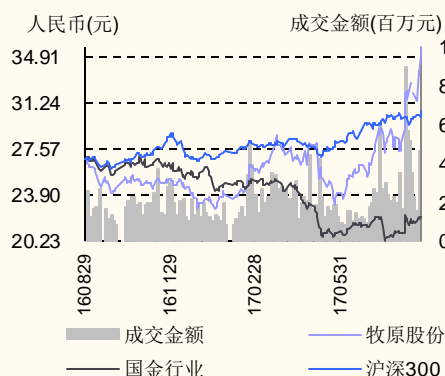


市场价格(人民币): 35.69 元
目标价格(人民币): 54.70-59.30 元

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)	41,345.56
年内股价最高最低(元)	35.69/22.78
沪深 300 指数	3795.75
深证成指	10659.01



论牧原的崛起：中国的牧原，时代的宠儿！

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

投资逻辑

- **高要求下的牧原模式成就自我。** 2017 年散户的退出速度令人惊叹，就连不同模式下的企业之间也大相径庭。2017 年上半年，牧原累计出栏生猪 295 万头，去年同期不过 115 万头，净增 180 万头。温氏上半年共出栏生猪 900 万头，去年同期 810 万头，仅净增 90 万头，只有牧原的一半。这都是因为温氏赖以生存的肥沃土壤——优质“合作农户”成为稀缺资源，使得“公司+农户”模式的扩张成本极高，进而失去其优越性。而牧原的体系是封闭的，只要资金到位，拿地、建厂、招人、培训、装母猪、养肥猪，循环往复。这其中的难点在于管理的边际，随着规模越来越大，管理的难度也随之提升。由于生物性资产在总资产中的占比极高，对于技术和的高要求成为这种模式最强的护城河，而这也是牧原能够成功的主观因素。
- **成本控制文化深入骨髓，资金涌入迅速扩张。** 始于 15 年的超长猪周期带来的盈利快速累积，为公司随后的产能爆发埋下伏笔。而在过去的 20 年，制约牧原发展的唯一掣肘就是资金。牧原在过去的 20 年却依靠着每年剧烈波动的猪价和从零开始积累的出栏量赚取微薄的盈利，不可能具有快速扩张的资本。在强周期行业中的企业首先要能活下来，还要尽量避免亏损。成本控制的重要性深入企业创始人的骨髓，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。
- **坚持走自己的路，时机成熟迎来爆发。** 10 年甚至 5 年前，温氏的“公司+农户”适合中国国情的生猪养殖模式，成就了温氏今天接近 2000 万头的生猪出栏体量，但今天的企业已经错过了“公司+农户”快速扩张的黄金时期。而牧原 20 年来坚持走自己的路，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，虽然在前 19 年发展速度很慢，但是如今时机成熟方迎来爆发。

投资建议与估值

- 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

相关报告

1. 《牧原股份公司点评》，2017.8.24
2. 《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
3. 《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

有 44%-56%的空间，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

- 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。

内容目录

一、超长猪周期下的养殖户：两极分化.....	4
二、牧原模式成就自我，成本控制保驾护航.....	4
1、高要求下的牧原模式成就自我.....	4
2、成本控制文化深入骨髓，资金充沛扩张迅速。.....	5
三、坚持走自己的路，成为时代的宠儿.....	6
投资建议.....	6
风险提示.....	6

