

牧原股份(002714.SZ)

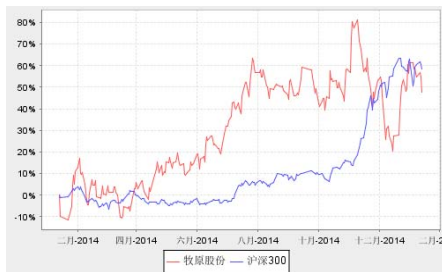
行业景气反转，高管定增加速产能扩张

评级： 买入 **前次： 增持**
目标价(元)： 102.75
 分析师： 齐鲁农业团队
 谢刚 张俊宇 021-20315191
 S0740510120005 zhangjy@r.qlzq.com.cn
 021-20315178 陈奇 021-20315189
 xiegang@r.qlzq.com.cn chenqi@r.qlzq.com.cn
 2015年4月28日

基本状况

总股本(百万股)	242.00
流通股本(百万股)	73.23
市价(元)	73.89
市值(百万元)	17925.22
流通市值(百万元)	5311.22

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	2,586.8	3,914.9	5,193.4
营业收入增速	31.44%	37.13%	26.53%	51.34%	32.66%
净利润增长率	-7.41%	-7.99%	-72.06%	601.49	67.13%
摊薄每股收益(元)	1.56	1.43	0.35	2.46	4.11
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	143.35	20.44	12.23
PEG	—	—	—	0.03	0.18
每股净资产(元)	4.85	5.93	8.18	10.64	14.75
每股现金流量(元)	1.92	0.57	0.64	2.43	4.82
净资产收益率	32.15%	24.17%	4.29%	23.12%	27.87%
市净率	0.00	0.00	6.15	4.73	3.41
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

- 事件：公司公布秦英林、钱瑛、公司员工持股计划，总金额不超过 10 亿，数量不超过 1642 万股。**其中秦英林先生认购不少于 492.52 万股，认购金额不少于 3 亿元；钱瑛女士认购不少于 16.41 万股，认购金额不少于 1000 万元；本公司员工持股计划认购不超过 1149.24 万股，认购金额不超过 7 亿元。认购员工人数不超过 500 人，其中核心高管 6 人，认购 1.3 亿元。**本次员工持股计划认购价格为 60.91 元/股，募集资金用于偿还银行贷款以及补充流动资金。**
- 行业景气反转带动公司 Q1 大幅减亏。**根据公司一季报披露显示，公司 Q1 营业收入 5 亿元，同比增长 11.32%，净利润为-2019.5 万元，大幅减亏 63.76%。3 月份生猪存栏降至 38700 万头，同比下滑 10.86%，能繁母猪存栏已经降至 4040 万头，同比下降 15.68%；与此同时，可以看到猪价在 2 月底触底之后明显反转向上。预计未来伴随行业景气度不断回升，公司二季度将有较大幅度提升，上半年扭亏为盈基本可以确定，牧原作为养殖股龙头标的将迎来量价齐升之势，以及二级市场“戴维斯双击”。
- 产能持续扩张，建设项目陆续建成投产。**公司在 2014 年新设了包括唐河、扶沟、滑县、杞县、正阳、通许六个生产基地，大幅扩张产能。15 年将陆续建成投产，推动公司生产规模和盈利能力不断增强。2015 年，公司计划出栏生猪 260 万头。
- 员工持股补充公司资金缺口，调动员工积极性。**产能不断扩张使得公司面临较大的流动资金缺口，通过员工持股可以补充公司流动资金，明显改善公司偿债指标，降低公司财务费用支出，进一步提升公司盈利能力和融资能力，拓宽公司的融资渠道。同时通过本次非公开发行实施员工持股计划，完善公司员工与全体股东的利益共享和风险共担机制，提高员工的凝聚力和公司竞争力，实现股东、公司和员工利益的一致，调动员工的积极性，实现公司长期、持续、健康发展。

- 长期来看，牧原自育自繁自养的一体化产业链优势明显。公司拥有一条集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，可以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速增长。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。
- 按照 2016 年 25xPE 估值，我们给出牧原股份的目标价为 102.75 元，上调至“买入”评级，建议 3 个涨停内均可买入。公司质地优异、口碑一流，受益于 2015-16 年起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: 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	230.00	287.50
平均售价(元/公斤)	11.19	11.96	16.94	14.71	13.78	12.80	15.20	16.20
		6.91%	41.60%	-13.19%	-6.30%	-7.11%	18.75%	6.58%
销售收入(百万元)	397.92	396.63	1098.70	1455.15	1940.22	2534.40	3845.60	5123.25
单位成本(元/公斤)	8.41	9.77	10.54	10.70	11.08	11.61	11.99	12.23
yoy		16%	8%	2%	3.5%	4.8%	3.3%	2.0%
毛利率(%)	24.86%	18.30%	37.77%	27.23%	19.62%	9.31%	21.11%	24.50%
毛利(百万元)	98.92	72.58	414.98	396.24	380.6	235.9	811.7	1255.0
头均毛利(元)	266.6	218.2	703.6	440.5	297.3	131.0	352.9	436.5
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	1379.00	1406.58	1434.71
销售收入(百万元)	30.79	44.22	35.57	35.48	41.37	33.10	39.38	40.17
单位成本(元/公斤)	594.57	756.90	673.62	746.14	772.26	809.33	836.03	852.75
毛利率(%)	64.25%	55.01%	62.16%	62.25%	60.80%	41.31%	40.56%	40.56%
毛利(百万元)	19.78	24.33	22.11	22.09	25.2	13.7	16.0	16.3
头均毛利(元)	1068.55	925.47	1106.56	1230.39	1197.7	569.7	570.5	582.0
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	450.00	588.00	588.00
销售收入(百万元)					20.34	19.35	29.99	29.99
单位成本(元/公斤)					353.51	370.48	382.71	390.36
毛利率(%)					37.43%	17.67%	34.91%	33.61%
毛利(百万元)					7.6	3.4	10.5	10.1
头均毛利(元)					211.5	79.5	205.3	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	237.9	295.4
销售收入(百万元)	428.72	440.86	1134.27	1490.63	2001.93	2586.85	3914.97	5193.41
毛利率(%)	27.69%	21.98%	38.53%	28.06%	20.65%	9.78%	21.41%	24.67%
毛利(百万元)	118.71	96.91	437.09	418.32	413.35	252.97	838.12	1281.37
头均毛利(元)	304.76	269.96	716.80	455.91	309.16	135.49	352.30	433.77

