

牧原股份 (002714)

证券研究报告

2017年06月01日

对外投资公告点评：跑马圈地，产能迅速扩张！

事件：5月31日，公司发布公告称：公司拟以自有资金出资3亿元新设15家生猪一体化养殖子公司，每家注册资本拟均为2000万元，其中安徽省4家、山东省4家、河南省3家、湖北省1家、黑龙江省1家、吉林省1家、山西省1家。

1、产能快速扩张，以出栏规模削减猪价下跌影响。

公司拟以自有资金出资3亿元新设15家子公司，布局安徽、山东、河南、湖北、黑龙江、吉林、山西。公司所布局区域，一方面，处于或靠近主销区，具有地理位置优势；另一方面，靠近粮食主产区，具有成本优势，为实现从良种繁育、饲料加工、生猪养殖、畜产品加工、猪粪处理一体化的规模养猪模式提供可能。2017年，公司生猪出栏规模快速增长。公司预计出栏生猪600-800万头。截止1季度，现有生产性生物资产13.31亿元，预计能繁母猪存栏约35万头，足够支撑公司产能的快速扩张。

2、灵活借力资本市场，改善财务结构，助力长期发展。

截止一季度，与同行业上市公司相比，公司资产负债率(合并报表)约57%高于同行业公司行业的平均水平38%(合并报表)，流动比率0.65和速动比率0.15低于同行业上市公司的平均水平2.32、1.48。根据前期公司公告，公司拟非公开发行扩张生猪产能，预计将降低资产负债率，降低公司的偿债风险和流动性风险。

3、猪周期延长，穿越周期或可期。

2017年，由于国内环保政策收紧，散户大规模退出养殖，导致补栏进程缓慢。虽然PSY的快速提升部分弥补了能繁母猪产能的不足，但是猪价下行周期却被拉长。我们预计，2017年生猪均价约15-16元/公斤。照此推算，公司2017年头均净利约500元，盈利将达30-40亿元，穿越周期实现增长！

4、员工持股彰显发展信心。

公司公告，拟增发数量不超过1.25亿股，增发数量为1.25亿股，牧原集团认购不少于0.84亿股，公司员工持股计划认购不超过0.41亿股，彰显公司全体员工对未来几年业绩增长的良好信心。

投资建议：

产能快速扩张弥补了猪价下行的不利影响，超长猪周期下猪价高位震荡为业绩增长创造条件。预计2017-2019年，公司净利润分别为32.59/29.73/38.53亿元，同比增长40.36%、-8.78%、29.61%，对应EPS分别为2.81/2.57/3.33元/股，考虑到猪价下行风险，给予10.7倍PE，目标价30元，维持“买入”评级。

风险提示：产能扩张不达预期；猪价不达预期；

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,003.47	5,605.91	10,404.33	14,506.03	19,508.11
增长率(%)	15.31	86.65	85.60	39.42	34.48
EBITDA(百万元)	859.67	2,867.35	3,540.54	3,180.78	4,001.25
净利润(百万元)	595.85	2,321.90	3,259.06	2,972.82	3,853.00
增长率(%)	642.97	289.68	40.36	(8.78)	29.61
EPS(元/股)	0.51	2.00	2.81	2.57	3.33
市盈率(P/E)	46.95	12.05	8.58	9.41	7.26
市净率(P/B)	7.94	4.94	2.89	2.21	1.69
市销率(P/S)	9.31	4.99	2.69	1.93	1.43
EV/EBITDA	30.06	9.61	8.35	8.50	6.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/畜禽养殖
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	23.76元
目标价格	30元
上次目标价	34元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,158.46
流通A股股本(百万股)	602.09
A股总市值(百万元)	27,525.09
流通A股市值(百万元)	14,305.65
每股净资产(元)	6.13
资产负债率(%)	56.79
一年内最高/最低(元)	55.20/22.52

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《牧原股份-公司点评:2016年报&2017Q1业绩点评：产能迅速扩张，17年业绩增长可期!》 2017-04-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	836.29	983.91	832.35	1,388.08	4,494.38
应收账款	0.22	0.26	0.63	0.61	1.05
预付账款	8.38	45.79	41.24	97.87	120.48
存货	1,156.00	2,618.05	4,268.87	7,679.86	9,177.19
其他	512.89	70.17	237.85	273.64	193.89
流动资产合计	2,513.78	3,718.17	5,380.93	9,440.06	13,987.00
长期股权投资	46.79	47.33	47.33	47.33	47.33
固定资产	3,393.74	7,483.22	7,978.90	8,463.22	8,471.76
在建工程	758.85	850.97	750.58	525.29	262.65
无形资产	169.83	232.84	225.72	218.60	211.48
其他	184.54	598.80	307.33	380.10	428.74
非流动资产合计	4,553.75	9,213.15	9,309.86	9,634.54	9,421.95
资产总计	7,067.53	12,931.32	14,690.78	19,074.60	23,408.94
短期借款	1,773.00	2,500.00	2,003.97	0.00	0.00
应付账款	569.60	1,703.16	1,560.81	4,246.15	4,389.02
其他	545.81	990.79	1,057.82	1,639.47	1,817.05
流动负债合计	2,888.41	5,193.95	4,622.60	5,885.62	6,206.07
长期借款	546.84	995.35	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	992.32	330.77	441.03	588.04
其他	110.27	88.26	66.52	88.35	81.04
非流动负债合计	657.11	2,075.92	397.30	529.38	669.09
负债合计	3,545.53	7,269.87	5,019.89	6,415.00	6,875.16
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	516.87	1,033.75	1,158.46	1,158.46	1,158.46
资本公积	1,456.16	939.29	1,564.95	1,580.84	1,602.03
留存收益	3,005.13	4,627.70	8,512.43	11,501.14	15,375.32
其他	(1,456.16)	(939.29)	(1,564.95)	(1,580.84)	(1,602.03)
股东权益合计	3,522.01	5,661.45	9,670.89	12,659.60	16,533.78
负债和股东权益总	7,067.53	12,931.32	14,690.78	19,074.60	23,408.94

