牧原股份(002714.SZ)

春节前猪价看涨，猪链龙头迎来第三波机会

评级: 增持 前次: 增持

目标价（元): 64.26

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

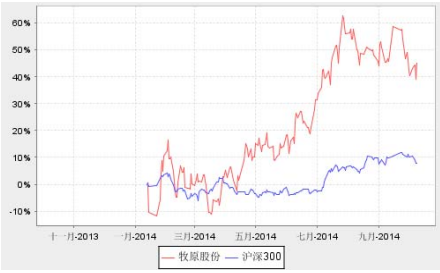
分析师 陈奇 s0740514070005 021-20315189 chenqi@r.qlzq.com.cn

2014 年 10 月 26 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)	50.28
市值(百万元)	12167.76
流通市值(百万元)	3041.94

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1,490.8	2,044.4	2,653.1	4,420.0	4,693.1
营业收入增速	31.44%	37.13%	29.78%	66.60%	6.18%
净利润增长率	-7.41%	-7.99%	-42.08%	391.51	-37.42%
摊薄每股收益（元）	1.56	1.43	0.73	3.57	2.24
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	69.14	14.07	22.48
PEG	—	—	—	0.04	—
每股净资产（元）	4.85	5.93	8.56	12.13	14.37
每股现金流量（元）	1.92	0.57	1.05	2.87	3.08
净资产收益率	32.15%	24.17%	8.50%	29.47%	15.57%
市净率	0.00	0.00	5.88	4.14	3.50
总股本（百万元）	212.00	212.00	242.00	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 年三季度财报，公司前三季累计营收增长 48.41%至 17.43 亿元，归属于上市公司净利为 0.03 亿元，折合 EPS 为 0.01 元，同比下降 98%；其中 Q3 单季盈利 0.8 亿元，EPS0.35 元，同比增长 15.8%。**同时公司预测 2014 年全年盈利 1-1.9 亿元，亦即 Q4 单季盈利 1-1.9 亿元。**

- **Q3 猪价环比大幅上涨 20%，公司盈利扭亏为盈、单季盈利超 8000 万。**受供需格局好转影响，2014 年 Q3 国内猪价环比上半年大幅提升 21%至 14.3-14.4 元/公斤，致使公司单头自繁自养盈利也从-100 元恢复至 180 元左右。而从节奏来说，Q3 猪价先涨后跌，有点类似于去年同期，基本也兑现我们 8 月中旬判断“按存栏结构判断，9-10 月份猪链滞涨、并迎来为期 2 个月高位窄幅调整”。同时公司继续维持产能高速增长，三季度生猪销售 45.1 万头，同比增长 50-60%，规模进入行业领头水平。综合看，公司三季度生猪销售处于量价齐升状态，整体净利润为 8300 万元，单季实现业绩扭亏为盈。

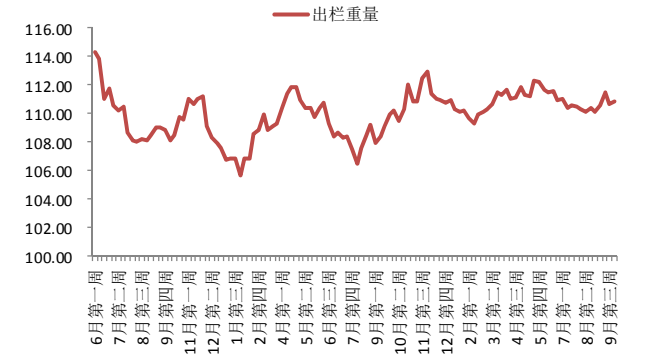
- **短期而言，我们判断本次猪价下跌逐步结束，10 月底、11 月初畜禽链将开启春节前上涨征程，牧原作为猪链龙头建议继续配置，空间约 30%。**齐鲁农业最新调研情况显示，定点养殖场小猪料销售同比下降 5.6%，亦即 11 月份以后整体生猪供给有望同比同步下降；而 9 月底生猪存栏结构数据也同步调整，80 公斤左右中小猪占比反而下降（其中 80-100 公斤降至 9.7%，刚好 11 月份左右出栏）。因此，前期消极补栏效应显现，我们判断猪价将于 11 月止跌上涨，春节前猪价乐观，有望达到 16-17 元/公斤以上。