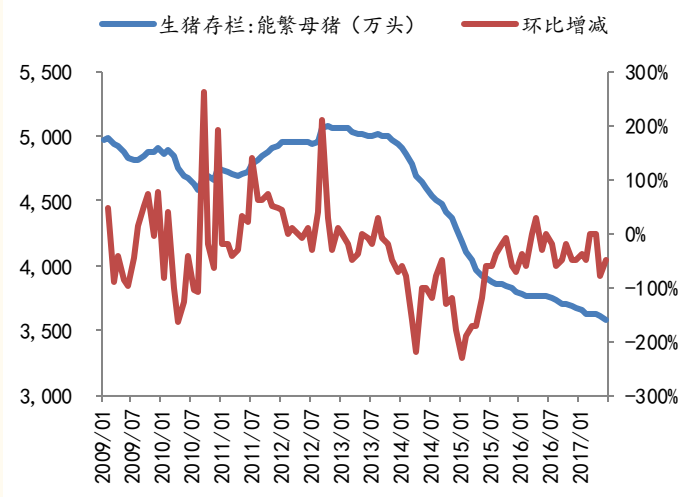
图表目录

图表 1：能繁母猪存栏.....	
图表 2：能繁母猪价格.....	
图表 3：能繁母猪存栏与仔猪生猪价格比.....	
图表 4：公司出栏量与同比变化.....	
图表 5：牧原生猪育种体系.....	
图表 6：公司采用自育自繁自养大规模一体化经营模式.....	
图表 7：养殖成本拆分及下行空间.....	

一、超长猪周期下的养殖户：两极分化

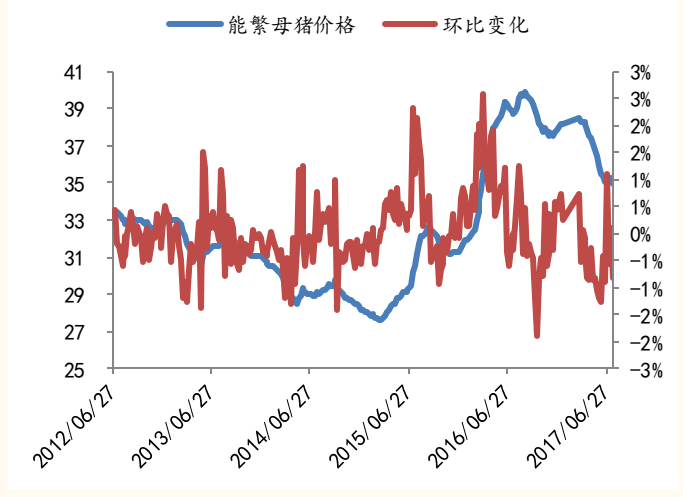
- 猪价终究逃脱不了暴涨暴跌的宿命，能繁母猪决定猪价的理论在公元 2017 年被彻底颠覆。超长猪周期下的冰火两重天还在延续：一面是猪价上涨时被迫拆迁，下跌时又唯恐避之不及的散户们；另一面是野蛮扩张的牧原股份，世人皆望其项背。我们从未见过一个周期性行业的从业者之间有如此大的行为差异。不禁唏嘘，生猪养殖真的是一个周期性行业吗？

