

牧原股份(002714.SZ)

肉禽鱼产品行业

评级：买入 首次评级

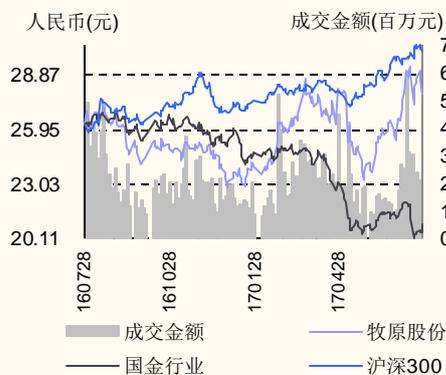
公司深度研究

市场价格(人民币): 27.36元
 目标价格(人民币): 34.90-40.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	602.09
总市值(百万元)	32,228.45
年内股价最高最低(元)	29.35/22.78
沪深300指数	3712.19
深证成指	10395.19



出栏超预期有迹可循，业绩增长指日可待

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.153	2.246	2.694	2.639	3.528
每股净资产(元)	6.81	5.48	8.96	12.24	16.44
每股经营性现金流(元)	1.77	1.24	3.91	3.30	4.46
市盈率(倍)	40.83	10.36	10.60	10.83	8.10
行业优化市盈率(倍)	28.92	28.92	28.92	28.92	28.92
净利润增长率(%)	642.97%	289.68%	33.60%	-1.44%	33.68%
净资产收益率(%)	16.92%	41.01%	40.15%	32.55%	33.88%
总股本(百万股)	516.87	1,033.75	1,158.46	1,158.46	1,158.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中报出栏量大增，提升未来预期。**公司2017年上半年出栏295万头，去年全年出栏311万头，出栏量增速迅猛。我们预计2017-2019年出栏量分别为777/1200/1600万头，其中2017年的777万头生猪包含520万头肥猪和257万头仔猪，并从资金和土地、人才和团队、能繁母猪及出栏量测算等几个方面来进行说明。2016年初开始，公司产能持续高速增长，而出栏量的释放滞后于产能的扩张。2017年6月出栏78.2万头，环比大增56%，将成为重要的转折点，公司出栏量正式迎来井喷式增长。
- **大行业小公司，成本护城河仍在强化。**国内生猪养殖行业空间高达1.4万亿，CR10仅5%，龙头温氏和牧原的市占率均不到3%；500头以下年出栏的猪场出栏占比却高达55%（2015年数据），规模化浪潮势不可挡。牧原作为全行业成本最低的佼佼者，长期享受高于行业平均的超额收益。自2009年以来，牧原的平均ROE和销售净利率高达34.9%和21.7%，超过格力电器和万科。独特的全程自繁自养一体化饲喂模式保证公司拥有最低的种猪繁育、饲料加工、育肥管理等综合成本。同时，凭借出色的生物育种、动物营养、疫病防疫等技术和优势，使得PSY、料肉比、存活率等关键生长指标处于最佳状态。
- **公司经营层面不断优化。**1) **资金：**上市前的牧原依靠着自身利润滚动发展，上市后凭借融资便利加速扩张，直接融资累计66.98亿元，拓展迅猛，未来将继续滚雪球式高成长。2) **管理制度：**公司作为一家民营企业，公司以军事化管理著称，并通过建立信息化和财务管理系统，大幅降低了管理成本。3) **成本：**成本控制是牧原成功的关键。凭借一体化模式的协同效应、先进设备节约人力、市场化管理等手段，控制成本率在行业中处于较低水平。

估值和投资建议

- 预计2017/18/19年公司出栏量为777/1200/1600万头，归母净利润31.2/30.6/40.9亿元，给予17年13-15倍PE，目标价34.9-40.5元，具有27%-48%的空间，首次覆盖，给予买入评级。

风险

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
 (8621)60230244
 weili1@gjzq.com.cn

