

牧原股份(002714.SZ)

大股东全额认购 50 亿定增，打造千亿级别

养殖巨头！

 评级：**买入** 前次：**买入**

 目标价(元)：**76.5**

分析师

分析师

陈奇

谢刚

S0740514070005

021-20315178

021-20315189

xiegang@r.qlzq.com.cn

chenqi@r.qlzq.com.cn

联系人 刁凯峰

2016 年 04 月 10 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)	60.65
市值(百万元)	31,348
流通市值(百万元)	9,311

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,604.7	3,003.4	6,059.6	6,357.6	6,357.6
营业收入增速	27.41%	15.31%	101.75	4.92%	0.00%
净利润增长率	-73.60%	642.97	268.74	-24.43%	-34.83%
摊薄每股收益(元)	0.33	1.15	4.25	3.21	2.09
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	12.07	15.97	24.50
PEG	—	0.06	0.04	—	—
每股净资产(元)	8.05	6.81	11.06	14.28	16.37
每股现金流量	1.88	1.77	3.92	3.73	2.57
净资产收益率	4.12%	16.92%	38.42%	22.50%	12.79%
市净率	5.47	6.91	4.64	3.59	3.13
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：公司公告定增募集 50 亿资金，大股东、员工持股计划全员认购，资金用于生猪项目、偿还银行贷款及补充，同时公司于 4 月 11 日复牌。**
- **公司定增募集资金继续扩张产能，产业资本全额认购，量增逻辑下高速成长可期。**
- 本次非公开发行股票募集的资金总额预计不超过 50 亿元，扣除发行费用后，将用于生猪产能扩张项目 17.76 亿元、偿还银行贷款 18 亿元，剩余部分将用于补充公司流动资金。本次非公开发行股票数量为不超过 1.01 亿股，定价基准为 49.69 元/股，其中牧原集团认购不少于 8,049.90 万股，本公司员工持股计划认购不超过 2,012.48 万股。本次定增锁定期为 3 年，项目中产能增量为 207.5 万头。
- 公司第二期员工持股计划的参与对象包含本公司董监高及其他员工，以及本公司下属全资子公司的高管及员工。员工持股人数合计不超过 600 人，存续期为 48 个月。
- 在当前产业集中度低、养殖规模化的背景下，产业资本核心关注在超额收益仍持续的情况下，穿越周期的量增逻辑（未来每年以 30-50% 产能高速增长，按下一轮高点看则市值年复合增长率处于较高水平）。本次在阶段性股价高位，但大股东及员工全额认购定增，这核心体现了管理层坚定看好公司未来成长性（战略执行力高、成本管控水平优秀），并进一步完善激励机制。
- **中期来看，16 年业绩具备超预期可能，新一轮养殖投资优秀标的。**按 2016 年公司在单头盈利 800 元/头与 270 万头大猪体量下，预计业绩达到 21 亿元而超市场预期。按 1-3 月仔猪死亡率阶段性上升判断，猪价高点预计在 3 季度的 22-24 元/公斤，当前生猪养殖进入业绩兑现阶段，拥有业绩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。

- 暂不考虑定增，预计公司 2016-18 年 eps 分别为 4.25、3.21、2.93，按照 2016 年 18xPE 估值，我们给出牧原股份的目标价为 76.5 元，维持“买入”评级。公司质地优异、口碑一流，受益于 2015-17 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。

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	19.00	16.00	14.00
	-6.30%	-7.11%	17.97%	25.83%	-15.79%	-12.50%
销售收入(百万元)	1940.22	2323.20	2823.70	5852.00	6160.00	6160.00
单位成本(元/公斤)	11.08	11.61	11.50	11.30	11.30	11.30
毛利率(%)	19.62%	9.31%	23.84%	40.53%	29.38%	19.29%
毛利(百万元)	380.6	216.2	673.2	2371.6	1809.5	1188.0
头均毛利(元)	297.3	131.0	396.0	847.0	517.0	297.0
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	800.00	600.00	600.00
销售收入(百万元)	13.77	67.50	111.71	160.00	150.00	150.00
单位成本	353.51	370.48	365.00	330.00	330.00	330.00
毛利率(%)	37.43%	17.67%	33.64%	58.75%	45.00%	45.00%
毛利(百万元)	5.2	11.9	37.6	94.0	67.5	67.5
头均毛利(元)	211.5	79.5	185.0	470.0	270.0	270.0

