齐鲁证券 QILU SECURITIES

畜禽养殖 证券研究报告 研究简报

牧原股份(002714.SZ)

猪价上涨趋势明确，养殖股中龙头标的

评级: 增持 前次: 增持

目标价（元): 59.04

分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn

分析师 陈奇 s0740514070005 021-20315189 chenqi@r.qlzq.com.cn

2014 年 7 月 31 日

基本状况

总股本(百万股)	242.00
流通股本(百万股)	60.50
市价(元)	48.40
市值(百万元)	11712.80
流通市值(百万元)	2928.20

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入（百万元）	1,134.2	1,490.8	2,001.9	2,726.1	4,363.6
营业收入增速	155.17	31.44%	34.28%	36.18%	60.06%
净利润增长率	316.58	-7.41%	-9.20%	-20.93%	235.33
摊薄每股收益（元）	1.68	1.56	1.41	0.98	3.28
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市					
市盈率（倍）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	—	—	—	0.00
每股净资产（元）	3.44	4.85	6.26	9.33	12.62
每股现金流量（元）	0.84	1.92	1.40	0.36	3.39
净资产收益率	48.94%	32.15%	22.59%	10.50%	26.03%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本（百万元）	212.00	212.00	212.00	242.00	242.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 牧原股份公布 2014 年半度财报，公司上半年营收增长 43.97%至 10.78 亿元，归属于上市公司净利为-0.8 亿元，折合 EPS-0.34 元。**同时公司预测 2014 年 1-9 月盈利-0.4-0.2 亿元，亦即 Q3 盈利 0.4-1 亿元。同时公司公告在滑县设立子公司并与滑县人民政府签订合作协议建设 40 万头生猪养殖项目。**

- **2014 年上半年猪价超预期下跌，导致公司首次出现半年报亏损。**去年 8 月后的过激补栏、国内需求清淡和节前压栏等导致上半年猪价超预期下跌，最低价格低至 10.5 元/公斤。从行业看，上半年全国出栏肉猪平均价格 11.71 元/公斤，同比下降 13.8%；自繁自养头均亏损 216 元。**受行业低迷影响，公司上半年销售价格约为 11.8-12 元/公斤之间，虽然公司成本优势明显，但仍低于成本线，从而导致单头亏损约 100 元左右。**不过，公司继续维持产能高速增长，上半年生猪销售 85.65 万头，同比增长 69.50%。综合来看，公司上半年整体净利润亏损 8046 万元。

- **短期来看，中大猪存栏占比继续下降，8-9 月份猪价上涨基础夯实，至 9 月份底有望突破 16 元/公斤，从而 Q3 养殖股迎来普涨行情。**齐鲁农业 7 月中旬样本调研显示，国内大猪（80 公斤以上）存栏占比下降至 21.92%左右（正常水平应该是 25-30%），亦即 7-8 月份出栏大猪偏离正常水平最多，供不足需也最明显，也是猪价上涨最快的阶段。我们预计至 Q3 末期甚至达到 16 元，涨幅空间依然有 20-30%。

- **国内宏观经济转向，中期生猪养殖行业利好因素增强。**虽然我们一直强调单独以农业部生猪存栏数据绝对值为判断猪价反转的信号稍显逻辑和证据薄弱（数据与调研差异较大、PSY 提升、存栏结构不清晰）。不过从 6 月开始，国内宏观经济特别是货币政策出现明显方向调整，中国特色的 QE 已经是不言而喻的。同时国内第二反腐轮巡查可能于下半年逐步减弱，将推动 2015 年需求同比正增长，而 14 年因“三公消费”国内猪肉需求下滑 5-8%。**综合需求回升和通胀影响，我们判断 2015 年生猪养殖景气将明显回升，**