周莎 联系人
 zhousha@gjzq.com.cn

- 进口猪肉大幅增加、突发大规模不可控疫病、产能扩张不达预期、2017年上半年公司原始股股东股份解禁抛售风险。

内容目录

一、生猪价格波动分析	4
二、公司生猪出栏量可期	5
三、大行业小公司，成本护城河仍在强化	8
四、如何看牧原的超额收益？	10
五、盈利预测	11

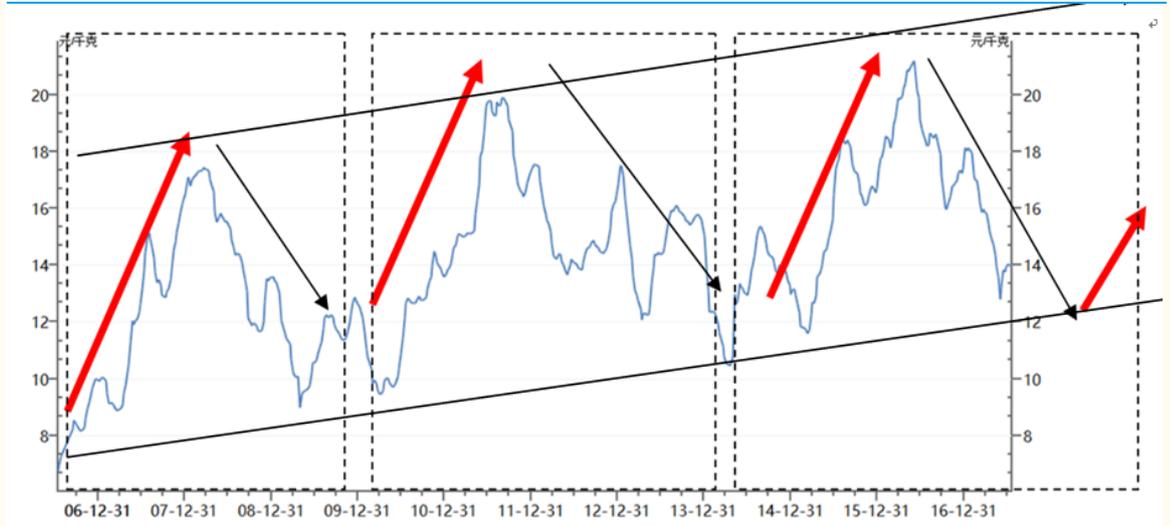
图表目录

图表 1：生猪价格波动周期	4
图表 2：蛛网模型	4
图表 3：能繁母猪存栏	5
图表 4：能繁母猪价格	5
图表 5：公司历次融资	6
图表 6：资本开支快速上升并将维持在 30-40 亿/年的高位	6
图表 7：第二期员工持股发行募集资金的使用计划	7
图表 8：牧原股份每月出栏量及其同比增速	7
图表 9：公司出栏量与同比变化	8
图表 10：国内生猪养殖 CR10 占比	8
图表 11：中国年出栏 500 头以上猪场出栏占比	8
图表 12：美国能繁母猪与生猪产量短期关系一一对应	9
图表 13：中国能繁母猪自高点下降 30%左右	9
图表 14：养殖成本拆分及下行空间	9
图表 15：公司近年的饲料原材料构成变化非常大	10
图表 16：牧原与国开行合作的新模式有望大幅降低折旧成本	10
图表 17：牧原股份每月出栏同比增速及当月商品猪价格对比	11
图表 18：各季度业绩回顾	12
图表 19：销售收入结构预测	12
图表 20：盈利预测简表	13
图表 21：估值对比表	13

一、生猪价格波动分析

- 我们通过观测猪肉价格的波动，来判断生猪养殖的周期性。从猪肉价格来看，生猪养殖的周期在不断的被拉长，本轮猪价上行周期中，养殖景气爆棚与产能持续去化形成鲜明对比，猪价上涨和玉米价格下跌共同推升猪粮比，同时，能繁母猪存栏量却在持续下滑。散养户快速退出、规模户扩产缓慢，带来超长周期，是当前的猪市“新常态”。

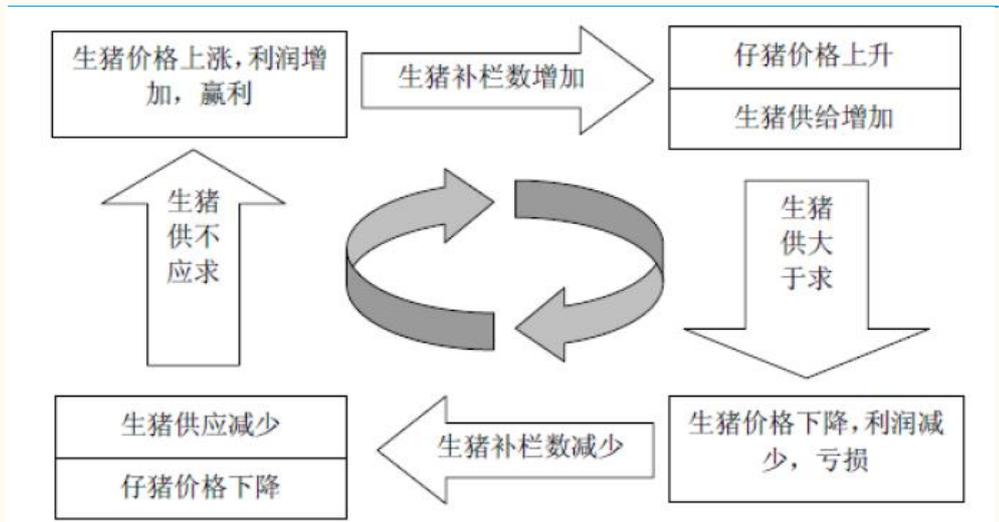
图表 1：生猪价格波动周期



来源：wind、国金证券研究所

- 生猪养殖的周期分析中，最核心的指标是能繁母猪存栏，并结合季节性“小周期”进行波动。从 2006 年至今，我国经历了两轮非常明显的“周期”，用蛛网模型”可以形象地解释原因。

图表 2：蛛网模型

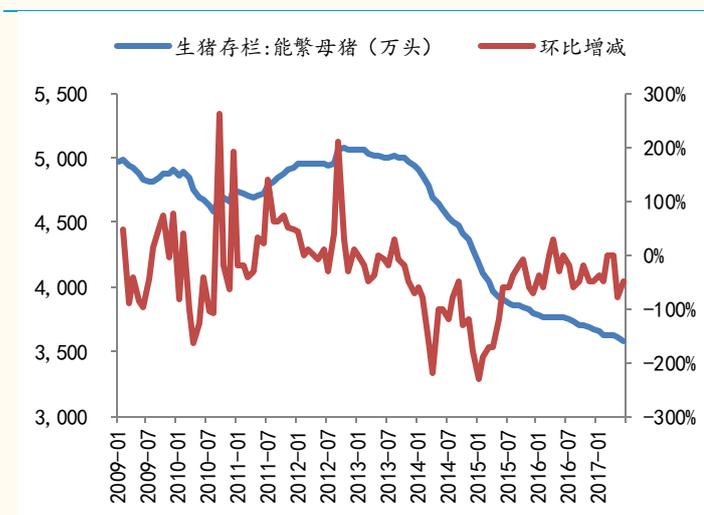


来源：公司年报、国金证券研究所

- 第一轮周期是从 2006 年 12 月到 2009 年 12 月。猪价高涨导致生猪养殖发展很快，2005 -2006 年，猪价大跌养殖户大量减少母猪存栏，加上“蓝耳病”发生总体存栏量下降，2006- 2008 年猪价大涨，2008 年受国家政策刺激，存栏快速增长供求关系失衡加上瘦肉精事件诱导，猪价走入下跌通道，形成了一轮完整的周期。

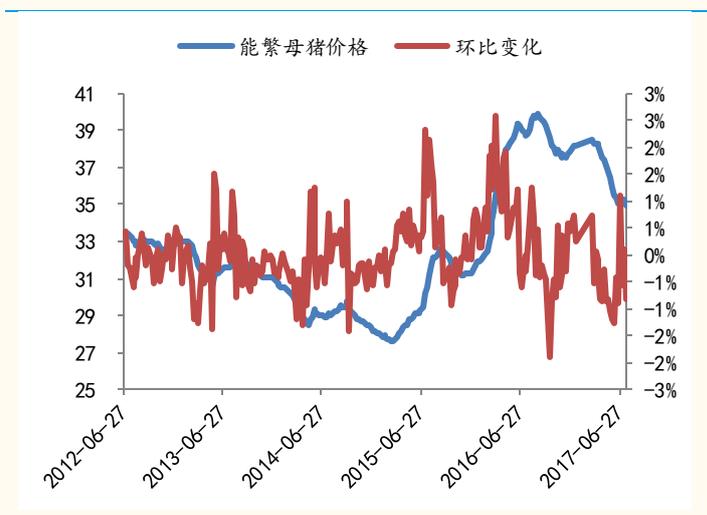
- 第二轮周期是从 2009 年 12 月到 2013 年 12 月。生猪价格在 2009 年初持续走弱，春节后猪价下跌养殖进入亏损阶段，养殖户恐慌心理进一步加剧；2009 年 6 月为稳住猪价，国家启动收储冻肉计划，虽然量仅为 12 万吨，但对生猪价格后市走势起到积极作用。2010 年冬季到 2011 年春季，一些省区发生仔猪流行性腹泻，个别养殖场死亡率高达 50%。疾病导致供应减少，推动猪肉价格上涨。2011 年猪肉价格上涨既有疫情导致能繁母猪存栏量下降、散养户退出的原因，也有饲料、人工等成本迅猛上涨的因素。受养殖利润高位影响大量养殖户扩充产能，行内外资本加快投入步伐，进口肉冲击等因素影响猪价进入下跌通道形成了第二轮完整的周期。
- 第三轮“周期”正在进行中。2014 年四季度，生猪养殖行业集体性亏损，因仔猪价格下跌，母猪繁育逐步出现大幅度亏损，养户淘汰母猪意愿增强，能繁母猪存栏加速下滑，而环保政策趋严拉长了生猪养殖恢复周期。生猪价格在 2016 年 6 月达到 21 元/kg，部分地区达到 22 元/kg，突破历史高点，目前猪价进入下行周期，本轮周期尚未结束。

图表 3：能繁母猪存栏



来源：wind、国金证券研究所

图表 4：能繁母猪价格



来源：wind、国金证券研究所

- 随着能繁母猪存栏量的下滑，环保政策加速产能的出清，目前能繁母猪存栏量仅有 3600 万头，市场公认的能繁母猪存栏平衡量为 4000 万头。我们预计生猪的价格有望在 2017 年下半年快速触底，迎来一波小幅反弹，企稳行情。

二、公司生猪出栏量可期

- 我们预计公司 2017-2019 年出栏生猪分别为 777/1200/1600 万头，其中 2017 年的 777 万头生猪包含 520 万头肥猪和 257 万头仔猪。接下来，我们将从资金和土地、人才和团队、固定资产、在建工程及生产性生物资产等几个方面来进行说明。

(1) 资金和土地

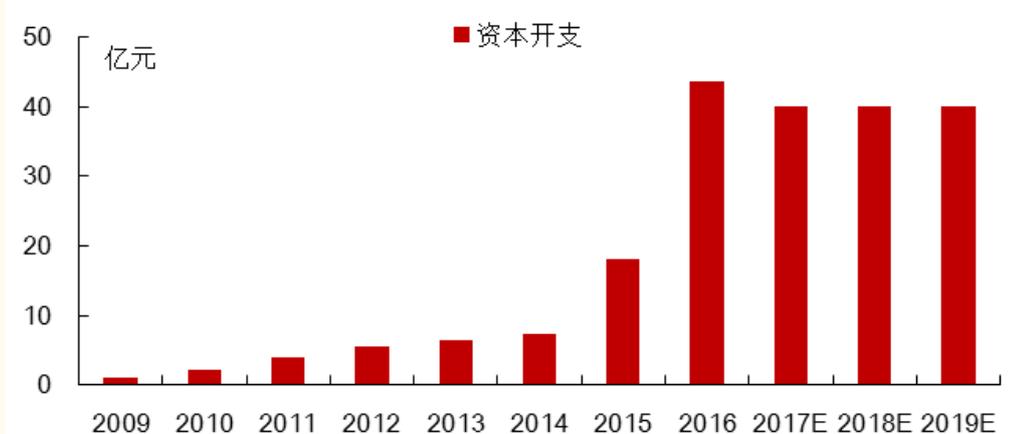
- 上市前的牧原依靠着自身利润滚动发展，上市后凭借融资便利加速扩张，直接融资累计 66.98 亿元，折算成新增产能约为 700 万头。公司未来三年将继续保持每年 30-40 亿元的高额资本开支用于扩张养殖规模，对应每年约 300-400 万头的新增产能，以此奠定未来 3-5 年的持续高增长。
- 公司目前储备土地约十几万亩，全程自繁自养一体化模式下每十万头猪的占地面积在 500 亩左右，现有的土地储备可以轻松支撑 1000 万头以上的新增产能。此外，东北已签约的土地储备还可支撑 600-700 万头新增产能。

图表 5：公司历次融资

时间	方案	募资总额 (亿元)	资金用途	融资类型
2014 年 1 月	IPO	7.22	产能扩张、补充流动资金	股权融资
2015 年 12 月	第一期员工持股计划	9.99	偿还贷款、补充流动资金	股权融资
2016 年 8 月	中期票据 (3 年)	10.00	补充流动资金	债权融资
2017 年 1 月	第二期员工持股计划	30.77	产能扩张、偿还贷款、补充流动资金	股权融资
2017 年 3 月	超短期融资券 (9 个月)	5.00	补充流动资金	债权融资
2017 年 4 月	中期票据 (3 年)	4.00	补充流动资金	债权融资
	合计	66.98	/	/

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：资本开支快速上升并将维持在 30-40 亿/年的高位



来源：公司年报、国金证券研究所

(2) 人才和团队

- 目前公司面临的最大的挑战是发展比较快，团队的扩张是否能跟上。公司在以下几个方面做出努力：1) 激励：上市以后两期员工持股计划，覆盖 700 人，总额超过 20 亿，第三期正在进行中；2) 管理：从 2013 年开始加大了信息化系统的建设，现代化管理水平上了一个台阶；3) 培养：董事长花费大量的精力用于人才培养，公司生产管理体系比较独特，从长远来说，自己培养人才会更好。截至目前，牧原员工已经达到 2 万人左右，远超上市时的 5000 人。
- 员工持股计划顺利实施，滚雪球式高成长模式继续。牧原的生猪出栏量，从上市时的 37.1 万头跨越式发展到 2016 年的 311.4 万头，年复合增长率高达 40.6%。如此迅速的发展，离不开公司所有员工的辛勤努力。为了让员工分享牧原成长的果实，公司已经实施了两期员工持股计划，第三期员工持股计划刚刚通过股东大会审议通过。

图表 7：第二期员工持股发行募集资金的使用计划

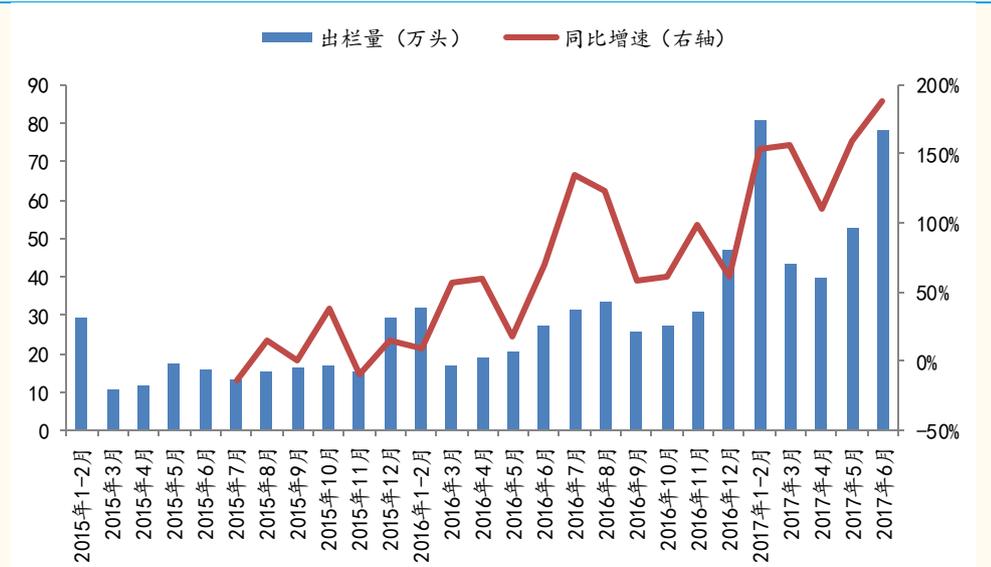
序号	项目名称	投资总额	本次募投项目投资总额	使用募集资金金额
1	生猪产能扩张项目			
1.1	通许牧原第一期 52 万头生猪产业化项目	61319	53953	30003
1.2	商水牧原第一期 45 万头生猪产业化项目	49763	42600	42600
1.3	西华牧原第一期 27.5 万头生猪产业化项目	30254	28033	28033
1.4	太康牧原第一期 25 万头生猪产业化项目	19584	18486	18486
1.5	阾喜牧原第一期 20 万头产业化项目	18100	16515	16515
1.6	扶沟牧原第一期 20 万头生猪产业化项目	20965	19089	19089
1.7	正阳牧原第一期 18 万头产业化项目	25150	18893	13520
小计	-	225138	197573	168251
2	偿还银行贷款	50000	50000	50000
3	补充流动资金	95426	95426	89426
合计	-	370564	343000	307677

来源：公司公告、国金证券研究所（注：单位均为万元）

（3）固定资产、在建工程及生产性生物资产

- 2017 年中期，公司的固定资产、在建工程、生产性生物资产同比去年同期的增速分别为 108%/-26.84%/79%，环比一季度末的增速分别为 15.69%/-17.71%/1.8%，去年开工建设的猪舍在今年上半年集中转固，导致固定资产翻倍增长的同时，在建工程小幅下降。生产性生物资产和固定资产增速保持同步，证明公司产能扩张的真实性。
- 2017 年上半年共出栏 295 万头，其中仔猪 95 万头，占比 32%。在全行业能繁母猪存栏持续下滑的背景下，优质种猪和仔猪成为稀缺资源，公司凭借持续近 20 年的育种和扩繁形成了优质的核心种猪群，不仅能满足自身快速扩张的需要，而且能通过外售仔猪实现丰厚的盈利。我们测算得出，上半年单头仔猪实现盈利超过 300 元，盈利能力极强。
- 从 2016 年初开始，公司的产能持续高增长，而出栏量的释放滞后于产能的扩张。2017 年 6 月公司单月出栏 78 万头，环比大增 56%，这是一个重要的转折点，宣告牧原正式迎来出栏的井喷式增长。

图表 8：牧原股份每月出栏量及其同比增速



来源：公司公告、国金证券研究所

- 根据 2017Q1、2017Q2 生猪出栏 124 万头和 171 万头，反推 2016Q3 末、2016Q4 末，公司的能繁母猪存栏量分别为 37 和 40 万头，按照公司出栏

量的增长趋势，估测 2017Q1 和 2017Q2 公司能繁母猪存栏 43 和 45 万头，预计到 2017 年底将达 50 万左右。公司目前的 PSY 为 23.5，我们假设 2017 年下半年仔猪出栏比例仍然保持在 30%，推导出 2017 年 Q3 和 Q4 的出栏量分别为 241.5 和 240.9 万头，合计 482 万头，其中仔猪 162 万头；全年合计出栏 777 万头，其中仔猪 257 万头。

