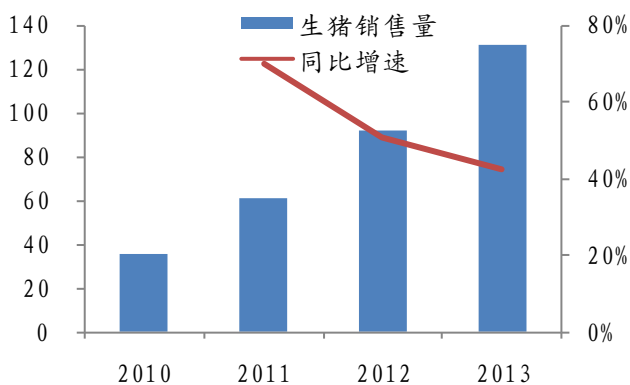
评论：

销量持续增长，但因猪价下降、成本上升，2013 年业绩出现下降

2013 年公司销售生猪 130.68 万头，同比增长 42.41%，继续处于扩张趋势。公司 2013 年业绩下降主要是由于猪价下降及养殖成本上升。

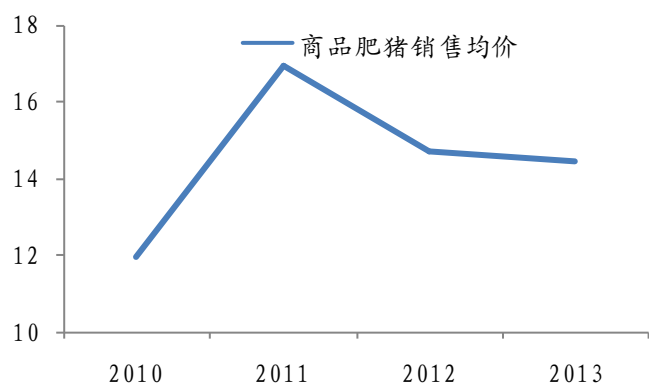
由于生猪存栏量、能繁母猪存栏量依然处于较高水平，而消费需求略有下降，2013 年生猪均价低于 2012 年水平。预计牧原股份 2013 年生猪销售均价约 14.5 元/公斤，较 2012 年略下降约 2%。养殖原料玉米、豆粕、小麦价格持续上涨，加上固定资产折旧、员工工资增加等因素，公司生猪养殖毛利率跌至 19.82%，较 12 年下降 8.25 个百分点（其中商品肥猪毛利率下降 6 个百分点）。