- **就中期猪价来说，当前猪价调整利于产能进一步去化，中期畜禽养殖行业景气高和盈利激增将是大概率事件，因此对明年的畜禽养殖股投资者切莫悲观，即使考虑最近通胀预期降低和油价下跌情况下。**从我们一直坚持的猪价供需框架来看，当前处于供需双双收缩的阶段，定量估算需求下降 5-6%，供求下降 8-10%，养殖股若想出现 2011 年那样的大牛市，则能繁母猪要降至 4300 万头左右是先决条件，截至 9

月份最新存栏数据为 4450 万头，10 月估计仍有微幅下降，这表明能繁母猪存栏数据正在逐步临近牛市标准，因此整体我们判断明年猪价上涨趋势明确，头均盈利可能介于 2011-12 年之间的 300 元/头，预计猪价高点 18-20 元/公斤，将于 9-10 月份出现。

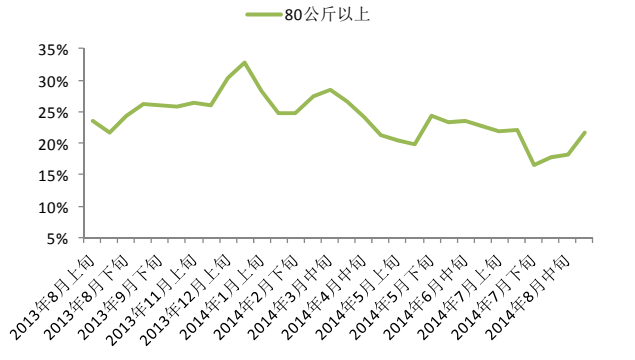
- **长期来看，高效养殖和质量管控铸就牧原股份成为行业成长典范。**公司的中长期成长在于专注生猪养殖行业，以高效养殖来抵御猪价周期波动风险，逐渐形成强大的成本和质量优势，从而助推公司规模和盈利双双高增长。从某种程度来说，公司的成长模式是代表了未来国内生猪养殖行业的发展路径。公司此次 IPO 拟募集资金 6.7 亿元，募集资金全部继续投向养猪业务，在邓州市新建养猪产能，实施“年出栏 80 万头生猪产业化项目”。2015 年公司产能有望达到 350 万头以上，复合增长 30%以上，进一步推动规模高速扩张。
- 假设公司 14-15 年出栏生猪 180、220 万头，单头盈利约 100、390 元，我们预计 2014-15 年牧原股份的主营销售收入分别为 26.5 和 44.2 元，归属母公司股东净利润 1.75 和 8.65 亿元，同比增长-42%、391%，对应摊薄后 EPS 为 0.73 和 3.57 元。
- **对于牧原这类强周期标的，投资逻辑是看行业景气，而不是当前业绩；要看未来，不要沉缅过去。由于我们判断春节前猪价有望上涨到 18-20 元，带来养殖股盈利更大弹性上涨，当前我们继续强调在 10 月底、11 月初畜禽养殖股投资处于猪价春节前上涨带来的第三波投资机会，龙头牧原股份依然属于核心投资标的。**
- **按照 2015 年 18xPE 估值，我们给出牧原股份的目标价为 64.26 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，建议投资者继续增持。**

图表 1：草根调研 2014 年 9 月中旬生猪出栏体重



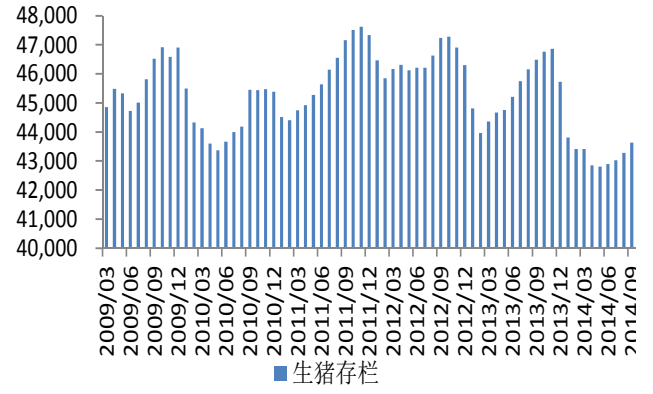
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：9 月份大猪(80-100 公斤)占比提升至 20%