- **2017Q3:** Q1 平均每月产下存活哺乳猪 $37 \times 23.5 / 12 = 72.5$ 万头，其中约 18 万头于 Q2 以仔猪形式销售；剩下 54.5 万头用于育肥，并于 Q3 以肥猪形式销售。同时，Q2 平均每月产下存活哺乳猪 $40 \times 23.5 / 12 = 78.3$ 万头，其中约 26 万头于 Q3 以仔猪形式出栏。因此，Q3 平均每月出栏量 = 54.5 万头肥猪 + 26 万头仔猪 = 80.5 万头，Q3 共出栏 $80.5 \times 3 = 241.5$ 万头，其中仔猪 78 万头。
- **2017Q4:** Q2 平均每月产下存活哺乳猪 $40 \times 23.5 / 12 = 78.3$ 万头，其中约 26 万头于 Q3 以仔猪形式销售；剩下 52.3 万头用于育肥，并于 Q4 以肥猪形式销售。同时，Q3 平均每月产下存活哺乳猪 $43 \times 23.5 / 12 = 84.2$ 万头，其中约 28 万头于 Q4 以仔猪形式销售。因此，Q4 平均每月出栏量 = 52.3 万头肥猪 + 28 万头仔猪 = 80.3 万头，Q4 共出栏 $80.3 \times 3 = 240.9$ 万头，其中仔猪 84 万头。

图表 9：公司出栏量与同比变化

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
出栏	37.1	35.9	60.98	91.76	130.68	185.9	191.9	311.4	777	1200	1600
同比		-3%	70%	50%	42%	42%	3%	62%	150%	54%	33%

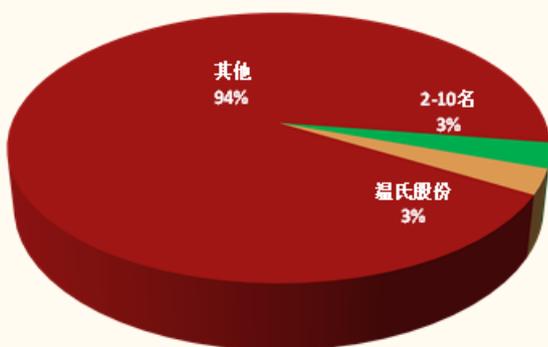
来源：公司年报、国金证券研究所

三、大行业小公司，成本护城河仍在强化

(1) 大行业小公司，规模化快速提升

- 国内生猪养殖行业空间高达 1.4 万亿，CR10 仅 5%，龙头温氏和牧原的市占率均不到 3%；500 头以下年出栏的猪场出栏占比却高达 55%（2015 年数据），规模化浪潮势不可挡。参考美国的经验，在 20 世纪 90 年代的规模化加速期，散户快速退出，而规模化企业补栏的速度不及散户退出的速度，能繁母猪存栏长期处于低位，生猪供应从底部恢复用了长达 15 年的时间。当前我国正处于规模化加速期的起点，未来 5-10 年“超长猪周期”将持续，能繁母猪和生猪存栏长期处于低位将保证行业较高的收益率。

图表 10：国内生猪养殖 CR10 占比



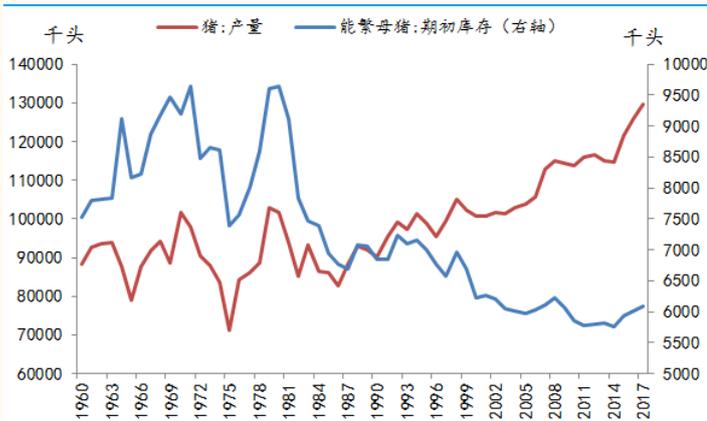
来源：中国产业信息网、国金证券研究所

图表 11：中国年出栏 500 头以上猪场出栏占比



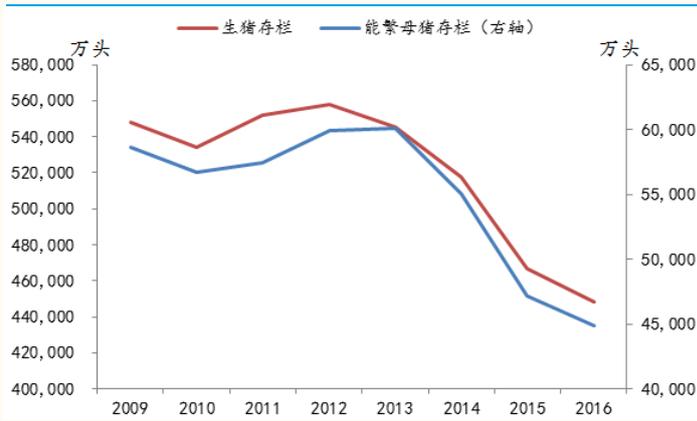
来源：中国产业信息网、国金证券研究所

图表 12：美国能繁母猪与生猪产量短期关系一一对应



来源：wind、国金证券研究所

图表 13：中国能繁母猪自高点下降 30%左右



来源：wind、国金证券研究所

(2) 成本控制是牧原最核心的文化基因

- 农业的核心优势在于成本，目前牧原的完全成本为 11.4/kg，其他上市公司约 12.5-13 元/kg，散养户约 13-15 元/kg。自繁自养一体化模式每 10 万头猪的投资额约 1 亿元，带来的收入不足 2 亿元，名副其实的重资产。若没有成本优势，资本开支能轻松拖垮一家企业，即“滚雪球加速自杀”；若有成本优势，就是“滚雪球加速成长”，重资产模式加速了落后产能的淘汰，公司的护城河将愈发凸显。
- 公司通过自动化的信息管理系统记录每一个员工在饲养过程中单位增重所消耗的饲料、兽药、水电等成本，并对资源使用效率高的员工予以嘉奖，以市场化为导向的成本控制配合精细化的育肥管理，使得牧原的各项生产性能指标长期保持行业领先地位，在育肥环节的成本做到了全市场最低。

