

畜禽养殖

牧原股份 (002714.SZ) / 75.00 元

靴子落地，第三波最近买点出现

事项

牧原股份发布业绩修正公告，14年归母净利润变动区间由10,000万元~19,000万元，下调至8000-8500万元。

主要观点

1、业绩下修的幅度好于预期，下修的唯一原因就是猪价低迷。2014年10-12月的公司销售的商品猪均价分别为13.80元/公斤、13.62元/公斤、13.26元/公斤，下修的原因源自14年步入消费旺季以后猪价并未像以往一样如期上涨，甚至持续下跌，公司在三季报展望时虽做了保守估计，但是持续下跌的走势还是使得业绩略低于公司之前预期，但是好于市场预期。

2、乱世方显英雄。我们认为2014年公司的经营来看起码三大亮点：一、全行业亏损的背景下公司实现盈利。公司商品猪全年均价为12.86元/公斤，比上年同期下降12.6%，均价基本和行业走势一致，在此背景下行业全年头均亏损达到200元左右，而公司头均仍有40-50元盈利。二、出栏量持续增长，全年出栏量达到185万头，略高于之前市场预期的180万头，同比增长达40%。三、成本领先优势继续扩大，根据我们测算公司14年完全成本12.4元/公斤，较13年的12.7元/公斤又有所下降，使得公司相对行业成本优势更加明显。

3、猪价节前低于预期，节后超预期。我们在四季度路演中一直提示猪价节前会持续低预期，主要原因有三点（陆续得到印证）：一、**需求低迷**，对于14年全年的消费需求低迷，市场有共识，分歧处于在于幅度多大，我们认为在8%左右。二、**14年供给充裕**，14年出栏的生猪主要由13年的母猪数量决定，而13年母猪基本全年都在高位，因此虽然14年母猪淘汰很充分，但是猪价反应会有滞后，最新的数据显示14年生猪出栏7.3亿头创历史新高。三、**疫情的影响**，这一点往往被大家忽视，今冬疫情虽没达到全国性的爆发，但口蹄疫疫情确实较前两年严重，疫情造成的病猪入市拉低了整个均价。对于春节后我们相对比较乐观，从传统看，春节后生猪消费进入淡季猪价会大跌（参考14年），但是15春节后我们认为猪价可能不会下跌，会在13元的价格稍做停留然后开始上涨，主要原因有三：一、口蹄疫疫情导致的存栏结构影响会开始显现，二、在母猪数量大幅下滑的情况下，11月至今的仔猪价格暴跌显现补栏热情很差。三、今年春节较晚会降低南方肉制品的储备，从而加大了节后鲜肉消费。

投资策略：最后一个风险因素落地，建议春节前逐步布局养殖股。对于养殖股的行情，我们在之前一直认为有三波，第三波布局的时点我们在之前路演过程中总结为两点：一、春节前猪价低预期的风险充分释放，现在市场对春节前猪

证券分析师：张伟伟
 执业编号：S0360514080001
 Tel：010-66500984
 Email：zhangweiwei@hczq.com

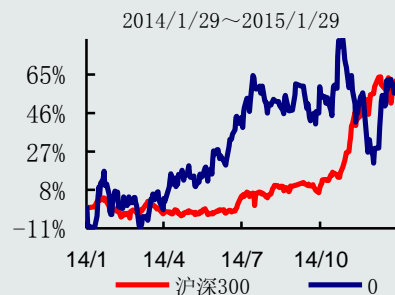
投资评级

投资评级：强推
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	24200
流通A股/B股(万股)	7300/0
资产负债率(%)	57.0
每股净资产(元)	6.34
市盈率(倍)	77.38
市净率(倍)	7.89
12个月内最高/最低价	65.0/28.8

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《三季度大幅改善，猪周期最佳标的》

2014-10-28

价已经完全不抱希望，对节后预期也很悲观。二、养殖股 14 年的业绩比较差，存在业绩下修风险，如今这一点风险因素也开始释放，因此我们认为目前至春节前这段养殖股调整的时间是布局第三波的最佳时点，首推牧原股份。预计 14-16 年出栏量分别为 185、250、330 万头，EPS 分别为 0.35、3.03、3.94 元，按照 15 年 25 倍 PE，给予目标价 75 元，维持强烈推荐评级。

风险提示

疫病风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1240	863	1445	2396
现金	188	152	678	1553
应收账款	0	0	0	0
其它应收款	0	1	1	1
预付账款	26	53	36	39
存货	1021	652	726	800
其他	4	4	4	4
非流动资产	1994	2261	2555	2769
长期投资	29	28	27	28
固定资产	1296	1638	1907	2097
无形资产	156	198	252	296
其他	513	397	370	349
资产总计	3235	3124	4000	5166
流动负债	1363	954	960	1060
短期借款	898	652	602	685
应付账款	149	88	99	112
其他	316	214	259	263
非流动负债	615	794	989	1168
长期借款	614	794	989	1168
其他	0	0	0	0
负债合计	1978	1748	1949	2228
少数股东权益	0	0	0	0
股本	212	242	242	242
资本公积金	101	101	101	101
留存收益	944	1033	1709	2595
归属母公司股东权益	1257	1375	2051	2938
负债和股东权益	3235	3124	4000	5166

现金流量表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	121	665	1050	1302
净利润	304	137	734	953
折旧摊销	159	189	252	313
财务费用	76	103	100	91
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-417	236	-35	-55
其它	-0	-0	0	0
投资活动现金流	-663	-455	-546	-527
资本支出	-657	-412	-491	-479
长期投资	0	1	1	-1
其他	-6	-45	-57	-47
筹资活动现金流	536	-245	-3	108
短期借款	545	-215	-81	83
长期借款	161	180	195	179
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-170	-210	-117	-154
现金净增加额	-6	-36	501	883

利润表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2044	2440	3855	5064
营业成本	1639	2178	2900	3860
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	6	10	14	18
管理费用	63	93	141	177
财务费用	76	103	100	91
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	260	57	701	918
营业外收入	44	31	36	37
营业外支出	0	3	2	1
利润总额	304	85	736	954
所得税	0	0	2	2
净利润	304	85	734	952
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	304	85	734	952
EBITDA	551	430	1088	1359
EPS 摊薄 (元)	1.26	0.35	3.03	3.94

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	37.1%	19.37%	54.7%	31.4%
营业利润	-13.8%	-78.1%	546.6%	30.9%
归属母公司净利润	-8.0%	-72.0%	435.4%	29.8%
获利能力				
毛利率	19.8%	12.6%	24.8%	23.8%
净利率	14.9%	5.5%	19.0%	18.8%
ROE	26.6%	10.5%	43.6%	38.5%
ROIC	13.1%	8.0%	21.8%	21.0%
偿债能力				
资产负债率	61.1%	57.0%	49.0%	43.3%
净负债比率	87.82%	92.50%	92.04%	92.08%
流动比率	0.91	0.88	1.48	2.24
速动比率	0.16	0.21	0.72	1.49
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.78	1.09	1.11
应收帐款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款周转率	15.78	18.39	31.11	36.70
每股指标(元)				
每股收益	1.43	0.65	3.46	4.49
每股经营现金	0.57	3.14	4.95	6.14
每股净资产	5.93	6.34	9.56	13.78
估值比率				
P/E	40	146	17	13
P/B	8.44	7.89	5.23	3.63
EV/EBITDA	2.81	28.18	10.80	8.19

资料来源：公司报表、华创证券

农业小组 分析师介绍

张伟伟

农业&食品饮料小组组长，农业高级分析师

中国人民大学金融学硕士，中央财经大学管理学学士，2009年进入中粮集团从事财务工作，2011年进入招商证券从事农业行业研究，2014年7月加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hczq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hczq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hczq.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hczq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-83715429	wangliyan@hczq.com
	林芷璇	机构销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hczq.com
上海	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hczq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hczq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjiani@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
 - 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558