

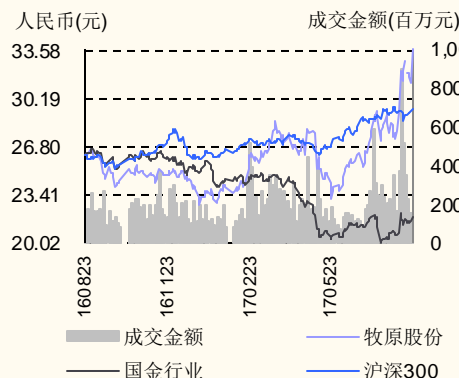
市场价格(人民币): 33.75元  
目标价格(人民币): 54.70-59.30元

## 牧原股份有望冲击 720 亿市值

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)	39,098.14
年内股价最高最低(元)	33.75/22.78
沪深 300 指数	3752.30
深证成指	10653.98



### 相关报告

1. 《出栏超预期有迹可循，业绩增长指日可待-牧原股份公司深度研究》，2017.8.2

周莎

分析师 SAC 执业编号: S1130517080005  
(8621)60230241  
zhousha@gjzq.com.cn

### 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	2.653	4.173	6.072
每股净资产(元)	6.81	5.48	7.56	12.12	18.81
每股经营性现金流(元)	1.77	1.24	2.95	4.48	7.11
市盈率(倍)	40.83	10.36	12.72	8.09	5.56
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%	32.37%	57.29%	45.51%
净资产收益率(%)	16.92%	41.01%	39.31%	38.59%	36.17%
总股本(百万股)	516.87	1,033.75	1,158.46	1,158.46	1,158.46

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 事件描述

■ 2017年8月22日，养猪板块集体爆发，牧原股份股价大涨。在猪肉价格预期修正下，从市场一致预期的猪价开启长周期下行到猪价在13元/公斤止跌，并快速恢复到14元/公斤以上、接近15元/公斤。市场开始重新审视今年下半年尤其是明年的猪价，从预期全行业亏损，扭转为盈利的持续好转。

### 经营分析

- **2018年的盈利预测：48个亿。**基于猪肉价格预期的好转，明年全年的生猪均价乐观预计15元/公斤，悲观预计14元/公斤。预计牧原股份18年的出栏量1200万头确定性较高。8月22日公司公告拟在境外发行不超过5亿美元债券，同时发行不超过人民币20亿元的中票。两笔资金合计约55亿元人民币为今年下半年以及明年的产能扩张准备了充足的弹药。截止二季度末50万头的能繁母猪存栏和24的PSY可以支撑明年1200万头的生猪出栏，且下半年公司能繁母猪还将继续增加。
- **猪肉价格行情预期转好，必将推动生猪养殖公司估值提升。**以史为鉴，基于对2016年猪价看好和良好预期下公司业绩大幅度增长，牧原股份股价大涨发生在2015年，且提前透支2016年股价的涨幅，2016年在猪价真正上涨超预期的背景下，公司股价并未大幅上涨。当前时点，市场正在重新审视并逐步调升2018全年的猪价预期。市场同样会基于预期的好转提前推动股价上涨，透支2018年的猪价上扬给公司带来的业绩利好。
- **牧原股份18年合理估值15倍。**目前上市的生猪养殖企业中，牧原股份养殖成本最低，公司将持续获得超出市场平均成本的超额收益，且公司在过去八年的平均ROE高达35%，在猪肉价格预期好转的大背景下，我们认为15倍的PE合理。对比肉鸡标的，在当前肉鸡养殖公司明年业绩高度不确定的情况下，获得10倍甚至更高的估值，以此推论，养殖成本最低的牧原股份获得15倍PE合乎常理。
- **目标市值：720亿元。**基于对明年48亿净利润的预测和15倍PE的估值，以及猪价超预期下的估值切换，我们认为牧原的市值极有可能在年内触及720亿元。保守来看，按照36亿元的净利润预测和15倍PE的估值，公司市值也将达到540亿市值，较现价尚有35%的上涨空间。
- **猪价，依然是上行周期。**对于猪肉价格的看空主要是因为生猪出栏预期的增加，目前牧原、温氏、正邦、雏鹰规模化企业大幅扩产，给市场对于生猪出

