

2017年07月06日

牧原股份 (002714.SZ)

半年度业绩预告修正点评：出栏量大增长，高盈利可期

■事件：

1. 7月6日公司发布公告，半年度业绩修正后预计：2017年1月1日—2017年6月30日，归属于上市公司股东的净利润：119,000万元—121,000万元，比上年同期(盈利:107,242.89万元)增长:10.96%-12.83%。
2. 17年6月份销售情况简报：6月份，公司销售生猪78.2万头，销售收入9.19亿元。公司商品猪销售均价13.26元/公斤，比2017年5月份下降1.5%。

■我们的分析与判断：

1、出栏量大增长，高盈利可期

公司半年度业绩区间低于一季度报告中的预告区间，主要原因是17年4-6月的生猪销售价格低于原先预计的水平，商品猪价格在5月底跌至阶段性底部，6月份整体呈现震荡上行走势。17年上半年公司销售生猪295万头，较去年同期的115.2万头，增长156.1%；销售均价约14.35元/公斤，较去年同期的19.76元/公斤，下跌27.38%；实现销售收入42.34亿元，较去年同期的22.76亿元，增长86.0%，本轮周期小规模散户因环保等因素逐渐退出，规模化养殖场快速扩张，带来产业结构的大变化，预计公司17年出栏量大增长，有望达到600-800万头，实现业绩高增长。

2、发行优先股，继续扩大生猪产能，有效降低资产负债率

①公司作为我国大型生猪养殖企业之一，2016年出栏生猪311.4万头，市场占有率仅为0.45%，未来具有非常大的增长空间。在国内生猪规模化养殖市场前景看好的行业发展趋势下，公司通过“公司自养”的方式快速扩大自身生猪养殖规模，但单纯依靠公司滚存利润和银行借款等方式来融资已经难以满足长期发展的资金需求。本次募集资金投资项目实施后，公司将新增生猪出栏210万头。②与温氏股份、新五丰和罗牛山等同行上市公司相比，公司资产负债率水平较高，公司5月8日公告，发行优先股数量不超过3,150万股，募集资金总额不超过31.5亿元，扣除发行费用后的净额中不超过28亿元用于生猪产能扩张项目，不超过3.5亿元用于偿还金融机构贷款，有效降低资产负债率，假设按照31.5亿元优先股的发行规模，以2017年3月末的财务数据为基数，本次优先股发行完毕后，公司的资产负债率将由56.79%降低至46.76%。③根据公司公告，计划未来生猪产能扩张项目所产生的盈利预计将超过所支付的优先股股息，带动公司经营业绩及

公司快报

证券研究报告

畜牧养殖

投资评级 **买入-A**

维持评级

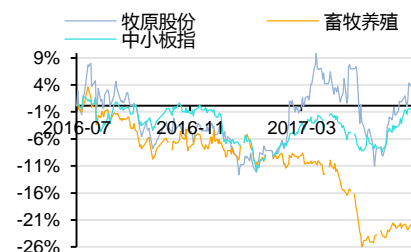
6个月目标价：**30.00元**

股价(2017-07-05) **27.74元**

交易数据

总市值(百万元)	32,135.78
流通市值(百万元)	16,701.96
总股本(百万股)	1,158.46
流通股本(百万股)	602.09
12个月价格区间	22.78/54.10元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.05	-0.25	8.4
绝对收益	14.77	1.31	8.36

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

相关报告

牧原股份：加速扩产，提高生猪产能/李佳丰	2017-05-08
牧原股份：出栏量大增，高盈利可期/李佳丰	2017-04-26
牧原股份：一季度业绩大幅增长，全年盈利有望持续超预期/李佳丰	2017-03-30
牧原股份：养殖高景气，业绩高增长可期/李佳丰	2017-02-28
牧原股份：养殖景气，业绩大幅增长！/吴立	2016-07-24

整体效益的快速提升，并有利于增厚普通股股东的每股收益；通过偿还金融机构贷款，将有效降低财务费用，提升盈利水平。通过本次非公开发行优先股募集资金，将有助于提升公司盈利水平，实现股东利益最大化。

3、子公司快速扩张，保障未来出栏量快速增长

公司延续了 2015 年以来的快速发展的势头，展开了全国范围的子公司布局，截止 2016 年底，全资子公司数量已经达到 39 个，分布在十二个省区（豫、鄂、苏、皖、冀、鲁、晋、陕、黑、吉、辽、蒙）。2015 年底，公司子公司数量为 16 个。2016 年末，公司固定资产及在建工程余额为 73.51 亿元，比 2015 年底增长 96.8%。2017 年，公司第二届董事会第五十一次、第五十三次会议已审议通过，新设立子公司 11 个。我们预计公司 17 出栏量有望达到 600-800 万头。

■ **投资建议：** 预计 17-19 年公司净利润规模约 24.58/27.38/28.84 亿元，对应 EPS 为 2.12/2.36/2.49 元，6 个月目标价 30 元，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：** 猪价上涨不达预期；改革推进不达预期；

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,003.5	5,605.9	8,265.0	11,145.9	13,028.9
净利润	595.9	2,321.9	2,458.0	2,737.7	2,883.8
每股收益(元)	0.51	2.00	2.12	2.36	2.49
每股净资产(元)	3.04	4.89	6.61	8.25	9.99
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	53.9	13.8	13.1	11.7	11.1
市净率(倍)	9.1	5.7	4.2	3.4	2.8
净利润率	19.8%	41.4%	29.7%	24.6%	22.1%
净资产收益率	16.9%	41.0%	32.1%	28.6%	24.9%
股息收益率	0.6%	2.5%	2.1%	2.6%	2.8%
ROIC	18.9%	47.7%	27.8%	27.6%	28.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,003.5	5,605.9	8,265.0	11,145.9	13,028.9	成长性					
减:营业成本	2,263.9	3,044.4	5,459.0	8,046.9	9,816.0	营业收入增长率	15.3%	86.6%	47.4%	34.9%	16.9%
营业税费	-	6.2	3.1	5.5	8.6	营业利润增长率	2309.7%	340.8%	6.7%	11.5%	5.5%
销售费用	6.2	13.6	17.9	24.7	29.6	净利润增长率	643.0%	289.7%	5.9%	11.4%	5.3%
管理费用	101.7	149.5	245.2	335.2	375.3	EBITDA 增长率	209.9%	233.5%	-1.0%	6.9%	2.2%
财务费用	127.5	172.2	166.8	88.8	9.0	EBIT 增长率	410.1%	279.2%	6.0%	7.6%	2.4%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	410.1%	279.2%	6.0%	7.6%	2.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	50.4%	81.8%	8.4%	-0.1%	-0.3%
投资和汇兑收益	1.3	8.1	3.8	4.4	5.5	净资产增长率	80.8%	60.7%	35.2%	24.9%	21.0%
营业利润	505.4	2,228.0	2,376.8	2,649.2	2,795.9	利润率					
加:营业外净收支	90.4	93.9	81.2	88.5	87.9	毛利率	24.6%	45.7%	34.0%	27.8%	24.7%
利润总额	595.9	2,321.9	2,458.0	2,737.7	2,883.8	营业利润率	16.8%	39.7%	28.8%	23.8%	21.5%
减:所得税	-	-	-	-	-	净利润率	19.8%	41.4%	29.7%	24.6%	22.1%
净利润	595.9	2,321.9	2,458.0	2,737.7	2,883.8	EBITDA/营业收入	28.6%	51.1%	34.3%	27.2%	23.8%
						EBIT/营业收入	21.1%	42.8%	30.8%	24.6%	21.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	307	349	320	228	187
						流动资产周转天数	93	45	50	59	58
						流动营业资本周转天数	241	200	165	175	204
						应收账款周转天数	0	0	0	0	0
						存货周转天数	131	121	121	140	151
						总资产周转天数	670	642	554	450	432
						投资资本周转天数	502	456	415	320	273
						投资回报率					
						ROE	16.9%	41.0%	32.1%	28.6%	24.9%
						ROA	8.4%	18.0%	19.7%	17.8%	18.1%
						ROIC	18.9%	47.7%	27.8%	27.6%	28.3%
						费用率					
						销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
						管理费用率	3.4%	2.7%	3.0%	3.0%	2.9%
						财务费用率	4.2%	3.1%	2.0%	0.8%	0.1%
						三费/营业收入	7.8%	6.0%	5.2%	4.0%	3.2%
						偿债能力					
						资产负债率	50.2%	56.2%	38.8%	37.7%	27.4%
						负债权益比	100.7%	128.4%	63.4%	60.6%	37.8%
						流动比率	0.87	0.72	0.87	1.32	2.10
						速动比率	0.47	0.21	0.21	0.24	0.69
						利息保障倍数	4.96	13.94	15.25	30.84	311.57
						分红指标					
						DPS(元)	0.16	0.69	0.59	0.73	0.77
						分红比率	30.6%	34.5%	27.8%	31.0%	31.1%
						股息收益率	0.6%	2.5%	2.1%	2.6%	2.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	595.9	2,321.9	2,458.0	2,737.7	2,883.8	EPS(元)	0.51	2.00	2.12	2.36	2.49
加:折旧和摊销	226.7	467.1	294.8	294.8	294.8	BVPS(元)	3.04	4.89	6.61	8.25	9.99
资产减值准备	0.0	0.0	-	-	-	PE(X)	53.9	13.8	13.1	11.7	11.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.1	5.7	4.2	3.4	2.8
财务费用	124.8	178.5	166.8	88.8	9.0	P/FCF	-96.2	43.2	-214.1	28.3	13.7
投资损失	-1.3	-8.1	-3.8	-4.4	-5.5	P/S	10.7	5.7	3.9	2.9	2.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	30.1	9.6	12.1	10.7	9.8
营运资金的变动	-444.9	-1,406.9	-863.3	-339.8	-287.7	CAGR(%)	66.2%	7.5%	212.9%	66.2%	7.5%
经营活动产生现金流量	915.4	1,282.5	2,052.4	2,777.0	2,894.4	PEG	0.8	1.8	0.1	0.2	1.5
投资活动产生现金流量	-2,311.3	-3,866.0	99.1	-11.5	-15.7	ROIC/WACC	1.9	4.7	2.8	2.7	2.8
融资活动产生现金流量	1,779.5	2,671.4	-2,474.2	-2,535.1	-1,459.3	REP	2.7	0.6	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034