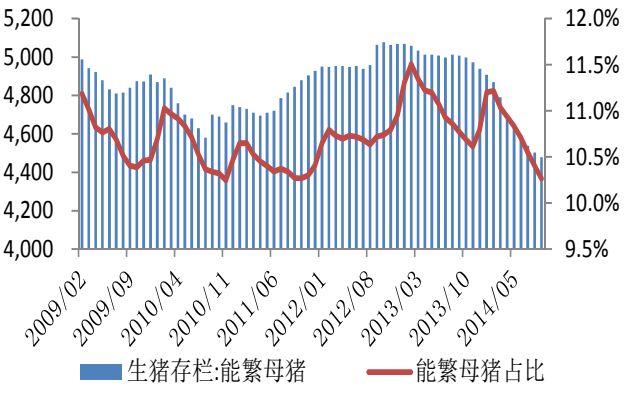
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：2014 年 9 月份生猪存栏环比上升 0.8%



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：2014 年 9 月份能繁母猪存栏环比跌 0.51%



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	2013	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	13.10	15.80	14.60
		6.91%	41.60%	-13.19%	-6.30%	-4.93%	20.61%	-7.59%
销售收入（百万元）	397.92	396.63	1098.70	1455.15	1940.22	2593.80	4345.00	4617.25
单位成本（元/公斤）	8.41	9.77	10.54	10.70	11.08	11.50	11.88	12.23
yoy		16%	8%	2%	3.5%	3.8%	3.3%	3.0%
毛利率（%）	24.86%	18.30%	37.77%	27.23%	19.62%	12.23%	24.83%	16.21%
毛利（百万元）	98.92	72.58	414.98	396.24	380.6	317.2	1078.7	748.3
头均毛利（元）	266.6	218.2	703.6	440.5	297.3	176.2	431.5	260.3
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	1576.00	1607.52	1639.67
销售收入（百万元）	30.79	44.22	35.57	35.48	41.37	37.82	45.01	45.91
单位成本（元/公斤）	594.57	756.90	673.62	746.14	772.26	801.60	828.06	852.90
毛利率（%）	64.25%	55.01%	62.16%	62.25%	60.80%	49.14%	48.49%	47.98%
毛利（百万元）	19.78	24.33	22.11	22.09	25.2	18.6	21.8	22.0
头均毛利（元）	1068.55	925.47	1106.56	1230.39	1197.7	774.4	779.5	786.8
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	500.00	588.00	588.00
销售收入（百万元）					20.34	21.50	29.99	29.99
单位成本（元/公斤）					353.51	366.95	379.05	390.43
毛利率（%）					37.43%	26.61%	35.53%	33.60%
毛利（百万元）					7.6	5.7	10.7	10.1
头均毛利（元）					211.5	133.1	208.9	197.6
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	2653.12	4420.00	4693.15
毛利率（%）	27.69%	21.98%	38.53%	28.06%	20.65%	12.87%	25.14%	16.63%
毛利（百万元）	118.71	96.91	437.09	418.32	413.35	341.51	1111.20	780.45
头均毛利（元）	304.76	269.96	716.80	455.91	309.16	182.92	430.87	264.20

