

牧原股份(002714.SZ) 肉禽鱼产品行业

评级：买入 维持评级

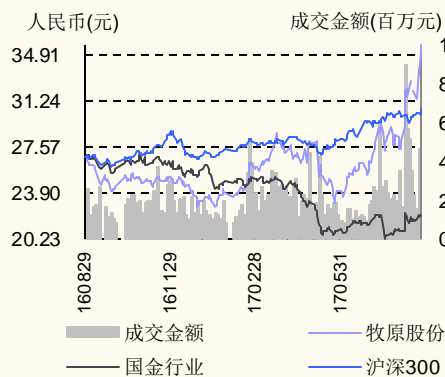
公司研究

市场价格(人民币)：36.24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



牧原股份：自繁自养模式下的加速扩张

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：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **牧原自繁自养的生猪养殖模式和生猪养殖的盈利周期必然是同向波动的。**制约自繁自养模式发展最大的难题来源于资金。在生猪养殖的盈利周期中，自繁自养的企业获得充足的利润，有利于公司加速扩张自己的养殖规模。而在猪肉价格低迷公司无法实现盈利时，公司没有充足的资金来源实现产能扩张的规划，发展必然受到一定的限制。所以，自繁自养模式快速发展的时期一定是在充分获利的盈利周期当中。从2015年二季度开启的这波生猪养殖高盈利周期，牧原股份相较于其他同等体量的生猪养殖企业而言，获得了更为丰厚的利润，并在此基础之上完成了规模的大幅增长。

■ **资金、土地充足，具备充足扩张基础。**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。2017年上半年，公司通过定增募集资金30亿元，实现净利润12亿元，获得了42亿元的净现金增量。2017年8月又拟发行20亿元的中期票据和3-5亿美元的海外债。资金和土地的充足储备，为公司未来的高速扩张奠定基础。

■ **“大行业小公司”，成长性凸显。**目前，国内生猪养殖行业前十大公司的市场占有率约为5%，公司未来扩张空间依然很大。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年起，平均ROE高达35%，并且保持年均50%以上的规模增速，而股价却持续维持在10倍左右的PE。事实上，猪价的涨跌对于牧原的长期价值而言并无影响，如果股价因为猪价下跌而出现调整，就是买入或加仓的良机。

投资建议与估值

■ 预计2017/18/19年公司出栏量为777/1200/1600万头，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50%-64%的空间，维持买入评级。

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。

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
(0755)83831630
zhousha@gjzq.com.cn

内容目录

一、自繁自养龙头，规模高速扩张.....	3
二、资金充足，扩产仍在加速.....	4
三、大行业小公司，牧原发展空间巨大.....	4
投资建议.....	5
风险提示.....	5

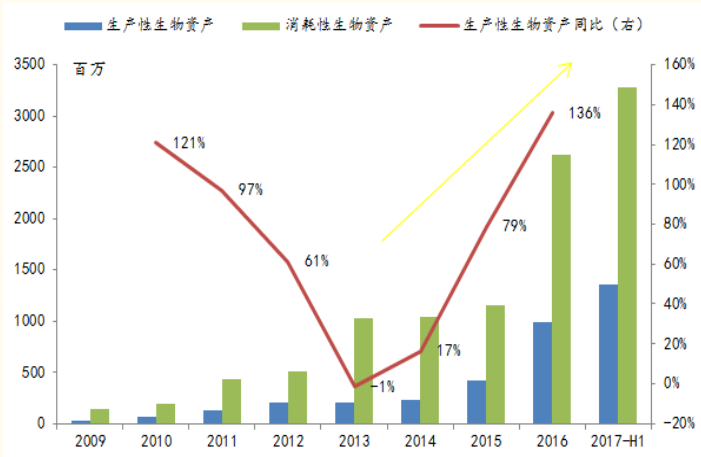
图表目录

图表 1：生产性生物资产加速增长.....	3
图表 2：生猪出栏量加速增长.....	3
图表 3：猪肉价格走势.....	3
图表 4：牧原可用资金来源.....	4
图表 5：资本支出.....	4
图表 6：募集资金情况.....	4
图表 7：出栏量对比.....	5
图表 8：生产性生物资产对比.....	5
图表 9：固定资产对比.....	5
图表 10：在建工程对比.....	5

一、自繁自养龙头，规模高速扩张

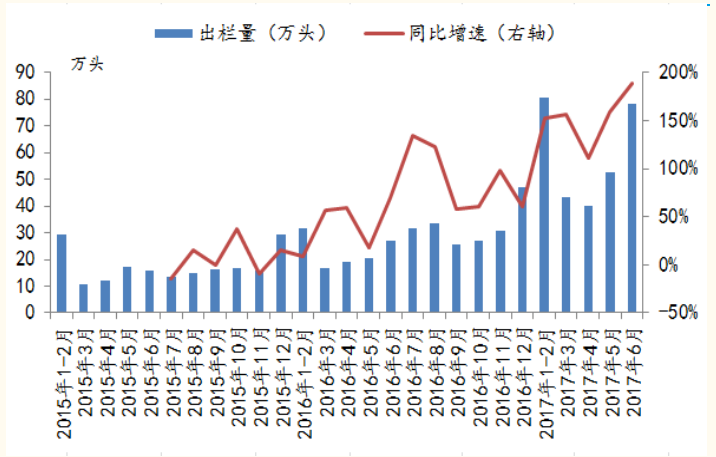
- 牧原作为我国生猪养殖企业中自繁自养的龙头，将养殖成本做到了行业最低，在生猪养殖的盈利周期中，将获得较其他企业更多的超额利润，并由此带来产能的快速扩张。
- 公司的生产性生物资产和消耗性生物资产增速从 2014 年开始触底回升，一方面是猪周期景气高企，另一方面，上市后资金实力大幅增强，推动产能快速扩张。公司的生产性生物资产 2015 年同比增速为 79%，2016 年更是高达 136%。与此同时，公司生猪月度出栏量快速攀升，从 2016 年 6 月开始，月度增速同比均维持在 50% 以上。

图表 1：生产性生物资产加速增长



来源：wind、国金证券研究所

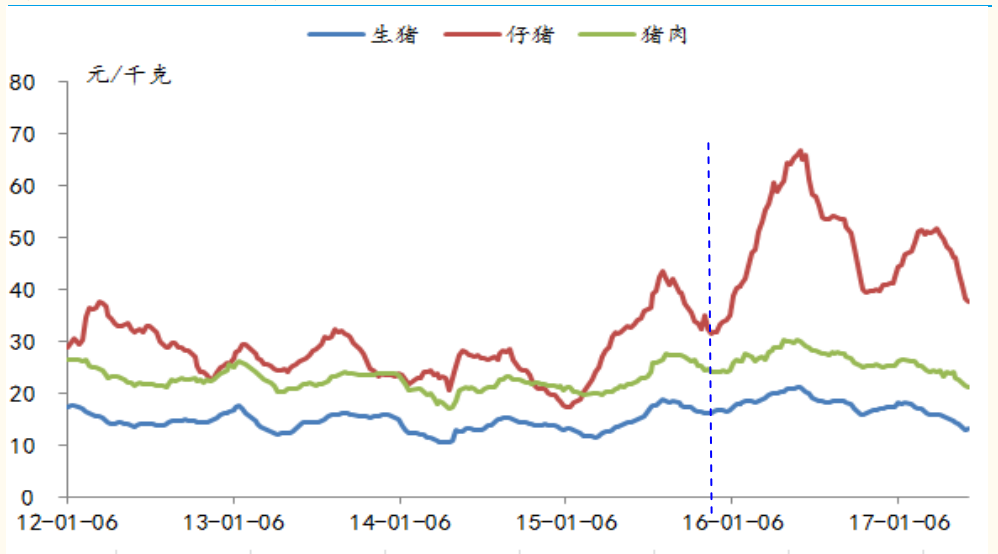
图表 2：生猪出栏量加速增长



来源：wind、国金证券研究所

- 牧原自繁自养的生猪养殖模式和生猪养殖的盈利周期必然是同向波动的。制约自繁自养模式发展最大的难题来源于资金。在生猪养殖的盈利周期中，自繁自养的企业获得充足的利润，有利于公司加速扩张自己的养殖规模。而在猪肉价格低迷公司无法实现盈利时，公司没有充足的资金来源实现产能扩张的规划，发展必然受到一定的限制。所以，自繁自养模式快速发展的时期一定是在充分获利的盈利周期当中。从 2015 年二季度开启的这波生猪养殖高盈利周期，牧原股份相较于其他同等体量的生猪养殖企业而言，获得了更为丰厚的利润，并在此基础之上完成了规模的大幅增长。

图表 3：猪肉价格走势



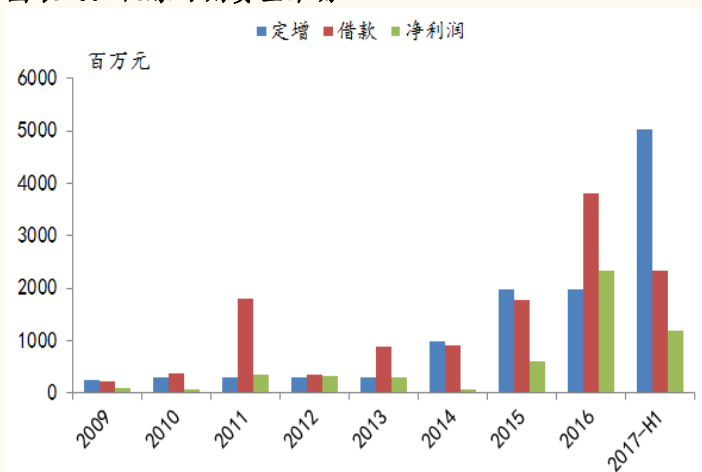
来源：wind、国金证券研究所

二、资金充足，扩产仍在加速

资金仍旧充足，扩产还将加速。从牧原的资金来源中可以看出，在 2016 年的高景气行情下，公司净利润收入达到新高 23 亿元，叠加债权融资为产能扩张提供充足的资金支持。2017 年上半年，公司通过定增募集资金 30 亿元，实现净利润 12 亿元，获得了 42 亿元的资金增量。同时 2017 年 8 月，公司拟发行 3-5 亿美元的债券和 20 亿元的中期票据。

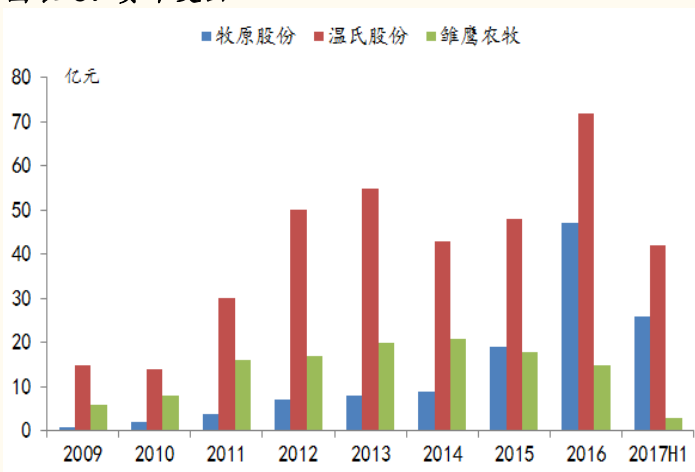
对于牧原的扩张势头，我们从其与温氏的对比之中可见一斑。2017 年上半年，牧原的出栏量仅为温氏的 1/3，但是二者的资本支出之比要远远大于这一数据；2016 年全年，牧原的资本支出约为温氏的 65%，2017 年上半年约为 61%。在产能的扩张速度方面，牧原已经超过温氏居于行业绝对龙头地位。

图表 4：牧原可用资金来源



来源：wind、国金证券研究所

图表 5：资本支出



来源：wind、国金证券研究所

图表 6：募集资金情况

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
2017 年 8 月	中期票据	20.00	调整债务结构、补充流动资金	债权融资
2017 年 8 月	债权	约 20-33	调整债务结构，调整融资成本	债权融资
	合计	106.98-119.98	/	/

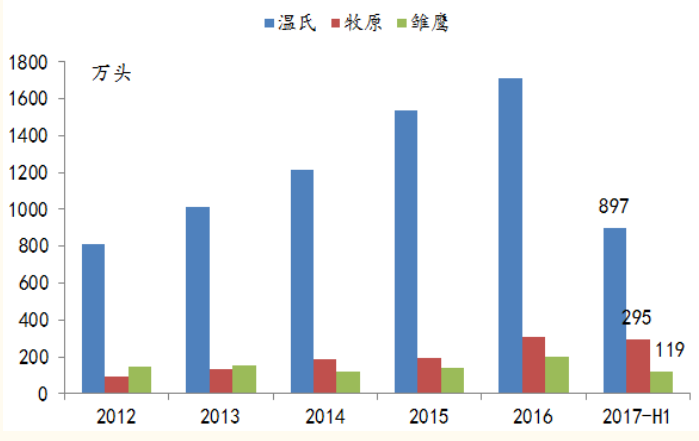
来源：公司公告、国金证券研究所

- 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，已完成直接融资累计 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。

三、大行业小公司，牧原发展空间巨大

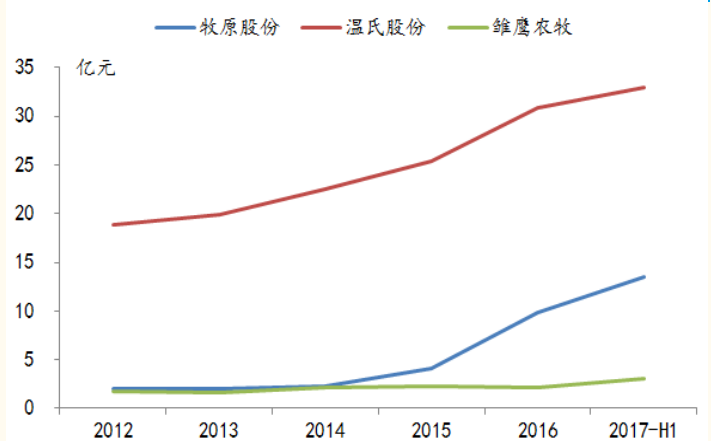
- 中国目前正处于规模化养殖的初期阶段，前十大生猪养殖企业的市场占有率仅为 5%，留给企业的发展空间巨大。在过去两年间，生猪养殖行业的持续暴利改写了过去猪价牛短熊长的历史，以至于市场担心其可持续性并反应在养猪股持续的低估值中。以牧原股份为例，2009 年起，平均 ROE 高达 35%，并且保持年均 50% 以上的规模增速，而股价却持续维持在 10 倍左右的 PE。事实上，猪价的涨跌对于牧原的长期价值而言并无影响，如果股价因为猪价下跌而出现调整，就是买入或加仓的良机。

图表 7：出栏量对比



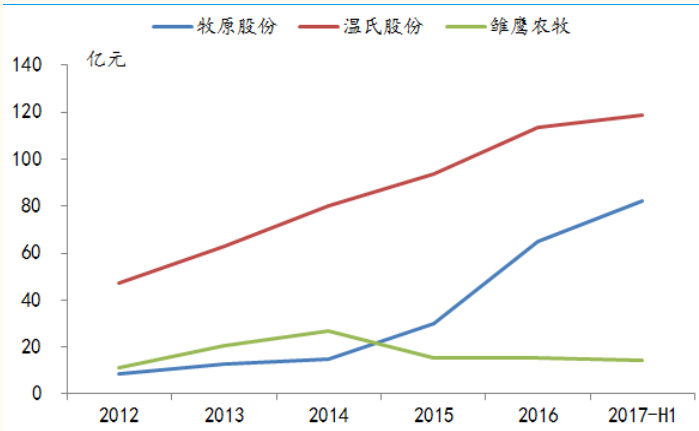
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：生产性生物资产对比



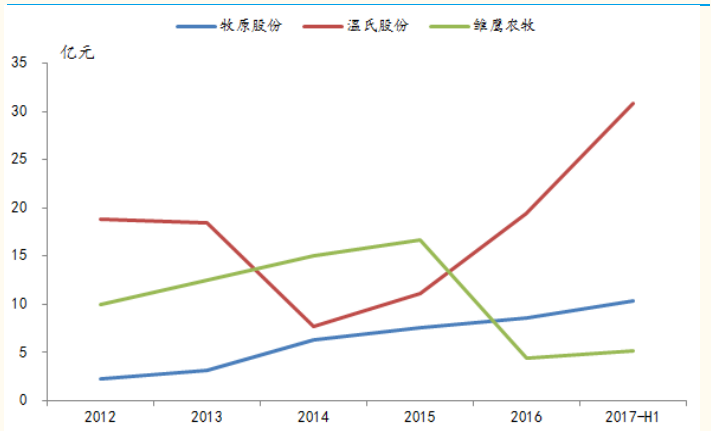
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：固定资产对比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 10：在建工程对比



来源：公司公告、国金证券研究所

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 50%-64% 的空间，维持买入评级。

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)

	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：公司年报、国金证券研究所

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
应收账款	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	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。

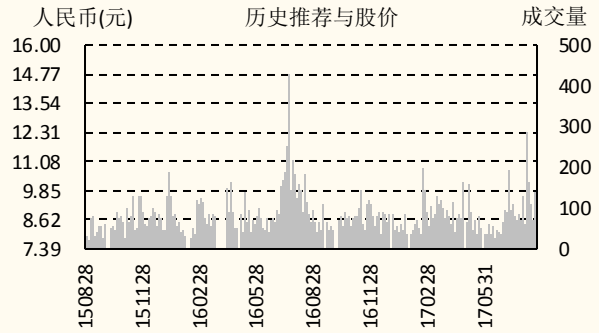
最终评分与平均投资建议对照：

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