

出栏大幅增加，下半年猪价将回升

牧原股份 (300119.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司披露 2014 年 1 季报。公司 2014 年 Q1 实现收入 4.5 亿元，同比增长 49.91%，净利润为亏损 5572 万，同比下滑 291.18%，EPS 为 -0.26 元，由于整体生猪价格低迷，因此公司业绩亏损基本符合市场预期。

2. 我们的分析与判断

(一)、猪价大幅下跌导致公司 Q1 亏损

从价格上看，今年春节前，生猪价格出现一波急跌，从去年 12 月份的最高点 15.45 元/公斤下跌至春节前 1 月底的 11.86 元/公斤，跌幅达到了 23.23%，这是近几年来少见的出现春节之前猪价下跌。而春节后，猪价下跌的趋势依然没有改变，截至到 3 月底，生猪价格已经跌至 10.34 元/公斤，同比跌幅为 15.8%，已经跌破去年低点；仔猪价格 19.19 元/公斤，同比下跌 13.29%，猪肉价格 18.21 元/公斤，同比下跌 16.93%，已经跌至近 3 年最低点。2 月份，公司生猪销售价格跌破 12 元/公斤，销售生猪开始出现亏损，销售每头生猪亏损 150 元/头左右；3 月份，生猪价格进一步下跌至 11 元/公斤以下，公司销售生猪开始出现严重亏损。2014 年一季度，公司商品猪销售均价仅为 11.42 元/公斤，上年同期商品猪销售均价为 13.86 元/公斤，同比下滑 17.60%。

从销量上看，公司近几年持续扩张，产能大幅增加。截止 2013 年底，我们预计公司产能达到了接近 200 万头的规模，从而推动了生猪出栏量的增加。公司 14Q1 销售生猪 36.68 万头，较去年同比 19.01 万头大幅增长了 92.89%。最终公司营业收入同比增长了 49.91%，但由于生猪销售价格不能覆盖成本，因此毛利率为 -3.95%。

公司财务费用较去年同比增长 136.18%，主要是本期银行贷款增加和部分在建工程完工转固停止利息资本化所致，但我们认为随着募投资金的到位和产能逐渐释放，这部分费用率将会降低。

(二)、14 年猪价将见底反转

14 年 1 月中旬猪价开始超预期下跌，目前养殖户亏损达到 320 元/头左右。国家统计局数据显示，2 月能繁母猪存栏继续环比下滑，至 4869 万头，而从目前草根调研情况看，散养户开始逐渐在退出（如 30 头母猪以下加速退出，以及 100 头母猪逐渐减少到 50 头），500-1000 头母猪的猪场部分在减少产能，但是仅是少数老场。政府在已经开始收储冻猪肉，但是数量较小，对猪价上涨没有明显效果。我们认为如果深度亏损时间超过 3 个月，母猪和生猪存栏将会大幅减少，因此 3、4、5 月能繁母猪存栏将会继续大幅下滑，预计生猪价格在 5 月份之前仍处成本线以下（总体区间：11-13 元/公斤），继续关注未来 2 个月去产能情况，预计 7-8 月份上涨至成本线以上，2015 年将是养殖大年。

分析师：吴立

☎：010-83574546

✉：wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090001

分析师：张婧

☎：010-66568757

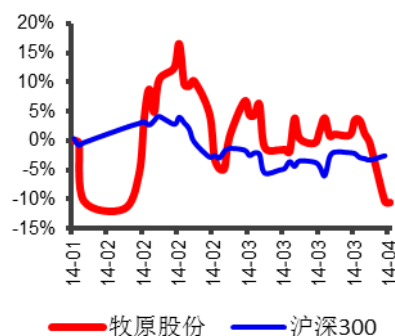
✉：zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513070001

市场数据 时间 2014.4.15

A 股收盘价(元)	35.58
A 股一年内最高价(元)	41.39
A 股一年内最低价(元)	20.88
上证指数	2101.60
市净率	3.25
总股本(亿股)	2.42
实际流通 A 股(万股)	6050
限售的流通 A 股(亿股)	1.82
流通 A 股市值(亿元)	21.53

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《新股询价报告-牧原食品(300021): 现代一体化生猪养殖的模范企业》2014.1.12

3. 盈利预测和投资建议

我们认为目前处于猪价最底部，一季报风险释放完毕后可以积极布局。我们预计公司14/15/16年EPS分别1.34/2.69/3.06元，对应目前股价的PE为23x、12x、10x。为公司作为畜类养殖的最佳投资标的，无论从养殖技术、养殖成本和养殖理念上均位于行业前列，给予“推荐”投资评级。

表 1: 公司财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	188	1843	200	200	营业收入	2044	2900	4485	5597
应收款项	0	119	62	102	营业成本	1639	2328	3313	4290
存货净额	1021	411	1412	1763	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	31	129	121	161	销售费用	6	9	13	17
流动资产合计	1240	2502	1795	2226	管理费用	63	86	97	120
固定资产	1610	3412	4108	4488	财务费用	76	173	258	399
无形资产及其他	156	149	142	135	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	200	200	200	200	资产减值	0	0	(175)	(58)
长期股权投资	29	29	29	29	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3235	6291	6274	7078	营业利润	260	304	627	714
短期借款及交易性金融负债	1122	4000	3410	3584	营业外净收支	44	10	3	3
应付款项	204	147	269	386	利润总额	304	314	630	717
其他流动负债	37	54	83	101	所得税费用	0	0	0	0
流动负债合计	1363	4201	3762	4071	少数股东损益	0	(10)	(20)	(23)
长期借款及应付债券	614	614	614	614	归属于母公司净利润	304	324	651	739
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	615	615	615	615	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	1978	4816	4376	4686	净利润	304	324	651	739
少数股东权益	0	(8)	(28)	(51)	资产减值准备	0	14	4	3
股东权益	1257	1484	1926	2444	折旧摊销	159	192	291	367
负债和股东权益总计	3235	6291	6274	7078	公允价值变动损失	(0)	0	175	58
					财务费用	76	173	258	399
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(362)	367	(781)	(294)
每股收益	1.26	1.34	2.69	3.06	其它	(0)	(22)	(24)	(26)
每股红利	0.71	0.40	0.86	0.92	经营活动现金流	101	875	316	849
每股净资产	5.19	6.13	7.96	10.10	资本开支	(682)	(2001)	(1160)	(801)
ROIC	14%	12%	19%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	24%	22%	34%	30%	投资活动现金流	(687)	(2001)	(1160)	(801)
毛利率	20%	20%	26%	23%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	16%	24%	21%	负债净变化	161	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	30%	27%	支付股利、利息	(172)	(97)	(208)	(222)
收入增长	37%	42%	55%	25%	其它融资现金流	619	2878	(590)	174
净利润增长率	-8%	7%	101%	14%	融资活动现金流	597	2780	(798)	(48)
资产负债率	61%	76%	69%	65%	现金净变动	10	1655	(1643)	0
息率	2.3%	1.3%	2.8%	3.0%	货币资金的期初余额	178	188	1843	200
P/E	24.7	23.2	11.5	10.1	货币资金的期末余额	188	1843	200	200
P/B	6.0	5.1	3.9	3.1	企业自由现金流	(549)	(965)	(589)	443
EV/EBITDA	19.2	18.4	8.8	7.9	权益自由现金流	230	1770	(1387)	419

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

吴立、张婧，农林牧渔行业分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

吴立，农林牧渔行业分析师。2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年-2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。2012 年、2013 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn