

## 牧原股份(002714)/畜禽养殖

## 共享文化延续, 高成长确定

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 26.40

目标价格: 30.25

分析师: 陈奇

执业证书编号: S0740514070005

电话: 021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

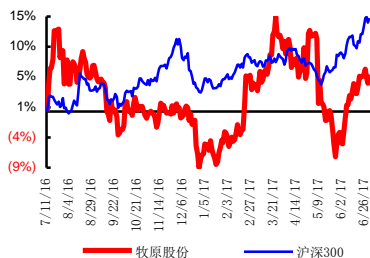
联系人: 陈露

电话: 010-59013787

Email: chenlu@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,158
流通股本(百万股)	602
市价(元)	26.4
市值(百万元)	30,583
流通市值(百万元)	15,895

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 牧原股份(002714)5月销售数据点评:出栏量保持高增长,成本优势奠定持续盈利
- 2 牧原股份(002714)2016年年报和2017年一季报点评:业绩持续兑现,产能扩张速度超预期
- 3 牧原股份(002714)点评:出栏量大幅增长,低估值龙头,维持买入

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,003.47	5,605.91	9,650.00	13,314.0	15,285.0
增长率 yoy%	15.31%	86.65%	72.14%	37.97%	14.80%
净利润(百万元)	595.85	2,321.90	2,775.80	2,880.58	2,928.91
增长率 yoy%	642.97%	289.68%	19.55%	3.77%	1.68%
每股收益(元)	1.15	2.25	2.40	2.49	2.53
每股现金流量	1.77	1.24	3.29	3.29	3.57
净资产收益率	16.92%	41.01%	24.16%	20.05%	16.93%
P/E	40.83	10.36	11.02	10.62	10.44
PEG	0.06	0.04	0.56	2.81	6.22
P/B	6.91	4.25	2.66	2.13	1.77

备注:以2017年06月29日收盘价为准

**投资要点**

- **事件:**公司发布第三期员工持股计划(草案),募集不超过3亿元(每份1万元),全额认购专项的集合资金信托计划的次级份额。该信托计划拟募集不超过8亿元(每份1万元),按不超过2:1的杠杆比例设置优先份额和次级份额。持股计划主要通过二级市场购买的方式购买和持有公司股票,认购股票数量不超过3060.38万股,且不超过公司总股本的2.64%。
- **共享未来高成长,中长期看好公司发展。**公司在2015和2016年通过定增方式实行了第一期和第二期员工持股计划,本次持股计划采用杠杆配比方式,认购信托计划的次级份额,参与人包括公司董监高和公司及子公司员工不超过5000人,并主要通过二级市场购买的方式,展示出员工对公司未来价值成长的坚定信心。公司通过员工持股计划,有效调动员工的积极性和创造性,利益共享,并在公司发展的关键期进一步完善公司治理结构,健全长期、有效的激励约束机制。
- **出栏量保持高速增长,多重融资方式助力扩张步伐。**截至5月底,公司2017年累计出栏216.8万头,同比增长146%。草根调研显示,公司当前产能布局已达到千万头,2017-18年出栏量有望达到650-700万头,950-1000万头。自去年下半年以来,公司采用多种融资方式(定增、优先股、债券等)继续扩张,并迈出河南,在安徽、山东、湖北、东北、山西等多地成立子公司,跑马圈地的速度保持行业领先。
- **产能高速增长抵抗猪价下滑,盈利水平有望保持稳定。**作为生猪养殖板块中产能扩张速度最快的企业,公司抓紧养殖规模化浪潮大力扩张,伴随今年河南、山东、湖北地区的产能释放,尽管猪价中枢继续下行,但公司成本优势领先,今明两年仍有望保持较为稳定的盈利水平。值得注意的是,在快速扩张产能的同时,公司在公司治理、经营管理(采购、信息化等)多方面不断改革创新,生猪养殖业对员工管理水平和责任心的要求较高,共享文化的延续为公司的优势延续奠定强大的软实力。从估值角度,我们预计公司2017-19年出栏量保持200-300万头增加,归母净利润保持在27-29亿元,当前股价对应2017年的估值水平仅10-11X,此次员工持股计划通过二级市场购买,也形成了一定的安全边际,维持“买入”评级。
- **风险提示:**猪价大幅下跌;产能释放速度不及预期;疫病灾害等。

**图表 1：牧原股份三张报表**

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	260,476	300,347	560,591	965,000	1,331,400	1,528,500
增长率	27.41%	15.3%	86.6%	72.1%	38.0%	14.8%
营业成本	-240,329	-226,391	-304,444	-657,100	-1,001,040	-1,185,750
%销售收入	92.3%	75.4%	54.3%	68.1%	75.2%	77.6%
毛利	20,147	73,956	256,146	307,900	330,360	342,750
%销售收入	7.7%	24.6%	45.7%	31.9%	24.8%	22.4%
营业税金及附加	0	0	-624	-965	-1,331	-1,529
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-529	-620	-1,366	-2,123	-2,929	-3,363
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-7,410	-10,175	-14,954	-28,564	-39,942	-45,855
%销售收入	2.8%	3.4%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	12,208	63,161	239,212	276,248	286,158	292,004
%销售收入	4.7%	21.0%	42.7%	28.6%	21.5%	19.1%
财务费用	-10,310	-12,750	-17,224	-8,168	-7,599	-8,613
%销售收入	4.0%	4.2%	3.1%	0.8%	0.6%	0.6%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	199	133	812	500	500	500
%税前利润	2.5%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	2,098	50,543	222,801	268,580	279,058	283,891
营业利润率	0.8%	16.8%	39.7%	27.8%	21.0%	18.6%
营业外收支	5,922	9,042	9,389	9,000	9,000	9,000
税前利润	8,020	59,585	232,190	277,580	288,058	292,891
利润率	3.1%	19.8%	41.4%	28.8%	21.6%	19.2%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	8,020	59,585	232,190	277,580	288,058	292,891
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	8,020	59,585	232,190	277,580	288,058	292,891
净利率	3.1%	19.8%	41.4%	28.8%	21.6%	19.2%