图 1、公司生猪销量持续增长（万头、%）



资料来源：国海证券研究所

图 2、公司商品肥猪年销售均价（元/千克）

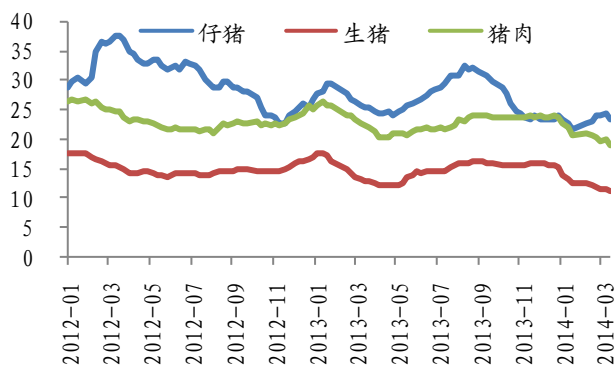


资料来源：国海证券研究所

猪价持续下降，2014 年一季度业绩亏损在预期内

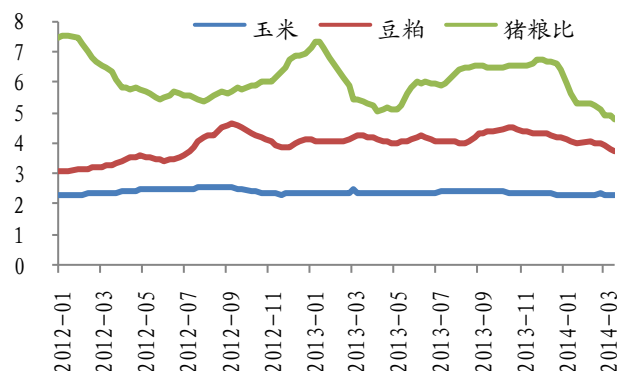
猪肉价格自 12 月中旬下跌至目前的约 10.56 元/公斤，猪粮比已降至 4.6。伴随生猪价格的下降，生猪养殖行业从 1 月初开始亏损，3 月份初已进入深度亏损，目前头均亏损已超过 300 元/头。这波生猪价格下降的特点是下降幅度大、且较快进入深度亏损。牧原股份一季度业绩出现亏损是在预期之内的，公司预计亏损 4500~6500 万元。

图 3、22 省市仔猪、生猪及猪肉价格走势（元/公斤）



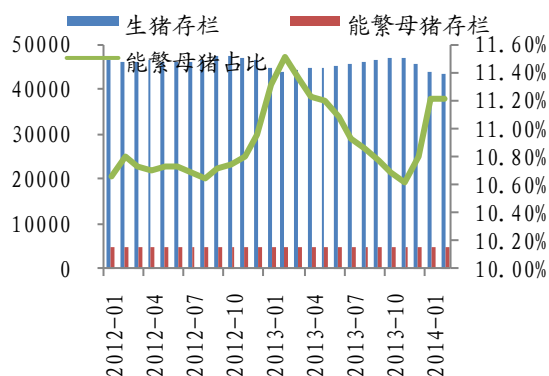
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、主要原料玉米、豆粕及猪粮比走势



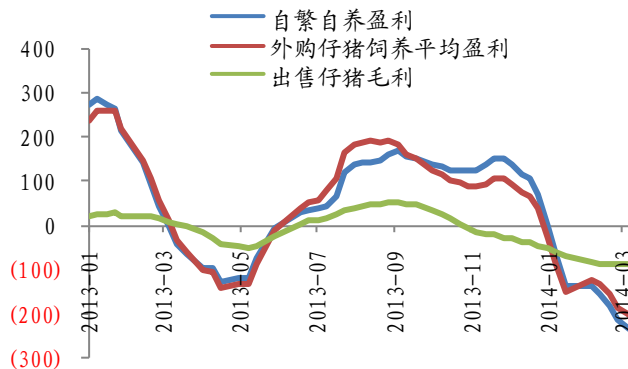
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5、生猪、能繁母猪存栏量及占比（万头、%）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、自繁自养、外购仔猪盈利及仔猪毛利（元/头）



资料来源：WIND、国海证券研究所

预计二季度生猪价格将可能回升，周期拐点看亏损持续时间长短和母猪淘汰进度

生猪养殖行业已经进入深度亏损，预计价格下降空间有限，目前生猪价格已经进入筑底阶段。截止 2 月底，生猪、能繁母猪存栏量分别为 43416、4869 万头，较上年同期分别下降 1.24%、3.74%，环比分别下降了 0.9%、0.79%，已经

持续 5 个月下滑。由于生猪价格超预期下跌及后期亏损，自 12 月开始养殖户补栏积极性降低，目前仍处于观望状态，而生猪养殖需要 4~5 个月的周期，预计二季度生猪供应将略降低。综合消费需求、供给因素看，预计猪价将可能会二季度回升。

下半年行业拐点能否出现，主要还在于亏损持续时间长短和母猪淘汰进度。目前由于持续的亏损，少数部分地区已经出现淘汰母猪的现象，但淘汰进度比较缓慢。按照以往的规律，生猪养殖企业连续深度亏损 4-6 个月，能繁母猪淘汰进度将加速，将可能迎来下轮上涨周期。**但若结合二季度因供需可能出现的回升，认为目前阶段可适当布局。**

