

牧原股份(002714.SZ)

高增长、高景气，猪价反转首选标的

评级： 买入 **前次： 买入**
目标价(元)： 80.25
 分析师 分析师
 谢刚 陈奇
 S0740510120005 chenqi@r.qlzq.com.cn
 021-20315178 联系人
 xiegang@r.qlzq.com.cn 刁凯峰
 2016年2月25日 diaokf@r.qlzq.com.cn

基本状况

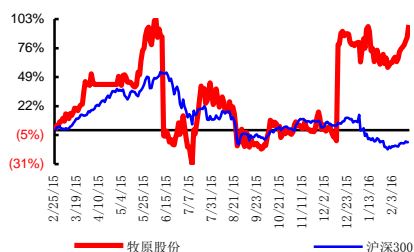
总股本(百万股)	517
流通股本(百万股)	154
市价(元)	51.3
市值(百万元)	26,516
流通市值(百万元)	7,876

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,604.7	3,003.4	5,557.6	6,550.1	6,797.6
营业收入增速	27.41%	15.31%	85.04%	17.86%	3.78%
净利润增长率	-73.60%	642.97	178.26	6.53%	-18.95%
摊薄每股收益(元)	0.33	1.15	3.21	3.42	2.77
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/市场)					
市盈率(倍)	132.77	40.83	15.99	15.01	18.52
PEG	—	0.06	0.09	2.30	—
每股净资产(元)	8.05	6.81	10.02	13.44	16.21
每股现金流量	1.88	1.77	2.88	3.99	3.30
净资产收益率	4.12%	16.92%	32.01%	25.43%	17.09%
市净率	5.47	6.91	5.12	3.82	3.16
总股本(百万股)	242.00	516.87	516.87	516.87	516.87

备注：市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 事件：公司公布2015年年报，实现营业收入30.03亿元，同比增长15.31%，实现归属于上市公司股东净利润5.96亿元，同比增长642.97%。**
- 2015年牧原兑现出栏与业绩目标，盈利优化能力显现。**公司2015年共实现191.90万头生猪销售与近6亿元业绩，其中商品猪业绩超过5.1亿元(171.05万头、单头盈利300元)，其余为0.54万头种猪与20.31万头仔猪贡献，加之此前的自用母猪出栏，兑现此前200万头出栏目标与业绩目标。其中2015年四季度，公司还根据行情比较(育肥成本与仔猪销售价格)提前出栏、增加仔猪销量，显示了优化盈利能力。
- 产能高速扩张、效率不断提升，2016年公司业绩有超预期可能。**按普遍的预期，2016年公司在单头盈利600元/头与270万头大猪体量下，预计业绩达到16亿元。我们认为公司不仅能兑现业绩，还有超预期可能：(1)考虑到公司12月份增加了能繁母猪11.6万头，考虑到妊娠及育肥时间，保守预计增量母猪2016年仅能出栏一胎大猪(psy按20-22)，则至少也有100万头商品猪增量，因此全年达到300万头目标确定性高，并有超预期可能；(2)当前，公司饲料结构也有所调整，“玉米+豆粕”的组合比例增大，成本具备持续下行空间；(3)同时公司2015年做了猪舍清群、关停部分低效率养殖场的工作，整体养殖效率仍有提升空间。
- 新一轮上涨周期投资看业绩兑现，自繁自养龙头牧原的是绝佳标的。**综合2015年7-12月份仔猪出生大幅下滑，以及2015年1-5月份能繁母猪高速淘汰(环比在1.2%-2.3%，且多数是行情低迷与政府环保导致的提前淘汰)，预计2016年2-3月猪价将开启新一轮上涨征程，高点有望在9-10月出现。但与传统周期急上直下的特征不同，本轮猪周期在景气最高点来临前，经历至少长达1年时间的景气高位期(2015年7月至2016年8月)。因此与传统周期股投资不等业绩兑现而在最高点卖出不同，拥有业绩持续兑现