基于此，我们预计 2015 年行业头均盈利有望由 2013/14 年的 0-50 元大幅提升至 250-300 元左右。

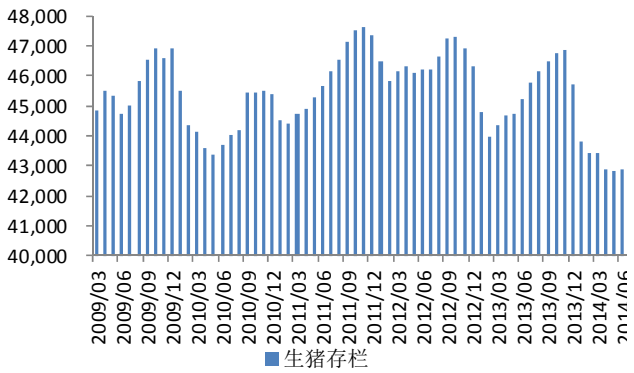
- **按照趋势投资理念，“猪价反转”论是 2015 年春节前都无法证伪的命题，这为畜禽链投资提供安全的时间窗口。**当前 7 月份猪价进入实质盈利阶段，但养殖户补栏积极性暂时并未像 13 年那么高涨，那么将会导致 Q4 整体猪价震荡区间不会类似于 13 年。**同时因为兑现反转的真正时间点在于春节前猪价超预期上涨以及明年节后 4-5 月份是否会出现明显下探，那么 2015 年春节前都是“猪价 v 型反转”未能兑现期，且这段时间受需求季节性提振影响，猪价还将继续往上，从而二级市场向下风险并不强大，而向上趋势可能更强。**

- **长期来看，高效养殖和质量管控铸就牧原股份成为行业成长典范。**公司的中长期成长在于专注生猪养殖行业，以高效养殖来抵御猪价周期波动风险，逐渐形成强大的成本和质量优势，从而助推公司规模和盈利双双高增长。从某种程度来说，公司的成长模式是代表了未来国内生猪养殖行业的发展路径。公司此次 IPO 拟募集资金 6.7 亿元，募集资金全部继续投向养猪业务，在邓州市新建养猪产能，实施“年出栏 80 万头生猪产业化项目”。2015 年公司产能有望达到 350 万头以上，复合增长 30%以上，进一步推动规模高速扩张。

- 假设公司 14-15 年出栏生猪 180、220 万头，单头盈利约 120、360 元，我们预计 2014-15 年牧原股份的主营销售收入分别为 27.3 和 43.6 元，归属母公司股东净利润 2.37 和 7.94 亿元，同比增长-21%、235%，对应摊薄后 EPS 为 0.98 和 3.28 元。

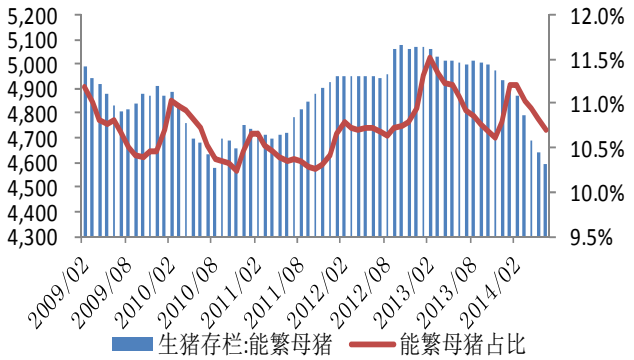
- **当前畜禽养殖股投资处于猪价实质性上涨（跨过成本线）带来的第二波投资机会，属于普涨行情，龙头牧原股份依然属于核心投资标的。按照 15 年 18x 估值，我们给出牧原股份的目标价为 59.04 元，给予“增持”评级。公司质地优异、口碑一流，受益于明年行业景气回升带来的业绩高弹性增长，建议投资者继续持有至 2014 年 4 季度。**

图表 1：2014 年 6 月份生猪存栏环比涨 0.2%



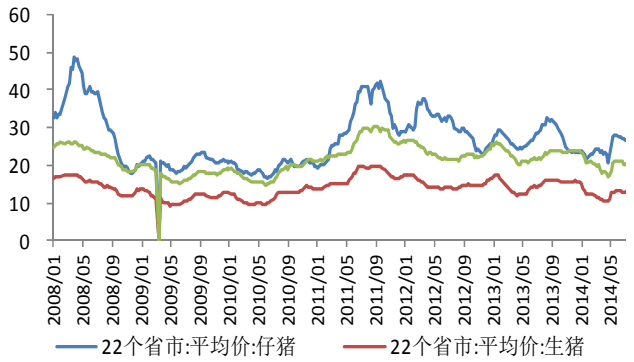
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：2014 年 6 份能翻母猪存栏环比跌 1%