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）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	**1,134**	**1,491**	**2,044**	**2,653**	**4,420**	**4,693**
增长率	155.17%	31.4%	37.1%	29.8%	66.6%	6.2%
营业成本	-697	-1,072	-1,639	-2,312	-3,309	-3,913
%销售收入	61.5%	71.9%	80.2%	87.1%	74.9%	83.4%
毛利	437	418	405	342	1,111	780
%销售收入	38.5%	28.1%	19.8%	12.9%	25.1%	16.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-5	-6	-6	-8	-18	-19
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
管理费用	-45	-62	-63	-94	-183	-195
%销售收入	4.0%	4.1%	3.1%	3.5%	4.1%	4.2%
息税前利润（EBIT）	387	351	336	240	911	566
%销售收入	34.1%	23.5%	16.4%	9.0%	20.6%	12.1%
财务费用	-41	-51	-76	-96	-81	-64
%销售收入	3.6%	3.4%	3.7%	3.6%	1.8%	1.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	1	0	2	1	1
%税前利润	—	0.3%	0.0%	0.9%	0.1%	0.2%
营业利润	345	301	260	145	831	504
营业利润率	30.4%	20.2%	12.7%	5.5%	18.8%	10.7%
营业外收支	12	31	44	31	34	38
税前利润	**357**	**332**	**304**	**176**	**865**	**541**
利润率	31.4%	22.3%	14.9%	6.6%	19.6%	11.5%
所得税	0	-2	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	357	330	304	176	865	541
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**357**	**330**	**304**	**176**	**865**	**541**
净利率	31.4%	22.1%	14.9%	6.6%	19.6%	11.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	357	330	304	176	865	541
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	63	99	159	206	265	323
非经营收益	43	42	76	64	46	25
营运资金变动	-285	-64	-417	-193	-481	-144
经营活动现金净流	**178**	**406**	**121**	**253**	**694**	**745**
资本开支	403	554	656	719	616	592
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	-6	2	1	1
投资活动现金净流	**-403**	**-554**	**-663**	**-718**	**-615**	**-591**
股权募资	0	0	0	694	0	0
债权募资	247	329	714	181	-861	381
其他	-87	-84	-179	-96	-137	-64
筹资活动现金净流	**161**	**245**	**536**	**779**	**-998**	**318**
现金净流量	**-64**	**98**	**-6**	**315**	**-919**	**471**

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	91	178	188	503	-416	55
应收款项	3	0	0	23	22	27
存货	428	506	1,021	1,064	1,498	1,775
其他流动资产	110	32	31	120	269	200
流动资产	632	716	1,240	1,710	1,373	2,057
%总资产	42.5%	33.4%	38.3%	40.2%	32.0%	38.9%
长期投资	31	24	29	29	29	29
固定资产	796	1,285	1,810	2,309	2,651	2,915
%总资产	53.4%	60.0%	56.0%	54.4%	61.7%	55.1%
无形资产	30	116	156	201	245	288
非流动资产	857	1,425	1,994	2,539	2,924	3,231
%总资产	57.5%	66.6%	61.7%	59.8%	68.0%	61.1%
资产总计	**1,489**	**2,140**	**3,235**	**4,248**	**4,297**	**5,288**
短期借款	481	568	1,122	1,204	343	224
应付款项	60	73	219	171	257	317
其他流动负债	8	19	22	88	46	56
流动负债	550	659	1,363	1,463	647	597
长期贷款	210	454	614	714	714	1,214
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**760**	**1,113**	**1,978**	**2,178**	**1,362**	**1,811**
普通股股东权益	729	1,027	1,257	2,071	2,936	3,477
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**1,489**	**2,140**	**3,235**	**4,248**	**4,297**	**5,288**

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	1.682	1.558	1.433	0.727	3.574	2.237
每股净资产(元)	3.438	4.845	5.928	8.556	12.131	14.367
每股经营现金净流(元)	0.840	1.917	0.570	1.045	2.868	3.078
每股股利(元)	0.000	0.000	0.234	0.234	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	48.94%	32.15%	24.17%	8.50%	29.47%	15.57%
总资产收益率	23.96%	15.43%	9.39%	4.14%	20.13%	10.24%
投入资本收益率	29.78%	18.87%	12.09%	6.94%	20.79%	11.72%
增长率						
营业总收入增长率	155.17%	31.44%	37.13%	29.78%	66.60%	6.18%
EBIT增长率	423.15%	-9.25%	-4.34%	-28.58%	279.69%	-37.80%
净利润增长率	316.58%	-7.41%	-7.99%	-42.08%	391.51%	-37.42%
总资产增长率	66.89%	43.77%	51.13%	31.34%	1.15%	23.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	—	—	1.9	1.1	1.5
存货周转天数	162.7	159.0	170.1	167.2	164.7	165.2
应付账款周转天数	21.1	19.5	23.1	20.3	21.0	21.0
固定资产周转天数	163.4	206.4	227.5	226.4	158.3	165.6
偿债能力						
净负债/股东权益	82.46%	82.18%	123.25%	68.36%	50.20%	39.80%
EBIT利息保障倍数	9.4	6.9	4.4	2.5	11.3	8.9
资产负债率	51.04%	52.00%	61.14%	51.26%	31.69%	34.25%

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。