

牧原股份 (002714)

公司研究/深度报告

成本控制优异，产能释放进行时

深度研究报告/农林牧渔

2017 年 12 月 13 日

报告摘要：

● 我国生猪养殖市场分散，龙头空间大

2015 年，全国生猪养殖企业出栏量 500 头以上的企业仅有 26.5 万家（占比 0.57%），而生猪出栏量在 5 万头以上的企业数量只有 261 家。我国规模化养殖场目前出栏占比在 45% 左右，生猪出栏 CR5 仅为 4.85%，龙头后续提升空间巨大。

● 产能进入释放期，市场份额有望大幅提升

公司是我国自育自繁自养的生猪养殖龙头，全产业链一体化布局，在生猪品质保障方面有明显优势。随着公司在 2014 年上市之后募集资金的产能逐步释放，近两年生猪出栏量快速提升，出栏量由 2013 年的 130.58 万头上升到 2017 年的 648.9 万头（截止到 11 月末），市场份额提升至 1.09%。我们认为，随着今年新建产能的逐步释放，公司未来出栏量保持高速增长无忧，市场份额有望大幅提升。

● 深耕生猪养殖，成本控制能力优异

公司坚持“自繁自养一体化”路线，养殖成本处在全行业较低水平。目前公司完全成本约为 11.5 元/公斤，其他规模养殖企业完全成本在 12 元/公斤以上。在公司养殖的主要成本中，原材料成本占比最高（53.37%），其中玉米占比最高（24.29%）。受玉米库存高企影响，预计未来 1-2 年玉米库存将无法完全消化，玉米价格将维持低位。受益粮食价格低迷，公司成本有望稳中有降。

● 员工持股完成，人员稳定为公司扩张提供了基础

公司目前共完成了三期员工持股计划，按照 2016 年年报员工人数来看，员工持股计划的覆盖面已超过 40%。员工持股的深度覆盖，激发了中层养殖场领导的积极性，有助于提升整体的管理效率，中高层核心员工离职率基本为零。基层员工方面，牧原通过提供有市场竞争力的工资水平，保证了基础人员的稳定性。

● 猪价反弹在即，行业景气度延续，公司将充分受益，给予强烈推荐评级

中短期来看，随着猪肉消费旺季的到来，猪肉价格预计将继续反弹，而环保监管等因素将持续压制生猪存栏量，本轮猪周期的景气度有望延续。在当前的猪价背景下，公司盈利水平依然可观，预计公司 18 年业绩高速增长无忧。从长远来看，生猪养殖行业由散户无序扩张逐渐向规模化发展，牧原股份作为生猪养殖板块的龙头企业，凭借自身优势在这一过程中快速扩张，市场份额有望大幅提升。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.29 元、2.78 元、2.88 元，对应 PE 为 23 倍、19 倍和 18 倍，给予强烈推荐评级。

● 风险提示：生猪价格大幅下降，突发疫情，公司产能释放不达预期，粮食价格大幅上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,606	10,320	15,210	17,550
增长率（%）	86.6%	84.1%	47.4%	15.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,322	2,652	3,222	3,341
增长率（%）	289.7%	14.2%	21.5%	3.7%
每股收益（元）	2.25	2.29	2.78	2.88
PE（现价）	23.6	23.2	19.1	18.4
PB	9.7	7.3	5.3	4.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

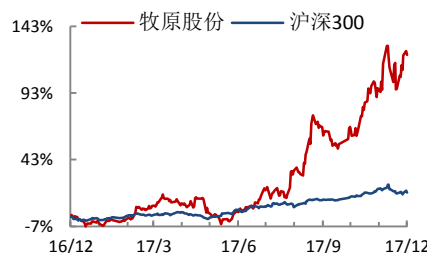
强烈推荐 维持评级

当前价格： 53.16 元

交易数据 2017-12-12

近 12 个月最高/最低	54.79/22.37
总股本（百万股）	1158.46
流通股本（百万股）	602.09
流通股比例（%）	52%
总市值（亿元）	615.84
流通市值（亿元）	320.07

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
电话： 010-85127729
邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：汪玲

执业证号： S0100117030004
电话： 010-85127665
邮箱： wangling@mszq.com

研究助理：刘帅

执业证号： S0100117110076
电话： 010-85127785
邮箱： liushuai@mszq.com

相关研究

1.《牧原股份（002714）公司三季报点评：Q3 业绩基本符合预期，环比改善同比降幅收窄》20171018

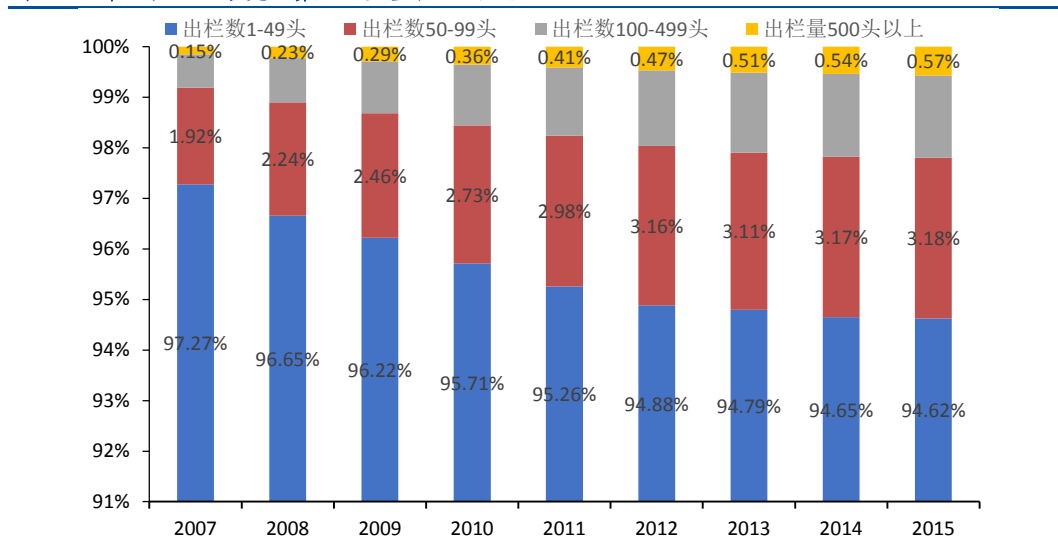
目录

一、我国生猪养殖市场分散，龙头空间大	3
二、产能进入释放期，市场份额有望大幅提升	5
（一）自育自繁自养的规模化养殖龙头	5
（二）出栏量快速扩张，市场份额不断提升	7
（三）产能进入释放期，市场份额有望大幅提升	9
三、深耕生猪养殖，成本控制能力优异	10
（一）坚持“自繁自养一体化”路线，成本控制优异	10
（二）原材料成本占比最高，成本有望稳中有降	11
四、员工持股完成，人员稳定为公司扩张奠定基础	14
（一）通过员工持股，保证了中高层人员的稳定性	14
（二）提供具有竞争力的工资，保证基层员工的稳定	14
五、猪价反弹在即，行业景气度延续，公司将充分受益	15
（一）猪价企稳回升，当前盈利水平依然可观	15
（二）消费旺季到来，预计猪价将继续反弹	16
（三）行业景气周期有望延续，公司将充分受益	18
六、盈利预测	20
七、风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

一、我国生猪养殖市场分散，龙头空间大

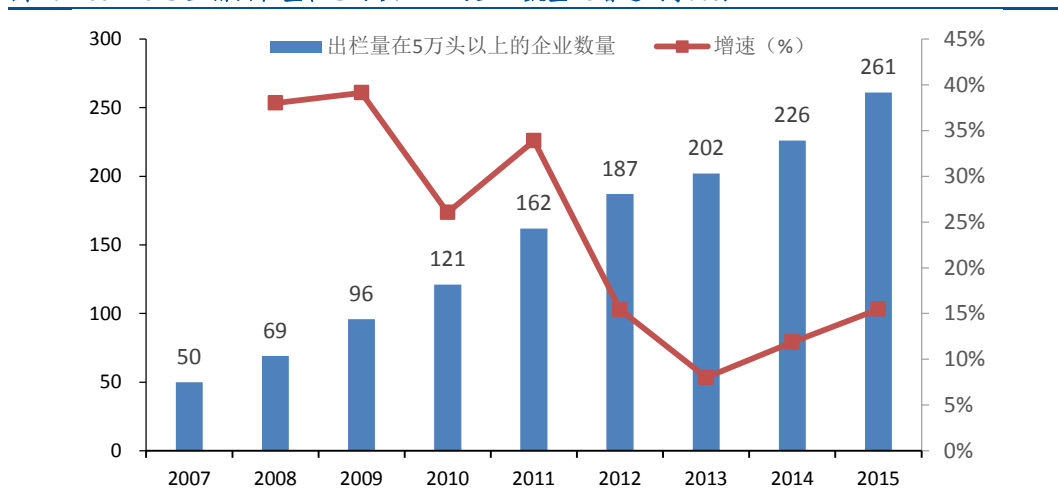
我国生猪养殖行业主要以散养为主，规模化程度较低。中国畜牧业年鉴数据显示，2007年我国生猪年出栏量在1-49头的养殖企业数量占比达到97.27%，到了2015年占比仍然达到94.26%。2015年，全国生猪养殖企业数量约为4656万家，其中出栏量500头以上的企业仅有26.5万家（占比仅仅达到0.57%），而生猪出栏量在5万头以上的企业数量只有261家。虽然相对于2007年，规模化养殖有一定程度的进展，但是目前生产集中度仍然很低。

