

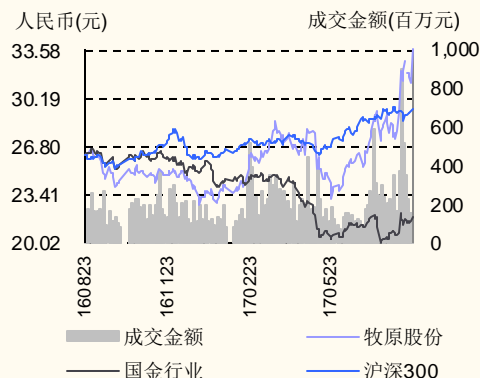
市场价格(人民币)：37.07元  
 目标价格(人民币)：54.70-59.30元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 周期的客观存在及有效性思考 ——论周期下的牧原

### 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)	42,944.24
年内股价最高最低(元)	42.26/22.78
沪深300指数	3836.50
深证成指	11087.19



### 相关报告

- 1.《牧原股份公司研究-牧原股份：自繁自养模式下的加速扩张》，2017.9.28
- 2.《论牧原的崛起：中国的牧原，时代的宠儿！-论牧原的崛起：中国的...》，2017.8.28
- 3.《牧原股份公司点评》，2017.8.24
- 4.《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
- 5.《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年下半年，牧原股份股价持续大涨。而本轮猪周期从2015年3月至今已经延续了两年半的高景气，除了2017年二季度的超预期下跌外，大部分时间都处于暴利状态，我们称之为“超长周期”。生猪养殖的周期波动与生俱来，周而复始。可预见的周期并不可怕，真正的风险在于不可预见的周期外黑天鹅。

### 价值分析

- 对于养殖企业而言，随着周期的波动，价值走向分为以下三类：
  - 第一类：成功穿越周期并成长。牧原、温氏等行业内最优秀的均属于此类。此类企业在规模扩张的同时，成本优势得以保持；由于成本极低，这类企业一般不会出现全年亏损。行业高点的盈利不断抬升，行业低点受损有限并量补价，导致低点和高点都不断抬升。其成长图为波峰、波谷不断抬升的曲线图。
  - 第二类：规模保持不变，停滞不前。绝大部分散养户均属于此类。由于成本较高，在周期高点时盈利不如第一类，低点时则会出现明显亏损；规模保持不变，盈利和亏损相互抵消后还略有盈余。其成长图为波峰、波谷固定的曲线图。
  - 第三类：成本较高，周期性明显。成本控制能力较弱的规模化企业属于此类。在周期高点时盈利介于第一和第二类之间，低点时扩张过快可能会有资金链断裂的风险。其成长图为波峰不断抬高、波谷不断下降，甚至在某个波谷直线下滑的图形。
- 周期下行换来供给减少和周期上行，牧原可能毫无损失。如果需要在周期高点卖掉养猪股，那也只是针对第三类企业，因为周期下行其资金链有断裂的风险。对于牧原而言，在规模快速扩张的过程中，依旧保持行业领先的养殖效率。这意味着周期下行期牧原可能毫无损失，因为效率低下的会率先淘汰，从而换来供给的减少和周期的上行。牧原的周期性早已淡化。当然，猪价有周期，但猪价的下跌不是风险，只有没预期到的周期以外的黑天鹅才是真正的风险。
- 我们之所以坚定看好牧原，源于对猪周期景气持续的极强信心。周期行业不乏高效率低成本的优秀公司，但其往往在成长路径中投机操作而得不偿

失。市场高度有效且不断学习。牧原的成本足够低，护城河足够宽，所以很大可能活到下一波周期高点，并收获规模扩张后的更高盈利。当其盈利大幅增长后，中间的波动会被淡化。随着我们对明年生猪均价高于今年的判断逐步被验证，牧原将再次迎来量价齐升的超强弹性。