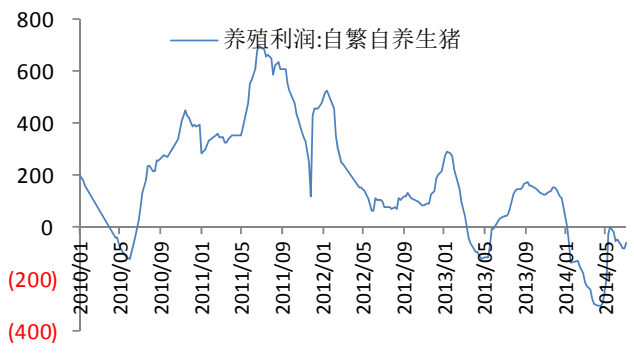


来源：齐鲁证券研究所

图表 3：本周猪价涨跌至 13.6 元/公斤



图表 4：本周自繁自养头猪盈利为-63 元



来源：齐鲁证券研究所

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：牧原股份收入预测表

商品猪	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
产能（万头）	50	80	105	155	195.00	250.00	280.00	350.00
销量（万头）	37.1	33.27	58.98	89.96	128.00	180.00	250.00	287.50
头均重量（公斤）	95.8	99.6	110.0	110.0	110.00	110.00	110.00	110.00
销量（千克）	35558352	33151248	64850641	98941105	140800000	198000000	275000000	316250000
平均售价(元/公斤）	11.19	11.96	16.94	14.71	13.78	13.40	15.55	14.60
		6.91%	41.60%	-13.19%	-6.30%	-2.76%	16.04%	-6.11%
销售收入（百万元）	397.92	396.63	1098.70	1455.15	1940.22	2653.20	4276.25	4617.25
单位成本（元/公斤）	8.41	9.77	10.54	10.70	11.08	11.44	11.84	12.20
yoy		16%	8%	2%	3.5%	3.3%	3.5%	3.0%
毛利率（%）	24.86%	18.30%	37.77%	27.23%	19.62%	14.61%	23.84%	16.45%
毛利（百万元）	98.92	72.58	414.98	396.24	380.6	387.6	1019.4	759.5
头均毛利（元）	266.6	218.2	703.6	440.5	297.3	215.3	407.8	264.2
种猪	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
销量（头）	18514	26287	19983	17951	21000	24000	28000	28000
平均售价(元/头)	1663.12	1682.37	1780.19	1976.54	1970.00	2009.40	2049.59	2090.58
销售收入（百万元）	30.79	44.22	35.57	35.48	41.37	48.23	57.39	58.54
单位成本（元/公斤）	594.57	756.90	673.62	746.14	772.26	797.74	825.66	850.43
毛利率（%）	64.25%	55.01%	62.16%	62.25%	60.80%	60.30%	59.72%	59.32%
毛利（百万元）	19.78	24.33	22.11	22.09	25.2	29.1	34.3	34.7
头均毛利（元）	1068.55	925.47	1106.56	1230.39	1197.7	1211.7	1223.9	1240.1
仔猪	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
销量（头）					36000	43000	51000	51000
平均售价(元/头)					565.00	576.00	588.00	588.00
销售收入（百万元）					20.34	24.77	29.99	29.99
单位成本（元/公斤）					353.51	365.18	377.96	389.30
毛利率（%）					37.43%	36.60%	35.72%	33.79%
毛利（百万元）					7.6	9.1	10.7	10.1
头均毛利（元）					211.5	210.8	210.0	198.7
汇总	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
出栏总量（万头）	38.95	35.90	60.98	91.76	133.7	186.7	257.9	295.4
销售收入（百万元）	428.72	440.86	1134.27	1490.63	2001.93	2726.19	4363.63	4705.77
毛利率（%）	27.69%	21.98%	38.53%	28.06%	20.65%	15.62%	24.39%	17.09%
毛利（百万元）	118.71	96.91	437.09	418.32	413.35	425.72	1064.39	804.38
头均毛利（元）	304.76	269.96	716.80	455.91	309.16	228.02	412.72	272.30

