

## 牧原股份(002714)/畜禽养殖

## 产能扩张、成本稳定，综合实力不断提升

**评级：买入(维持)**

市场价格：51.30

**分析师：陈奇**
**执业证书编号：S0740514070005**

电话：021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

**联系人：陈露**

电话：

Email: chenlu@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,158
流通股本(百万股)	602
市价(元)	51.30
市值(百万元)	30,883
流通市值(百万元)	59,405

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 牧原股份(002714)2017年三季报点评：业绩符合预期，出栏量保持高速增长
- 2 牧原股份(002714)2017年中报点评：养殖龙头进入产能持续高速增长期
- 3 牧原股份(002714)跟踪：出栏量预期有望再度上调！

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5605.91	10042.42	15706.18	19143.61	26390.67
增长率 yoy%	86.65%	79.14%	56.40%	21.89%	37.86%
净利润(百万元)	2321.90	2365.53	2955.74	2926.64	5029.79
增长率 yoy%	289.68%	1.88%	24.95%	-0.98%	71.86%
每股收益(元)	2.25	2.12	2.55	2.53	4.34
每股现金流量	1.24	1.55	3.21	3.58	4.84
净资产收益率	41.01%	28.12%	19.37%	16.49%	22.82%
P/E	25.60	25.12	20.11	20.31	11.82
PEG	-	-	-	-	-
P/B	4.25	4.67	3.90	3.35	2.70

备注：以2018年02月14日收盘价为基准

**投资要点**

- **事件：**公司发布2017年年报，全年实现营业收入100.42亿元，同比增长79.14%，归母净利润23.66亿元，同比增长1.88%，EPS为2.12元，同比减少-5.78%。公司2017年加权平均净资产收益率28.12%。利润分配方案为：每10股派发现金股利6.9元(含税)，同时以资本公积金每10股转增8股。
- **出栏量兑现高增长，成本控制平稳。**公司全年共销售生猪723.74万头，同比增加132.4%，其中商品猪524.32万头，仔猪193.82万头，种猪5.6万头，实现头均盈利约327元。公司全年的商品猪销售均价约14.50元/公斤，按110公斤测算，**完全成本约11.5元/公斤**，处于行业领先水平，在出栏量大幅增长的情况下，整体成本保持平稳。
- 从成本分项看，饲料、防疫成本占比继续保持小幅下降(主营业务成本中，饲料占比从59.25%下降到58.14%，动保兽药占比从10.86%下降到10.84%)，而职工薪酬部分加以提高(从6.43%提高到6.76%)，这与公司加强内部精细化健康管理、提升饲料原料采购能力等方面的努力和进步密不可分。值得一提的是公司自主研发的自动化养猪设备和猪舍，大大提高了生产效率，目前育肥阶段单个饲养员可同时饲养2,700-3,600头生猪，生产效率领先行业平均水平。尽管今年饲料原料价格预期有所抬升，但公司在其他方面仍有降低成本的空间，我们预计公司综合成本可保持平稳。
- **产能预计继续保持高速增长，自繁自养模式龙头地位凸显。**从几个重要的资产项目看公司的持续成长性，生产性生物资产相比2017年年底增长42.58%，我们预计目前母猪存栏量达到60万头左右，基本可以支撑今年的出栏目标，固定资产和在建工程分别较去年年底增长63.03%和76.06%，同时无形资产(土地使用权)同比增长52.24%，与生产性生物资产的增长幅度基本匹配。另外，预付工程款大幅提高，今年仍是公司持续扩张建设的一年。2017年公司新成立养殖板块全资子公司41个，目前养殖全资子公司已经达到80个，分布在十三个省区。公司今年的出栏量预期在1100~1300万头，**我们判断约在1200~1250万头，同比增长70%左右，2019-20年公司出栏量有望达到2000万头阶段目标，在自繁自养模式中的龙头地位难以撼动。**
- **全方位磨练内功，加强核心竞争优势。**2017年除了快速增长的出栏量兑现和优秀的成本控制外，不可忽视公司在自身管理上的进步。一方面是设立专业化子公司，包括采购方面的“牧原粮贸”、融资方面的“牧原国际”、信息化和智

能化建设方面的“牧原数字技术”。另一方面，公司充分利用多种资本市场融资工具，包括非公发发行、优先股、中期票据、超短融等，优化债务结构。最后是人才的储备，公司在2017年新增员工近9800人，同比增加57%，在增加生产、销售和财务人员的同时，减少了行政人员配置，并完成了第三期员工持股计划。这些内在管理的提升和准备，为公司在猪价下行阶段进行安全高效的快速扩张奠定了基础，紧紧抓住了未来五年我国养猪业土地、资金和人才三大壁垒，核心竞争力不断提高。

- **我们继续看好公司未来的发展势头，公司成本优势坚实、融资能力出众、内部管理和文化皆表现出色。预计2018-20年出栏量分别为1200/1600/2000万头，按2018年生猪售价13.8-14.0元/公斤测算，预计今年可实现盈利约30-31亿元，目前估值18X，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**猪价大幅下跌；项目工程建设进度和产能释放速度不及预期；大规模疫病灾害等。

**图表 1: 牧原股份三张报表**

报表预测						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3003.47	5605.91	10042.42	15706.18	19143.61	26390.67
减: 营业成本	2263.91	3044.44	7048.99	11941.32	15325.13	20247.55
营业税金及附加	0.00	6.24	16.56	25.91	31.58	43.53
营业费用	6.20	13.56	38.85	56.54	67.00	87.09
管理费用	101.75	149.54	454.23	706.78	842.32	1055.63
财务费用	127.50	172.24	320.67	296.18	310.15	358.16
资产减值损失	0.01	0.01	0.46	0.16	0.16	0.16
加: 投资收益	1.33	8.12	21.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>505.43</b>	<b>2228.01</b>	<b>2184.16</b>	<b>2679.30</b>	<b>2567.27</b>	<b>4598.55</b>
加: 其他非经营损益	90.42	93.89	172.77	276.44	359.37	431.24
<b>利润总额</b>	<b>595.85</b>	<b>2321.90</b>	<b>2356.94</b>	<b>2955.74</b>	<b>2926.64</b>	<b>5029.79</b>
减: 所得税	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>595.85</b>	<b>2321.90</b>	<b>2356.91</b>	<b>2955.74</b>	<b>2926.64</b>	<b>5029.79</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>595.85</b>	<b>2321.90</b>	<b>2365.53</b>	<b>2955.74</b>	<b>2926.64</b>	<b>5029.79</b>
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	784.64	853.68	3937.29	4711.85	5743.08	7917.20
应收和预付款项	8.60	46.04	92.46	61.16	135.12	125.14
存货	1156.00	2618.05	4189.89	8269.81	7720.60	13405.91
其他流动资产	512.89	70.17	262.75	262.75	262.75	262.75
长期股权投资	46.79	47.33	114.42	114.42	114.42	114.42
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4152.60	8334.19	13497.02	14491.19	15994.75	18160.51
无形资产和开发支出	169.83	232.84	354.49	315.77	277.05	238.34
其他非流动资产	184.54	598.80	1336.55	1378.62	1373.36	1401.75
<b>资产总计</b>	<b>7015.88</b>	<b>12801.09</b>	<b>23784.87</b>	<b>29605.57</b>	<b>31621.14</b>	<b>41626.01</b>
短期借款	1773.00	2500.00	3560.33	3783.25	4605.10	6429.82
应付和预收款项	864.38	1996.45	2038.68	5115.95	3813.98	7705.00
长期借款	546.84	1987.67	2926.91	2926.91	2926.91	2926.91
其他负债	309.66	655.52	2522.34	2522.34	2522.34	2522.34
<b>负债合计</b>	<b>3493.88</b>	<b>7139.64</b>	<b>11048.26</b>	<b>14348.46</b>	<b>13868.34</b>	<b>19584.07</b>
股本	516.87	1033.75	1158.46	1158.46	1158.46	1158.46
资本公积	1456.16	939.29	3864.90	3864.90	3864.90	3864.90
留存收益	1548.97	3688.42	7713.25	10233.75	12729.44	17018.58
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3522.01</b>	<b>5661.45</b>	<b>12736.61</b>	<b>15257.11</b>	<b>17752.80</b>	<b>22041.94</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>3522.01</b>	<b>5661.45</b>	<b>12736.61</b>	<b>15257.11</b>	<b>17752.80</b>	<b>22041.94</b>
负债和股东权益合计	7015.88	12801.09	23784.87	29605.57	31621.14	41626.01
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	923.59	1294.41	1795.76	3712.92	4149.58	5611.72
投资性现金净流量	-2311.35	-3865.97	-6441.40	-2459.78	-3235.57	-4213.78
筹资性现金净流量	1779.49	2671.38	8052.40	-478.58	117.22	776.17
<b>现金流量净额</b>	<b>391.73</b>	<b>99.81</b>	<b>3406.76</b>	<b>774.56</b>	<b>1031.23</b>	<b>2174.12</b>

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。