



农业/必需消费

牧原股份 (002714)

## 畜禽周期成长最佳标的

——2015 年报点评

王乾 (分析师) 钱浩 (研究助理)  
021-38676675 021-38674925  
wangqian@gtjas.com qianhao@gtjas.com  
证书编号 S0880515020001 s0880115080191

### 本报告导读:

受益猪价回升, 2015 年公司业绩大增 643%。行业供给收缩趋势不变, 叠加原材料成本下行, 高景气将延续, 公司有望充分受益, “增持”评级。

### 投资要点:

- **维持“增持”评级。**能繁母猪存栏处于低位, 生猪供给收缩趋势不变, 叠加原材料成本下行, 高景气将延续。公司成本控制能力领先行业, 未来成长路径清晰。预计 2016-18 年公司 EPS 为 2.6(不变)/3.46(不变)/3.96 元, 目标价 83.1 元, “增持”评级。
- **受益猪价回升, 业绩略超预期。**2015 年公司实现营收 30 亿元 (+15.3%); 归母净利润 5.96 亿元 (+643%), 利润大增主要源于猪价同比明显回升。15Q4 单季度, 公司实现营收 10.57 亿元, 归母净利润 3.17 亿元, 环比增长 36.5%。2016 年 1 季度业绩预告区间为 3~3.5 亿。分红预案: 每 10 股派 3.53 元 (含税), 转增 10 股。
- **成本控制优势突出, 估算头均盈利约 310 元。**2015 年公司销售生猪 191.9 万头, 同比增长 3.2%, 其中商品猪/种猪/仔猪分别销售 171.05/0.54/20.31 万头。测算头均盈利约 310 元/头, 显著高于行业平均水平 (150 元/头), 公司成本优势明显。
- **生产性生物资产同比增 79%, 未来发展路径清晰。**公司产能主要分布在河南、山东、湖北、山西四省, 其中邓州、卧龙、唐河等地产能将逐步释放, 扶沟、滑县、通许、杞县、正阳等地养殖场建设不断推进, 同时在方城、社旗、西华、闻喜、商水、太康等地逐步新建产能。截止 2015 年底, 公司生产性生物资产 4.17 亿元, 同比增长 79.3%, 预计 2016-2018 年出栏量分别为 300/450/600 万头。
- **风险提示:** 猪价下跌风险、出栏量低预期、疫病风险、食品安全等

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **83.10**

上次预测: 83.10

当前价格: 51.30

2016.02.24

### 交易数据

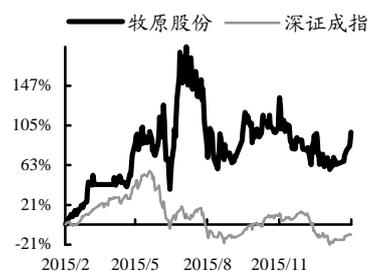
52 周内股价区间 (元)	32.00-112.98
总市值 (百万元)	26,516
总股本/流通 A 股 (百万股)	517/154
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	30%
日均成交量 (百万股)	673.17
日均成交值 (百万元)	324.94

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,212
每股净资产	4.28
市净率	12.0
净负债率	93.55%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	-0.04	0.62
Q2	0.13	0.59
Q3	0.45	0.75
Q4	0.61	0.64
全年	1.15	2.60

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	19%	-11%	98%
相对指数	17%	7%	108%

### 相关报告

《12 月出栏重回增长, 未来成长更具确定性》2016.01.06

《行业高景气延续, 出栏维持高增速》2015.12.14

《10 月出栏同比增长 38%, 维持“增持”》2015.11.09

《享受行业高景气, 业绩符合预期》2015.10.25

《成本优势继续领先, 充分受益景气反转》

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,605	3,003	5,786	8,584	11,088
(+/-)%	27%	15%	93%	48%	29%
经营利润 (EBIT)	122	632	1,454	1,880	2,130
(+/-)%	-64%	417%	130%	29%	13%
净利润	80	596	1,346	1,786	2,046
(+/-)%	-74%	643%	126%	33%	15%
每股净收益 (元)	0.16	1.15	2.60	3.46	3.96
每股股利 (元)	0.23	0.06	0.22	0.17	0.15

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	4.7%	21.0%	25.1%	21.9%	19.2%
净资产收益率 (%)	4.1%	16.9%	28.3%	27.7%	24.3%
投入资本回报率 (%)	3.7%	12.2%	21.4%	26.1%	22.5%
EV/EBITDA	50.3	32.9	15.6	11.7	10.2
市盈率	330.6	44.5	19.7	14.8	13.0
股息率 (%)	0.4%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%

模型更新时间: 2016.02.24

**股票研究**

必需消费  
农业

牧原股份 (002714)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **83.10**

上次预测: 83.10

**当前价格:** 51.30

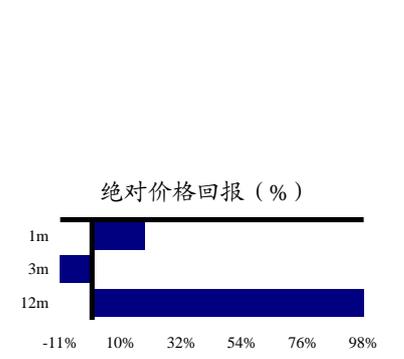
公司网址

www.muyuanfoods.com

公司简介

公司是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业,是我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一,也是我国最大的生猪育种企业之一。

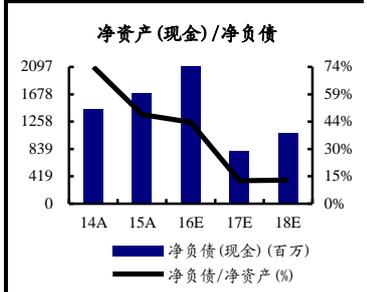
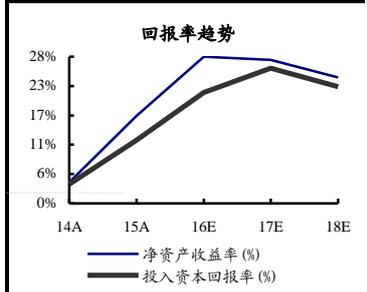
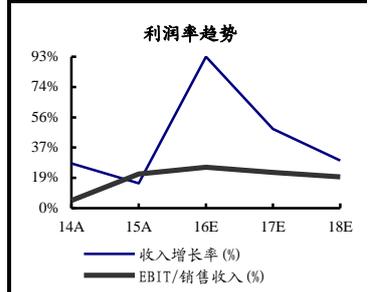
主营业务为种猪和商品猪的养殖与销售,主要产品为种猪、商品猪。



52 周价格范围 32.00-112.98  
市值 (百万) 26,516

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>					
营业总收入	2,605	3,003	5,786	8,584	11,088
营业成本	2,403	2,264	4,138	6,406	8,580
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	5	6	14	19	25
管理费用	74	102	180	279	353
EBIT	122	632	1,454	1,880	2,130
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
财务费用	103	127	118	105	95
营业利润	21	505	1,336	1,776	2,036
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	80	596	1,346	1,786	2,046
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	338	836	400	600	800
其他流动资产	130	513	0	0	0
长期投资	48	47	47	47	47
固定资产合计	2,349	4,153	4,894	5,950	6,675
无形及其他资产	212	354	187	198	206
资产合计	4,119	7,068	8,205	10,036	12,573
流动负债	1,650	2,888	2,903	3,033	3,599
非流动负债	521	657	548	550	553
股东权益	1,948	3,522	4,755	6,453	8,422
投入资本(IC)	3,339	5,173	6,806	7,209	9,457
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	122	632	1,454	1,880	2,130
折旧与摊销	153	227	386	464	578
流动资金增量	157	386	-1,572	690	-1,505
资本支出	-734	-1,799	-951	-1,520	-1,301
自由现金流	-302	-554	-683	1,513	-97
经营现金流	455	915	780	3,036	1,207
投资现金流	-869	-2,311	-949	-1,518	-1,300
融资现金流	549	1,779	-267	-1,317	293
现金流净增加额	136	384	-436	200	200
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	27.4%	15.3%	92.6%	48.4%	29.2%
EBIT 增长率	-63.6%	417.4%	130.2%	29.3%	13.3%
净利润增长率	-73.6%	643.0%	126.0%	32.7%	14.6%
利润率					
毛利率	7.7%	24.6%	28.5%	25.4%	22.6%
EBIT 率	4.7%	21.0%	25.1%	21.9%	19.2%
净利率	3.1%	19.8%	23.3%	20.8%	18.5%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	4.1%	16.9%	28.3%	27.7%	24.3%
总资产收益率(ROA)	1.9%	8.4%	16.4%	17.8%	16.3%
投入资本回报率(ROIC)	3.7%	12.2%	21.4%	26.1%	22.5%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	156	177	168	167	170
应收账款周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	0	0	0
总资产周转天数	515	680	482	388	372
净利润现金含量	5.68	1.54	0.58	1.70	0.59
资本支出/收入	28%	60%	16%	18%	12%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.7%	50.2%	42.1%	35.7%	33.0%
净负债率	73.9%	48.2%	44.1%	12.4%	12.8%
<b>估值比率</b>					
PE	330.6	44.5	19.7	14.8	13.0
PB	6.4	7.5	5.6	4.1	3.1
EV/EBITDA	50.3	32.9	15.6	11.7	10.2
P/S	4.8	8.8	4.6	3.1	2.4
股息率	0.4%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%



**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**

**分析师声明**

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

**评级说明**

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

**国泰君安证券研究**

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		