并超预期能力的一线养殖股拥有溢价（执行力强、成本动态优化能力强、没有前期业绩转移的风险等），而业绩无法完全兑现的二线养殖股面临折价。因此我们在猪周期启动新一轮投资行情的当下，强烈推荐配置自繁自养一体化的绝对龙头牧原股份。

- 预计公司 2016-18 年 eps 分别为 3.21、3.42、2.77，按照 2016 年 25xPE 估值，我们给出牧原股份的目标价为 80.25 元，维持“买入”评级。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，建议投资者继续买入，参与猪价上涨的行情。

图表 1：牧原股份主营

商品猪	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
产能（万头）	195.00	235.00	250.00	330.00	350.00	400.00
销量（万头）	128.00	165.00	170.00	280.00	350.00	400.00
头均重量（公斤）	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00
销量（千克）	140800000	181500000	187000000	308000000	385000000	440000000
平均售价(元/公斤)	13.78	12.80	15.10	17.50	16.50	15.00
	-6.30%	-7.11%	17.97%	15.89%	-5.71%	-9.09%
销售收入（百万元）	1940.22	2323.20	2823.70	5390.00	6352.50	6600.00
单位成本（元/公斤）	11.08	11.61	11.50	11.40	11.40	11.40
毛利率（%）	19.62%	9.31%	23.84%	34.86%	30.91%	24.00%
毛利（百万元）	380.6	216.2	673.2	1878.8	1963.5	1584.0
头均毛利（元）	297.3	131.0	396.0	671.0	561.0	396.0
种猪	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
销量（头）	14469	22000	5400	28000	28000	28000
平均售价(元/头)	1970.00	1379.00	1700.00	1700.00	1700.00	1700.00
销售收入（百万元）	28.50	30.34	9.18	47.60	47.60	47.60
单位成本（元/公斤）	772.26	809.33	817.42	833.77	870.00	871.00
毛利率（%）	60.80%	41.31%	51.92%	50.95%	48.82%	48.76%
毛利（百万元）	17.3	12.5	4.8	24.3	23.2	23.2
头均毛利（元）	1197.7	569.7	882.6	866.2	830.0	829.0
仔猪	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
销量（头）	24367	150000	203100	200000	250000	250000
平均售价(元/头)	565.00	450.00	550.00	600.00	600.00	600.00
销售收入（百万元）	13.77	67.50	111.71	120.00	150.00	150.00
单位成本（元/公斤）	353.51	370.48	365.00	360.00	360.00	360.00
毛利率（%）	37.43%	17.67%	33.64%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利（百万元）	5.2	11.9	37.6	48.0	60.0	60.0
头均毛利（元）	211.5	79.5	185.0	240.0	240.0	240.0

来源：中泰证券研究所

图表 2：牧原股份三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	2,044	2,605	3,003	5,558	6,550	6,798
增长率	37.13%	27.4%	15.3%	85.0%	17.9%	3.8%
营业成本	-1,639	-2,403	-2,264	-3,607	-4,503	-5,130
% 销售收入	80.2%	92.3%	75.4%	64.9%	68.8%	75.5%
毛利	405	201	740	1,951	2,047	1,667
% 销售收入	19.8%	7.7%	24.6%	35.1%	31.2%	24.5%
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	-6	-5	-6	-8	-11	-14
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-63	-74	-102	-144	-164	-184
% 销售收入	3.1%	2.8%	3.4%	2.6%	2.5%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	336	122	632	1,798	1,872	1,470
% 销售收入	16.4%	4.7%	21.0%	32.4%	28.6%	21.6%
财务费用	-76	-103	-127	-153	-120	-57
% 销售收入	3.7%	4.0%	4.2%	2.8%	1.8%	0.8%
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	0	2	1	1	1	1
% 税前利润	0.0%	2.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	260	21	505	1,646	1,753	1,415
营业利润率	12.7%	0.8%	16.8%	29.6%	26.8%	20.8%
营业外收支	44	59	90	20	22	24
税前利润	304	80	596	1,666	1,775	1,439
利润率	14.9%	3.1%	19.8%	30.0%	27.1%	21.2%
所得税	0	0	0	-8	-9	-7
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
净利润	304	80	596	1,658	1,766	1,432
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	304	80	596	1,658	1,766	1,432
净利率	14.9%	3.1%	19.8%	29.8%	27.0%	21.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	304	80	596	1,658	1,766	1,432
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	159	153	227	360	369	403
非经营收益	76	104	125	163	142	81
营运资金变动	-417	117	-32	-694	-212	-212
经营活动现金净流	121	455	915	1,487	2,065	1,705
资本开支	656	734	1,799	760	755	753
投资	0	-136	-513	-24	-24	-24
其他	-6	1	0	1	1	1
投资活动现金净流	-663	-869	-2,311	-783	-778	-776
股权募资	0	677	993	0	0	0
债权募资	714	41	938	311	-824	-748
其他	-179	-169	-152	-184	-165	-107
筹资活动现金净流	536	549	1,779	126	-989	-854
现金净流量	-6	136	384	831	298	74

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	188	338	836	1,667	1,965	2,039
应收款项	0	0	0	0	0	0
存货	1,021	1,035	1,156	1,670	2,071	2,403
其他流动资产	31	138	521	540	534	540
流动资产	1,240	1,511	2,514	3,878	4,570	4,983
% 总资产	38.3%	36.7%	35.6%	43.7%	45.7%	46.1%
长期投资	29	48	47	71	95	119
固定资产	1,810	2,349	4,153	4,556	4,951	5,312
% 总资产	56.0%	57.0%	58.8%	51.3%	49.5%	49.1%
无形资产	156	172	170	186	199	212
非流动资产	1,994	2,609	4,554	4,997	5,430	5,827
% 总资产	61.7%	63.3%	64.4%	56.3%	54.3%	53.9%
资产总计	3,235	4,119	7,068	8,876	10,000	10,810
短期借款	1,122	1,256	1,987	2,197	1,273	425
应付款项	219	362	864	682	850	967
其他流动负债	22	32	37	60	73	82
流动负债	1,363	1,650	2,888	2,938	2,196	1,475
长期贷款	614	520	547	647	747	847
其他长期负债	0	0	96	96	96	96
负债	1,978	2,170	3,531	3,681	3,039	2,418
普通股股东权益	1,257	1,948	3,522	5,180	6,946	8,378
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,235	4,118	7,053	8,861	9,986	10,796

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	1.433	0.331	1.153	3.208	3.417	2.770
每股净资产(元)	5.928	8.051	6.814	10.022	13.439	16.209
每股经营现金净流(元)	0.570	1.882	1.771	2.878	3.995	3.298
每股股利(元)	0.000	0.000	0.353	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.17%	4.12%	16.92%	32.01%	25.43%	17.09%
总资产收益率	9.39%	1.95%	8.45%	18.71%	17.69%	13.26%
投入资本收益率	12.09%	3.66%	12.21%	28.46%	26.97%	19.52%
增长率						
营业总收入增长率	37.13%	27.41%	15.31%	85.04%	17.86%	3.78%
EBIT增长率	-4.34%	-63.64%	417.38%	184.70%	4.09%	-21.46%
净利润增长率	-7.99%	-73.60%	642.97%	178.26%	6.53%	-18.95%
总资产增长率	51.13%	27.32%	71.27%	25.58%	12.67%	8.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	—	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	170.1	156.2	176.7	167.6	166.8	170.4
应付账款周转天数	23.1	32.1	63.4	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	227.5	225.5	310.9	223.0	189.2	181.1
偿债能力						
净负债/股东权益	123.25%	73.85%	48.19%	22.72%	0.79%	-9.16%
EBIT利息保障倍数	4.4	1.2	5.0	11.8	15.6	26.0
资产负债率	61.14%	52.69%	50.06%	41.54%	30.44%	22.40%

来源：中泰证券研究所

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。