图表 14：养殖成本拆分及下行空间

成本类型	成本占比	每 kg 成本	下降空间所在
原材料	59.25%	约 6.7 元	依靠营养替代技术进行动态替换以控制成本，全球化采购降低成本。
折旧	9.38%	约 1.1 元	将与国开行合作扶贫项目推广，有望大幅降低折旧费用。
职工薪酬	6.43%	约 0.7 元	随着今年出栏量上升，分摊薪酬压力也将变小。
动保费用	10.86%	约 1.2 元	随着净化和养重于防、防重于治的战略推进，动保成本将稳中有降，目前约 90 元/头，其中一半为疫苗成本，其余为兽药、营养剂等。
其他费用	14.08%	约 1.6 元	管理费用具有规模效应，有望下降。
合计	100%	约 11.3 元	公司未来目标做到 10 元/kg。

来源：公司公告、国金证券研究所

- 假设以银行借款方式扩张，10 万头生猪出栏项目需投入 1 亿元左右，折旧按照每年 8% 计提，约 800 万元，银行利息按照 5% 的利率来计算为 500 万元，共计 1300 万。而与国开行合作新模式下的折旧成本等于 200 万元的国开行利息加上每年 3200 元/户的脱贫费用。假设有 500 户，脱贫费总计 160 万，每年的折旧成本合计为 360 万，远小于银行借款方式下的折旧成本。体现在每头猪的成本节约上为 94 元/头，每 kg 成本节约 0.9 元。
- 目前公司新设子公司有一半在贫困县，此模式已经实验成功，有望在全国推广复制，进一步打开成本下降的空间。

(3) 成本进一步下降的空间已经打开

- 从成本拆分来看，养殖企业的主要成本是变动成本，即饲料原材料。动物营养技术乃牧原的传统强项，公司可根据原材料的性价比及时调整饲料配方，有效降低饲料成本。近年来，随着粮价波动加大，公司的动态成本管理得以凸显。在拥有“玉米+豆粕”型配方技术的基础上，结合南阳为小麦主产区的特点，因地制宜研制了“小麦+豆粕”型饲料配方技术。由于小麦和玉米均属于能量物质，具有一定的替代性，并且小麦的蛋白质含量较玉米高，通过对玉米的替代可减少豆粕等蛋白类原料的使用。

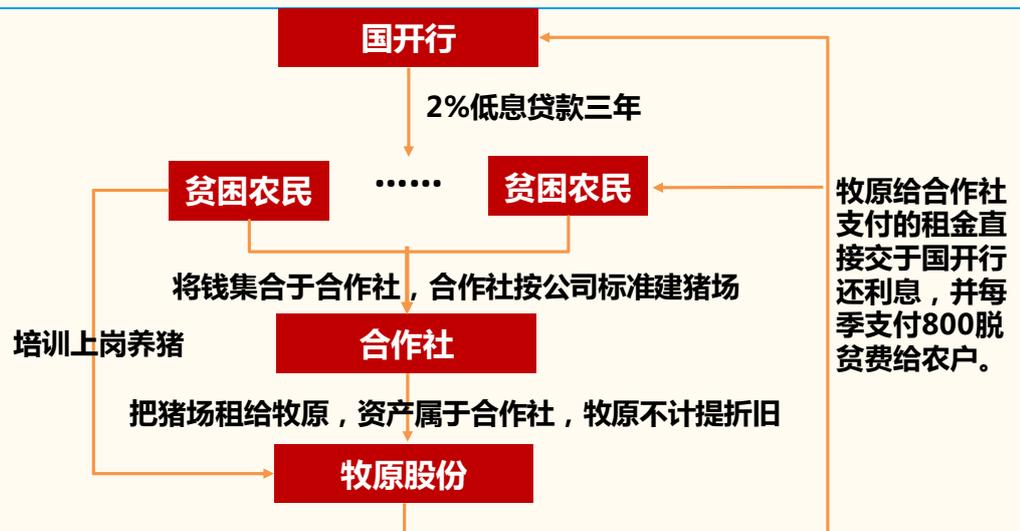
图表 15：公司近年的饲料原材料构成变化非常大

	2016	2015	2014
小麦	19.13%	60.91%	60.51%
玉米	60.19%	24.58%	25.12%
豆粕	19.84%	13.88%	12.75%
次粉	0.85%	0.64%	1.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

- 相对于其他养殖企业，牧原的固定资产折旧在总成本中占比较高，这与其全程自繁自养一体化的模式戚戚相关。公司通过广泛参与国家扶贫项目，已经领先于行业开发出一种新的轻资产模式，有助于降低折旧成本。

图表 16：牧原与国开行合作的新模式有望大幅降低折旧成本



来源：公司年报、国金证券研究所

- 目前三年期基准贷款利率为 4.75%，公司的银行借款融资成本为基准或者上浮 5%，与国开行 2% 的利率相差约 3%，通过参与扶贫项目，相当于享受了国开行的低息贷款。此外，由于此种模式下建设的猪场资产所有权属于合作社，可减少公司的折旧计提。

