

头均盈利远超行业，周期牛市首选标的

2015 年 1 月 30 日

投资要点

- ❖ **业绩符合预期，出栏量大幅增长 43%。**公司公布 2014 年业绩预告：全年归属上市公司股东净利润 0.8-0.85 亿元，同比降 72%-74%，基本每股收益 0.33-0.36 元，略低于 2014 年 3 季报预计区间（1-1.9 亿元）下线 0.2 亿元，基本符合我们预期。根据公司月度销售情况简报，2014 年共销售生猪 185.88 万头，同比大幅增长 43%。截止 2014 年底，预计公司达产产能达到 240 万头，随着在建项目的推进，未来 3 年内，公司产能有望继续保持 80-100 万头/年的水平高速增长。
- ❖ **需求低于预期，猪价旺季下跌拖累公司业绩。**公司全年生猪销售均价为 12.86 元/公斤，其中四季度以来，需求低于预期，猪价旺季下跌，环比三季度高点最大跌幅达到 2.5 元/公斤，对公司业绩拖累较大，也是全年业绩低于预测区间的主要原因。但是由于玉米等原料价格环比下降达到 10% 以上，公司头均盈利仍达到 145 元，环比三季度仅下降 40 元/头。
- ❖ **成本控制卓越，全年头均盈利 45 元。**公司全年平均出栏体重 109 公斤/头，全成本 12.45 元/公斤。养殖成本保持稳定，其中单位三项费用因出栏量提升还有所下降。我们测算 2014 年公司头均利润约为 45 元，尽管同比下降 188 元/头，但相较于行业平均亏损 158 元/头，超额利润仍高达 200 元/头以上，显示出公司卓越的成本控制能力和远超行业的技术优势。
- ❖ **猪周期反转趋势不变，15 年迎周期牛市。**四季度猪价旺季下跌对养殖户信心影响较大，且年底还款加大了养殖户资金链压力，能繁母猪存栏再次进入加速下降期。截止 2014 年 12 月，母猪存栏已经较周期高点下降 14%，我们预计本轮周期产能去化将持续到 2015 年 1 季度末，累计产能下降将达到 16% 以上，而需求约下降 8%，供给和需求下降幅度之差达到 8%，足以奠定周期牛市基础（2011 年为 8.6%）。根据近期存栏结构和出栏体重监测数据，我们预计 15 年 2 季度初猪价有望进入单边上涨期。
- ❖ **风险因素：**疫病风险；生猪价格低于预期；原料价格大幅波动。
- ❖ **维持“买入”评级。**短期猪价扰动不改变周期反转大趋势，公司出栏量继续保持高速增长，量价齐升有望在未来 1-2 年推动公司业绩大幅增长。优秀的成本掌控力，远超行业的单头盈利，使得公司成为猪周期首选标的。鉴于 2014 年 4 季度猪价超预期下跌，我们下调公司 2014 年盈利预测，预计 14/15/16 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.34/4.73/3.94 元（原 14 年盈利预测 0.58 元），继续维持“买入”评级，目标价 90 元。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1,491	2,044	2,601	4,526	5,778
增长率 (YoY) (%)	31.44	37.13	27.25	73.99	27.65
净利润 (百万元)	330	304	82	1,146	953
增长率 (YoY) (%)	-7.41	-7.99	-72.85	1,289.11	-16.83
每股收益 EPS (摊薄) (元)	1.36	1.26	0.34	4.73	3.94
净资产收益率 (ROE) (%)	32.15	24.17	6.38	47.21	29.71
PE	37	41	150	11	13
PB	12.0	9.8	9.5	5.1	3.8
EV/EBITDA	54	54	72	14	15

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 28 日收盘价



买入 (维持)

当前价：50.96 元

目标价：90.00 元

中信证券研究部

施亮

电话：010-60838274

邮件：liangshi@citics.com

执业证书编号：S1010510120044

刘洋

电话：010-60838897

邮件：lyocean@citics.com

执业证书编号：S1010512080007

盛夏

电话：010-60838155

邮件：xsheng@citics.com

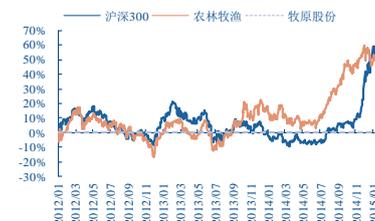
执业证书编号：S1010514060004

联系人：吴尚阳

电话：010-60836735

邮件：wushangyang@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3525.32
总股本/流通股本 (百万股)	242/73
近 12 月最高/最低价 (元)	62.6/30.45
近 1 月绝对涨幅	19.12%
近 6 月绝对涨幅	0
今年以来绝对涨幅	15.56%
12 个月日均成交额 (百万元)	79.23

相关研究

1. 《牧原股份 (002714) 跟踪快报—产能规划有望逐步兑现，成本优势扩大盈利空间》2014/11/20

利润表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1491	2044	2601	4526	5778
营业成本	1072	1639	2373	3094	4454
毛利率	28.1%	19.8%	8.8%	31.6%	22.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	6	6	13	18	23
营业费用率	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%
管理费用	62	63	94	149	192
管理费用率	4.1%	3.1%	3.6%	3.3%	3.3%
财务费用	51	76	90	162	194
财务费用率	3.4%	3.7%	3.5%	3.6%	3.4%
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	301	260	31	1103	915
营业利润率	20.2%	12.7%	1.2%	24.4%	15.8%
营业外收入	33	44	53	45	40
营业外支出	2	0	2	2	2
利润总额	332	304	82	1146	953
所得税	2	0	0	0	0
所得税率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	330	304	82	1146	953
净利率	22.1%	14.9%	3.2%	25.3%	16.5%
每股收益 (元)(摊薄)	1.36	1.26	0.34	4.73	3.94

现金流量表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	332	304	82	1146	953
少数股东损益	-2	0	0	0	0
折旧和摊销	99	159	114	176	221
营运资金变动	-64	-417	-489	-219	-769
其他	42	76	90	162	194
经营现金流	406	121	-203	1264	599
资本支出	-584	-657	-677	-377	-620
投资收益	0	1	0	0	0
资产变卖	30	1	0	0	0
其他	0	-7	0	0	0
投资现金流	-554	-663	-677	-377	-620
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	329	714	1348	-328	637
股息支出	-92	-172	-46	-12	-172
其他	8	-7	-90	-162	-194
融资现金流	245	536	1212	-503	272
现金净增加额	98	-6	332	385	250

资产负债表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	178	188	520	905	1156
存货	506	1021	1352	1717	2595
应收账款	0	0	0	0	0
其他流动资产	32	31	161	116	180
流动资产	716	1240	2033	2738	3930
固定资产	849	1296	1811	1966	2326
长期股权投资	24	29	29	29	29
无形资产	116	156	156	156	156
其他长期资产	436	513	562	608	647
非流动资产	1425	1994	2558	2758	3158
资产总计	2140	3235	4591	5497	7088
短期借款	353	898	2196	1868	2505
应付账款	59	149	179	228	356
其他流动负债	248	316	308	359	404
流动负债	659	1363	2683	2455	3266
长期负债	454	614	614	614	614
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	454	615	615	615	615
负债合计	1113	1978	3297	3069	3880
股本	212	212	242	242	242
资本公积	101	101	71	71	71
股东权益合计	1027	1257	1294	2427	3208
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	2140	3235	4591	5497	7088

主要财务指标

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率					
营业收入	31.4%	37.1%	27.2%	74.0%	27.7%
营业利润	-12.7%	-13.8%	-88.0%	3430.5%	-17.0%
净利润	-7.4%	-8.0%	-72.9%	1289.1%	-16.8%
利润率					
毛利率	28.1%	19.8%	8.8%	31.6%	22.9%
EBIT Margin	25.7%	18.6%	6.6%	28.9%	19.8%
EBITDA Margin	25.7%	18.6%	11.0%	32.8%	23.7%
净利率	22.1%	14.9%	3.2%	25.3%	16.5%
回报率					
净资产收益率	32.1%	24.2%	6.4%	47.2%	29.7%
总资产收益率	15.4%	9.4%	1.8%	20.8%	13.4%
其他					
资产负债率	52.0%	61.1%	71.8%	55.8%	54.7%
所得税率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股利支付率	9.6%	24.4%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。