栏量的预期造成了一种增长假象。以点概面的认知是不正确的。实际上，决定猪价涨跌是散养户的行为，而规模化企业只是被动接受者，凭借规模化企业的大幅扩产而得出猪价下跌的结论是本末倒置的。规模化企业的行为是单向的，通过扩张来谋求未来更好的发展，而散养户的行为是双向的，猪价上涨采取补栏或压栏措施，猪价下跌淘汰或退出市场。由于所有散养户都在同一时间受到同样的猪价涨跌而产生同样的行为，进而导致猪价朝着预期相反的方向运行。规模化企业的行为只有扩张产能方向，唯一的变化在于扩张速度的快慢。单一方向的扩产不会改变产能变化的方向，进而不能决定猪价的涨跌；尤其是在规模化企业出栏占比极小的情况下，对行业整体产能的影响微乎其微。而散养户可以选择进入或者退出，这两个截然相反的行为，又由于几乎所有养殖户都在同一时间做出同样的选择，进而导致猪价运行的方向在涨与跌之间变换。

- **决定周期的是产能的变化，而本轮周期并未看到产能（能繁母猪）的恢复，不存在周期下行结论。**在价格上行期产能并未恢复，除了受到环保拆迁的影响以外，更重要的是外购仔猪育肥的散养户并未在本轮上行周期中盈利。能繁母猪持续下滑导致仔猪供给严重短缺，尤其是今年上半年肥猪价格快速下跌而仔猪价格居高不下，外购仔猪育肥的散养户亏损惨重。以外购仔猪为主的散养户补栏积极性不高。在这种情况下，仔猪价格仍然居高不下，说明了能繁母猪存栏下滑的真实性，以及 PSY 和 MSY 的提升无法弥补能繁母猪存栏下滑的影响。
- **牧原股份买入正当时。**由于之前市场看空明年猪价，公司现价只有 8 倍 PE，按照公司 18 年 48 亿净利润，且目前猪价预期正在发生扭转，公司估值必将提升。如若市场全面扭转对于明年猪价预期，公司也必然处于更高更合理的估值水平。所以我们认为，牧原股份当前估值尚处于市场对于明年猪肉价格看空的大环境中，当前正是市场扭转猪肉价格预期的初期，在当前估值水平买入公司正当时。

#### 盈利调整

- 预计 2017/18/19 年公司出栏量为 777/1200/1600 万头不变，归母净利 30.7/48.3/70.3 亿元，给予 18 年 13-15 倍 PE，目标价 54.7-59.3 元，具有 62%-83%的空间，维持买入评级。

#### 投资建议

- 基于猪肉价格的预期变好，在保持出栏量预期不变的情况下，我们调整了公司的盈利预测。维持公司买入评级。

#### 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 2 月公司原始股股东股份 65453.2 万股解禁抛售风险。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,605</b>	<b>3,003</b>	<b>5,606</b>	<b>12,199</b>	<b>18,620</b>	<b>25,440</b>
增长率		15.3%	86.6%	117.6%	52.6%	36.6%
主营业务成本	-2,403	-2,264	-3,044	-8,295	-12,569	-16,918
%销售收入	92.3%	75.4%	54.3%	68.0%	67.5%	66.5%
毛利	201	740	2,561	3,904	6,052	8,522
%销售收入	7.7%	24.6%	45.7%	32.0%	32.5%	33.5%
营业税金及附加	0	0	-6	-22	-41	-53
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-5	-6	-14	-48	-71	-99
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-74	-102	-150	-499	-765	-1,048
%销售收入	2.8%	3.4%	2.7%	4.1%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	122	632	2,392	3,335	5,174	7,322
%销售收入	4.7%	21.0%	42.7%	27.3%	27.8%	28.8%
财务费用	-103	-127	-172	-340	-449	-390
%销售收入	4.0%	4.2%	3.1%	2.8%	2.4%	1.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	8	13	12	12
%税前利润	2.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%
营业利润	21	505	2,228	3,008	4,737	6,944
营业利润率	0.8%	16.8%	39.7%	24.7%	25.4%	27.3%
营业外收支	59	90	94	65	97	90
税前利润	80	596	2,322	3,073	4,834	7,034
利润率	3.1%	19.8%	41.4%	25.2%	26.0%	27.6%
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	80	596	2,322	3,073	4,834	7,034
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>80</b>	<b>596</b>	<b>2,322</b>	<b>3,073</b>	<b>4,834</b>	<b>7,034</b>
净利率	3.1%	19.8%	41.4%	25.2%	26.0%	27.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	80	596	2,322	3,073	4,834	7,034
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	153	227	467	718	870	1,113
非经营收益	104	125	173	27	64	-14
营运资金变动	117	-32	-1,679	-765	-1,137	-782
<b>经营活动现金净流</b>	<b>455</b>	<b>915</b>	<b>1,282</b>	<b>3,054</b>	<b>4,630</b>	<b>7,351</b>
资本开支	-734	-1,799	-4,361	-1,988	-2,556	-2,462
投资	-136	-513	490	-1	0	0
其他	1	0	5	13	12	12
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-869</b>	<b>-2,311</b>	<b>-3,866</b>	<b>-1,976</b>	<b>-2,544</b>	<b>-2,450</b>
股权募资	677	993	0	0	0	0
债权募资	41	938	3,025	1,614	-1,221	-2,024
其他	-169	-152	-354	-1,222	-421	-301
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>549</b>	<b>1,779</b>	<b>2,671</b>	<b>391</b>	<b>-1,642</b>	<b>-2,325</b>
<b>现金净流量</b>	<b>136</b>	<b>384</b>	<b>88</b>	<b>1,469</b>	<b>444</b>	<b>2,576</b>