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：牧原股份财务三张表

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销货净收入	**445**	**1,134**	**1,491**	**2,002**	**2,726**	**4,364**
增长率	*3.69%*	*155.2%*	*31.4%*	*34.3%*	*36.2%*	*60.1%*
销货成本	-308	-633	-974	-1,436	-2,089	-3,029
% 收入	*69.3%*	*55.8%*	*65.3%*	*71.7%*	*76.6%*	*69.4%*
毛利	136	501	517	566	638	1,335
% 收入	*30.7%*	*44.2%*	*34.7%*	*28.3%*	*23.4%*	*30.6%*
销售及行政费用	-23	-50	-67	-76	-123	-199
% 收入	*5.3%*	*4.4%*	*4.5%*	*3.8%*	*4.5%*	*4.6%*
EBITDA	113	451	450	490	515	1,136
% 收入	*25.4%*	*39.7%*	*30.2%*	*24.5%*	*18.9%*	*26.0%*
折旧与摊销	-39	-64	-99	-153	-212	-270
% 收入	*8.8%*	*5.6%*	*6.6%*	*7.6%*	*7.8%*	*6.2%*
EBIT	74	387	351	337	303	866
% 收入	*16.6%*	*34.1%*	*23.5%*	*16.8%*	*11.1%*	*19.8%*
利息费用	-15	-41	-51	-70	-101	-109
投资收益	9	-1	1	2	1	1
税前经营收益	68	345	301	269	203	757
% 收入	*15.3%*	*30.4%*	*20.2%*	*13.4%*	*7.4%*	*17.4%*
其他非经营收益	18	12	31	31	34	38
税前利润	**86**	**357**	**332**	**300**	**237**	**795**
% 收入	*19.3%*	*31.4%*	*22.3%*	*15.0%*	*8.7%*	*18.2%*
所得税	0	0	-2	0	0	0
所得税率	*0.0%*	*0.0%*	*0.7%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于普通股股东净利润	**86**	**357**	**330**	**300**	**237**	**795**
净利率	*19.3%*	*31.4%*	*22.1%*	*15.0%*	*8.7%*	*18.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	86	357	330	300	237	795
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	39	63	99	153	212	270
非经营收益	6	43	42	37	66	71
营运资金变动	-41	-285	-64	-193	-427	-316
经营活动现金净流	**90**	**178**	**406**	**297**	**88**	**820**
资本开支	222	403	554	719	616	592
投资	1	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	2	1	1
投资活动现金净流	**-221**	**-403**	**-554**	**-718**	**-615**	**-591**
股权募资	65	0	0	0	694	0
债权募资	176	247	329	714	78	208
其他	-48	-87	-84	-70	-101	-109
筹资活动现金净流	**193**	**161**	**245**	**644**	**672**	**99**
现金净流量	**61**	**-64**	**98**	**223**	**145**	**327**

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	159	91	178	400	545	873
应收款项	8	3	0	21	27	32
存货	194	428	506	638	1,021	1,426
其他流动资产	51	110	32	84	188	169
流动资产合计	411	632	716	1,143	1,781	2,501
%总资产	*46.1%*	*42.5%*	*33.4%*	*36.1%*	*42.0%*	*47.0%*
长期投资	30	31	24	24	24	24
固定资产	430	796	1,285	1,835	2,228	2,543
无形资产	21	30	116	163	209	253
非流动资产合计	481	857	1,425	2,022	2,460	2,820
%总资产	*53.9%*	*57.5%*	*66.6%*	*63.9%*	*58.0%*	*53.0%*
资产总计	**892**	**1,489**	**2,140**	**3,165**	**4,241**	**5,321**
短期借款	370	481	568	1,182	1,260	968
应付款项	30	60	73	82	139	200
其他流动负债	11	8	19	20	30	45
流动负债	410	550	659	1,284	1,429	1,214
长期贷款	75	210	454	554	554	1,054
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**485**	**760**	**1,113**	**1,838**	**1,983**	**2,267**
普通股股东权益	**407**	**729**	**1,027**	**1,327**	**2,259**	**3,053**
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**892**	**1,489**	**2,140**	**3,165**	**4,241**	**5,321**

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益(元)	0.404	1.682	1.558	1.414	0.980	3.285
每股净资产(元)	1.920	3.438	4.845	6.260	9.333	12.618
每股经营现金净流(元)	0.424	0.840	1.917	1.399	0.364	3.390
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.03%	48.94%	32.15%	22.59%	10.50%	26.03%
总资产收益率	9.60%	23.96%	15.43%	9.47%	5.59%	14.94%
投入资本收益率	11.16%	29.78%	18.87%	12.78%	8.65%	20.72%
增长率						
主营业务收入增长率	3.69%	155.17%	31.44%	34.28%	36.18%	60.06%
EBIT增长率	-24.33%	423.15%	-9.25%	-3.91%	-10.15%	185.72%
净利润增长率	-9.27%	316.58%	-7.41%	-9.20%	-20.93%	235.33%
总资产增长率	59.41%	66.89%	43.77%	47.88%	34.01%	25.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.6	0.3	—	2.3	2.1	1.5
存货周转天数	177.1	162.7	159.0	145.8	161.2	157.2
应付账款周转天数	17.3	21.1	19.5	15.7	18.4	18.7
固定资产周转天数	245.4	163.4	206.4	223.7	207.3	151.6
偿债能力						
净负债/股东权益	70.09%	82.46%	82.18%	100.60%	56.16%	37.63%
EBIT利息保障倍数	7.5	10.9	8.8	7.0	5.1	10.4

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。