

牧原股份(002714.SZ)

肉禽鱼产品行业

评级：买入 维持评级

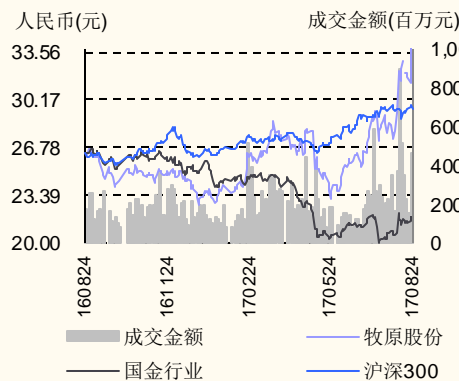
公司点评

市场价格(人民币): 35.16元
 目标价格(人民币): 54.70-59.30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)	40,731.58
年内股价最高最低(元)	33.75/22.78
沪深300指数	3734.65
深证成指	10552.96



相关报告

- 1.《牧原股份有望冲击720亿市值-牧原股份有望冲击720亿市值》，2017.8.23
- 2.《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

牧原股份 VS 贵州茅台，似曾相识的估值提升

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

- 2013-14年, 贵州茅台 PE 从 20 倍快速下跌到 13 倍并维持在 10-15 倍长达两年的时间。从 2016 年开始, 贵州茅台的估值从 10 倍左右快速上升重新站上 20 倍, 并带动其他白酒企业的估值趋势性抬升。对于强周期性的生猪养殖企业, 估值趋势性抬升正在悄无声息的发生。
- 在 A 股历史上, 某个行业或个股的估值趋势性抬升的例子并不常见, 例如过去两年的白酒和茅台, 家电和格力, 以及正在进行中的钢铁和方大碳素。变化发生有两个必要条件: 其一, 行业的基本面发生重大变化, 其二, 市场存在预期差, 二者缺一不可。生猪养殖行业目前也同样满足这两个条件。

经营分析

- **基本面的重大变化: 集中度加速提升。**2015 年开始, 白酒和生猪这两个行业的集中度都在加速提升。对于白酒而言, 三公消费骤降后的消费承接问题在集中度快速提升的过程中被巧妙地化解, 其结果是家庭消费推动了贵州茅台等一批优秀白酒企业的逆势增长。而生猪行业从 2015 年开始走出了一波“超长猪周期”, 原因是产能迟迟未见恢复, 但行业内部出现了分化, 一方面是规模化企业的野蛮扩张, 另一方面是散养户的退出, 最终导致行业集中度快速提升。类似于白酒行业的总产能收缩, 而龙头企业却在逆势扩张。
- **白酒和生猪的集中度提升均发生在行业景气回暖的上行期。**在行业下行期, 大型企业比小规模企业经营状况更差, 因为大企业灵活度不够, 规模决定了其无法在行业下行期实现产业大幅收缩或产业方向调整; 而小规模企业由于规模相对较小, 可以在行业下行期大幅缩小规模或暂时退出躲避行业寒冬。当行业迎来反转, 大规模企业获得利润的井喷, 而小规模企业又要重新开始扩大产能。本轮周期区别于过去的最大不同在于, 环保的制约导致散养户的重新开始困难重重, 而规模化养殖企业因为其自身经营的规范性, 在环保风暴下影响相对较小。由此, 在本轮周期当中, 大规模企业和小规模企业逐渐拉开差距。
- **环保整治改写了生猪养殖行业生存法则, 大企业的集约化、规模化、规范化的优势得以凸显, 而小散户则失去了生存的空间。**无独有偶, 在白酒行业低谷期, 龙头企业苦练内功, 而小酒企却在收缩和退出; 一旦行业回暖, 龙头企业相对于小酒企的品牌、产品、渠道优势集中爆发, 而小酒企只能被动追赶而错失良机。行业下行期企业的态度和行为决定了上行期的爆发力和业绩

弹性，这一差异在外部监管环境趋严时会更为突出。

- **市场的预期差：生猪养殖的高 ROE 是否可以持续。**在过去两年间，生猪养殖行业的持续暴利改写了过去猪价牛短熊长的历史，以至于市场担心其可持续性并反应在养猪股持续的低估值中。以牧原股份为例，2009 年至今公司从未全年亏损，平均 ROE 高达 35%，并且保持年均 50% 以上的规模增速。高资本回报率源于企业巨大的成本优势，在未来相当长时间内这一优势将得以延续；又由于“大行业小公司”的行业格局，牧原的规模扩张还有非常大的空间。这意味着高收益和高成长在牧原身上得以长期共存。事实上，对于未来猪肉价格下行的担忧释放了养猪股大部分的投资风险，而对未来猪肉价格的乐观却意味着风险的累积。**所以投资养猪股的唯一方法就是忽略猪价和股价的短期波动，赚取企业长期高收益和高成长带来的价值提升。**

盈利预测

- 预计 2017/18/19 年公司出栏量为 777/1200/1600 万头不变，归母净利润 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，我们调高了公司的盈利预测。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
主营业务收入	2,605	3,003	5,606	12,199	18,620	25,440
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
归属于母公司的净利润	80	596	2,322	3,073	4,834	7,034
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
经营活动现金净流	455	915	1,282	3,054	4,630	7,351
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
投资活动现金净流	-869	-2,311	-3,866	-1,976	-2,544	-2,450
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
筹资活动现金净流	549	1,779	2,671	391	-1,642	-2,325
现金净流量	136	384	88	1,469	444	2,576

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%
资产总计	4,119	7,068	12,931	18,264	23,621	30,410
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
负债	2,171	3,546	7,270	10,446	11,093	10,962
普通股股东权益	1,948	3,522	5,661	7,818	12,528	19,448
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,119	7,068	12,931	18,264	23,621	30,410

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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	21
增持	1	4	8	9	9
中性	1	2	4	4	4
减持	0	0	0	0	0
评分	2.50	1.67	1.59	1.61	1.50

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。

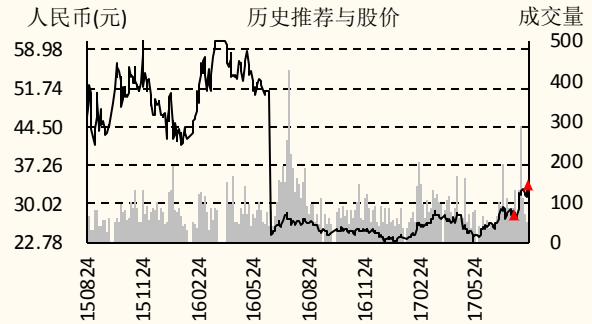
最终评分与平均投资建议对照：

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
2	2017-08-23	买入	33.75	N/A

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