图表 1：能繁母猪存栏



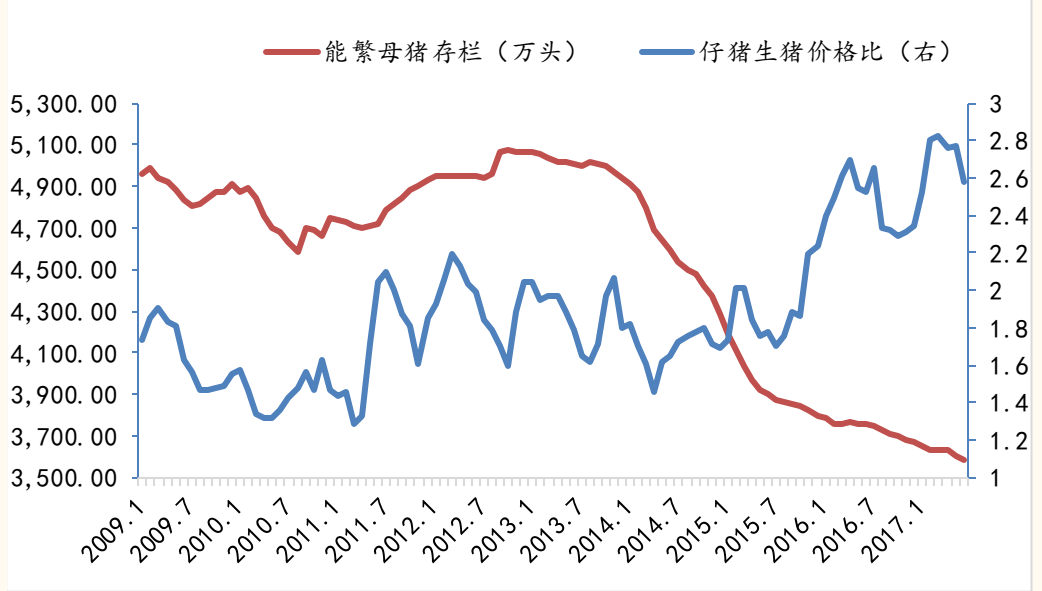
来源：wind、国金证券研究所

图表 2：能繁母猪价格（元/公斤）



来源：wind、国金证券研究所

图表 3：能繁母猪存栏与仔猪生猪价格比



来源：wind、国金证券研究所

二、牧原模式成就自我，成本控制保驾护航

1、高要求下的牧原模式成就自我

- 2017 年散户的退出速度令人惊叹，就连不同模式下的企业之间也大相径庭。与牧原的迅速扩张形成鲜明对比的是，去年猪价高点时蠢蠢欲动的大

部分企业今年都偃旗息鼓了。2017 年上半年，牧原累计出栏生猪 295 万头，去年同期不过 115 万头，净增 180 万头。温氏上半年共出栏生猪 900 万头，去年同期 810 万头，仅净增 90 万头，只有牧原的一半。

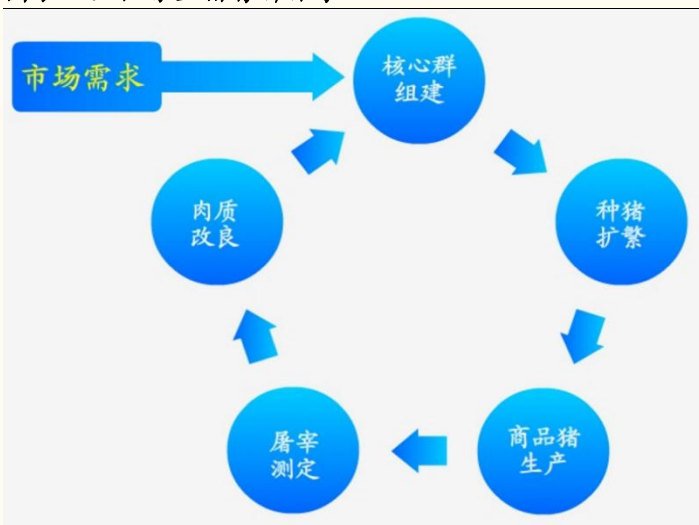
图表 4：公司出栏量与同比变化

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
出栏量（万头）	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

- 牧原的逆袭源于时代的变迁。中国的社会经济发展到某个特定的阶段使得牧原重资产模式的优越性凸显出来。城镇化和工业化的快速推进导致闲散的土地和人工越来越稀缺，换句话说，温氏赖以生存和扩张的肥沃土壤——优质“合作农户”成为稀缺资源，这使得“公司+农户”模式的扩张成本极高，进而失去其优越性。
- 而牧原的体系是封闭的，只要资金到位，模式复制相对简单，拿地、建厂、招人、培训、装母猪、养肥猪，循环往复。这其中的难点在于管理的边际，随着规模越来越大，管理的难度也随之提升。由于生物性资产在总资产中的占比极高，对于技术和管理的的高要求成为这种模式最强的护城河，而这也是牧原能够成功的主观因素。但这并非不可逾越的鸿沟，没有牧原，也一定会有另一家企业成功，牧原很幸运的成为了时代的宠儿。

图表 1：牧原生猪育种体系



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 2：公司采用自育自繁自养大规模一体化经营模式



来源：公司官网、国金证券研究所

2、成本控制文化深入骨髓，资金充沛扩张迅速。

- 为何从 2016 年开始，重资产的牧原扩张速度比轻资产的温氏还快？缘由在于牧原资金的积累涌入。14 年初上市的红利被低迷的猪周期所掩盖，但终究无法阻止随之而来的爆发。始于 15 年的超长猪周期带来的盈利快速累积，为随后的产能爆发埋下伏笔。
- 而在过去的 20 年，制约牧原发展的唯一掣肘就是资金。为何过去十年中国的房地产经历了疯狂的发展，因为全社会的资本都在往房地产行业涌。而牧原在过去的 20 年却依靠着每年剧烈波动的猪价和从零开始积累的出栏量赚取微薄的盈利，不可能具有快速扩张的资本。但是复利累积的力量是惊人的，但同时强周期行业中的复利对于大多数企业而言是可望而不可及的，因为首先企业要能活下来，还要尽量避免亏损。企业曾经历过最惨烈的猪周期——98 年，那时候的仔猪 1 块钱一头都没人要。成本控制的重要

性深入企业创始人的骨髓，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。

图表 7：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

三、坚持走自己的路，成为时代的宠儿

- 10 年甚至 5 年前，温氏的“公司+农户”才是最适合中国国情的生猪养殖模式，并成就了温氏今天接近 2000 万头的生猪出栏体量；但今天的中国已经失去了“公司+农户”快速发展的土壤，或者说已经错过了“公司+农户”快速扩张的黄金时期。而牧原，20 年来坚持走自己的路，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，虽然在前 19 年发展速度很慢，但是如今时机成熟方迎来爆发。
- 但是从今天开始学牧原，可能又是错的。因为过去 20 年时间积累下来的体系和经验非一朝一夕之功，再过 10 年后中国的生猪养殖又是何景象。真正伟大的企业家一定是认准一条路走到黑，并且这条路要足够长足够宽，每个行人都有成功的可能。20 年前乃至今天的生猪养殖行业当然符合这个要求。

投资建议

- 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 44%-56%的空间，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。

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	12,199	18,620	25,440	货币资金	338	836	984	2,453	2,897	5,473
增长率	15.3%	86.6%	117.6%	52.6%	36.6%		应收款项	0	0	0	17	20	21
主营业务成本	-2,403	-2,264	-3,044	-8,295	-12,569	-16,918	存货	1,035	1,156	2,618	4,795	7,644	10,197
%销售收入	92.3%	75.4%	54.3%	68.0%	67.5%	66.5%	其他流动资产	138	521	116	251	404	526
毛利	201	740	2,561	3,904	6,052	8,522	流动资产	1,511	2,514	3,718	7,516	10,966	16,217
%销售收入	7.7%	24.6%	45.7%	32.0%	32.5%	33.5%	%总资产	36.7%	35.6%	28.8%	41.2%	46.4%	53.3%
营业税金及附加	0	0	-6	-22	-41	-53	长期投资	48	47	190	191	190	190
%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	10,077	11,863	13,303
营业费用	-5	-6	-14	-48	-71	-99	%总资产	57.0%	58.8%	64.4%	55.2%	50.2%	43.7%
%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	-499	-765	-1,048	非流动资产	2,609	4,554	9,213	10,748	12,655	14,192
%销售收入	2.8%	3.4%	2.7%	4.1%	4.1%	4.1%	%总资产	63.3%	64.4%	71.2%	58.8%	53.6%	46.7%
息税前利润 (EBIT)	122	632	2,392	3,335	5,174	7,322	资产总计	4,119	7,068	12,931	18,264	23,621	30,410
%销售收入	4.7%	21.0%	42.7%	27.3%	27.8%	28.8%	短期借款	1,256	1,987	3,087	3,333	2,243	0
财务费用	-103	-127	-172	-340	-449	-390	应付款项	362	864	1,996	3,242	4,954	6,627
%销售收入	4.0%	4.2%	3.1%	2.8%	2.4%	1.5%	其他流动负债	32	37	111	427	584	804
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	1,650	2,888	5,194	7,002	7,782	7,431
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	13	12	12	其他长期负债	1	110	1,081	2,448	2,316	2,534
%税前利润	2.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	负债	2,171	3,546	7,270	10,446	11,093	10,962
营业利润	21	505	2,228	3,008	4,737	6,944	普通股股东权益	1,948	3,522	5,661	7,818	12,528	19,448
营业利润率	0.8%	16.8%	39.7%	24.7%	25.4%	27.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	59	90	94	65	97	90	负债股东权益合计	4,119	7,068	12,931	18,264	23,621	30,410
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%	比率分析						
所得税	0	0	0	0	0	0		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	每股指标						
净利润	80	596	2,322	3,073	4,834	7,034	每股收益	0.331	1.153	2.246	2.653	4.173	6.072
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	8.051	6.814	5.477	7.563	12.119	18.813
归属于母公司的净利润	80	596	2,322	3,073	4,834	7,034	每股经营现金净流	1.882	1.771	1.241	2.954	4.479	7.111
净利率	3.1%	19.8%	41.4%	25.2%	26.0%	27.6%	每股股利	0.200	0.350	0.770	1.100	0.120	0.110
							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%	39.31%	38.59%	36.17%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	1.95%	8.43%	17.96%	16.83%	20.47%	23.13%
净利润	80	596	2,322	3,073	4,834	7,034	投入资本收益率	3.28%	10.43%	22.28%	25.38%	30.88%	34.15%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	153	227	467	718	870	1,113	主营业务收入增长率	27.41%	15.31%	86.65%	117.60%	52.64%	36.63%
非经营收益	104	125	173	27	64	-14	EBIT 增长率	-63.64%	417.38%	278.73%	39.42%	55.15%	41.49%
营运资金变动	117	-32	-1,679	-765	-1,137	-782	净利润增长率	-73.60%	642.97%	289.68%	32.37%	57.29%	45.51%
经营活动现金净流	455	915	1,282	3,054	4,630	7,351	总资产增长率	27.35%	71.57%	82.97%	41.23%	29.33%	28.74%
资本开支	-734	-1,799	-4,361	-1,988	-2,556	-2,462	资产管理能力						
投资	-136	-513	490	-1	0	0	应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
其他	1	0	5	13	12	12	存货周转天数	156.2	176.7	226.2	211.0	222.0	220.0
投资活动现金净流	-869	-2,311	-3,866	-1,976	-2,544	-2,450	应付账款周转天数	32.1	63.4	97.2	75.0	73.0	72.0
股权募资	677	993	0	0	0	0	固定资产周转天数	241.4	412.4	487.2	269.7	207.8	170.0
债权募资	41	938	3,025	1,614	-1,221	-2,024	偿债能力						
其他	-169	-152	-354	-1,222	-421	-301	净负债/股东权益	73.85%	48.19%	72.25%	36.68%	10.65%	-17.92%
筹资活动现金净流	549	1,779	2,671	391	-1,642	-2,325	EBIT 利息保障倍数	1.2	5.0	13.9	9.8	11.5	18.8
现金净流量	136	384	88	1,469	444	2,576	资产负债率	52.71%	50.17%	56.22%	57.19%	46.96%	36.05%

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	1	3	16	16	22
增持	2	3	9	10	10
中性	0	1	4	4	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.71	1.59	1.60	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。

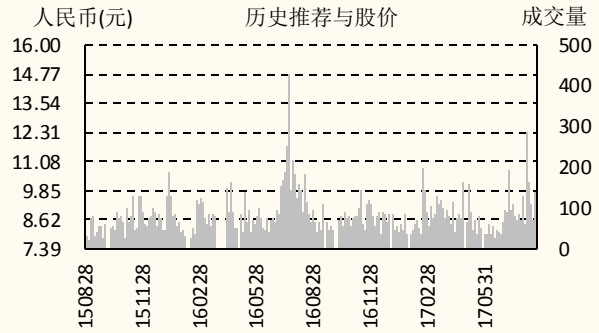
最终评分与平均投资建议对照：

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
3	2017-08-24	买入	35.16	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。

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