图1：按年出栏规模分类的养殖场数量占比（%）



资料来源：中国畜牧业年鉴，民生证券研究院

图2：2007-2015 生猪出栏量在5万头以上的企业数量及增速（家/%）

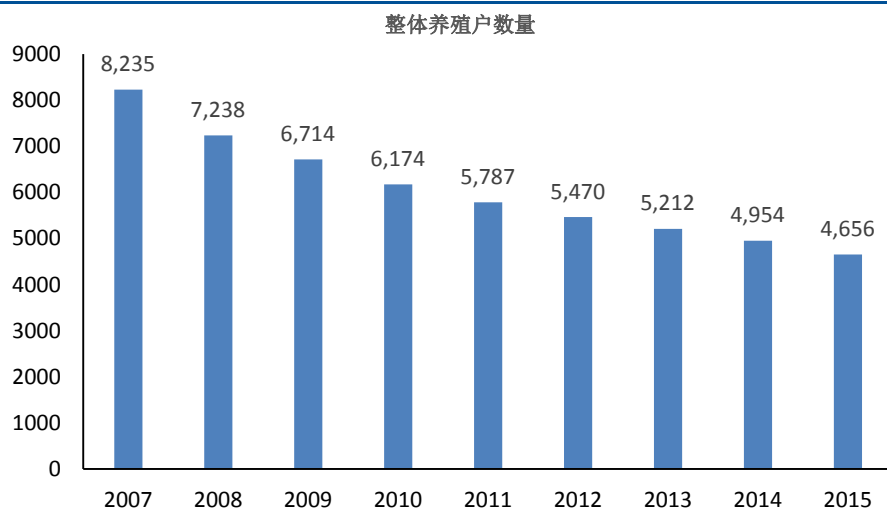


资料来源：中国畜牧业年鉴，民生证券研究院

规模化是养殖行业发展的基本趋势：1) 与散养相比，规模化养殖具备明显的优势。规模化的养殖企业在经营过程中肉猪的成活率高，综合成本低，技术优势大，产品质量和供应数量有保障，能凭借竞争优势占据行业发展的制高点。2) 规模化养殖是行业自身发展的基本规律。猪肉价格周期性波动明显，每一轮猪周期都会淘汰掉一些中小养殖户，规模化养殖企业具备较强的抗周期性，每一轮周期过后，行业的集中度都会有进一步提升。3) 长远来

看，我国养殖业受土地、环保、资金、劳动力等因素的约束将越来越大，养殖业的规模化符合我国国情。无论是从行业自身的发展规律，还是从政府的政策导向来看，规模化养殖都是行业发展的基本趋势。

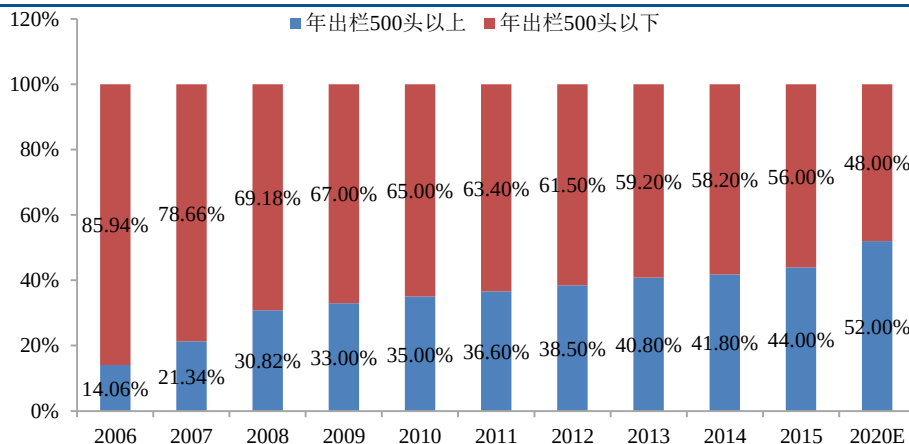
图 3：我国整体养殖户数量逐年下降（万户）



资料来源：中国畜牧业年鉴，民生证券研究院

美国规模化出栏占比高达 98%，我国目前占比约 45%。北美及欧洲各国的生猪养殖业也经历了从最初的散养、小规模养殖逐步发展为规模化、产业化养殖的历程。美国 20 世纪 60 年代有上百万家养猪场，至 2009 年只剩 7 万多家，小型养猪场不断减少，而大型养猪场数量持续增加。据 USDA 统计，美国 2009 年末存栏 5000 头以上的养殖场数量虽仅占养殖场总数的 4.1%，但其生猪存栏量占存栏总量的 62%，规模化养殖（出栏量 500 头以上）出栏量占比达到 98%。而 2014 年我国规模化养殖场出栏占比仅为 42%，目前出栏占比估计在 45% 左右，根据农业部发布的生猪生产“十三五”规划，明确提出了 2020 年出栏 500 头以上的规模养殖比例要提升至 52%。

图 4：预计 2020 年生猪年出栏 500 以上的企业出栏量占比将达到 52%（%）



资料来源：中国畜牧业年鉴，民生证券研究院

生猪出栏 CR5 仅为 4.85%，后续提升空间巨大。2017 年前三季度，我国生猪整体出栏量在 48224 万头，养殖行业出栏规模前五（温氏、牧原、正邦、雏鹰、天邦）的公司合计出栏量 2338 万头，占比仅为 4.85%，出栏规模最大的温氏股份市占率不足 3%，规模化企业后续提升空间巨大。牧原股份前三季度出栏量为 524 万头，市占率仅为 1.09%，与温氏股份出栏规模相比差距也依然很大。在规模化养殖的基本趋势下，叠加环保监管等因素，预计生猪养殖行业会加速出清，公司后续出栏规模提升空间巨大。

表 1：2017 年前三季度 CR5 出栏量占比仅为 4.85%（万头）

	2017 年 1-9 月出栏量（万头）	市场份额
温氏股份	1362.59	2.83%
牧原股份	524	1.09%
正邦科技	201.73	0.42%
雏鹰农牧	177.73	0.37%
天邦股份	71.98	0.15%
合计	2338.03	4.85%

资料来源：wind，民生证券研究院

二、产能进入释放期，市场份额有望大幅提升

（一）自育自繁自养的规模化养殖龙头

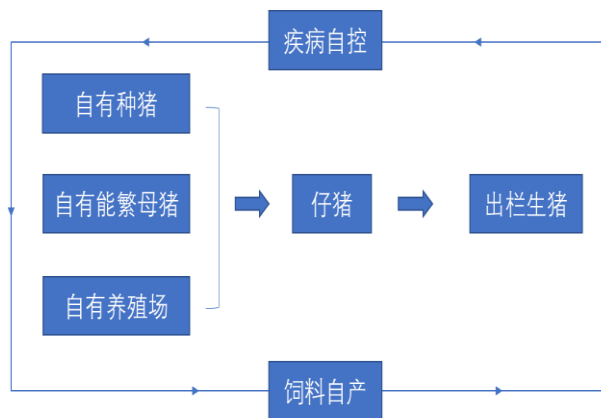
公司是我国自育自繁自养的生猪养殖龙头，全产业链一体化布局。牧原股份始建于 1992 年，于 2014 年上市。历经 25 年的发展，公司现拥有 84 个全资子公司和 1 个参股公司，率先在国内建立了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整封闭式生猪产业链。公司采用大规模一体化养殖模式，完全实现自育自繁自养，建立了食品安全保障体系和可追溯体系，实现了从厂址选择、原料采购、饲料加工到生猪饲养等环节的全程监控，充分保证了食品安全。公司主营业务生猪养殖与销售占营收比重超过 99%，目前公司生猪出栏市场份额仅次于温氏股份位于行业第二，是我国自育自繁自养的规模化养殖龙头企业。

图 5：公司采用自育自繁自养大规模一体化经营模式



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：公司一体化产业链生产环节全可控



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司完全采取自养模式，在生猪品质保障等方面有明显优势。我国生猪养殖主要包括散养和规模养殖，而规模养殖主要有“公司+农户”和公司自养两种模式。“公司+农户”和公司自养的最大区别是生猪养殖环节是由外部农户完成还是由公司自己完成。在促进我国生猪养殖规模化发展的进程中，“公司+农户”与公司自养这两类模式都能较好地发挥规模养殖企业保障生猪供给稳定、稳定生猪生产市场的作用，但两者也分别具有各自不同的优势：“公司+农户”模式，资金占用相对较小、规模易扩大；公司自养模式，在生猪品质控制、食品安全保障、疾病防控及生产效率等方面具有较大优势。

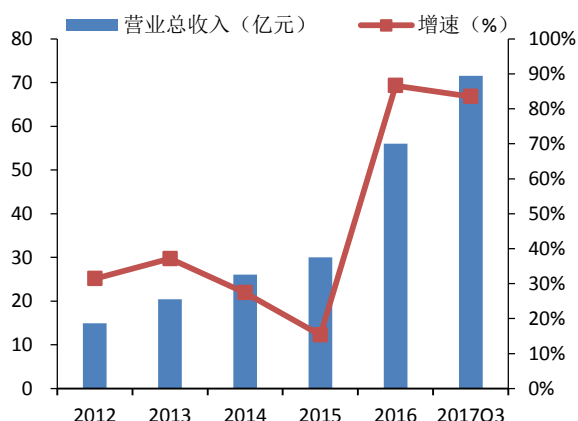
表 2：我国主要的生猪养殖模式及特点

生产方式	农户散养	公司+农户	公司自养
主要特征	1、投资小； 2、规模小； 3、饲养水平参差不齐，兽药残留难以控制； 4、产量不稳定。	1、投资较大、投资主体多样化； 2、产量较稳定； 3、通常采用协议收购或委托代养两种方法与农户合作； 4、通常采用“统一供种、统一供料、统一防疫、统一收购/回收”方式，但需要公司对合作户有较强的管理、约束能力。	1、投资大、投资主体单一； 2、产量稳定； 3、公司对养殖场具有完全的控制能力，食品安全体系可测、可控、有效； 4、公司便于采用现代化养殖设备，生产效率高，但因资金需求大，规模扩大较慢。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

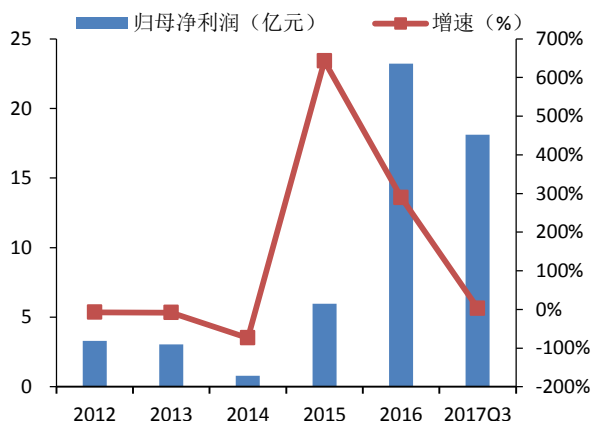
营收及利润快速增长，成长性、抗周期性逐渐显现。营收方面，公司 2016 年实现营收 56.06 亿元，同比大幅增长 86.65%，在 2017 年生猪行业景气度下降以及 2016 年高基数的情况下，公司 2017 年前三季度营业收入仍然同比大幅增长 83.51%，公司成长性逐步显现。归母净利润方面，2015、2016 年受益于猪价的上涨周期，归母净利润分别为 5.96 亿元、23.22 亿元，分别同比上涨 643%、290%。2017 年以来，虽然猪肉价格持续下跌，但是公司 2017 年前三季度归母净利润仍然保持增长，公司通过出栏量的扩张来抵消猪价下跌对业绩的影响，公司抗周期性凸显。

图 7：牧原股份 2012-2107Q3 营业收入及增速（亿元/%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：牧原股份 2012-2107Q3 归母净利润及增速（亿元/%）

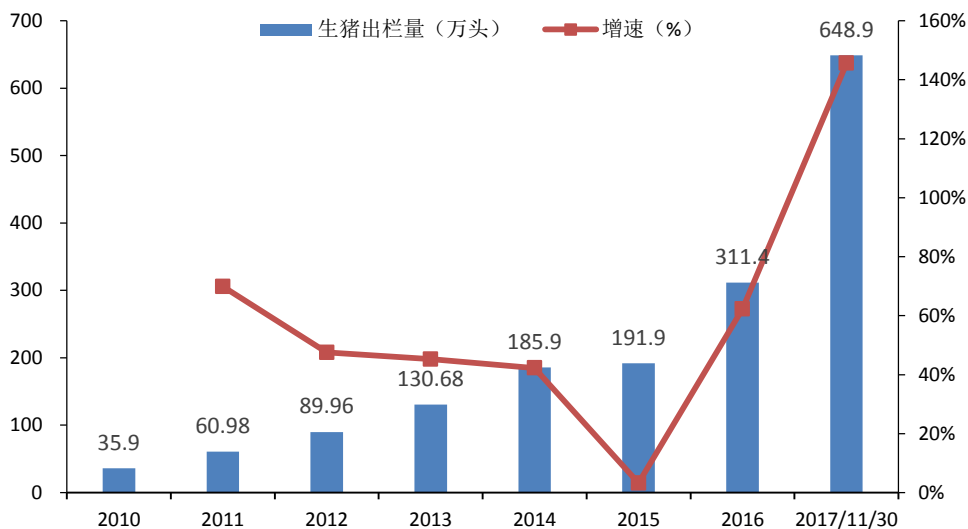


资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 出栏量快速扩张，市场份额不断提升

产能逐步释放，生猪出栏量快速扩张。从生猪出栏数据来看，公司的生猪出栏量由 2010 年的 35.9 万头上升到 2017 年的 648.9 万头（截止到 11 月末），CAGR 约为 51%。公司 2014 年上市之后，募集资金扩建的产能陆续释放，生猪出栏规模在 2016、2017 年快速提升，特别是 2017 年以来，截止 11 月末，公司生猪出栏量相对去年同期增长 145.61%。公司通过对养殖模式的不断复制，实现出栏规模的快速提升。

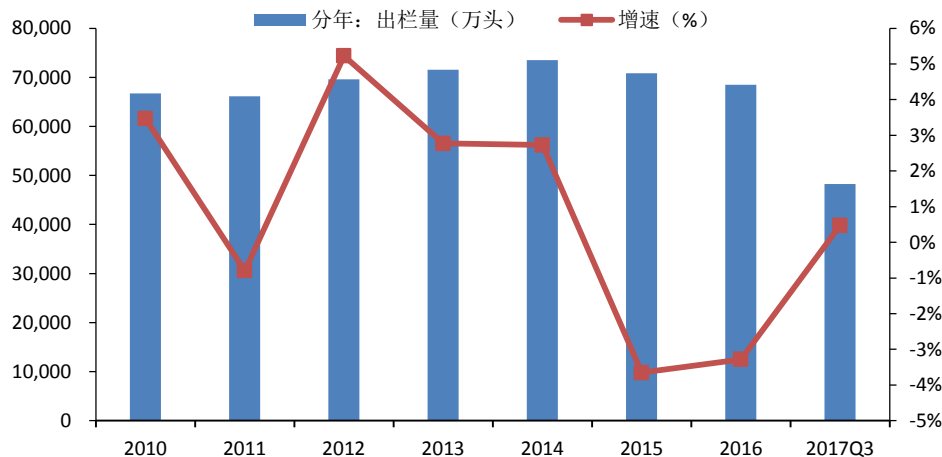
图 9：公司 2010-2017 年 11 月末生猪出栏及增速（万头/%）



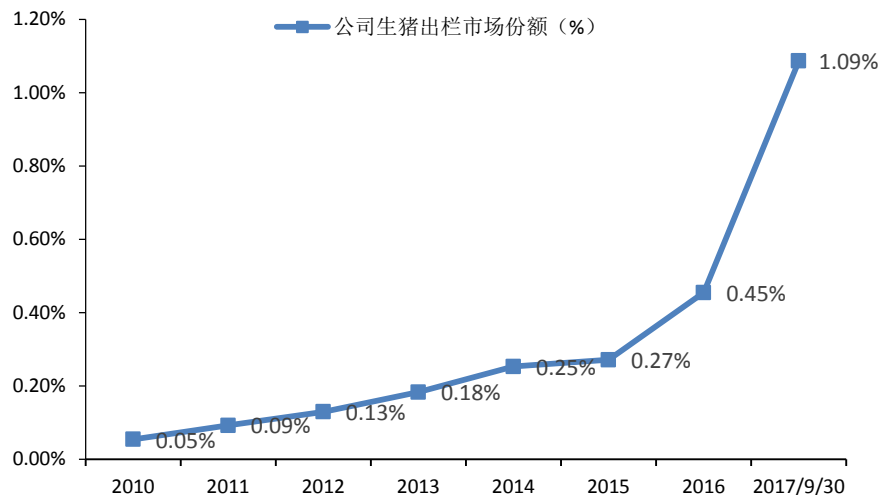
资料来源：公司公告，民生证券研究院

全国生猪出栏量略微下降，公司生猪出栏市场份额快速提升。从全国生猪出栏数据来看，自 2010 年以来生猪出栏量基本保持稳定，2015 年、2016 年出栏量均出现略微下降。我国的猪肉消费量的快速增长的时期，当前猪肉消费量逐渐趋于稳定。公司的生猪出栏市场份额由 2010 年的 0.05% 上升到目前的 1.09%，市场份额在 16、17 年快速提升。

图 10：2010-2017 年前三季度全国生猪出栏及增速（万头/%）

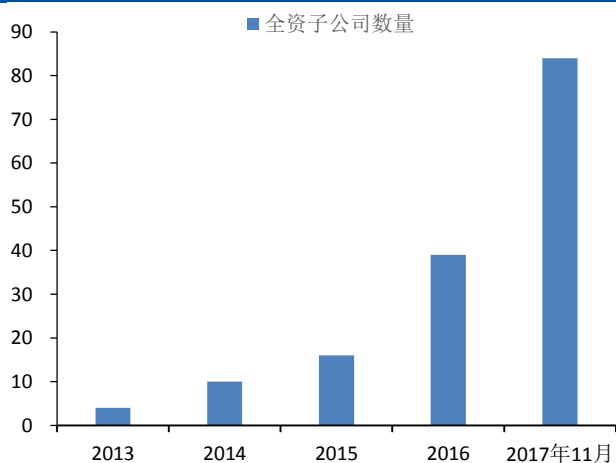


资料来源：wind，民生证券研究院

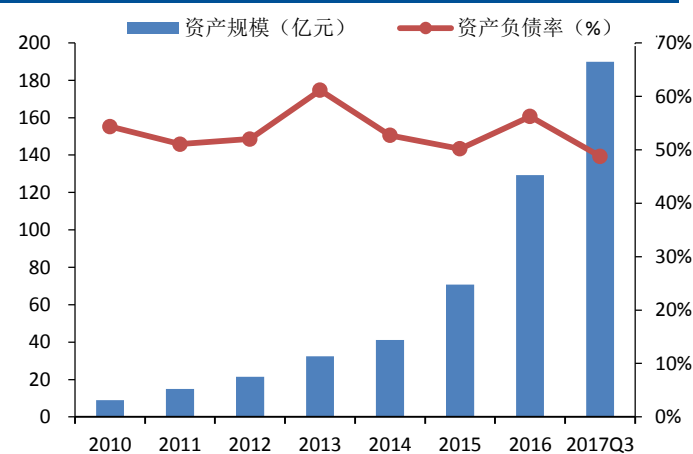
图 11：2016-2017 年公司生猪出栏市场份额快速提升 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

全资子公司数量 17 年翻倍增加，资产规模快速提升。公司全资子公司数量在 2014 年只有 4 家，2016 年增加 23 个，而 2017 年（截止 11 月末）增加 45 个，相对于 2016 年实现翻倍增加。公司自 2016 年以来扩张速度明显加快，加速在异地建厂扩张，子公司选址上主要综合考虑土地资源、原材料价格优势、人力成本等选取接近粮食产区的省份和地区。目前，公司共拥有 84 家全资子公司，主要分布在中原、华北、东北地区的十二个粮食主产省份。从公司资产规模上看，截止 2017 年 9 月末总资产达到 190 亿元，净资产约 97 亿元，资产负债率在 50% 左右。公司的业务规模虽然快速扩张，但是资产负债率仍处于较为合理的水平，公司的发展仍然非常稳健。

图 12：公司全资子公司数量快速提升 (家)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13：公司资产规模以及资产负债率 (亿元/%)


资料来源：wind，民生证券研究院

上市之后融资方式更为多样、便捷，能够有力支撑公司的快速扩张。资金是影响公司能否快速扩张的一个核心要素，公司在上市之前发展在很大程度上会受到资金的制约。上市

之后公司的融资方式更为多样、便捷。根据统计，公司自 2014 年以来采取定向增发、中期票据、超短期融资券等多种方式来进行融资，而且 2016 年以来融资速度明显加快。公司未来拟通过境外发行债券、发行优先股、中期票据等方式进一步进行融资，融资方式将更为多样，能够有力支撑公司业务规模的快速扩张。

表 3：公司上市以来的主要融资方式以及融资金额（亿元）

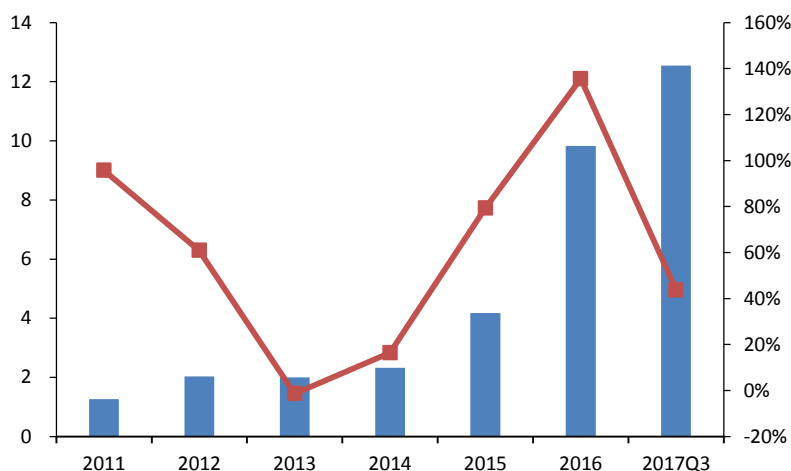
时间	融资方式	融资金额	用途
2017 年 3 月-11 月	超短期融资券（共五期）	27 亿	包括但不限于补充公司流动资金、偿还贷款和其他符合规定的用途
2017 年 4 月	定向增发	30.77 亿	生猪产能扩张项目（207.5 万头）、偿还金融机构贷款、补充流动资金
2016 年 8 月	中期票据	10 亿	用于公司调整债务结构、补充流动资金、偿还银行贷款
2015 年 12 月	定向增发	10 亿	偿还银行借款、补充流动资金
2014 年 1 月	公开发行（新股）	7.2 亿	邓州市牧原养殖有限公司年出栏 80 万头生猪产业化项目

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）产能进入释放期，市场份额有望大幅提升

公司生产性生物资产快速增加，为后续生猪出栏提供基本保障。生产性生物资产主要指的是产畜和役畜等，可以直接反映目前公司的生猪存栏的情况，对于公司而言是最重要的固定资产，也是公司生猪出栏后续扩张的基础。从公司的生产性生物资产情况变化也可以看到，公司 2016 年末生产性生物资产数量同比增长 136%，对应的 17 年生猪出栏规模的快速提升；2017 年前三年季度生产性生物资产增加 2.72 亿，同比增长 44%，预计全年增加约 4 亿，为公司 18 年生猪出栏扩张提供基本保障。

图 14：2010-2017Q3 生产性生物资产及增速（亿元/%）

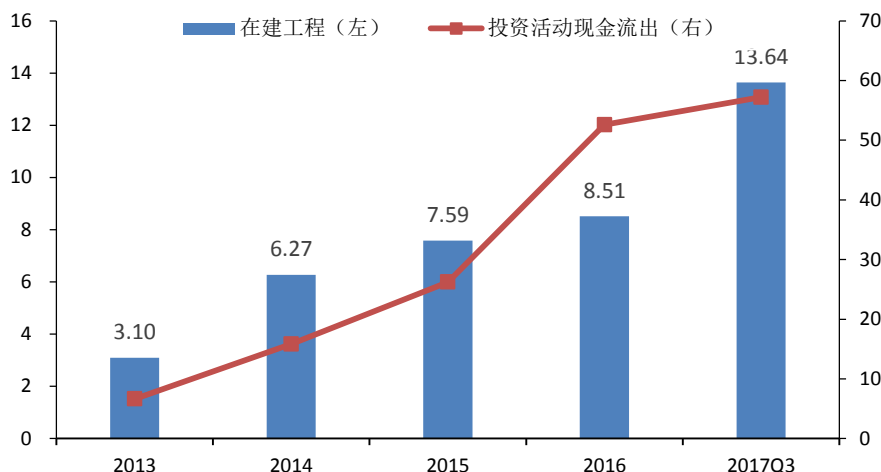


资料来源：公司公告，民生证券研究院

产能进入释放期，市场份额有望大幅提升。从公司在建工程的角度来看，截止 2017 年 9 月末，公司在建工程总额为 13.64 亿元，相对 16 年增加约 5 亿元，表明公司在 2017 年加速

扩张的态势。从融资角度来看，公司 17 年以来明显加快了融资速度，而且拟采取更为多样的方式来进行融资，也间接突显出公司目前加速发展的态势。我们认为，目前公司产能处于释放期，随着今年新建产能的逐步释放，公司未来出栏量保持高速增长无忧，市场份额有望大幅提升。此外，在当前猪价背景下，公司养殖成本优势显著，也对公司在本轮猪周期中保持快速扩张形成有力支撑。

图 15：牧原股份在建工程和投资活动现金流出（亿元）



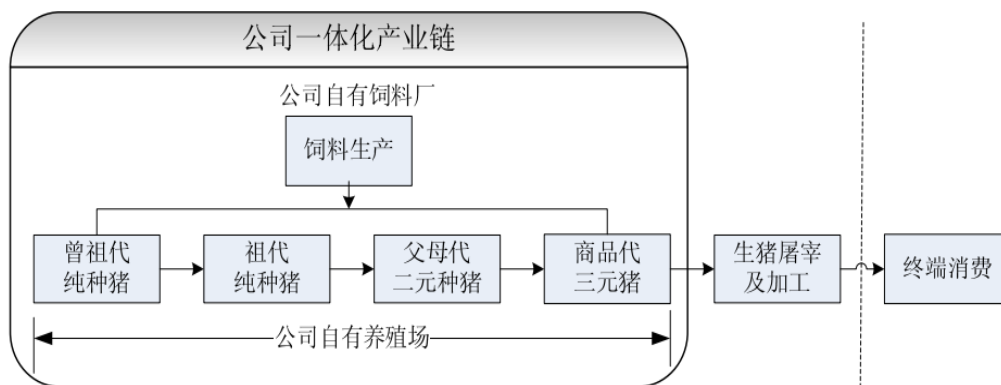
资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、深耕生猪养殖，成本控制能力优异

（一）坚持“自繁自养一体化”路线，成本控制优异

我国生猪养殖主要包括散养和规模养殖，而规模养殖主要有公司+农户和公司自养两种模式。公司经过 20 多年的发展和积累，坚持育种、饲料、饲养一体化的产业链，减少了中间环节的交易成本，有效避免了市场上饲料、种猪等需求不均衡波动对公司生产造成的影响，使得整个生产流程可控，增强了公司抵抗市场风险的能力，使得公司养殖成本显著低于其他公司。

图 16：公司自建饲料厂降低成本



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：三种生猪养殖模式对比

生产方式	公司+农户	公司自养
主要上市公司	温氏股份	牧原股份
负债率	低	高
资金需求	低	高
产能扩张能力	强	弱
成本控制能力	弱	强
疫情防控能力	弱	强

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前来看，牧原股份生猪养殖成本处在行业较低水平，我们预计总成本约为 11.5 元/公斤（包括原材料、折旧、职工薪酬、药品及疫苗费用、销售费用、管理费用、财务费用、土地租金成本），较其他规模化养殖企业有较大的优势。

（二）原材料成本占比最高，成本有望稳中有降

在公司养殖的主要成本中，原材料成本占比最高，为 53.37%，原材料中玉米占比最高，为 24.29%。同温氏的成本结构相比，由于公司没有委托养殖费用，饲料占比也高于温氏 3 个百分点。

表 5: 牧原股份成本拆分

销量 (万头)	222.84	
销量 (公斤)	312426438.30	占比
原材料 (亿元)	5.77	53.37%
其中: 小麦 (元/公斤)	0.83	7.72%
玉米 (元/公斤)	2.63	24.29%
豆粕 (元/公斤)	0.87	8.01%
次粉 (元/公斤)	0.04	0.34%
折旧 (元/公斤)	0.91	8.45%
职工薪酬 (元/公斤)	0.63	5.80%
药品及疫苗费用 (元/公斤)	1.06	9.78%
其他费用 (元/公斤)	1.37	12.68%
销售费用 (元/公斤)	0.04	0.40%
管理费用 (元/公斤)	0.48	4.43%
财务费用 (元/公斤)	0.55	5.10%
合计成本 (元/公斤)	10.81	100.00%

资料来源: 牧原 2016 年年报, 民生证券研究院

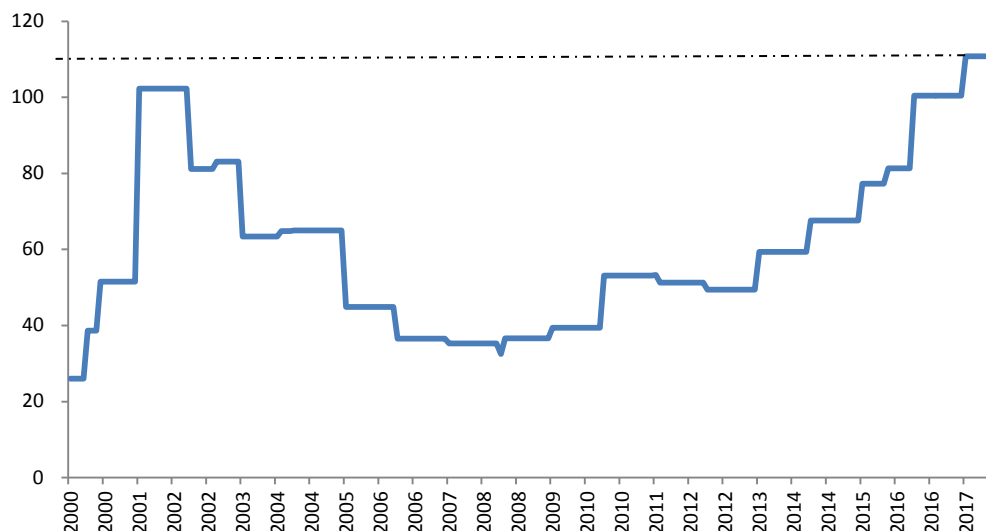
表 6: 温氏股份成本拆分

销量 (万头)	1712.73	
销量 (吨)	1969353.33	占比
饲料原料 (元/公斤)	6.65	50.39%
委托养殖费用 (元/公斤)	2.26	17.16%
药物及疫苗 (元/公斤)	0.61	4.63%
职工薪酬 (元/公斤)	0.75	5.70%
固定资产折旧及摊销 (元/公斤)	0.24	1.82%
其他 (元/公斤)	0.64	4.85%
销售费用 (元/公斤)	0.30	2.27%
管理费用 (元/公斤)	1.74	13.18%
合计成本 (元/公斤)	13.20	100.00%

资料来源: 温氏 2016 年年报, 民生证券研究院

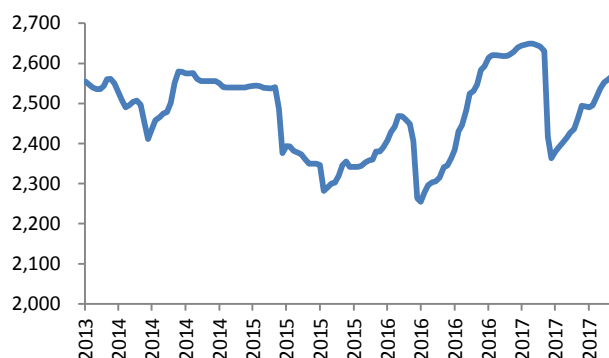
受玉米库存高企影响, 玉米价格今年来持续走低, 虽然国家已出台燃料乙醇等政策消化库存, 但预计未来 1-2 年玉米库存并无法完全消化, 玉米价格将维持低位。受益粮食价格低迷, 公司成本有望稳中有降。

图 17: 我国玉米库存处在历史高位 (元/吨)



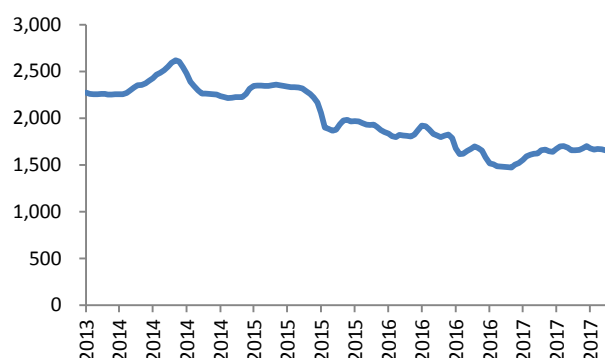
资料来源: USDA, 民生证券研究院

图 18: 国标三等小麦市场价 (元/吨)



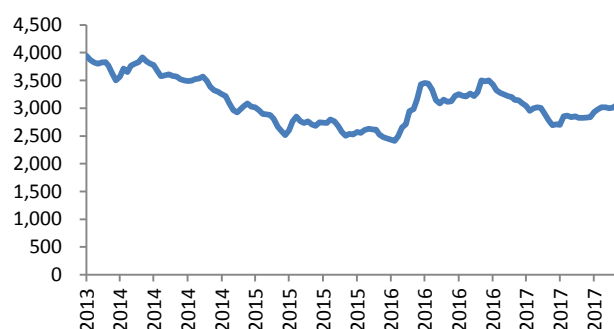
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: 二等黄玉米市场价 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 20: 豆粕 (粗蛋白含量 $\geq 43\%$) 市场价 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 21: 牧原股份原材料价格测算 (元/吨)

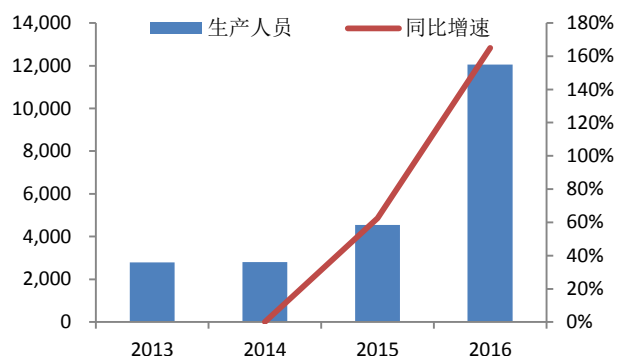


资料来源: wind, 民生证券研究院

四、员工持股完成，人员稳定为公司扩张奠定基础

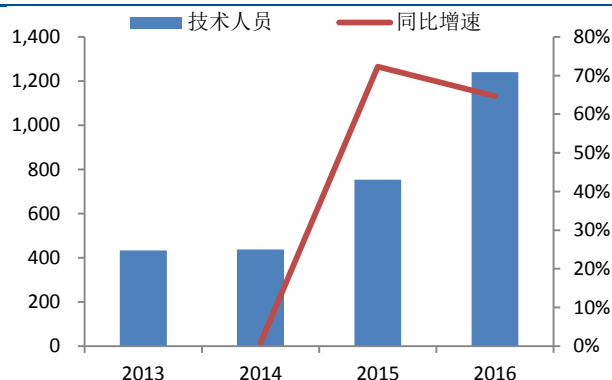
随着产能的大幅扩张，公司人员需求激增，尤其是基层生产人员。2016 年，基层生产人员同比增加了 164.97%，技术人员同比增加了 64.67%。公司主要通过员工持股和提高工资水平来保持员工稳定性。

图 22：牧原股份基层生产人员同比增加 165%（人/%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 23：牧原股份技术人员同比增加 65%（人/%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（一）通过员工持股，保证了中高层人员的稳定性

公司目前共完成了三期员工持股计划。涉及员工超过 5000 人，公司员工持股已达到证监会规定的上限，按照 2016 年年报员工人数来看，员工持股计划的覆盖面已超过 40%。员工持股的深度覆盖，激发了中层养殖场领导的积极性，有助于提升整体的管理效率。中高层核心员工离职率基本为零。

表 7：公司共完成 3 期员工持股计划，涉及人数超 5000 人

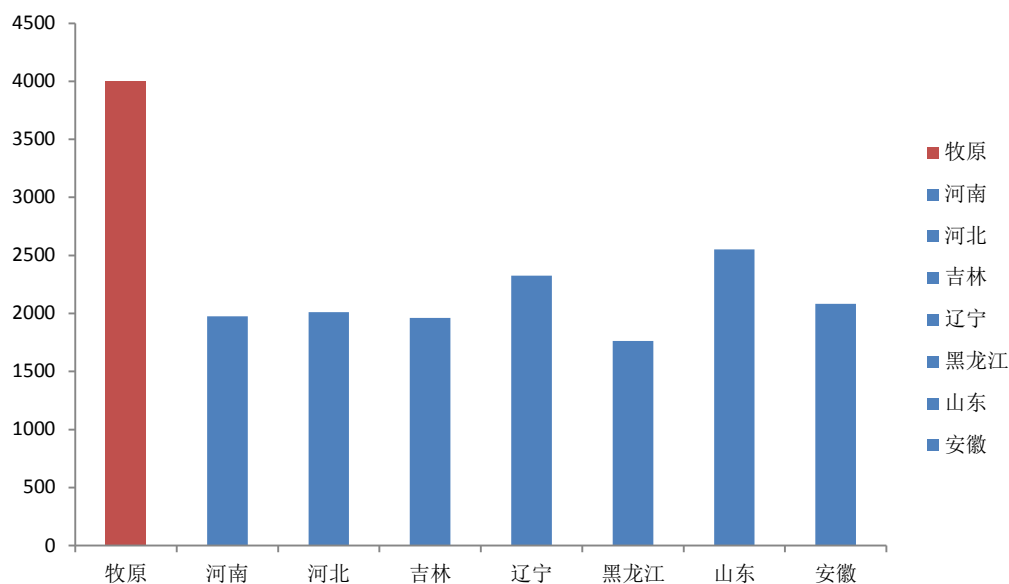
	一期	二期	三期
高管参与人数	5	0	7
高管参与金额	1.2 亿元	0	不超过 0.4 亿元
其他员工	不超过 494 人	432 人	不超过 4993 人
认购金额	不超过 5.7 亿元	不超过 10 亿元	不超过 2.6 亿元
总金额	不超过 7 亿元	不超过 10 亿元	不超过 3 亿元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）提供具有竞争力的工资，保证基层员工的稳定

基层员工方面，牧原通过提供有市场竞争力的工资水平，保证了基础人员的稳定性。以河南为例，公司养殖场基础饲养员薪水可以达到 4000 元/月，当地其他工作薪水在 2500-3000 元/月上下，相比当地其他工作牧原有较强的竞争力。另一方面，公司在招聘基础饲养员的时候，优先招聘夫妻，并且为其子女提供上下学接送服务，减轻员工的家庭负担。

图 24：牧原基层员工公司大幅高于所在省份工资水平（元/月）

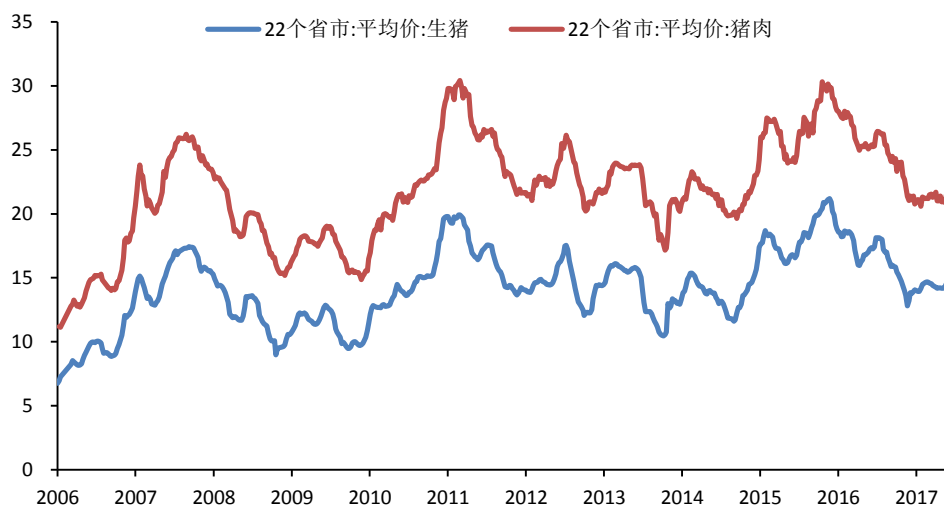


资料来源：wind，民生证券研究院

五、猪价反弹在即，行业景气度延续，公司将充分受益

（一）猪价企稳回升，当前盈利水平依然可观

16 年以来猪肉价格整体呈现下跌态势，目前猪价已经逐渐企稳回升。2000 年以来，全国生猪养殖业大致经历了如下波动周期：2000 年到 2002 年、2002 年到 2006 年、2006 年到 2010 年、2011 年至 2014 年各为一个完整周期，大周期中也存在若干个小周期。2015 年及 2016 年为第五个周期的上涨期，行情从 2015 年下半年来整体进入高盈利区间，至 2016 年 5 月左右猪肉价格到达本轮猪周期的顶峰，随后猪价整体呈现下跌态势，进入今年 7 月份以后猪肉价格逐渐企稳回升，维持在 14 元/公斤的水平上。

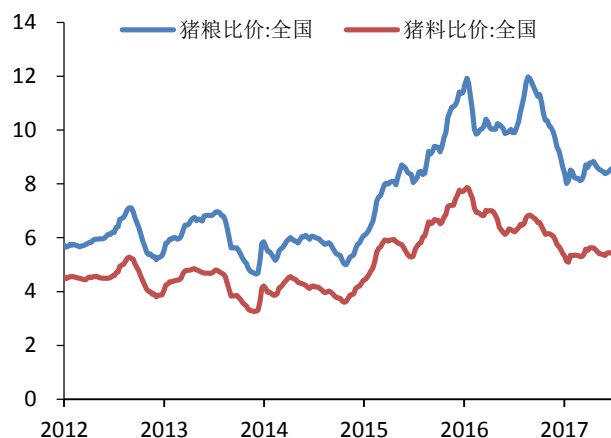
图 25：生猪和猪肉价格呈现明显的周期性波动（元/公斤）


资料来源：wind，民生证券研究院

猪粮比持续处于高位，自繁自养盈利水平依然可观。猪粮比表示的是生猪价格和玉米价格的比值，是衡量生猪养殖行业养殖户盈利水平的重要指标。猪价虽然自 2016 年中以来持续下跌，但是目前价格水平相对于 2010、2014 年的周期低位仍然较高，加上玉米价格持续下跌，猪粮比持续处于高位。一般认为，猪粮比维持在 6:1 左右生猪养殖可以保持盈亏平衡。而根据博亚和讯数据，12 月 4 日全国生猪平均价为 14.79 元/公斤，玉米收购价格在 1670 元/吨左右，目前猪粮比为 8.83，自繁自养养殖户盈利水平依然可观。

图 26：玉米价格持续处于低位（元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 27：猪粮比仍然维持高位


资料来源：wind，民生证券研究院

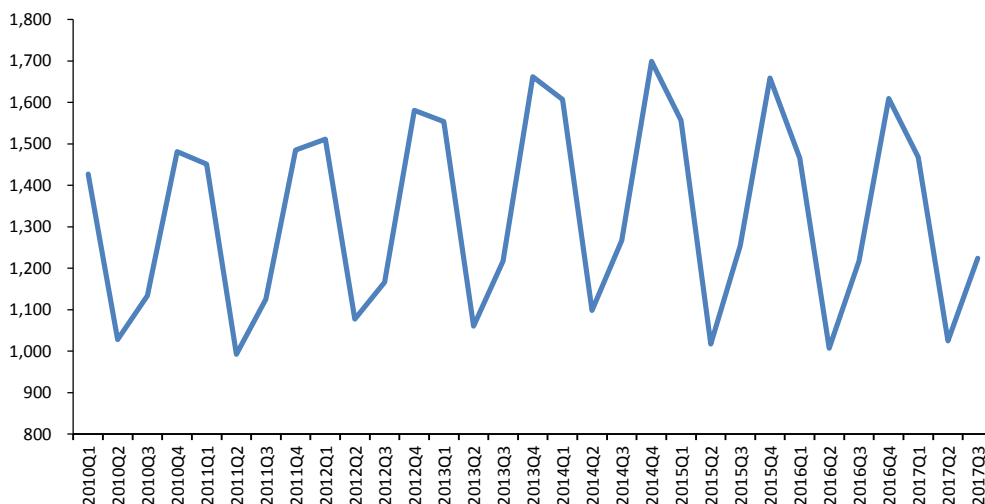
（二）消费旺季到来，预计猪价将继续反弹

猪肉进入传统消费旺季，低温天气叠加春节支撑猪肉需求。每年的冬季至春节是猪肉的传统消费旺季，将对猪肉需求形成有力支撑，需求将逐步提升：1）一方面，在雨雪天气过程，会影响生猪的调运，进而影响局部地区生猪的供应情况。2）另一方面，降温天气影响猪肉的消费需求。气温回落后，人们对猪肉的消费需求也将增加，尤其是气温降低，南方制

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

作腊肉的消费需求开启后，会极大的拉动猪肉消费需求。3) 随着春节到来，猪肉的需求也将明显提升。通过 2010-2017Q3 年猪肉分季度的产量也可以看到，猪肉的产量季节性差异非常明显，每年的一季度和四季度猪肉产量明显高于二三季度。

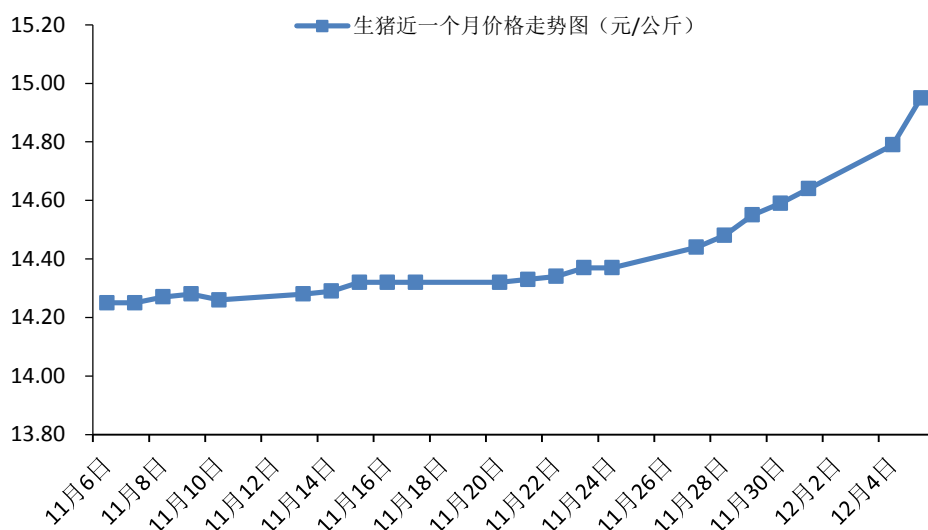
图 28: 2010-2017Q3 分季度猪肉产量 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

猪价近期涨幅明显，后市看涨预期强烈。根据博亚和讯的数据，12月7日全国外三元生猪均价为 15.02 元/公斤，创下猪价本轮反弹新高，近一个月累计上涨 5.40%，近一周累计上涨 3.23%，进入 11 月下旬以来猪肉价格上涨明显加速。我们认为，随着天气逐渐转冷以及猪肉需求的逐步释放，猪肉价格后市看涨预期十分强烈，导致养殖户压栏情绪较浓，屠企收购难度增加而被迫提价。

图 29: 猪价 11 月 20 日以来出现较为明显的反弹 (元/公斤)



资料来源: wind, 民生证券研究院

生猪价格短期有望继续上涨，警惕压栏过后猪价回调的风险。每年的 12 月份至春节期

间是猪肉的消费旺季，猪肉价格在此期间也多以上涨为主。根据历史数据统计，近 10 年猪价中，12 月份、1 月份生猪价格平均分别上涨 4.49%、0.70%，其中 12 月份猪价上涨的有 8 年，1 月份猪价上涨的有 7 年。我们认为，进入到 12 月之后，强冷空气来袭，北方降雪、南方降雨，加上消费逐渐开启，预计将进一步刺激猪价上行。但是考虑到当前猪价上涨已经有加速的迹象，仍然需要警惕压栏过后猪价回调的风险。

表 8：2007 年以来生猪价格（22 省市平均价）环比变动情况（%）

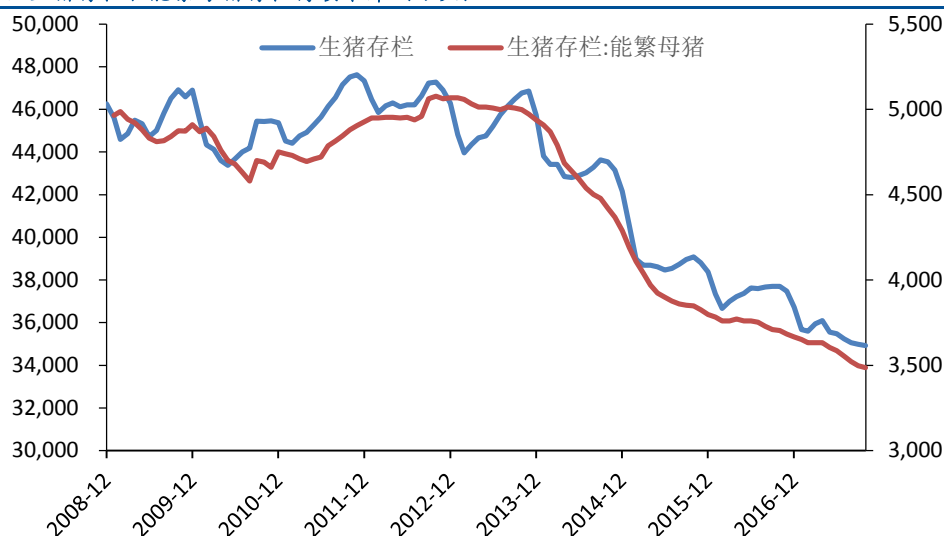
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2007 年	1.32	-5.19	-5.36	3.80	21.05	8.29	15.55	2.95	-8.57	-1.80	11.10	10.14
2008 年	5.55	2.03	1.01	-1.29	-7.27	-1.76	-3.50	-5.01	-8.22	-9.42	-1.09	13.08
2009 年	1.41	-10.28	-8.35	-10.96	-3.58	5.46	8.35	10.95	-0.29	-4.87	1.61	8.64
2010 年	-3.73	-12.09	-8.33	-1.20	1.47	1.83	19.71	5.89	0.79	1.69	8.30	-1.73
2011 年	0.07	6.70	1.70	0.44	6.28	15.49	5.76	-0.16	0.47	-8.35	-7.24	0.79
2012 年	3.84	-4.27	-8.34	-6.91	-1.50	-0.86	0.06	2.41	3.29	-1.78	1.60	9.71
2013 年	6.72	-10.20	-14.04	-7.93	4.78	11.96	1.70	8.24	0.82	-2.37	-0.05	0.27
2014 年	-13.06	-10.56	-7.65	-6.32	18.90	4.85	3.07	11.04	-0.70	-5.03	-1.88	-2.11
2015 年	-4.57	-6.91	-2.01	10.77	8.49	6.31	15.73	5.39	-4.09	-5.13	-3.29	2.87
2016 年	5.25	4.64	3.85	5.16	4.41	-1.97	-9.25	-0.77	-2.12	-11.28	4.07	3.22
2017 年	4.91	-4.46	-6.85	-4.65	-7.82	-4.58	3.37	3.27	0.97	-2.43	0.01	
均值	0.70	-4.60	-4.94	-1.74	4.11	4.09	5.51	4.02	-1.60	-4.61	1.19	4.49

资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业景气周期有望延续，公司将充分受益

环保监管等因素使得生猪存栏持续下降，行业景气周期有望延续。最近农业部公布了 10 月份 400 个监测县生猪存栏信息，生猪存栏 34921 万头，环比下降 0.20%，同比下降 6.60%；能繁母猪存栏 3487 万头，环比下降 0.30%，同比下降 5.30%。从 2013 年以来，生猪存栏量和能繁母猪存栏持续下降，其中能繁母猪存栏自 2013 年 9 月以来连续下降已经超过 4 年。生猪存栏和能繁母猪存栏量持续下降的背后主要有两方面原因：一是在于猪价的持续下降导致养殖户淘汰的积极性提高以及补栏积极性的下降；二是环保监管持续压制产能复苏。我们认为，中短期内以上两个因素都难以到达拐点，将持续压制生猪的供给，生猪养殖行业的景气周期有望延续。

图 30: 生猪存栏和能繁母猪存栏持续下降 (万头)



资料来源: wind, 民生证券研究院

我们认为, 中短期来看, 随着猪肉消费旺季的到来, 猪肉价格预计将继续反弹, 而环保监管等因素将持续压制生猪存栏量, 本轮猪周期的景气度有望延续。牧原股份控费能力极强, 头均成本在行业内处于较低水平, 在当前的猪价背景下, 盈利水平依然可观, 伴随公司产能的逐步释放, 预计公司 18 年业绩高速增长无忧。从长远来看, 生猪养殖行业由散户无序扩张逐渐向规模化发展, 产业集中度提升利好生猪养殖企业。牧原股份作为生猪养殖板块的龙头企业, 凭借自身优势在这一过程中快速扩张, 发展空间巨大, 市场份额有望大幅提升。在猪价下行周期中, 公司可以通过以量补价的方式保障业绩的稳定性。长期来看, 公司有望超越传统周期成为具有成长性的公司。

六、盈利预测

主要假设：根据公司产能建设、释放情况及生产性生物资产情况，预计公司 2017-2019 年生猪出栏分别为 760 万头、1200 万头、1400 万头；生猪价格分别为 15 元/公斤、14 元/公斤、13.5 元/公斤；仔猪价格分别为 36 元/公斤、30 元/公斤、27 元/公斤；公司养殖成本持续下降。

表 9：牧原股份收入拆分

		2017	2018	2019
商品猪	商品猪出栏 (万头)	560.00	900.00	1100.00
	生猪价格 (元/公斤)	15.00	14.00	13.50
	出栏重量 (公斤)	110.00	110.00	110.00
	单位成本 (元/公斤)	10.80	10.70	10.60
	收入 (亿元)	92.40	138.60	163.35
	成本 (亿元)	66.53	105.93	128.26
	毛利 (亿元)	25.87	32.67	35.09
	毛利率	28.00%	23.57%	21.48%
仔猪	仔猪出栏 (万头)	200.00	300.00	300.00
	仔猪价格 (元/公斤)	36.00	30.00	27.00
	出栏重量 (公斤)	15.00	15.00	15.00
	单位成本 (元/公斤)	19.00	18.50	18.00
	收入 (亿元)	10.80	13.50	12.15
	成本 (亿元)	5.70	8.33	8.10
	毛利 (亿元)	5.10	5.18	4.05
	毛利率	47.22%	38.33%	33.33%
合计	收入 (亿元)	103.20	152.10	175.50
	成本 (亿元)	72.23	114.26	136.36
	毛利 (亿元)	30.97	37.85	39.14
	毛利率	30.01%	24.88%	22.30%

资料来源：wind，民生证券研究院 注：种猪出栏量较小，同商品猪一同预测

我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.29 元、2.78 元、2.88 元，对应 PE 为 23 倍、19 倍和 18 倍，给予强烈推荐评级。

七、风险提示

生猪价格大幅下降，突发疫情，公司产能释放不达预期，粮食价格大幅上涨。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5,606	10,320	15,210	17,550
营业成本	3,044	7,223	11,426	13,636
营业税金及附加	6	4	8	12
销售费用	14	22	34	40
管理费用	150	306	457	506
EBIT	2,392	2,765	3,286	3,357
财务费用	172	198	156	110
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	8	4	4	5
营业利润	2,228	2,571	3,134	3,253
营业外收支	94	0	0	0
利润总额	2,322	2,652	3,222	3,341
所得税	0	0	0	0
净利润	2,322	2,652	3,222	3,341
归属于母公司净利润	2,322	2,652	3,222	3,341
EBITDA	2,859	3,517	4,224	4,531

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	984	1947	1465	2752
应收账款及票据	0	0	0	0
预付款项	46	52	99	141
存货	2618	3688	6148	7584
其他流动资产	70	70	70	70
流动资产合计	3718	5757	7783	10547
长期股权投资	47	47	47	47
固定资产	7483	9479	12064	14954
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	9213	10630	12447	14345
资产合计	12931	16387	20230	24892
短期借款	2500	0	0	0
应付账款及票据	1388	1861	3495	4189
其他流动负债	18	18	18	18
流动负债合计	5194	3173	5493	6814
长期借款	995	995	995	995
其他长期负债	1081	3781	2081	2081
非流动负债合计	2076	4776	3076	3076
负债合计	7270	7949	8569	9890
股本	1034	1158	1158	1158
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5661	8438	11661	15002
负债和股东权益合计	12931	16387	20230	24892

资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	86.6%	84.1%	47.4%	15.4%
EBIT 增长率	278.7%	15.6%	18.8%	2.2%
净利润增长率	289.7%	14.2%	21.5%	3.7%
盈利能力				
毛利率	45.7%	30.0%	24.9%	22.3%
净利率	41.4%	25.7%	21.2%	19.0%
总资产收益率 ROA	18.0%	16.2%	15.9%	13.4%
净资产收益率 ROE	41.0%	31.4%	27.6%	22.3%
偿债能力				
流动比率	0.7	1.8	1.4	1.5
速动比率	0.2	0.7	0.3	0.4
现金比率	0.2	0.6	0.3	0.4
资产负债率	0.6	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	226.2	186.4	196.4	203.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	2.3	2.3	2.8	2.9
每股净资产	5.5	7.3	10.1	12.9
每股经营现金流	1.2	2.5	3.5	3.8
每股股利	0.7	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.6	23.2	19.1	18.4
PB	9.7	7.3	5.3	4.1
EV/EBITDA	23.0	18.5	15.1	13.8
股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,322	2,652	3,222	3,341
折旧和摊销	467	752	938	1,174
营运资金变动	(1,679)	(597)	(188)	(156)
经营活动现金流	1,282	2,919	4,036	4,375
资本开支	4,361	2,087	2,666	2,985
投资	490	0	0	0
投资活动现金流	(3,866)	(2,084)	(2,662)	(2,979)
股权募资	0	125	0	0
债务募资	3,025	2,700	(1,700)	0
筹资活动现金流	2,671	127	(1,856)	(110)
现金净流量	88	963	(482)	1,287

插图目录

图 1: 按年出栏规模分类的养殖场数量占比 (%)	3
图 2: 2007-2015 生猪出栏量在 5 万头以上的企业数量及增速 (家/%)	3
图 3: 我国整体养殖户数量逐年下降 (万户)	4
图 4: 预计 2020 年生猪年出栏 500 以上的企业出栏量占比将达到 52% (%)	4
图 5: 公司采用自育自繁自养大规模一体化经营模式	5
图 6: 公司一体化产业链生产环节全可控	5
图 7: 牧原股份 2012-2107Q3 营业收入及增速 (亿元/%)	6
图 8: 牧原股份 2012-2107Q3 归母净利润及增速 (亿元/%)	6
图 9: 公司 2010-2017 年 11 月末生猪出栏及增速 (万头/%)	7
图 10: 2010-2017 年前三季度全国生猪出栏及增速 (万头/%)	7
图 11: 2016-2017 年公司生猪出栏市场份额快速提升 (%)	8
图 12: 公司全资子公司数量快速提升 (家)	8
图 13: 公司资产规模以及资产负债率 (亿元/%)	8
图 14: 2010-2017Q3 生产性生物资产及增速 (亿元/%)	9
图 15: 牧原股份在建工程和投资活动现金流出 (亿元)	10
图 16: 公司自建饲料厂降低成本	11
图 17: 我国玉米库存处在历史高位 (元/吨)	13
图 18: 国标三等小麦市场价 (元/吨)	13
图 19: 二等黄玉米市场价 (元/吨)	13
图 20: 豆粕 (粗蛋白含量 $\geq 43\%$) 市场价 (元/吨)	13
图 21: 牧原股份原材料价格测算 (元/吨)	13
图 22: 牧原股份基层生产人员同比增加 165% (人/%)	14
图 23: 牧原股份技术人员同比增加 65% (人/%)	14
图 24: 牧原基层员工公司大幅高于所在省份工资水平 (元/月)	15
图 25: 生猪和猪肉价格呈现明显的周期性波动 (元/公斤)	16
图 26: 玉米价格持续处于低位 (元/每吨)	16
图 27: 猪粮比仍然维持高位	16
图 28: 2010-2017Q3 分季度猪肉产量 (万吨)	17
图 29: 猪价 11 月 20 日以来出现较为明显的反弹 (元/公斤)	17
图 30: 生猪存栏和能繁母猪存栏持续下降 (万头)	19

表格目录

表 1: 2017 年前三季度 CR5 出栏量占比仅为 4.85% (万头)	5
表 2: 我国主要的生猪养殖模式及特点	6
表 3: 公司上市以来的主要融资方式以及融资金额 (亿元)	9
表 4: 三种生猪养殖模式对比	11
表 5: 牧原股份成本拆分	12
表 6: 温氏股份成本拆分	12
表 7: 公司共完成 3 期员工持股计划, 涉及人数超 5000 人	14
表 8: 2007 年以来生猪价格 (22 省市平均价) 环比变动情况 (%)	18
表 9: 牧原股份收入拆分	20

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

汪玲，农林牧渔组组长，中央财经大学会计硕士。五年大型资产管理公司从业经验，2017年加入民生证券。

刘帅，中央财经大学会计硕士，2017年加入民生证券研究院，从事农林牧渔行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。