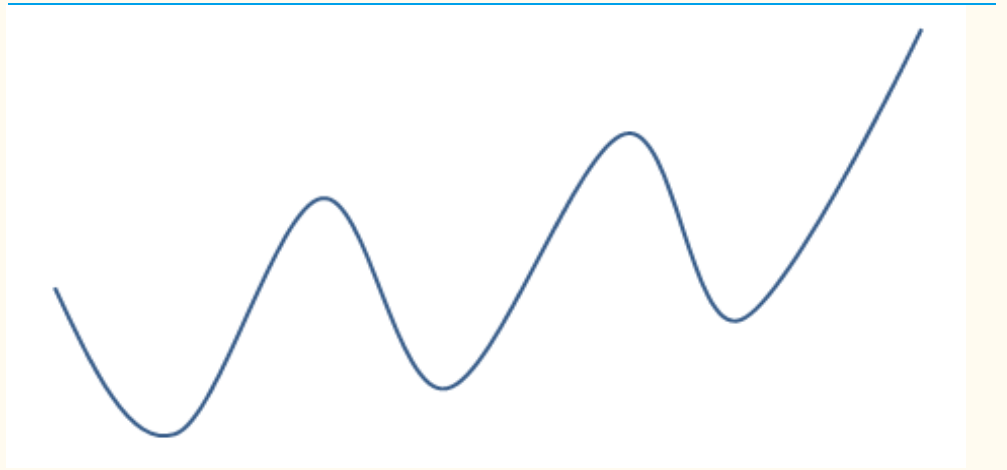
### 投资建议与估值

- 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 47%-59%的空间，维持买入评级。

### 风险提示

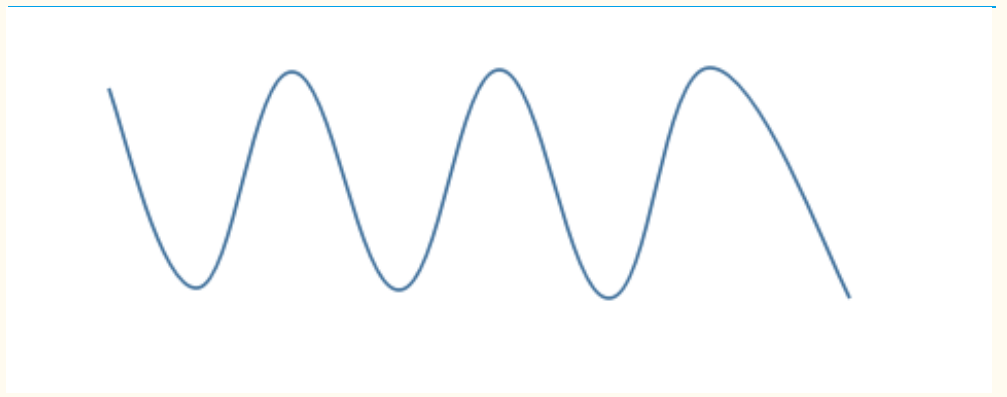
- 进口猪肉大幅增加、突发大规模不可控疫病、产能扩张不达预期。

图表 1：第一类成功穿越周期企业成长图



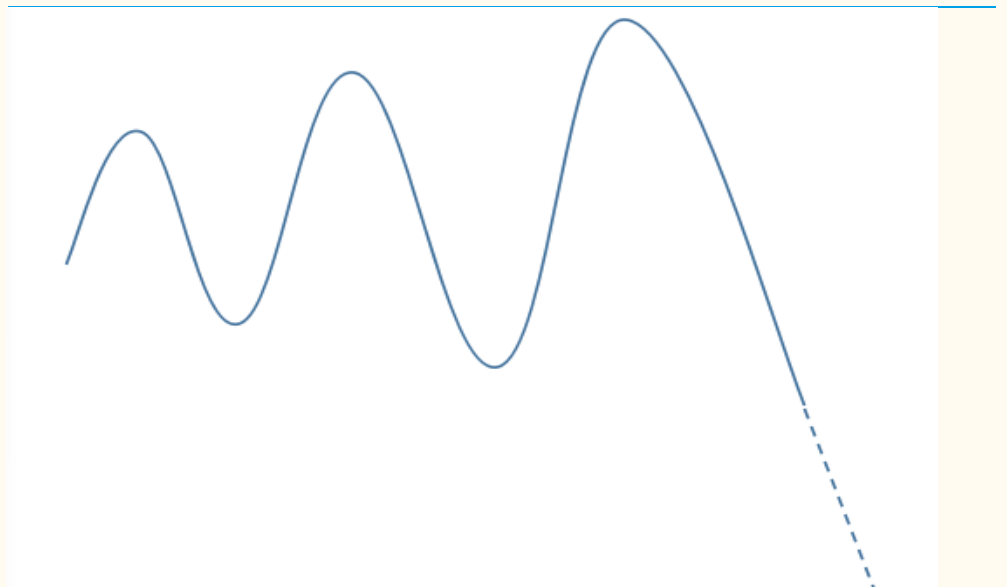
来源：国金证券研究所整理

图表 2：第二类规模不变企业成长图



来源：国金证券研究所整理

图表 3：第三类明显周期性企业成长图



来源：国金证券研究所整理

**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	1	4	18	18
增持	0	3	8	15	16
中性	0	0	2	5	5
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.75</b>	<b>1.86</b>	<b>1.66</b>	<b>1.67</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
2	2017-08-23	买入	33.75	N/A
3	2017-08-24	买入	35.16	N/A
4	2017-08-28	买入	38.08	54.70~59.30
5	2017-09-28	买入	36.24	54.70~59.30

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