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 牧原股份财务三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销货净收入	1,134	1,491	2,044	2,587	3,915	5,193	货币资金	91	178	188	517	783	918
增长率	155.12%	31.4%	37.1%	26.5%	51.3%	32.7%	应收款项	3	0	0	22	20	30
销货成本	-633	-974	-1,481	-2,128	-2,812	-3,589	存货	428	506	1,021	1,075	1,396	1,778
%收入	55.8%	65.3%	72.4%	82.3%	71.8%	69.1%	其他流动资产	110	32	31	121	251	200
毛利	501	517	564	459	1,103	1,604	流动资产合计	632	716	1,240	1,735	2,449	2,927
%收入	44.2%	34.7%	27.6%	17.7%	28.2%	30.9%	%总资产	42.5%	33.4%	38.3%	40.6%	45.6%	47.5%
销售及行政费用	-50	-67	-69	-101	-145	-187	长期投资	31	24	29	29	29	29
%收入	4.4%	4.5%	3.4%	3.9%	3.7%	3.6%	固定资产	796	1,285	1,810	2,309	2,651	2,915
EBITDA	451	450	494	358	958	1,417	无形资产	30	116	156	201	245	288
%收入	39.7%	30.2%	24.2%	13.8%	24.5%	27.3%	非流动资产合计	857	1,425	1,994	2,539	2,924	3,231
折旧与摊销	-64	-99	-159	-206	-265	-323	%总资产	57.5%	66.6%	61.7%	59.4%	54.4%	52.5%
%收入	5.6%	6.6%	7.8%	8.0%	6.8%	6.2%	资产总计	1,489	2,140	3,235	4,274	5,373	6,158
EBIT	387	351	336	152	693	1,094	短期借款	481	568	1,122	1,319	1,802	999
%收入	34.1%	23.5%	16.4%	5.9%	17.7%	21.1%	应付款项	60	73	219	173	239	317
利息费用	-41	-51	-76	-100	-133	-138	其他流动负债	8	19	22	88	43	56
投资收益	-1	1	0	2	1	1	流动负债	550	659	1,363	1,580	2,083	1,373
税前经营收益	345	301	260	54	561	958	长期贷款	210	454	614	714	714	1,214
%收入	30.4%	20.2%	12.7%	2.1%	14.3%	18.4%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
其他非经营收益	12	31	44	31	34	38	负债	760	1,113	1,978	2,294	2,798	2,588
税前利润	357	332	304	85	595	995	普通股股东权益	729	1,027	1,257	1,979	2,575	3,570
%收入	31.4%	22.3%	14.9%	3.3%	15.2%	19.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
所得税	0	-2	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,489	2,140	3,235	4,274	5,373	6,158
所得税率	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	比率分析						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
归属于普通股股东净利润	357	330	304	85	595	995	每股指标						
净利率	31.4%	22.1%	14.9%	3.3%	15.2%	19.2%	每股收益(元)	1.682	1.558	1.433	0.351	2.460	4.112
							每股净资产(元)	3.438	4.845	5.928	8.180	10.640	14.752
							每股经营现金净流(元)	0.840	1.917	0.570	0.645	2.426	4.821
							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%	4.29%	23.12%	27.87%
							总资产收益率	23.96%	15.43%	9.39%	1.99%	11.08%	16.16%
							投入资本收益率	29.78%	18.87%	12.09%	4.39%	16.20%	22.63%
							增长率						
							主营业务收入增长率	155.17%	31.44%	37.13%	26.53%	51.34%	32.66%
							EBIT增长率	423.15%	-9.25%	-4.34%	-54.71%	355.86%	57.86%
							净利润增长率	316.58%	-7.41%	-7.99%	-72.06%	601.49%	67.13%
							总资产增长率	66.89%	43.77%	51.13%	32.12%	25.73%	14.61%
							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	232.2	178.7	149.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	82.46%	82.18%	123.25%	76.57%	67.31%	36.29%
							EBIT利息保障倍数	10.9	8.8	6.5	3.6	7.2	10.3

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。