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	6,060	6,358	6,358
增长率	37.13%	27.4%	15.3%	101.6%	4.9%	0.0%
营业成本	-1,639	-2,403	-2,264	-3,570	-4,457	-5,079
% 销售收入	80.2%	92.3%	75.4%	58.9%	70.1%	79.9%
毛利	405	201	740	2,490	1,900	1,279
% 销售收入	19.8%	7.7%	24.6%	41.1%	29.9%	20.1%
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	-9	-11	-13
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-63	-74	-102	-158	-159	-172
% 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	2,323	1,730	1,094
% 销售收入	16.4%	4.7%	21.0%	38.3%	27.2%	17.2%
财务费用	-76	-103	-127	-136	-85	-32
% 销售收入	3.7%	4.0%	4.2%	2.2%	1.3%	0.5%
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%	0.0%	0.1%	0.1%
营业利润	260	21	505	2,188	1,647	1,063
营业利润率	12.7%	0.8%	16.8%	36.1%	25.9%	16.7%
营业外收支	44	59	90	20	22	24
税前利润	304	80	596	2,208	1,669	1,088
利润率	14.9%	3.1%	19.8%	36.4%	26.2%	17.1%
所得税	0	0	0	-11	-8	-5
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
净利润	304	80	596	2,197	1,660	1,082
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	2,197	1,660	1,082
净利率	14.9%	3.1%	19.8%	36.3%	26.1%	17.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	188	338	836	1,818	1,907	1,926
应收款项	0	0	0	0	0	0
存货	1,021	1,035	1,156	1,652	2,047	2,377
其他流动资产	31	138	521	540	534	540
流动资产	1,240	1,511	2,514	4,010	4,489	4,843
% 总资产	38.3%	36.7%	35.6%	44.5%	45.3%	45.4%
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%	50.6%	49.9%	49.8%
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%	55.5%	54.7%	54.6%
资产总计	3,235	4,119	7,068	9,008	9,918	10,670
短期借款	1,122	1,256	1,987	1,796	768	214
应付款项	219	362	864	676	841	957
其他流动负债	22	32	37	60	72	81
流动负债	1,363	1,650	2,888	2,532	1,682	1,252
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	3,274	2,525	2,194
普通股股东权益	1,257	1,948	3,522	5,719	7,379	8,462
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	8,994	9,904	10,656

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	4.251	3.212	2.094
每股净资产(元)	5.928	8.051	6.814	11.065	14.277	16.371
每股经营现金净流(元)	0.570	1.882	1.771	3.916	3.728	2.572
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%	38.42%	22.50%	12.79%
总资产收益率	9.39%	1.95%	8.45%	24.43%	16.76%	10.15%
投入资本收益率	12.09%	3.66%	12.21%	36.85%	24.98%	14.56%
增长率						
营业总收入增长率	37.13%	27.41%	15.31%	101.75%	4.92%	0.00%
EBIT增长率	-4.34%	-63.64%	417.38%	267.82%	-25.51%	-36.76%
净利润增长率	-7.99%	-73.60%	642.97%	268.74%	-24.43%	-34.83%
总资产增长率	51.13%	27.32%	71.27%	27.45%	10.11%	7.58%
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	204.5	194.9	193.6
偿债能力						
净负债/股东权益	123.25%	73.85%	48.19%	10.94%	-5.31%	-10.23%
EBIT利息保障倍数	4.4	1.2	5.0	17.1	20.4	34.2
资产负债率	61.14%	52.69%	50.06%	36.41%	25.49%	20.59%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	304	80	596	2,197	1,660	1,082
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	148	108	55
营运资金变动	-417	117	-32	-682	-211	-211
经营活动现金净流	121	455	915	2,024	1,927	1,329
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	-90	-928	-455
其他	-179	-169	-152	-169	-131	-80
筹资活动现金净流	536	549	1,779	-260	-1,059	-535
现金净流量	-6	136	384	982	89	19

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。