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	338	836	984	2,453	2,897	5,473
应收款项	0	0	0	17	20	21
存货	1,035	1,156	2,618	4,795	7,644	10,197
其他流动资产	138	521	116	251	404	526
流动资产	1,511	2,514	3,718	7,516	10,966	16,217
%总资产	36.7%	35.6%	28.8%	41.2%	46.4%	53.3%
长期投资	48	47	190	191	190	190
固定资产	2,349	4,153	8,334	10,077	11,863	13,303
%总资产	57.0%	58.8%	64.4%	55.2%	50.2%	43.7%
无形资产	172	170	282	279	276	275
非流动资产	2,609	4,554	9,213	10,748	12,655	14,192
%总资产	63.3%	64.4%	71.2%	58.8%	53.6%	46.7%
<b>资产总计</b>	<b>4,119</b>	<b>7,068</b>	<b>12,931</b>	<b>18,264</b>	<b>23,621</b>	<b>30,410</b>
短期借款	1,256	1,987	3,087	3,333	2,243	0
应付款项	362	864	1,996	3,242	4,954	6,627
其他流动负债	32	37	111	427	584	804
流动负债	1,650	2,888	5,194	7,002	7,782	7,431
长期贷款	520	547	995	995	995	996
其他长期负债	1	110	1,081	2,448	2,316	2,534
<b>负债</b>	<b>2,171</b>	<b>3,546</b>	<b>7,270</b>	<b>10,446</b>	<b>11,093</b>	<b>10,962</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,948</b>	<b>3,522</b>	<b>5,661</b>	<b>7,818</b>	<b>12,528</b>	<b>19,448</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,119</b>	<b>7,068</b>	<b>12,931</b>	<b>18,264</b>	<b>23,621</b>	<b>30,410</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.331	1.153	2.246	2.653	4.173	6.072
每股净资产	8.051	6.814	5.477	7.563	12.119	18.813
每股经营现金净流	1.882	1.771	1.241	2.954	4.479	7.111
每股股利	0.200	0.350	0.770	1.100	0.120	0.110
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.12%	16.92%	41.01%	39.31%	38.59%	36.17%
总资产收益率	1.95%	8.43%	17.96%	16.83%	20.47%	23.13%
投入资本收益率	3.28%	10.43%	22.28%	25.38%	30.88%	34.15%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	27.41%	15.31%	86.65%	117.60%	52.64%	36.63%
EBIT 增长率	-63.64%	417.38%	278.73%	39.42%	55.15%	41.49%
净利润增长率	-73.60%	642.97%	289.68%	32.37%	57.29%	45.51%
总资产增长率	27.35%	71.57%	82.97%	41.23%	29.33%	28.74%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	156.2	176.7	226.2	211.0	222.0	220.0
应付账款周转天数	32.1	63.4	97.2	75.0	73.0	72.0
固定资产周转天数	241.4	412.4	487.2	269.7	207.8	170.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	73.85%	48.19%	72.25%	36.68%	10.65%	-17.92%
EBIT 利息保障倍数	1.2	5.0	13.9	9.8	11.5	18.8
资产负债率	52.71%	50.17%	56.22%	57.19%	46.96%	36.05%

**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	0	6	15	15	22
增持	1	4	8	9	9
中性	1	2	4	4	4
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>2.50</b>	<b>1.67</b>	<b>1.59</b>	<b>1.61</b>	<b>1.49</b>

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

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-02	买入	27.50	34.90~40.50

来源：国金证券研究所

**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。

**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