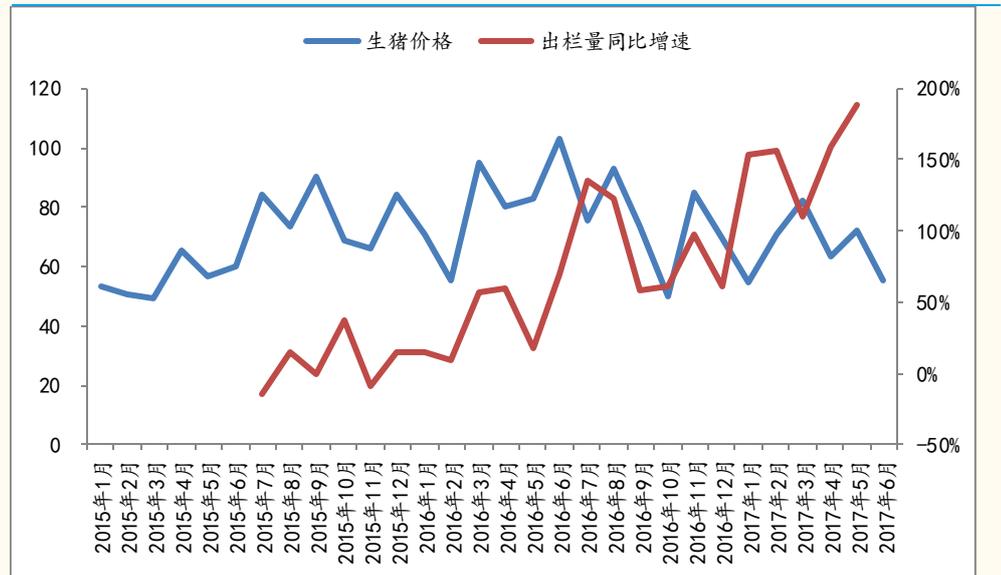
四、如何看牧原的超额收益？

(1) 超额收益是衡量均衡盈利的最佳指标

- 猪周期比股市更加确定，猪价的低点和高点都一定会到来，这不以人的意志为转移，即使在规模化程度如此之高的美国，猪周期仍然存在。在周期的波动中，企业价值的成长应有内在指标，这个指标应该跟随企业出栏量的增长而增长，并与猪价的波动无关。由于牧原的养殖成本相对于行业平

均而言有着显著的优势，并因此而享有超额收益。接下来，我们分别计算公司单头肥猪和仔猪的超额收益及公司整体相对于行业的超额收益。

图表 17：牧原股份每月出栏同比增速及当月商品猪价格对比



来源：公司公告、国金证券研究所

单头肥猪的超额收益

- 牧原现阶段的养殖成本约为 11.4 元/公斤，相对于行业平均成本 13.6 元/公斤的优势为 2.2 元/公斤。一头 110 公斤肥猪的总成本优势为 $2.2 \times 110 = 242$ 元。这是牧原相对于行业的超额收益。

单头仔猪的超额收益

- 牧原现阶段出栏的 15Kg 仔猪的成本为 370 元，相对行业平均成本 550 元具有 180 元的优势。

相对于行业的超额收益

- 按照我们对 2018 年 1200 万头的出栏量预测，其中肥猪和仔猪分别为 840 和 360 万头，得出公司未来一年的合理超额收益为： $242 \times 840 + 180 \times 360 = 26.8$ 亿元，即使养猪行业周期继续下行，在 2018 年全年整体处于盈亏平衡的悲观预测下，公司仍能有约 27 亿元的净利润。

五、投资建议

- 中报出栏量大增，提升未来预期。公司 2017 年上半年出栏 295 万头，去年全年出栏 311 万头，出栏量增速迅猛。我们预计 2017-2019 年出栏量分别为 777/1200/1600 万头，公司出栏量正式迎来井喷式增长。
- 大行业小公司，成本护城河仍在强化。自 2009 年以来，牧原的平均 ROE 和销售净利率高达 34.9% 和 21.7%，独特的全程自繁自养一体化饲喂模式保证公司拥有最低的种猪繁育、饲料加工、育肥管理等综合成本。同时，凭借出色的生物育种、动物营养、疫病防疫等技术和优势，使得 PSY、料肉比、存活率等关键生长指标处于最佳状态。
- 公司经营层面不断优化。1) 资金：上市前的牧原依靠着自身利润滚动发展，上市后凭借融资便利加速扩张，直接融资累计 66.98 亿元，拓展迅猛，未来将继续滚雪球式高成长。2) 管理制度：公司作为一家民营企业，公司以军事化管理著称，并通过建立信息化和财务管理系统，大幅降低了管理成本。3) 成本：成本控制是牧原成功的关键。凭借一体化模式的协同效应、

先进设备节约人力、市场化管理等手段，控制成本率在行业中处于较低水平。

- 基于公司 2017 年上半年出栏量超预期，我们预计 2017/18/19 年公司出栏量为 777/1200/1600 万头，归母净利 31.2/30.6/40.9 亿元，给予 17 年 13-15 倍 PE，目标价 34.9-40.5 元，具有 27%-48%的空间。

图表 18：各季度业绩回顾

(百万元)	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	912	1372	1616	1706	1968	2263
营业毛利	420	753	754	634	796	657
营业费用	2	3	4	5	8	8
管理费用	31	36	38	44	54	118
财务费用	36	37	43	56	66	72
投资收益	2	4	1	1	8	3
营业利润	352	682	669	524	671	529
归属母公司净利润	368	704	690	560	680	520
EPS (元)	0.36	0.68	0.67	0.54	0.66	0.45
主要比率	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
毛利率	46.1%	54.9%	46.6%	37.2%	40.5%	29.1%
营业费用率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
管理费用率	3.4%	2.6%	2.4%	2.6%	2.7%	5.2%
营业利润率	38.6%	49.7%	41.4%	30.7%	34.1%	3.2%
有效税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率	40.3%	51.3%	42.7%	32.8%	34.6%	23.0%
YoY	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
收入	82.5%	119.6%	96.7%	61.3%	115.7%	64.9%
归属母公司净利润	1922.0%	951.0%	197.0%	76.7%	84.8%	-26.2%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 19：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
合计收入	5604	11293	14202	17430
生猪养殖	5604	11293	14202	17430
收入增长率	87%	101%	26%	23%
生猪养殖	86.6%	101.5%	25.7%	22.7%
毛利率	46%	32%	27%	28%
生猪养殖	45.7%	32.3%	27.3%	28.0%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 20：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3003	5606	11293	14202	17430
营业成本	2264	3044	7759	10499	12577
营业税金及附加	0	6	20	26	31
营业费用	6	14	42	53	64
管理费用	102	150	339	568	697
财务费用	127	172	174	130	64
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	8	8	8	8
营业利润	505	2228	2970	2987	4007
营业外收入	92	97	133	73	83
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	596	2322	3808	3857	4884
所得税	0	0	0	0	0
净利润	596	2322	3808	3857	4884
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	596	2322	3121	3057	4087
EPS (元)	1.15	2.25	2.69	2.64	3.52

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 21：估值对比表

公司 简称	最新 股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
牧原股份	28.54	0.33	1.15	2.25	-74%	643%	290%	84	24	12	4.25	41.01%	322
正邦科技	4.76	0.52	0.52	0.49	265%	209%	8%	9	9	10	2.31	18.01%	110
温氏股份	20.48	1.71	2.71	2.37	122%	84%	-8%	18	11	13	5.03	38.71%	1,061
天邦股份	8.19	0.51	0.59	0.53	296%	246%	10%	18	16	17	5.50	26.55%	71
雏鹰农牧	4.29	0.22	0.28	0.37	225%	278%	32%	24	19	14	3.06	16.92%	163
平均					227%	204%	10%	17	14	14	3.98	25.05%	

