

2018年02月13日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

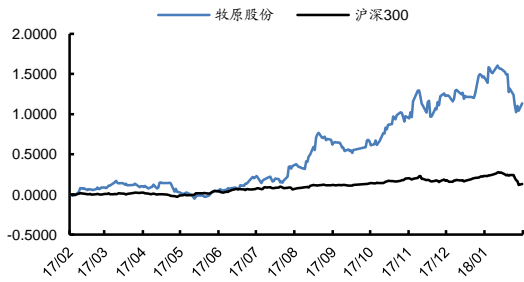
证券分析师：
021-68930026

王伟 S0350517090001
wangw06@ghzq.com.cn

成本优势显著，出栏快速增长

——牧原股份（002714）年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
牧原股份	-13.5	8.1	116.8
沪深300	-7.9	-5.8	13.2

市场数据

市场数据	2018-02-12
当前价格（元）	51.00
52周价格区间（元）	22.37 - 62.88
总市值（百万）	59081.64
流通市值（百万）	30582.03
总股本（万股）	115846.35
流通股（万股）	59964.76
日均成交额（百万）	255.51
近一月换手（%）	19.39

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

牧原股份发布2017年年报。2017年，公司实现营业收入100.42亿元，同比增长79.14%；归母净利润23.65亿元，同比增长1.88%。业绩基本符合市场预期。同时，公司公告2017年分红预案：每10股转增8股，并派现6.9元（含税）。

投资要点：

- 把握环保高压契机，出栏规模大幅扩张。**公司把握住行业环保趋严、散户大量退出的契机，依靠自身在生产管理上的成本优势，加大生猪出栏力度。2017年，公司共销售生猪723.74万头，同比增长132.42%，其中商品猪524.32万头，仔猪193.82万头，种猪5.60万头。随着公司优先股非公开发行完成，当前公司资本金十分充裕，为进一步扩大养殖规模提供了保障，我们预计公司2018年出栏量有望达到1200万头。
- 规模扩张致三费增加，单位成本依然市场最优。**为配合生产规模的扩张，公司员工数量、信贷规模均较去年明显增加，导致2017年三费费用大幅增长。且由于新建猪场员工需要提前招聘，2017年公司销售/管理费用率分别由去年同期的0.2%/2.7%提升至0.4%/4.5%。加之玉米等饲料原材料成本上行，我们估算2017年公司商品猪完全成本上升至11.59元/公斤左右，依然处于行业最低水平。2017年公司商品猪销售均价估计约为14.47元/公斤，对应头均盈利334元，明显优于市场均值。
- 饲料上涨猪价回落，头均盈利预计收窄。**考虑到2018年玉米均价或较2017年大幅上涨，我们预计公司2018年商品猪单位完全成本将略微上行至11.64元/公斤。同时，由于全行业新建猪场产能陆续释放、加之环保边际影响减弱，我们预测2018年生猪均价也将下降至13.50元/公斤。因此，公司商品猪头均盈利或收窄至208元，对公司业绩造成一定拖累。
- 盈利预测和投资评级：**公司生产管理颇为优秀，单位完全成本行业最优。当前我国生猪养殖行业集中度偏度，公司有望凭借成本优势，迅速抢占市场份额。尽管当前猪价整体趋势下行，但公司依靠养殖规模快速扩张，盈利有望保持在较高水平。我们预计公司2018-20年生猪出栏量分别为1200/1700/2000万头，净利润分别为

22.83/14.50/28.50 亿元，对应当前 P/E 估值分别为 25.9/40.7/20.7 倍。首次覆盖，给予增持评级。

- **风险提示：**生猪价格波动风险，产能投放进度低于预期，原材料价格大幅上涨，禽畜疫病风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	10042	15295	18857	24037
增长率(%)	79%	52%	23%	27%
净利润（百万元）	2366	2283	1450	2850
增长率(%)	2%	-3%	-36%	97%
摊薄每股收益（元）	2.12	1.97	1.25	2.46
ROE(%)	18.57%	16.06%	9.56%	16.75%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 牧原股份盈利预测表

证券代码:	002714.SZ				股价:	51.00	投资评级:	增持	日期:	2018-02-12
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	19%	16%	10%	17%	EPS	2.12	1.97	1.25	2.46	
毛利率	30%	22%	15%	18%	BVPS	10.99	12.28	13.09	14.69	
期间费率	8%	8%	7%	6%	估值					
销售净利率	24%	15%	8%	12%	P/E	24.06	25.88	40.74	20.73	
成长能力					P/B	4.64	4.15	3.90	3.47	
收入增长率	79%	52%	23%	27%	P/S	5.88	3.86	3.13	2.46	
利润增长率	2%	-3%	-36%	97%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.42	0.49	0.55	0.64	营业收入	10042	15295	18857	24037	
应收账款周转率	1206.82	1206.82	1206.82	1206.82	营业成本	7049	11858	16058	19693	
存货周转率	1.68	1.68	1.68	1.68	营业税金及附加	17	25	31	40	
偿债能力					销售费用	39	54	57	60	
资产负债率	47%	54%	56%	55%	管理费用	454	535	622	721	
流动比	1.05	1.14	1.23	1.41	财务费用	312	561	667	699	
速动比	0.55	0.49	0.45	0.52	其他费用 / (-收入)	21	26	34	30	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	2390	2288	1455	2855	
现金及现金等价物	4197	4862	4930	6070	营业外净收支	(24)	(5)	(5)	(5)	
应收款项	8	13	16	20	利润总额	2366	2283	1450	2850	
存货净额	4190	7063	9563	11729	所得税费用	0	0	0	0	
其他流动资产	347	528	651	830	净利润	2366	2283	1450	2850	
流动资产合计	8742	12466	15160	18649	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	10597	14037	14934	14640	归属于母公司净利润	2366	2283	1450	2850	
在建工程	1498	1298	1098	1098	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	354	469	472	455	经营活动现金流	1787	1414	1226	2868	
长期股权投资	114	114	114	114	净利润	2366	2283	1450	2850	
资产总计	24045	31123	34517	37695	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	3560	5060	5560	5560	折旧摊销	889	1095	1451	1541	
应付款项	1587	2675	3622	4442	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	12	19	23	29	营运资金变动	(1467)	(4154)	(3577)	(3176)	
其他流动负债	3164	3164	3164	3164	投资活动现金流	(6441)	(3240)	(696)	293	
流动负债合计	8323	10918	12369	13195	资本支出	(4744)	(3240)	(696)	293	
长期借款及应付债券	2927	5927	6927	7427	长期投资	(67)	0	0	0	
其他长期负债	58	58	58	58	其他	(1630)	0	0	0	
长期负债合计	2985	5985	6985	7485	筹资活动现金流	5319	3701	992	(498)	
负债合计	11308	16903	19354	20680	债务融资	2000	4500	1500	500	
股本	1158	1158	1158	1158	权益融资	5511	0	0	0	
股东权益	12737	14220	15163	17015	其它	(2192)	(799)	(508)	(998)	
负债和股东权益总计	24045	31123	34517	37695	现金净增加额	665	1874	1522	2664	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【农林牧渔组介绍】

王玮，高级分析师、农林牧渔组组长，上海交通大学工学学士、管理学硕士。
3年行业研究经验，2017年加入国海证券负责农林牧渔行业研究。
新财富分析师农林牧渔行业2016年第五名、2015年第三名团队成员。

【分析师承诺】

王玮，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。