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	595.85	2,321.90	3,259.06	2,972.82	3,853.00
折旧摊销	226.74	467.11	211.83	248.09	261.22
财务费用	124.84	178.54	151.19	48.48	(24.96)
投资损失	(1.33)	(8.12)	(3.82)	(4.42)	(5.45)
营运资金变动	(444.88)	(1,406.88)	(1,510.18)	(283.78)	(1,215.07)
其它	414.19	(270.08)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	915.40	1,282.47	2,108.08	2,981.19	2,868.74
资本支出	1,917.41	4,734.26	621.73	478.17	7.31
长期投资	(0.90)	0.54	0.00	0.00	0.00
其他	(4,227.86)	(8,600.77)	(1,122.58)	(989.64)	(23.04)
投资活动现金流	(2,311.35)	(3,865.97)	(500.85)	(511.47)	(15.73)
债权融资	2,533.59	5,074.58	2,716.59	835.20	1,042.35
股权融资	865.19	(172.24)	599.20	(32.59)	46.15
其他	(1,619.30)	(2,230.96)	(5,074.58)	(2,716.59)	(835.20)
筹资活动现金流	1,779.49	2,671.38	(1,758.79)	(1,913.98)	253.30
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	383.54	87.87	(151.56)	555.74	3,106.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,003.47	5,605.91	10,404.33	14,506.03	19,508.11
营业成本	2,263.91	3,044.44	6,744.31	11,102.17	15,154.46
营业税金及附加	0.00	6.24	3.86	7.17	12.86
营业费用	6.20	13.56	22.60	32.18	44.28
管理费用	101.75	149.54	308.66	436.24	561.93
财务费用	127.50	172.24	151.19	48.48	(24.96)
资产减值损失	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.33	8.12	3.82	4.42	5.45
其他	(2.67)	(16.25)	(7.63)	(8.85)	(10.91)
营业利润	505.43	2,228.01	3,177.53	2,884.21	3,764.99
营业外收入	91.58	96.65	82.95	90.39	90.00
营业外支出	1.16	2.76	1.42	1.78	1.99
利润总额	595.85	2,321.90	3,259.06	2,972.82	3,853.00
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	595.85	2,321.90	3,259.06	2,972.82	3,853.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	595.85	2,321.90	3,259.06	2,972.82	3,853.00
每股收益(元)	0.51	2.00	2.81	2.57	3.33

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.31%	86.65%	85.60%	39.42%	34.48%
营业利润	2309.65%	340.81%	42.62%	-9.23%	30.54%
归属于母公司净利润	642.97%	289.68%	40.36%	-8.78%	29.61%
获利能力					
毛利率	24.62%	45.69%	35.18%	23.47%	22.32%
净利率	19.84%	41.42%	31.32%	20.49%	19.75%
ROE	16.92%	41.01%	33.70%	23.48%	23.30%
ROIC	18.91%	47.67%	36.37%	26.07%	31.89%
偿债能力					
资产负债率	50.17%	56.22%	34.17%	33.63%	29.37%
净负债率	1.62%	3.10%	12.53%	11.62%	25.35%
流动比率	0.87	0.72	1.16	1.60	2.25
速动比率	0.47	0.21	0.24	0.30	0.78
营运能力					
应收账款周转率	26,934.22	23,493.03	23,493.03	23,493.03	23,493.03
存货周转率	2.74	2.97	3.02	2.43	2.31
总资产周转率	0.54	0.56	0.75	0.86	0.92
每股指标(元)					
每股收益	0.51	2.00	2.81	2.57	3.33
每股经营现金流	0.79	1.11	1.82	2.57	2.48
每股净资产	3.04	4.89	8.35	10.93	14.27
估值比率					
市盈率	46.95	12.05	8.58	9.41	7.26
市净率	7.94	4.94	2.89	2.21	1.69
EV/EBITDA	30.06	9.61	8.35	8.50	6.02
EV/EBIT	40.83	11.48	8.88	9.22	6.44

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com