来源：公司公告、国金证券研究所

风险提示：进口猪肉大幅增加、突发大规模不可控疫病、产能扩张不达预期、2017年上半年公司原始股股东股份解禁抛售风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,605	3,003	5,606	11,293	14,202	17,430	货币资金	338	836	984	2,453	3,265	4,437
增长率	27.41%	15.3%	86.6%	101.4%	25.8%	22.7%	应收账款	0	0	0	15	19	19
主营业务成本	-2,403	-2,264	-3,044	-7,759	-10,449	-12,577	存货	1,035	1,156	2,618	4,464	6,298	7,580
%销售收入	92.3%	75.4%	54.3%	68.7%	73.6%	72.2%	其他流动资产	138	521	116	302	315	379
毛利	201	740	2,561	3,534	3,753	4,853	流动资产	1,511	2,514	3,718	7,234	9,898	12,416
%销售收入	7.7%	24.6%	45.7%	31.3%	26.4%	27.8%	%总资产	36.7%	35.6%	28.8%	39.2%	44.0%	47.5%
营业税金及附加	0	0	-6	-20	-26	-31	长期投资	48	47	190	255	304	374
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	2,349	4,153	8,334	10,155	11,406	12,428
营业费用	-5	-6	-14	-42	-53	-64	%总资产	57.0%	58.8%	64.4%	55.0%	50.7%	47.6%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	172	170	282	279	276	275
管理费用	-74	-102	-150	-339	-568	-697	非流动资产	2,609	4,554	9,213	11,239	12,586	13,697
%销售收入	2.8%	3.4%	2.7%	3.0%	4.0%	4.0%	%总资产	63.3%	64.4%	71.2%	60.8%	56.0%	52.5%
息税前利润 (EBIT)	122	632	2,392	3,133	3,107	4,060	资产总计	4,119	7,068	12,931	18,473	22,484	26,114
%销售收入	4.7%	21.0%	42.7%	27.7%	21.9%	23.3%	短期借款	1,256	1,987	3,087	2,793	2,065	400
财务费用	-103	-127	-172	-174	-130	-64	应付款项	362	864	1,996	3,515	4,841	5,660
%销售收入	4.0%	4.2%	3.1%	1.5%	0.9%	0.4%	其他流动负债	32	37	111	911	937	1,074
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	1,650	2,888	5,194	7,219	7,843	7,135
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	520	547	995	995	995	996
投资收益	2	1	8	11	11	11	其他长期负债	1	110	1,081	992	992	992
%税前利润	2.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	负债	2,171	3,546	7,270	9,207	9,831	9,123
营业利润	21	505	2,228	2,970	2,987	4,007	普通股股东权益	1,948	3,522	5,661	9,266	12,653	16,990
营业利润率	0.8%	16.8%	39.7%	26.3%	21.0%	23.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	59	90	94	132	70	80	负债股东权益合计	4,119	7,068	12,931	18,473	22,484	26,114
税前利润	80	596	2,322	3,121	3,057	4,087	比率分析						
利润率	3.1%	19.8%	41.4%	27.6%	21.5%	23.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	0	0	0	0	0	0	每股指标						
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	每股收益	0.331	1.153	2.246	2.694	2.639	3.528
净利润	80	596	2,322	3,121	3,057	4,087	每股净资产	8.051	6.814	5.477	8.964	12.240	16.436
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.882	1.771	1.241	3.915	3.297	4.464
归属于母公司的净利润	80	596	2,322	3,121	3,057	4,087	每股股利	0.060	0.350	0.690	1.150	1.100	1.370
净利率	3.1%	19.8%	41.4%	27.6%	21.5%	23.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.12%	16.92%	41.01%	40.15%	32.55%	33.88%
净利润	80	596	2,322	3,102	3,057	4,087	总资产收益率	1.95%	8.43%	17.96%	17.99%	15.90%	19.29%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	3.28%	10.43%	22.28%	25.57%	23.11%	28.09%
非现金支出	153	227	467	605	742	864	增长率						
非经营收益	104	125	173	66	109	53	主营业务收入增长率	27.41%	15.31%	86.65%	101.45%	25.76%	22.73%
营运资金变动	117	-32	-1,679	273	-500	-389	EBIT增长率	-63.64%	417.38%	278.73%	30.97%	-0.83%	30.69%
经营活动现金净流	455	915	1,282	4,047	3,408	4,615	净利润增长率	-73.60%	642.97%	289.68%	33.60%	-1.44%	33.68%
资本开支	-734	-1,799	-4,361	-2,435	-1,969	-1,826	总资产增长率	27.35%	71.57%	82.97%	42.85%	21.71%	16.14%
投资	-136	-513	490	-64	-50	-70	资产管理能力						
其他	1	0	5	11	11	11	应收账款周转天数	2.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
投资活动现金净流	-869	-2,311	-3,866	-2,488	-2,008	-1,885	存货周转天数	156.2	176.7	226.2	210.0	220.0	220.0
股权募资	677	993	0	0	0	0	应付账款周转天数	32.1	63.4	97.2	75.0	70.0	65.0
债权募资	41	938	3,025	393	-138	-1,055	固定资产周转天数	241.4	412.4	487.2	293.6	258.2	230.0
其他	-169	-152	-354	1,311	1,017	1,163	偿债能力						
筹资活动现金净流	549	1,779	2,671	1,704	879	108	净负债/股东权益	73.85%	48.19%	72.25%	31.15%	8.38%	-16.98%
现金净流量	136	384	88	3,263	2,279	2,838	EBIT利息保障倍数	1.2	5.0	13.9	18.0	23.8	63.4
							资产负债率	52.71%	50.17%	56.22%	55.20%	51.14%	43.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	13	13	13	20
增持	2	6	7	7	7
中性	1	3	3	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.55	1.57	1.57	1.43

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD