

牧原股份 (002714)

低成本快出栏，不惧周期波动

推荐 (首次)

现价: 28.70 元

主要数据

行业	农林牧渔
公司网址	www.muyuanfoods.com
大股东/持股	秦英林/42.48%
实际控制人/持股	秦英林/%
总股本(百万股)	1,158
流通 A 股(百万股)	602
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	332.48
流通 A 股市值(亿元)	172.80
每股净资产(元)	7.87
资产负债率(%)	47.60

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@PINGAN.COM.CN

研究助理

王海亮 一般从业资格编号
S1060117060077
WANGHAILIANG278@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- 牧原股份是国内最大的生猪自繁自养大规模一体化龙头之一，拥有集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养于一体的完整产业链。创始人秦英林 25 年专注主业，探索出标准化猪舍和自动化饲喂系统、先进的生猪育种技术和饲料配方技术。上市以来内生式快速增长，生猪出栏量由 2013 年的 130.7 万头增至 2016 年 311 万头，预计 2017 年出栏 700 万头。
- 公司异地布局合理，符合政策导向。2016 年 4 月，农业部发布了未来五年生猪产业规划，将广东、福建、浙江、江西等八个水网密集省规划为限养区；2016 年 12 月，国务院要求 2017 年底前全国所有禁养区的猪场完成关闭或搬迁。牧原股份子公司已经布局我国 12 个玉米、小麦主产省区，目前主要产能分布在以河南为中心的中原产粮区。除湖北、江苏、安徽外，主要布局省份均位于重点发展区、潜力发展区及适度发展区，可充分利用当地土地、粮食成本优势。
- 低成本、快速出栏回流现金保证经营稳健。2014 年行业出栏 500 头以上规模养殖比重上升至 42%。江西、浙江该比重 2015 年已达 68%、70%。2016 年行业高盈利和低融资成本使规模户扩产、抢占中小散户因环保不达标而退出的市场。2017 年养殖盈利预期回归理性，去杠杆的大环境使融资成本上升。我们预期牧原股份凭借行业领先的低成本优势以及快速周转出栏回流现金，2017 年收入及利润增速可达 96%、39.5%。
- 公司是 A 股市场上自繁自养一体规模化生猪养殖企业。公司业务清晰，凭借领先的成本控制能力、生猪育种及猪舍建设技术，实现出栏量的快速增长。我们预计公司 2017-18 年 EPS 分别为 2.8 元/股、3.44 元/股，分别对应 PE 为 10、8 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：疫病风险、猪价波动风险、原材料价格大幅波动的风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3003	5606	11002	15513	19622
YoY(%)	15.3	86.6	96.2	41.0	26.5
净利润(百万元)	596	2322	3239	3987	5151
YoY(%)	643.0	289.7	39.5	23.1	29.2
毛利率(%)	24.6	45.7	34.6	31.3	31.5
净利率(%)	19.8	41.4	29.4	25.7	26.2
ROE(%)	16.9	41.0	39.0	33.5	30.9
EPS(摊薄/元)	0.51	2.00	2.80	3.44	4.45
P/E(倍)	55.0	14.1	10.1	8.2	6.4
P/B(倍)	9.3	5.8	3.9	2.8	2.0

正文目录

一、自繁自养一体化的生猪产业龙头	5
1.1 主业清晰、内生增长强劲.....	5
1.2 行业领先的养殖技术.....	6
1.3 公司股权较为集中，员工持股计划绑定员工与公司利益	8
二、公司异地布局合理，符合政策导向	8
三、低成本快出栏周转：规模户增长的关键	13
四、成本价格总体稳定，玉米、小麦配比可灵活调整	16
五、投资建议	18
六、风险提示	18

图表目录

图表 1	牧原股份历史	5
图表 2	自繁自养一体化业务模式	6
图表 3	牧原股份主要细分资产规模 (百万元)	6
图表 4	公司每月出栏量及同比增速	6
图表 5	牧原股份收入、利润及增速 (百万元, %)	6
图表 6	不同生猪养殖经营模式对比	7
图表 7	生猪生长阶段及对应猪舍	7
图表 8	公司员工数扩张迅速	8
图表 9	公司前十大股东 (截至 2017 年 4 月 24 日)	8
图表 10	各省环保限养步骤	9
图表 11	生猪产业由南向北转移 (万头, %)	10
图表 12	生猪四大发展区分布图	10
图表 13	牧原股份养殖子公司分布图	10
图表 14	历年四大区域生猪出栏量 (万头)	11
图表 15	历年四大区域生猪出栏量同比增速	11
图表 16	上海市 2017Q1 出栏量下滑 28%	11
图表 17	北京市 2017Q2 出栏量下滑 15%	11
图表 18	2017 年 2 月四川母猪存栏同比增速下滑	12
图表 19	6 月四川生猪出栏同比下降 4.19%	12
图表 20	6 月四川规模养猪场母猪存栏同比增长 5.47%	12
图表 21	6 月四川规模场出栏同比下降 5.19%	12
图表 22	生猪价格存季节性特点 (元/公斤)	13
图表 23	牧原股份商品猪利润弹性 (元/公斤, 万头, 百万元)	13
图表 24	2015 江西年出栏 500 头以上占出栏量 68%	14
图表 25	2015 浙江年出栏 500 头以上占出栏 70.12%	14
图表 26	美国猪周期逐渐不明显 (美国生猪批发价, 美分/磅)	14
图表 27	牧原股份生猪成本领先 (元/千克)	15
图表 28	牧原股份 PSY 领先行业平均水平 (头)	15
图表 29	牧原股份近年融资部分数据	15
图表 30	A 股生猪养殖企业资产负债率 (%)	15
图表 31	A 股生猪养殖企业财务费用率 (%)	15
图表 32	公司折旧方法	16
图表 33	公司 2016 期末固定资产分类	16
图表 34	牧原股份饲料成本拆分及估算	16
图表 35	温氏股份饲料重量配比	17
图表 36	牧原股份饲料重量配比	17

图表 37	郑州小麦、玉米、豆粕现货价（元/吨）	17
图表 38	玉米播种面积（千公顷）	17
图表 39	我国玉米库存处在高位（千吨）	17
图表 40	中国小麦库存（千吨）	18
图表 41	小麦最低收购价（元/吨）	18

一、自繁自养一体化的生猪产业龙头

1.1 主业清晰、内生增长强劲

牧原股份是国内最大的生猪自繁自养大规模一体化龙头之一，主营业务为商品猪、种猪、仔猪的养殖与销售，其中商品猪收入占比 95%。公司拥有集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整产业链。创始人秦英林出身畜牧专业，自 1992 年开始在粮食大省河南从事生猪养殖，至今 25 年专注主业，逐步探索出适合中国养殖业的标准化猪舍和自动化饲喂系统、强大的生猪育种技术、独特的饲料配方技术。2014 年上市以来，公司充分利用自身优势，实现内生式快速增长，生猪出栏量由 2013 年的 130.7 增至 2016 年 311 万头，预计 2017 年出栏量 600-800 万头。

图表1 牧原股份历史

1995	创始人秦英林开始规模化生猪养殖。
200007	秦英林等设立公司前身牧原养殖。
200912	整体变更为股份有限公司
201402	分别投资 5000 万元设立两子公司
201406	扶沟县项目总投资约 4 亿元，达产期预计为 5 年，5 年后预计出栏生猪 35 万头。
201407	对龙大肉食增资 1600 万元，持股 40%
201407	在滑县建设年出栏 40 万头的生猪养殖项目及年产 36 万吨饲料加工厂。
201411	在杞县、通许、正阳等地成立全资子公司
201504	定增 10 亿元。管理层认购。2015 年 12 月获批。
201507	在方城县、社旗县、西华县等地成立全资子公司
201512	截止 2015 年底，拥有 16 个全资子公司，分布在河南、山东、湖北、山西。
201604	三年定增 50 亿元，牧原实业和员工持股等认购。生猪产能扩张项目等。11 月获批。
201604	在山西、陕西成立子公司。
201605	与通许县政府签订合作协议建设 55 万头生猪养殖项目及年产 36 万吨饲料加工项目。
201606	在河北、内蒙古设立子公司。
201607	在河北、吉林、内蒙、江苏设立子公司。
201608	申请注册规模为不超过人民币 40 亿元超短期融资券。 湖北投资约 11.5 亿元，年出栏生猪 100 万头，年产饲料 30 万吨。 在辽宁、黑龙江、湖北、安徽设立子公司。
201611	在河北、山东、陕西、江苏成立子公司。
201701	在吉林、山西、河南设立子公司。
201702	已布局全国 12 省，2016 年省内出栏量占比 90%以上
201703	在黑龙江、辽宁、吉林、安徽设立子公司。
201705	在河南驻马店成立子公司。 非公开发行优先股融资 31.5 亿元，在内蒙、吉林、辽宁建设 210 万头产能。6 月受理。 申请发行 8 亿元扶贫中期票据。 申请发行 10 亿元绿色债券。
201706	在安徽、山东设立 15 个养殖子公司。 在河南设立养殖子公司。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司规模快速增长。2015 年公司加速异地建场，异地选址接近粮食产区，综合考虑土地、原材料、

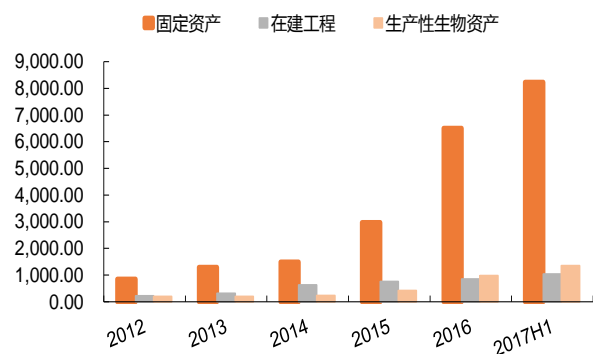
运输、人力成本。截至 2017 年公司子公司已经遍及河南、山西、陕西、湖北、山东、内蒙古、吉林、江苏、辽宁、安徽、黑龙江、河北 12 个省份。截至 2017 年 H1，公司固定资产 82.3 亿元，在建工程 10.36 亿元，预计对应的生猪产能超过 900 万头。代表公司种猪数量的生产性生物资产（包括成熟及未成熟种猪）达到 13.55 亿元，相比 2014 年增长 480%。2016 年公司收入 56.1 亿元，近三年复合增速 43%；2016 年净利润 23.2 亿元，近三年复合增速 287%。2017 年公司月度出栏量同比增速均超过 100%，6 月出栏量同比增长 189%。

图表2 自繁自养一体化业务模式



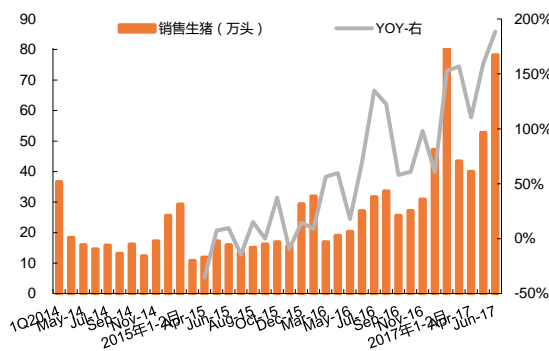
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表3 牧原股份主要细分资产规模（百万元）



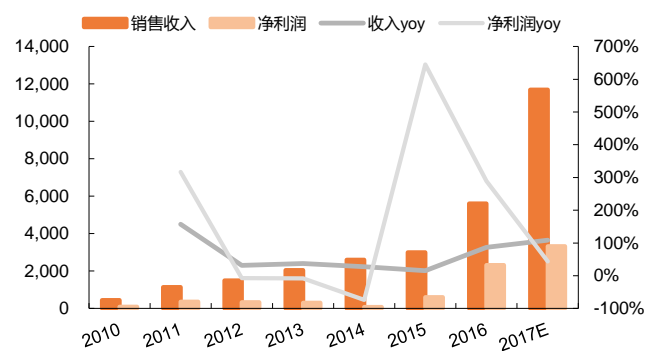
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表4 公司每月出栏量及同比增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表5 牧原股份收入、利润及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

1.2 行业领先的养殖技术

公司的商业模式是：租赁农村土地→自建猪场→自繁自养生猪→向屠宰企业或猪贩子销售生猪。生猪是完全竞争商品，其价格由于生猪生长周期因素存在三、四年一周期的特点。生猪养殖企业的竞争优势来源于技术领先及成本控制。牧原股份的优势包括：

1、标准化的猪舍及领先的育种效率。公司创始人秦英林先生从 1992 年创业养猪起，其个人及公司

设计、开发出共 9 个代次的猪舍。针对东北地区冬天较为寒冷，公司设计了适合当地气候的保暖猪舍。此外，公司通过专业化育种团队和完善的育种方案，采用 BLUP 育种软件、猪选配管理的育种软件、ALOKA 肌间脂肪测定仪，提高育种选效率。公司母猪配种 100%采用人工授精技术，提高优良种公猪的利用率；同时公、母猪不直接接触，可预防疫病的传播。

图表6 不同生猪养殖经营模式对比

生产方式	农户散养	公司+农户	公司自养
主要特征	1、投资小 2、规模小 3、饲养水平参差不齐，兽药残留难以控制 4、产量不稳定	1、投资较大、投资主体多样化 2、产量较稳定 3、通常采用协议收购或委托代养两种方法与农户合作。 4、通常采用“统一供种、统一供料、统一防疫、统一收购/回收”方式，但需要公司对合作户有较强的管理、约束能力。	1、投资大、投资主体单一 2、产量稳定 3、公司对养殖场具有完全的控制能力，食品安全体系可测、可控、有效。 4、公司便于采用现代化养殖设备，生产效率高，但因资金需求大，规模扩大较慢。

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

2、标准的饲养流程。公司生猪分阶段、按流程隔离饲养，猪群分组全进全出，保育阶段转育肥阶段时严格的一对一转栏，有效避免生猪混群导致的疫病在猪群间的交叉感染。公司生猪养殖过程中均采用自动化供料、自动化供水，有效降本增效，防止污染。

图表7 生猪生长阶段及对应猪舍

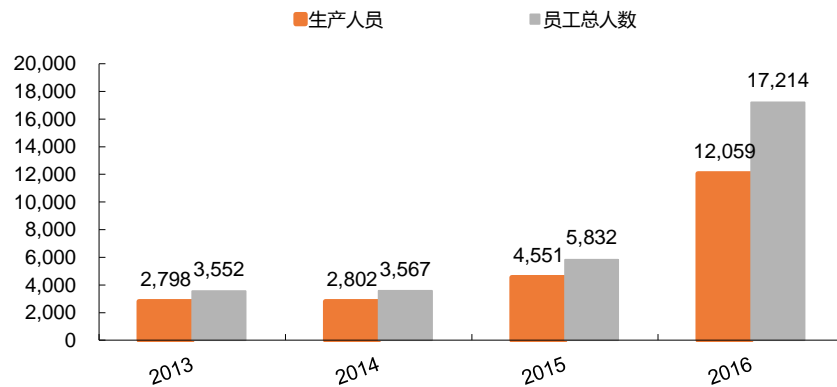
生长阶段	配种	妊娠期	哺乳期	保育期	育肥期
饲养周期	①初产母猪约在 230 日龄可配种。②经产母猪在仔猪断奶后 7 天左右可再次配种。③种公猪约 240 日龄可采精。	114 日	16-18 日断奶	保育至 70 日龄	①外销商品猪：至 110 千克，约 180 日龄；②外销种猪：测定后，至 40-120 千克，约 90-200 日龄；③自用种猪：100 日龄测定后，母猪转入后备舍，公猪转入公猪舍。
猪舍类型	后备舍、空怀舍、公猪舍	怀孕舍	哺乳舍	保育舍	育肥舍。

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

3、成本优势。饲料方面，公司饲料生产全程自动化，自产自给，通过小麦、玉米及豆粕的合理搭配有效减少原材料价格波动对成本的冲击。公司针对不同猪群及季节变化共设计出 6 类 32 种饲料配方，仅对保育和育肥阶段生猪就按其不同的体重区间制定了多达 11 种配方。资金方面，公司作为 A 股上市公司，可通过股权、债权等多种形式融资。土地方面，公司养殖用地主要来自对农村土地的租赁，近年向东北地区扩产可有效降低土地成本。

员工储备充足。公司分阶段饲养生猪，产房阶段 1 人护理约 50 头猪；育肥阶段 1 人可饲养 1 万头猪（按照 4 个月育肥出栏，一年可出栏 3 批，每批约 2700-3600 头）。截至 2016 年，公司员工总数 1.7 万人，其中生产人员约 1.2 万人，为后续产能扩张储备充足人力资源。

图表8 公司员工数扩张迅速



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

1.3 公司股权较为集中，员工持股计划绑定员工与公司利益

公司股权较为集中。其中，创始人秦英林持股 42.48%，配偶钱瑛持股 1.3%，二人控股的牧原实业持股 21.81%。此外，公司第一、第二期员工持股计划分别持股 3.86%、3.5%，锁定期均为 3 年。第三期员工持股计划正在等待股东大会审议通过，预计持股比例不超过 2.64%，参与人员为公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、公司及子公司的员工，锁定期 1 年。

图表9 公司前十大股东（截至 2017 年 4 月 24 日）

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
秦英林	49209	42.48
牧原实业集团有限公司	25262	21.81
牧原食品股份有限公司-第一期员工持股计划	4471	3.86
牧原食品股份有限公司-第二期员工持股计划	4054	3.5
钱瑛	1504	1.3
国际金融公司	1357	1.17
钱运鹏	1265	1.09
中央汇金资产管理有限责任公司	493	0.43
全国社保基金四一二组合	462	0.4
河南鸿宝集团有限公司	386	0.33
合计	88463	76.37

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

二、公司异地布局合理，符合政策导向

环保限养倒逼环保不达标的中小养殖户退出，行业进入壁垒提高。生猪禁养区拆迁始于 2015 年，2016 年 4 月，农业部发布了未来五年生猪产业规划，把广东、福建、浙江、江西、湖北、湖南、安徽、江苏这八个水网密集的省份规划为限养区，2016 年 12 月，国务院发布通知要求在 2017 年底全国所有禁养区的猪场都要完成关闭或搬迁。

图表10 各省环保限养步骤

省份	截至时间	措施
广东	2016 年底	1、完成禁养区的规划；关闭珠三角地区禁养区养殖场； 2、规模化畜禽养殖场环境违法违规建设项目清理整顿工作。
	2017 年 年底前	1、依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场； 2、允许养猪的地区，养猪场必须过环评。
福建	2018 年底	1、全面完成禁养区及可养区内存栏 250 头以下未提出改造方案或改造后仍不能达标排放的猪场的关闭拆除扫尾工作； 2、完成可养区内生猪规模养殖场标准化年度改造任务；全面完成存栏 5000 头以上和劣 V 类小流域内所有生猪规模养殖场标准化改造； 3、完成 400 家存栏 1500 头以上生猪养殖场配套建设病死猪无害化处理机械补助项目，基本实现病死猪无害化处理； 4、2018 年底前，全面完成可养区内存栏 250 头以上养猪场标准化改造，全省规模养猪场基本实现达标排放或平排放。
浙江	2016 年底	完成省内环保不达标猪场的拆迁以及改造工作。
江西	2017 年 4 月底	完成禁养区划定和“三区”地理标注图绘制工作。
	2017 年底	全面完成禁养区内养殖场的搬迁拆除整改工作。
	2020 年	全省 80%以上规模养猪场配套建设固体废物和废水储存处理设施，养殖粪便资源化利用率达到 85%以上。
湖北	2016 年底	划定畜禽禁养区、限养区、适养区。
	2017 年 6 月 底	关闭搬迁本省水环境质量不达标、畜禽养殖污染突出地、国家南方水网地区重点区域中 25 个县市区的养殖场。
	2017 年底	完成省内其余环保不达标的养殖场的关闭拆迁工作。
湖南	2016 年底	完成畜禽规模养殖禁养区、限养区、适养区的划定。
	2020 年	1、年出栏生猪稳定在 6200 万头左右； 2、畜禽规模养殖比重达到 75%以上； 3、年出栏 500 头以上的猪场都必须有配套的粪污处理设施，病死猪无害化达到 100%。
安徽	2017 年 1-3 月	各县（区、市）政府出台禁养区关闭或搬迁工作实施方案。
	2017 年 4-6 月	完成禁养区养殖场数量界定、固定资产评估和制定关闭或搬迁费用补偿等工作。
	2017 年 7-12 月	实施并完成关闭或搬迁工作。
江苏	2017 年 4 月底	完成畜禽养殖县（市、区）禁养区划定和“三区”地理标注图绘制工作。
	2017 年 6 月底	完成畜禽养殖项目环评制度执行情况的排查。
	2017 年	对禁养区内的养殖场进行关停、搬迁或转产。
	2020 年	全省 80%以上畜禽规模养殖场配套建设固体废物和废水储存处理设施，畜禽养殖粪便资源化利用率达到 85%以上。
山东	2017 年	1、完成禁养区内畜禽养殖场(小区)和养殖专业户的关闭或搬迁； 2、限养区和适养区内，新建畜禽养殖场(区)，严格执行环境影响评价及“三同时”制度； 3、畜禽粪便处理利用率达到 78%以上，污水处理利用率达到 50%以上； 4、向环境排放的畜禽粪污符合国家和地方规定的污染物排放标准和总量控制指标。
	2020 年	1、全省规模养殖场畜禽粪便和污水处理利用率分别达到 90%和 60%以上； 2、各地完成畜禽养殖“三区”划分，区域养殖量达到“三区”功能定位要求。
河北	2017 年	规模养殖场（区）配建废弃物处理设施比例要达到 80%以上，并力争实现所有规模养殖场不排污。
甘肃	2020 年	畜禽粪便利用率达到 85%以上。

资料来源：卓创农业、平安证券研究所整理

生猪产业由南向北转移。南方水网地区是我国重要的水源地，经济发达，人口密集。近年来，随着生猪生产加快发展，南方水网地区养殖密度越来越高，由于区域布局不尽合理，农牧结合不够紧密，

粪便综合利用水平较低，生猪养殖与水环境保护矛盾比较突出。2016年4月农业部印发的《全国生猪生产发展规划2016-2020》，将南方水网地区列入约束发展区。约束发展区（包括北京、天津、上海）2015年生猪出栏量2.7亿头，占全国比重38.4%。

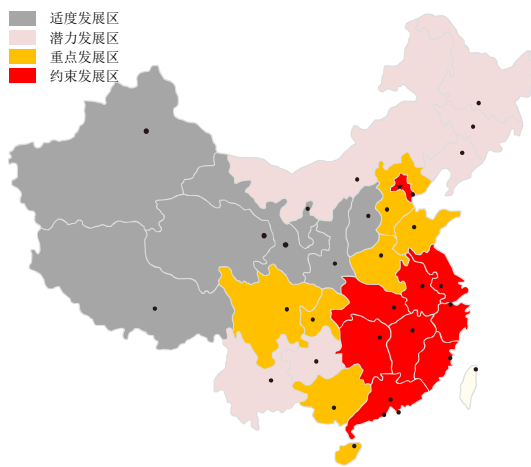
图表11 生猪产业由南向北转移（万头，%）

		2014存栏		2014出栏		2014猪肉产量		2015出栏		2020年前指导意见
		数量	比重%	数量	比重%	数量	比重%	数量	比重%	
重点发展区	河北、山东、河南、重庆、广西、四川、海南	18503	39.7%	28605	38.9%	2166.6	38.2%	27887.3	39.4%	年增1%，核心区域
约束发展区	北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、安徽、江西、湖北、湖南、广东	16657	35.8%	28625	38.9%	2188.1	38.6%	27194	38.4%	总量稳定
潜力增长区	辽宁、吉林、黑龙江、内蒙古、云南、贵州	8868	19.0%	11303	17.0%	1054.4	18.6%	12348.2	17.4%	年增1-2%，主要供给区域
适度发展区	山西、陕西、甘肃、新疆、西藏、青海、宁夏	2553	5.5%	3526	4.8%	262.2	4.6%	3395.5	4.8%	-
合计				72059				70825		

资料来源：全国生猪生产发展规划2016-2020，WIND，平安证券研究所整理

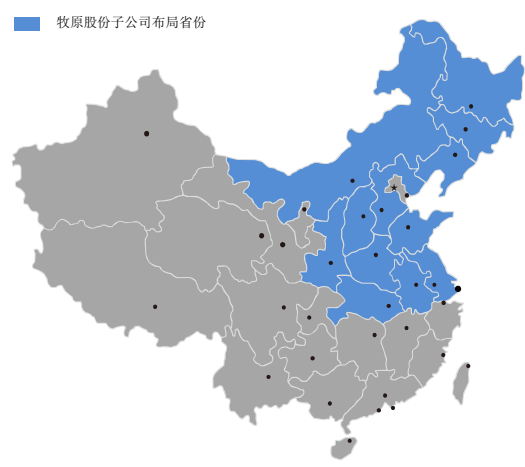
公司异地布局合理，符合国家政策导向。牧原股份的子公司已经布局到我国12个玉米、小麦主产区，目前主要产能分布在以河南为中心的中原产粮区。除湖北、江苏、安徽外，主要布局省份均位于重点发展区、潜力发展区及适度发展区，可充分利用当地土地、粮食成本优势。

图表12 生猪四大发展区分布图



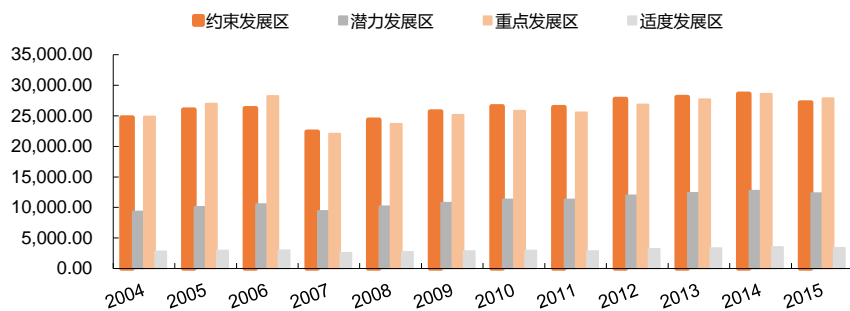
资料来源：全国生猪生产发展规划、平安证券研究所整理

图表13 牧原股份养殖子公司分布图



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

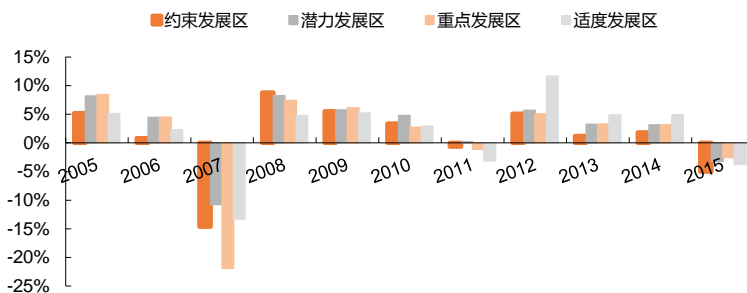
图表14 历年四大区域生猪出栏量（万吨）



资料来源：WIND、平安证券研究所整理

约束发展区因环保限养导致 2015 年出栏量下降速度最快。2015 年四大区域生猪出栏增速均有所下滑。其中，约束发展区降幅 5%，降幅最大；重点发展区降幅 2.5%，降幅最小。

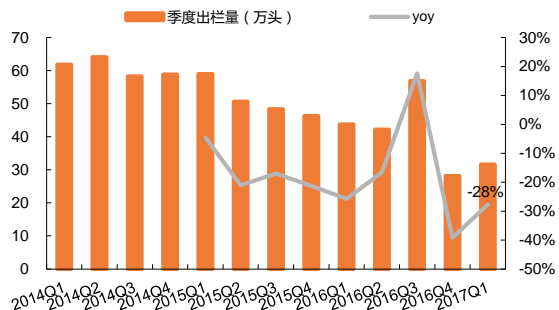
图表15 历年四大区域生猪出栏量同比增速



资料来源：WIND、平安证券研究所整理

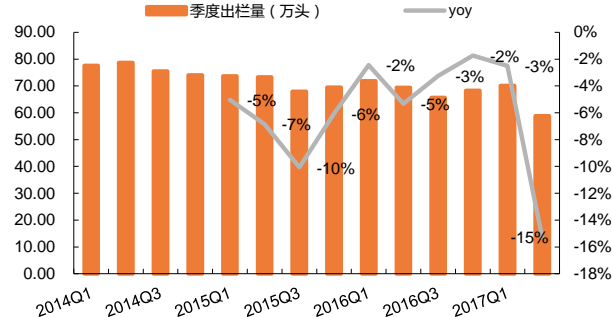
2017 年约束发展区继续出栏下滑。我们从北京、上海统计局得到较新数据，2017 年一季度，两市生猪出栏量继续下滑，其中上海同比下滑 28%，北京同比下滑 3%。2017Q2 北京出栏量同比下滑 15%。

图表16 上海市 2017Q1 出栏量下滑 28%



资料来源：上海市统计局、平安证券研究所整理

图表17 北京市 2017Q2 出栏量下滑 15%

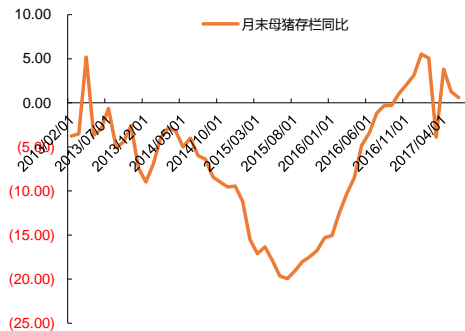


资料来源：北京市统计局、平安证券研究所整理

规模户存栏占比提高或不能完全抵消中小户退出降幅。四川省是《全国生猪生产发展规划 2016-2020》中圈定的重点发展区，2016 年生猪出栏量 6925 万头 (yoy-4.3%)，占全国总出栏 10%。与全国能

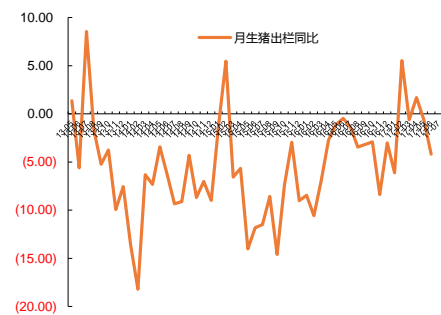
繁母猪数据不同，四川母猪存栏量在去年下半年同比增速转正，对应今年出栏量出现一定程度正增长，与价格走势吻合。该省母猪存栏在3月同比下滑后，存栏同比增速逐渐下滑。结合该省农业厅规模户数据拆分，我们发现6月规模场(500头以上)母猪存栏同比增长5.47%、出栏同比下降5.19%。我们推测小养殖户仍在受环保政策影响而退出。规模户存栏占比提高，但未能抵消小养猪户退出的降幅。

图表18 2017年2月四川母猪存栏同比增速下滑



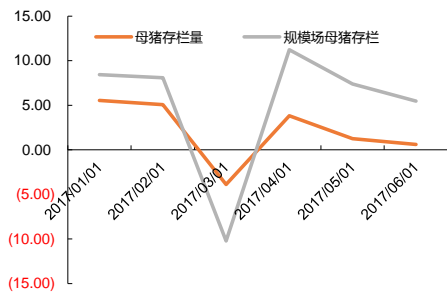
资料来源：四川省农业厅、平安证券研究所整理

图表19 6月四川生猪出栏同比下降4.19%



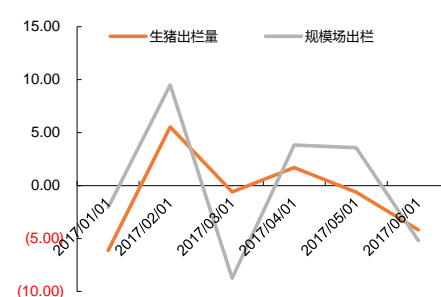
资料来源：四川省农业厅、平安证券研究所整理

图表20 6月四川规模养猪场母猪存栏同比增长5.47%



资料来源：四川省农业厅、平安证券研究所整理

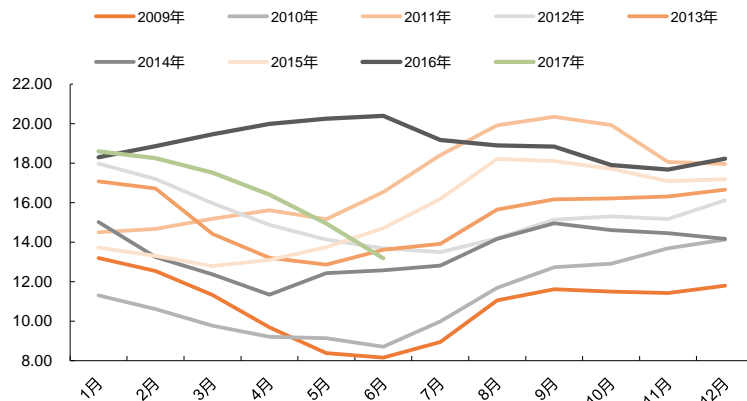
图表21 6月四川规模场出栏同比下降5.19%



资料来源：四川省农业厅、平安证券研究所整理

下半年猪价或季节性回升。我们分析历年猪价走势，下半年随学校开学、节日增多、气候转凉，猪肉消费回暖，猪价往往存在季节性回升规律。

图表22 生猪价格存季节性特点（元/公斤）



资料来源：WIND、平安证券研究所整理

结合行业产能结构性去化对价格的影响，以及牧原股份未来出栏量的预期，我们测算了牧原股份商品猪的利润弹性。

图表23 牧原股份商品猪利润弹性（元/公斤，万头，百万元）

出栏量/价格	12	13	14	15	16
600	414	1104	1794	2484	3174
650	449	1196	1944	2691	3439
700	483	1288	2093	2898	3703
750	518	1380	2243	3105	3968
800	552	1472	2392	3312	4232
850	587	1564	2542	3519	4497
900	621	1656	2691	3726	4761
1000	690	1840	2990	4140	5290

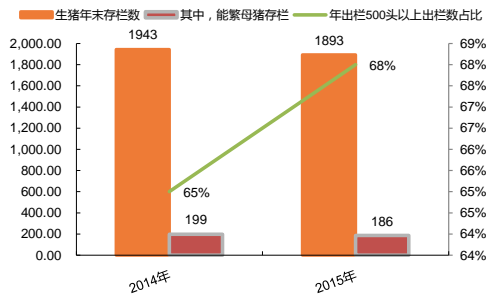
资料来源：WIND、平安证券研究所整理

三、低成本快出栏周转：规模户增长的关键

规模户出栏占比明显提高，行业竞争更趋理性。2010年，出栏500头以上规模养殖比重仅为38%，而到了2014年已经上升至42%。《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》明确提出“规模比重稳步提高，规模场户成为生猪养殖主体”的发展目标及“发展标准化规模养殖”的主要任务，且提出到2020年，我国出栏500头以上规模养殖比重重要达到52%。

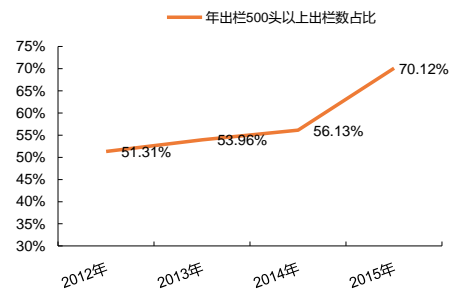
部分省份年出栏500头以上的规模户出栏占比达到70%。生猪养殖行业数据较少，我们结合地方畜牧信息网数据，得出约束发展区中的江西、浙江500头以上规模户出栏占比于2015年已经达到68%、70%。

图表24 2015 江西年出栏 500 头以上占出栏量 68%



资料来源: 江西畜牧兽医信息网、平安证券研究所整理

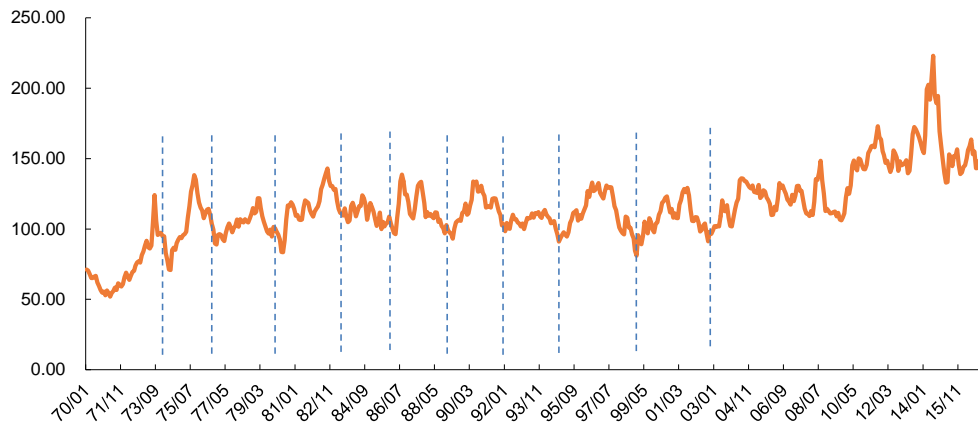
图表25 2015 浙江年出栏 500 头以上占出栏 70.12%



资料来源: 浙江省畜牧兽医信息网、平安证券研究所整理

“猪周期”随规模化减弱。以美国为例,美国养猪业从 70 年代末 80 年代初开始整合,由 70 多万个商品猪场减少至 2010 年约 7 万家。期间经历了规模养殖场的迅速扩张和存栏占比提升。美国猪价同样存在 3-4 年一轮的猪周期,但是随规模化发展而逐渐减弱。

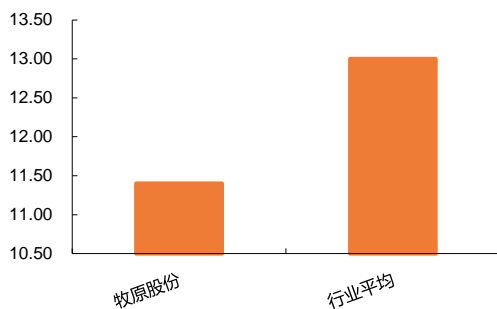
图表26 美国猪周期逐渐不明显(美国生猪批发价,美分/磅)



资料来源: USDA、平安证券研究所整理

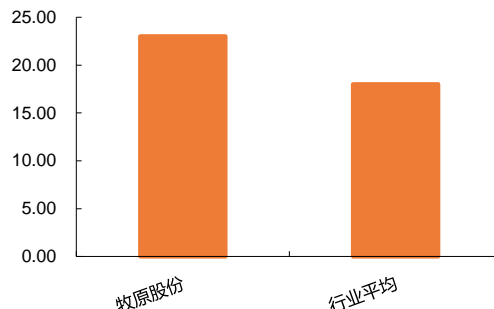
行业成本端、产品端属完全竞争:低成本、快速出栏回笼现金保证经营稳健。从前文可知,众多省份规模户出栏占比提高时间在 2015 年后,时间点对应 2015-2016 年猪价高位。1 年期贷款利率从 2014 年 4 月的 5.77% 下降至 2015 年 10 月的 4.3%。2016 年行业高盈利和低融资成本使规模户扩产、抢占中小散户因环保不达标而退出的市场。随着猪价回落,养殖盈利预期回归理性,去杠杆的大环境使融资成本上升。在这一背景下,凭借低成本、快速出栏回笼现金的养殖企业将能维持快速增长。我们预期牧原股份凭借行业领先的低成本优势(11.4 元/千克)以及快速周转出栏(2017 上半年复合增速 150%以上),2017 年收入及利润增速可达到约 96%、41%。

图表27 牧原股份生猪成本领先（元/千克）



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

图表28 牧原股份 PSY 领先行业平均水平（头）



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

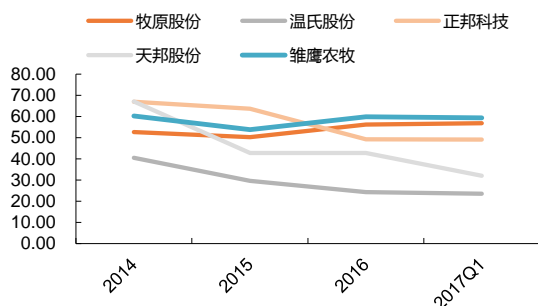
非公开发行优先股若顺利完成，能有效降低公司资产负债率。根据公司公告，假设按照 31.5 亿元优先股的发行规模，以 2017 年 3 月末的财务数据为基数，本次优先股发行完毕后，公司的资产负债率将由 56.79% 降低至 46.76%。本次募集资金投资项目实施后，公司将新增生猪出栏 210 万头，本次募集资金项目的投资总额达 28 亿元。

图表29 牧原股份近年融资部分数据

年份	融资方式	新增股本：万股	募资：亿元	年利率	期限：年
2014	首次公开发行	6050	7.2	-	-
2015	非公开发行	3287	10.0	-	-
2016	非公开发行	12472	30.8	-	201704 上市
201609	向牧原集团借款	-	10	4.8%	≤3
201703	超短融第一期	-	5	4.7%	0.75
201704	2017 第一期中票	-	4	5.5%	3
201705	非公开发行优先股	3150	31.5	-	-
201705	扶贫中期票据	-	8	-	-
201705	绿色债券	-	10	-	≤7

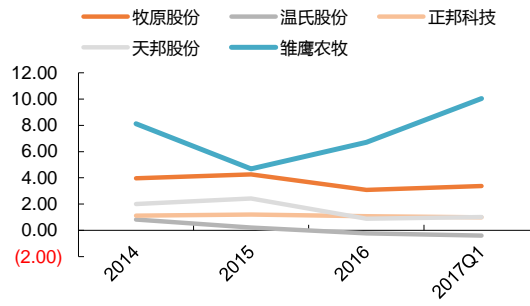
资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

图表30 A 股生猪养殖企业资产负债率（%）



资料来源：wind、平安证券研究所整理

图表31 A 股生猪养殖企业财务费用率（%）



资料来源：wind、平安证券研究所整理

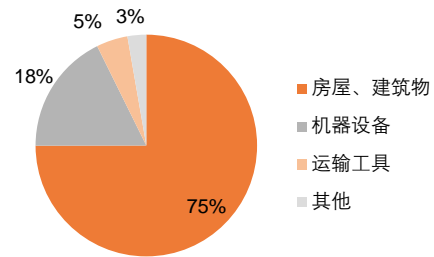
固定资产折旧对成本影响较小。截至 2017H1，公司固定资产 82.34 亿元，相比去年年末增加 27%。2016 年末固定资产同比增长 118%。公司固定资产中，房屋及建筑物占比 75%，代表猪舍等产能。按照公司折旧方法，年折旧率约 4.75%-9.5%。我们预期 2017 年折旧占主营业务成本比重 4.4%。随固定资产增速趋缓，我们认为折旧不会对成本形成较大影响。

图表32 公司折旧方法

类别	预计使用年限	净残值	
		率	年折旧率
房屋及建筑物	10-20	5%	9.50%-4.75%
机器设备	3-10	5%	9.5%-31.67%
运输工具	6	5%	0.1583
办公设备	3-5	5%	19%-31.67%
仪器仪表量具	3-10	5%	9.5%-31.67%

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表33 公司 2016 期末固定资产分类



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

四、 成本价格总体稳定，玉米、小麦配比可灵活调整

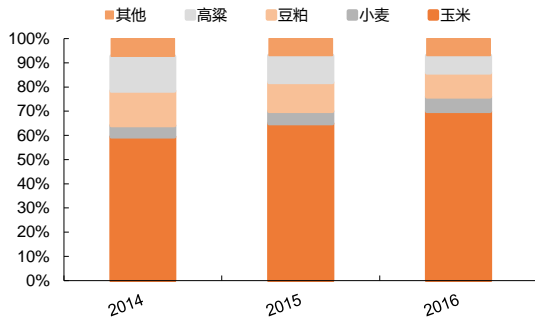
公司的饲料均为自产自用，灵活配比。生猪饲料中，玉米、小麦是能量原料，占饲料成本 60%以上；豆粕为蛋白质主要来源。公司小麦、玉米用量根据当年两者价格波动而调整，有效规避单一能量原料带来的成本波动。如，2011-2012 年，小麦平均价格比玉米低 100-200 元/吨，因此公司能量原料中小麦占 93%；2015 年后，玉米价格大幅下降，因此公司调整玉米小麦配比，玉米占能量原料比例提高至 81%。

图表34 牧原股份饲料成本拆分及估算

成本拆分 (百万元)	2015	2016	2017E
原材料	1492.4	1803.1	4740.6
小麦	715.4	260.7	695.5
玉米	288.7	820.7	2216.0
豆粕	163.0	270.6	616.3
次粉	7.5	11.6	25.9
其他原料	317.8	439.6	1186.9
折旧	191.7	285.3	314
职工薪酬	125.0	195.8	439
药品及疫苗费用	202.7	330.4	741
其他费用	252.0	428.4	961
原材料用量 (万吨)	2015	2016	2017E
小麦用量	29.2	11.1	30.0
玉米用量	14.2	48.3	130.4
豆粕用量	5.7	8.8	20
yoy		54%	124%
能量饲料用量	43.4	59.4	160
yoy		37%	170%

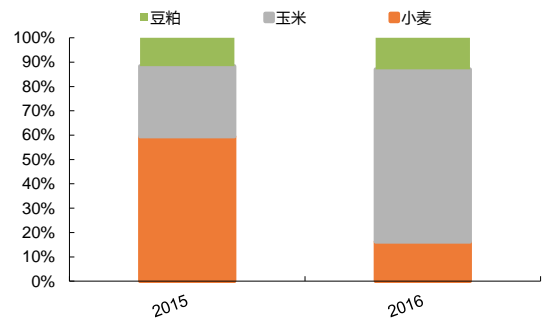
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 温氏股份饲料重量配比



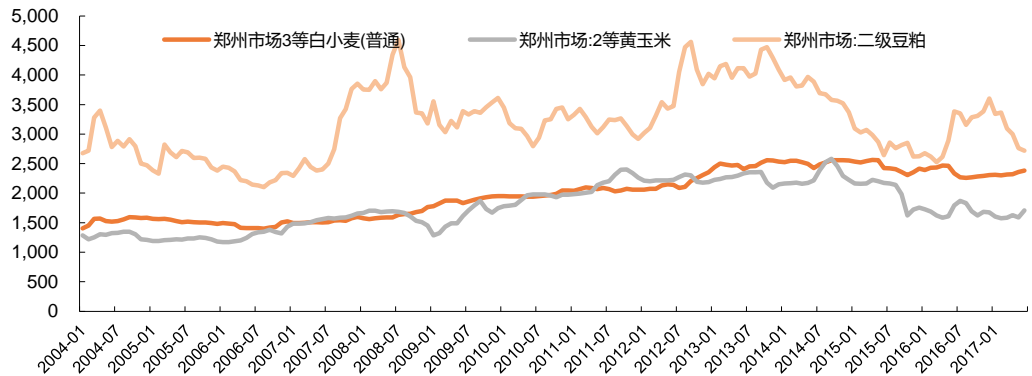
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表36 牧原股份饲料重量配比



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

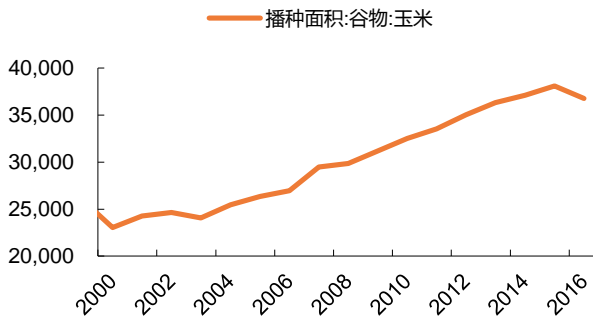
图表37 郑州小麦、玉米、豆粕现货价 (元/吨)



资料来源：WIND、平安证券研究所整理

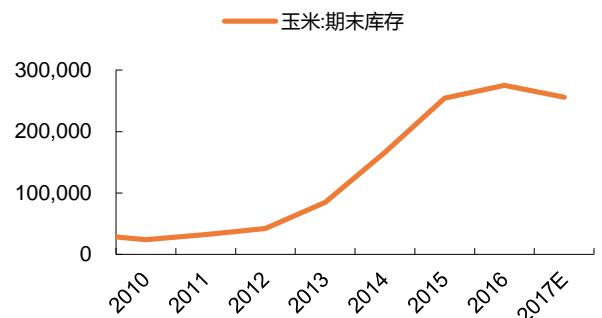
玉米高库存缓慢下降。农业部最新预测 2017/18 年度全国玉米种植面积 35496 千公顷，同比下降 3.4%。玉米库存方面，据卓创农业数据，2016 年国储国产玉米累计出库 4215 万吨，总成交量 4223 万吨；截至 2017 年 6 月 27 日，2017 国储国产玉米累计拍卖 3634 万吨，成交量 2544 万吨，总成交率 70.01%；预计国储玉米总库存 2.32 亿吨。

图表38 玉米播种面积 (千公顷)



资料来源：wind、平安证券研究所整理

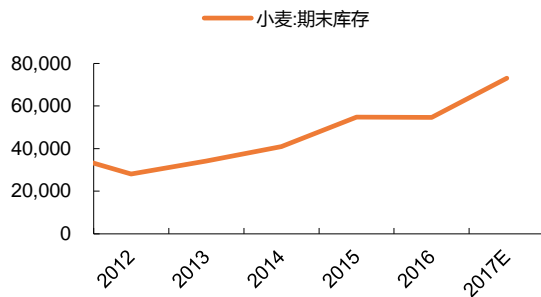
图表39 我国玉米库存处在高位 (千吨)



资料来源：wind、平安证券研究所整理

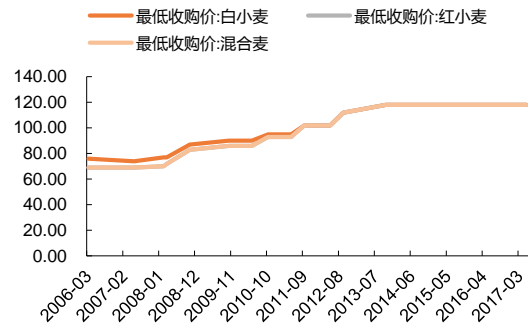
关注小麦最低收购价变化，以及对农户种植意向的影响。2017 年小麦最低收购价暂时不变，维持在 2014 年至今的 118 元/50 公斤。预计 16/17 年度小麦库存量 4585 万吨，库存消费比为 40.3%；17/18 年度小麦库存量 4655 万吨，库存消费比为 41.1%。参考国内稻谷政策，高库存将使政策倾向于降低最低收购价。2016 年 2 月，国内首次下调早籼稻最低收购价，由 2014 年的 135 元/50 公斤下调至 133 元/50 公斤。2017 年 2 月，早籼稻、中晚籼稻、粳稻每 50 公斤最低收购价分别下调 3 元、2 元、5 元。预计 16/17 年度我国稻谷期末库存展望为 1.06 亿吨，库存消费比 53.5%；17/18 年度我国稻谷期末库存预期为 1.14 亿吨，库存消费比为 57.4%。若后续小麦最低收购价下调，则利好公司养殖成本。

图表40 中国小麦库存（千吨）



资料来源：wind、平安证券研究所整理

图表41 小麦最低收购价（元/吨）



资料来源：wind、平安证券研究所整理

五、 投资建议

关键假设：

- 1、我们预测公司 2017、2018 年生猪出栏量分别为 707 万头、1016 万头；
- 2、预期 2017、2018 年生猪均价为 15、14 元/公斤；
- 3、公司商品猪出栏量体重保持 115 公斤/头。

公司是 A 股市场上自繁自养一体规模化生猪养殖企业。公司业务清晰，凭借领先的成本控制能力、生猪育种及猪舍建设技术，实现出栏量的快速增长。我们预计公司 2017-18 年 EPS 分别为 2.8 元/股、3.44 元/股，分别对应 PE 为 10、8 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、 风险提示

疫病风险、猪价波动风险、原材料价格大幅波动的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3718	9395	11252	15197
现金	984	2962	4176	5282
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	0	1	1	1
预付账款	46	61	89	100
存货	2618	6302	6916	9744
其他流动资产	70	70	70	70
非流动资产	9213	14581	18842	22525
长期投资	47	49	51	53
固定资产	7483	12092	15845	19150
无形资产	233	266	290	311
其他非流动资产	1450	2174	2657	3012
资产总计	12931	23977	30095	37723
流动负债	5194	12973	15398	18541
短期借款	2500	7447	9196	10072
应付账款	1109	2724	2956	4203
其他流动负债	1585	2803	3247	4266
非流动负债	2076	2693	2787	2538
长期借款	1988	2604	2698	2450
其他非流动负债	88	88	88	88
负债合计	7270	15666	18185	21079
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1034	1158	1158	1158
资本公积	939	939	939	939
留存收益	3688	6149	9101	12818
归属母公司股东权益	5661	8311	11910	16644
负债和股东权益	12931	23977	30095	37723

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1282	3323	5368	6330
净利润	2322	3239	3987	5151
折旧摊销	467	715	1069	1401
财务费用	172	303	469	501
投资损失	-8	-3	-4	-4
营运资金变动	-1679	-930	-154	-719
其他经营现金流	9	0	0	0
投资活动现金流	-3866	-6080	-5326	-5080
资本支出	4362	5367	4259	3681
长期投资	490	-2	-2	-2
其他投资现金流	986	-715	-1069	-1402
筹资活动现金流	2671	-411	-676	-1120
短期借款	727	-200	-100	-100
长期借款	1441	617	94	-249
普通股增加	517	125	0	0
资本公积增加	-517	0	0	0
其他筹资现金流	504	-953	-670	-771
现金净增加额	88	-3169	-635	130

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5606	11002	15513	19622
营业成本	3044	7196	10663	13439
营业税金及附加	6	0	0	0
营业费用	14	27	35	45
管理费用	150	329	461	590
财务费用	172	303	469	501
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	3	4	4
营业利润	2228	3150	3889	5051
营业外收入	97	90	100	101
营业外支出	3	3	2	2
利润总额	2322	3239	3987	5151
所得税	0	0	0	0
净利润	2322	3239	3987	5151
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2322	3239	3987	5151
EBITDA	3042	4271	5541	7079
EPS (元)	2.00	2.80	3.44	4.45

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	86.6	96.2	41.0	26.5
营业利润(%)	340.8	41.4	23.5	29.9
归属于母公司净利润(%)	289.7	39.5	23.1	29.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	45.7	34.6	31.3	31.5
净利率(%)	41.4	29.4	25.7	26.2
ROE(%)	41.0	39.0	33.5	30.9
ROIC(%)	23.8	18.6	18.1	18.8
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	56.2	65.3	60.4	55.9
净负债比率(%)	72.3	93.1	71.8	49.4
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.3
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	2.00	2.80	3.44	4.45
每股经营现金流(最新摊薄)	2.68	2.87	4.63	5.46
每股净资产(最新摊薄)	4.89	7.17	10.28	14.37
估值比率	-	-	-	-
P/E	14.12	10.12	8.22	6.37
P/B	5.79	3.94	2.75	1.97
EV/EBITDA	12.2	9.5	7.5	5.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033