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	33,755	83,629	98,391	133,819	104,760	169,819
应收款项	0	22	26	264	365	419
存货	103,538	115,600	261,805	360,055	548,515	649,726
其他流动资产	13,772	52,127	11,596	13,588	17,028	18,875
流动资产	151,064	251,378	371,817	507,726	670,667	838,839
%总资产	36.7%	35.6%	28.8%	28.3%	28.7%	31.6%
长期投资	4,768	4,679	19,033	14,300	14,300	14,300
固定资产	234,931	415,260	833,419	1,210,535	1,590,488	1,737,262
%总资产	57.0%	58.8%	64.4%	67.4%	68.0%	65.5%
无形资产	17,232	16,983	28,250	22,586	22,393	21,721
非流动资产	260,866	455,375	921,315	1,288,035	1,667,795	1,813,897
%总资产	63.3%	64.4%	71.2%	71.7%	71.3%	68.4%
<b>资产总计</b>	<b>411,930</b>	<b>706,753</b>	<b>1,293,132</b>	<b>1,795,761</b>	<b>2,338,462</b>	<b>2,652,735</b>
短期借款	125,618	198,675	308,691	58,691	122,598	58,691
应付款项	36,159	86,438	199,645	314,830	468,320	529,719
其他流动负债	3,205	3,728	11,059	15,890	23,135	27,027
流动负债	164,982	288,841	519,395	389,411	614,054	615,436
长期贷款	52,022	54,684	99,535	149,535	179,535	199,535
其他长期负债	104	11,027	108,058	108,058	108,058	108,058
<b>负债</b>	<b>217,108</b>	<b>354,553</b>	<b>726,987</b>	<b>647,003</b>	<b>901,646</b>	<b>923,028</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>194,822</b>	<b>352,201</b>	<b>566,145</b>	<b>1,148,758</b>	<b>1,436,816</b>	<b>1,729,707</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>411,930</b>	<b>706,753</b>	<b>1,293,132</b>	<b>1,795,761</b>	<b>2,338,462</b>	<b>2,652,735</b>

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.331	1.153	2.246	2.396	2.487	2.528
每股净资产 (元)	8.051	6.814	5.477	9.916	12.403	14.931
每股经营现金净流 (元)	1.882	1.771	1.241	3.294	3.288	3.575
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.12%	16.92%	41.01%	24.16%	20.05%	16.93%
总资产收益率	1.95%	8.43%	17.96%	15.46%	12.32%	11.04%
投入资本收益率	3.66%	12.21%	25.02%	21.12%	16.65%	15.34%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	27.41%	15.31%	86.65%	72.14%	37.97%	14.80%
EBIT增长率	-63.64%	417.38%	278.73%	15.48%	3.59%	2.04%
净利润增长率	-73.60%	642.97%	289.68%	19.55%	3.77%	1.68%
总资产增长率	27.35%	71.57%	82.97%	38.87%	30.22%	13.44%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.0	—	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	156.2	176.7	226.2	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	32.1	63.4	97.2	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	225.5	310.9	354.1	352.5	356.8	371.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	73.85%	48.19%	72.25%	15.12%	20.64%	10.85%
EBIT利息保障倍数	1.2	5.0	13.9	33.8	37.7	33.9
资产负债率	52.71%	50.17%	56.22%	36.03%	38.56%	34.80%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	8,020	59,585	232,190	277,580	288,058	292,891
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15,335	22,675	46,711	83,424	123,567	157,194
非经营收益	10,449	12,457	17,274	1,099	508	1,883
营运资金变动	11,735	-3,176	-167,928	19,535	-31,264	-37,823
<b>经营活动现金净流</b>	<b>45,538</b>	<b>91,540</b>	<b>128,247</b>	<b>381,638</b>	<b>380,868</b>	<b>414,145</b>
资本开支	73,434	179,878	436,115	445,876	494,327	294,296
投资	-13,600	-51,300	49,000	4,733	0	0
其他	124	43	517	500	500	500
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-86,910</b>	<b>-231,135</b>	<b>-386,597</b>	<b>-440,644</b>	<b>-493,827</b>	<b>-293,796</b>
股权募资	67,689	99,269	0	305,033	0	0
债权募资	4,130	93,846	302,517	-200,000	93,907	-43,907
其他	-16,876	-15,167	-35,379	-10,599	-10,008	-11,383
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>54,943</b>	<b>177,949</b>	<b>267,138</b>	<b>94,434</b>	<b>83,899</b>	<b>-55,290</b>
<b>现金净流量</b>	<b>13,571</b>	<b>38,354</b>	<b>8,787</b>	<b>35,428</b>	<b>-29,059</b>	<b>65,059</b>

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。