给予“增持”评级

假设公司 14~16 年生猪出栏量分别为 185、255、355 万头，商品肥猪的销售单价分别为 6.6、7.6、7.5 元/公斤，预计公司 14~16 年的净利润分别为 1.98、6.29、7.86 亿元，EPS 分别为 0.83、2.6、3.24 元，对应的 PE 分别为 38、12、10 倍。公司是自育自繁自养一体化的龙头企业，成本优势明显，未来公司规模将继续保持扩张趋势。生猪价格已经处于底部区域，预计二季度生猪价格将可能回升，可适当布局，给予“增持”评级。

风险提示

若产生疫情或者猪价不如预期，将对公司业绩产生影响。

表 1、牧原股份盈利预测

证券代码:	002714.sz	股票价格:	31.32	投资评级:	增持	日期:	2014/4/3		
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					每股指标				
ROE	24%	10%	25%	26%	EPS	1.26	0.83	2.60	3.24
毛利率	20%	13%	21%	20%	BVPS	5.19	8.54	10.39	12.69
期间费率	7%	7%	7%	7%	估值				
销售净利率	15%	8%	15%	13%	P/E	24.95	37.58	12.04	9.66
成长能力					P/B	6.03	3.67	3.02	2.47
收入增长率	37%	30%	59%	38%	P/S	3.71	2.85	1.79	1.30
利润增长率	-8%	-34%	212%	25%					
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.63	0.60	0.69	0.74	营业收入	2044	2664	4240	5843
应收账款周转率	32438.86	32438.86	32438.86	32438.86	营业成本	1639	2307	3328	4652
存货周转率	1.60	1.60	1.60	1.60	营业税金及附加	0	0	0	0
偿债能力					销售费用	6	8	14	19
资产负债率	61%	53%	59%	61%	管理费用	63	85	148	214
流动比	0.91	1.08	1.03	1.10	财务费用	76	89	143	195
速动比	0.16	0.15	0.16	0.21	其他费用/(-收入)	0	2	4	3
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	260	177	610	765
现金及现金等价物	188	187	315	582	营业外净收支	44	25	19	19
应收款项	0	0	0	0	利润总额	304	202	629	784
存货净额	1021	1437	2074	2899	所得税费用	0	0	0	0
其他流动资产	31	40	64	88	净利润	304	202	629	784
流动资产合计	1240	1665	2453	3570	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	1296	1967	2770	3293	归属于母公司净利润	304	202	629	784
在建工程	310	410	510	710	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
无形资产及其他	156	156	140	125	经营活动现金流	121	(162)	51	58
长期股权投资	29	29	29	29	净利润	304	202	629	784
资产总计	3235	4430	6106	7930	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	898	998	1698	2398	折旧摊销	159	145	212	291
应付款项	204	287	414	579	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	4	5	8	11	营运资金变动	(341)	(509)	(791)	(1017)
其他流动负债	257	257	257	257	投资活动现金流	(663)	(770)	(903)	(723)
流动负债合计	1363	1547	2377	3245	资本支出	(534)	(770)	(903)	(723)
长期借款及应付债券	614	814	1214	1614	长期投资	(5)	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(124)	0	0	0
长期负债合计	615	815	1215	1615	筹资活动现金流	542	909	917	872
负债合计	1978	2362	3592	4860	债务融资	706	300	1100	1100
股本	242	242	242	242	权益融资	0	668	0	0
股东权益	1257	2068	2514	3070	其它	(164)	(59)	(183)	(228)
负债和股东权益总计	3235	4430	6106	7930	现金净增加额	(1)	(24)	65	207

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

孙霞，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
白丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn
顾科嘉	010-88576833-810	13466400185	gukj@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 4 楼

姓名	固话	手机	邮箱
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
刘云志	021-68591565	13918449204	liuyz01@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5539092	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18899776696	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张玉霞	0755-83707413	18520881700	zhangyx02@ghzq.com.cn
李芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn