

# 牧原股份 (002714.SZ)

## 净利润大幅提升，产能扩张持续加码

### 核心观点：

- **事件：**公司公布 2020 年三季报，前三季度公司销售生猪共计 1188.1 万头，实现营业收入 391.65 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 209.88 亿元，同比增 1413.28%。
- **养殖高景气度持续，净利润实现大幅提升。**公司三季度销售生猪 510.1 万头，同比增 141.0%，环比增 20.9%（其中，商品猪 270.2 万头，仔猪 194.8 万头，种猪 45.1 万头），实现销售收入 176.69 亿元，估算单三季度肥猪销售价格近 34 元/公斤，头均盈利约 2500 元/头，仔猪头均盈利约 1400 元/头。从出栏量增速和头均盈利看，公司三季度出栏节奏加快，成本优势持续保持行业领先。
- **产能扩张坚定，资本支出大幅提升。**公司产能扩张持续加码，前三季度资本支出高达 316.88 亿元，同比增 440.94%。对应三季度固定资产提升至 140.87 亿元，同比增 184.18%。截止 9 月底，公司能繁母猪存栏提升至 221.6 万头，对生产性生物资产提升至 60.87 亿元，环比增 13.58%，母猪数量及金额增幅基本一致。值得关注，公司前三季度研发投入 2.52 亿元，同比增 265.22%，主要用于智能化养殖技术研发。我们认为公司目前在智能化养殖方面的探索有望在后续安全生产、成本降低等方面发挥重要作用。
- **维持“买入”评级。**公司养殖成本持续保持领先，出栏量加速增长，是兼具成长性+成本优势的优质龙头。我们预计公司 2020-21 年 EPS 分别为 9.05/9.38 元/股。考虑行业平均估值以及公司在成本和出栏增速上的领先优势，给予 2020 年 PE 估值至 12 倍，对应合理价值约 108.57 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**猪价大幅下跌，非洲猪瘟疫情持续加重等。

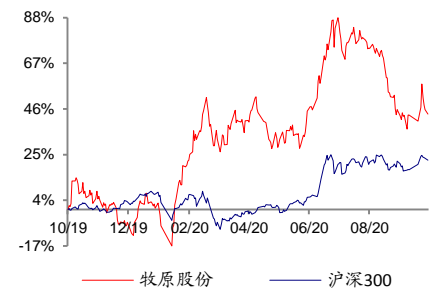
### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,388	20,221	58,770	87,040	80,704
增长率（%）	33.3	51.0	190.6	48.1	-7.3
EBITDA（百万元）	1,932	8,014	37,400	39,901	34,988
归母净利润（百万元）	520	6,114	33,908	35,167	29,246
增长率（%）	-78.0	1075.4	454.6	3.7	-16.8
EPS（元/股）	0.25	2.77	9.05	9.38	7.80
市盈率（P/E）	115.24	32.01	8.20	7.91	9.51
ROE（%）	4.2	26.5	85.2	52.1	32.1
EV/EBITDA	34.31	24.12	7.37	6.75	7.55

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	74.2 元
合理价值	108.57 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-20

### 相对市场表现



分析师：王乾



SAC 执证号：S0260517120002



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：唐翌



SAC 执证号：S0260520070002



gftangyi@gf.com.cn

分析师：钱浩



SAC 执证号：S0260517080014



SFC CE No. BND274



shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾、唐翌并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

牧原股份 (002714.SZ) :Q3 2020-10-11

业绩预告点评：生猪出栏加

速，业绩大幅提升

牧原股份 (002714.SZ) :资本 2020-07-19

支出加码，持续看好公司成长

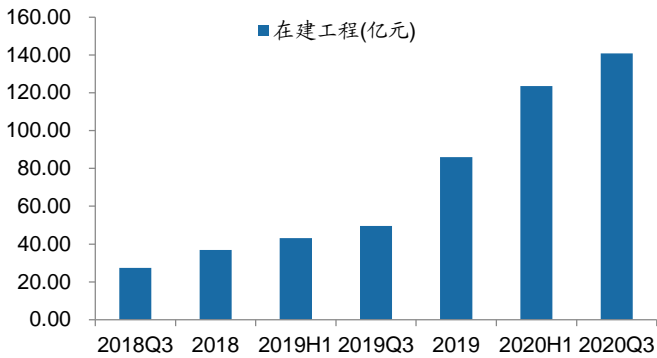
性

牧原股份 (002714.SZ) :6 月 2020-07-07

出栏量大幅增加，Q2 业绩表

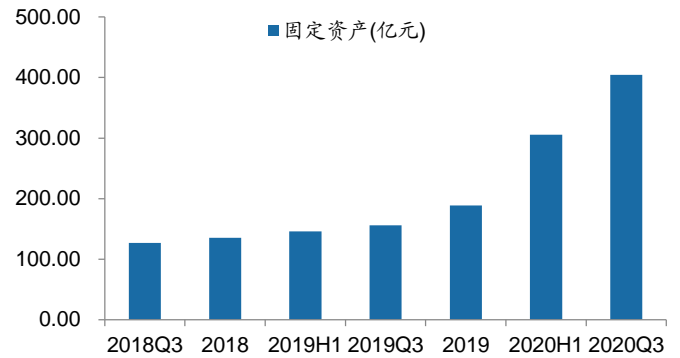
现亮眼

图1: 在建工程



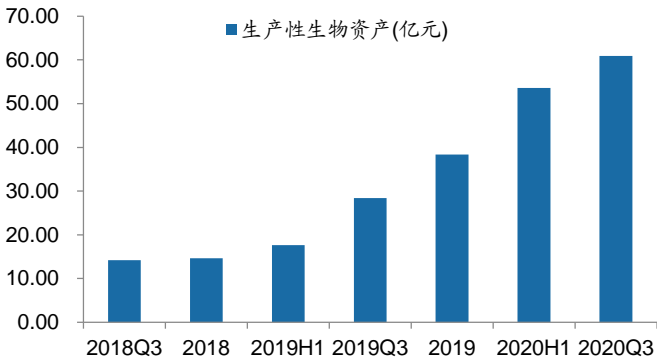
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 固定资产



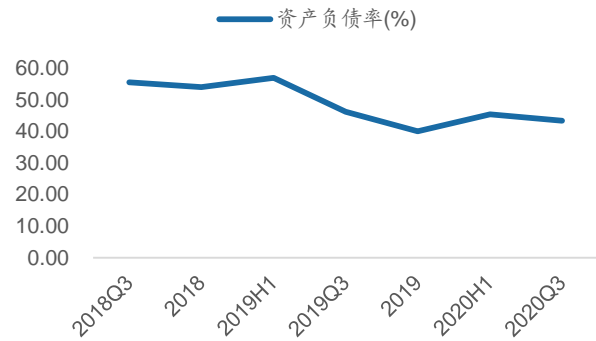
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 生产性生物资产



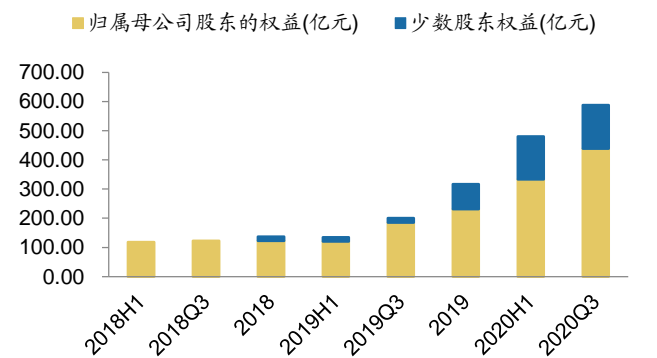
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 资产负债率



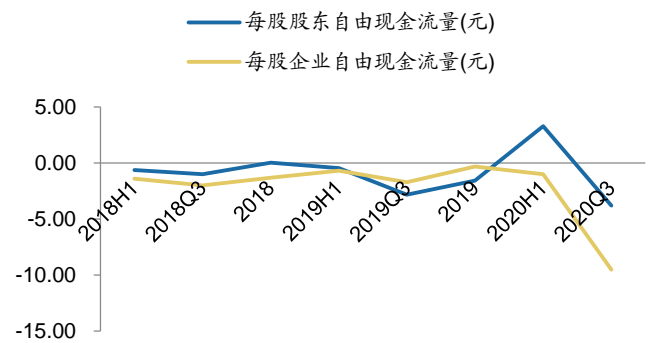
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 少数股东权益



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 每股自由现金流



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>9,781</b>	<b>19,592</b>	<b>32,695</b>	<b>54,744</b>	<b>55,046</b>
货币资金	2,778	10,933	18,000	24,000	22,000
应收及预付	93	523	163	260	214
存货	5,813	7,166	11,540	25,475	26,830
其他流动资产	1,097	970	2,992	5,009	6,002
<b>非流动资产</b>	<b>20,061</b>	<b>33,294</b>	<b>39,372</b>	<b>52,350</b>	<b>67,128</b>
长期股权投资	133	153	153	153	153
固定资产	13,545	18,864	23,717	28,670	35,423
在建工程	3,680	8,599	13,599	21,599	29,599
无形资产	351	432	492	517	542
其他长期资产	2,352	5,246	1,411	1,411	1,411
<b>资产总计</b>	<b>29,842</b>	<b>52,887</b>	<b>72,067</b>	<b>107,094</b>	<b>122,174</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,588</b>	<b>18,169</b>	<b>19,510</b>	<b>25,618</b>	<b>15,835</b>
短期借款	4,715	4,256	10,801	10,038	2,481
应付及预收	3,501	8,678	4,850	10,335	7,976
其他流动负债	5,372	5,235	3,859	5,245	5,378
<b>非流动负债</b>	<b>2,547</b>	<b>3,006</b>	<b>3,559</b>	<b>4,009</b>	<b>4,509</b>
长期借款	1,069	1,117	1,067	1,017	1,017
应付债券	1,390	1,790	2,393	2,893	3,393
其他非流动负债	87	99	99	99	99
<b>负债合计</b>	<b>16,134</b>	<b>21,175</b>	<b>23,069</b>	<b>29,627</b>	<b>20,344</b>
股本	2,085	2,205	3,748	3,748	3,748
资本公积	2,938	9,847	9,847	9,847	9,847
留存收益	4,806	10,648	25,817	53,488	77,112
归属母公司股东权益	12,289	23,108	39,820	67,491	91,115
少数股东权益	1,418	8,604	9,178	9,976	10,715
<b>负债和股东权益</b>	<b>29,842</b>	<b>52,887</b>	<b>72,067</b>	<b>107,094</b>	<b>122,174</b>

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>13,388</b>	<b>20,221</b>	<b>58,770</b>	<b>87,040</b>	<b>80,704</b>
营业成本	12,074	12,951	22,170	48,939	48,964
营业税金及附加	22	27	91	131	119
销售费用	54	111	200	287	266
管理费用	500	691	1,763	1,567	1,372
研发费用	91	112	294	261	242
财务费用	538	528	210	244	71
资产减值损失	-1	0	15	10	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	70	42	50	60	60
<b>营业利润</b>	<b>524</b>	<b>6,315</b>	<b>34,478</b>	<b>35,960</b>	<b>29,980</b>
营业外收支	2	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>526</b>	<b>6,319</b>	<b>34,483</b>	<b>35,965</b>	<b>29,985</b>
所得税	-2	-17	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>528</b>	<b>6,336</b>	<b>34,483</b>	<b>35,965</b>	<b>29,985</b>
少数股东损益	8	222	574	798	739
<b>归属母公司净利润</b>	<b>520</b>	<b>6,114</b>	<b>33,908</b>	<b>35,167</b>	<b>29,246</b>
EBITDA	1,932	8,014	37,400	39,901	34,988
EPS (元)	0.25	2.77	9.05	9.38	7.80

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,358</b>	<b>9,989</b>	<b>26,849</b>	<b>31,443</b>	<b>31,170</b>
净利润	528	6,336	34,483	35,965	29,985
折旧摊销	1,285	1,684	3,147	4,047	5,247
营运资金变动	-967	1,372	-11,240	-9,178	-4,528
其它	511	596	459	609	466
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5,781</b>	<b>-12,799</b>	<b>-9,185</b>	<b>-16,970</b>	<b>-19,960</b>
资本支出	-5,038	-13,036	-9,235	-17,030	-20,020
投资变动	-796	211	0	0	0
其他	53	26	50	60	60
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,647</b>	<b>10,366</b>	<b>-10,598</b>	<b>-8,473</b>	<b>-13,210</b>
银行借款	2,739	-2,778	6,495	-813	-7,557
股权融资	1,411	14,031	1,543	0	0
其他	-1,503	-887	-18,636	-7,660	-5,653
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,776</b>	<b>7,556</b>	<b>7,067</b>	<b>6,000</b>	<b>-2,000</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4,175</b>	<b>2,399</b>	<b>10,933</b>	<b>18,000</b>	<b>24,000</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,399</b>	<b>9,951</b>	<b>18,000</b>	<b>24,000</b>	<b>22,000</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	33.3%	51.0%	190.6%	48.1%	-7.3%
营业利润增长	-78.1%	1105.2%	446.0%	4.3%	-16.6%
归母净利润增长	-78.0%	1075.4%	454.6%	3.7%	-16.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.8%	36.0%	62.3%	43.8%	39.3%
净利率	3.9%	31.3%	58.7%	41.3%	37.2%
ROE	4.2%	26.5%	85.2%	52.1%	32.1%
ROIC	3.3%	21.7%	73.6%	52.2%	33.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.1%	40.0%	32.0%	27.7%	16.7%
净负债比率	30.5%	16.0%	21.6%	14.2%	6.7%
流动比率	0.72	1.08	1.68	2.14	3.48
速动比率	0.29	0.66	1.08	1.13	1.77
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.50	0.49	0.94	0.97	0.70
应收账款周转率	-	2,572.737	718.205	788.654	341.49
存货周转率	2.41	2.00	1.92	1.92	1.83
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.25	2.77	9.05	9.38	7.80
每股经营现金流	0.65	4.53	7.16	8.39	8.32
每股净资产	5.89	10.48	10.62	18.01	24.31
<b>估值比率</b>					
P/E	115.24	32.01	8.20	7.91	9.51
P/B	4.88	8.47	6.98	4.12	3.05
EV/EBITDA	34.31	24.12	7.37	6.75	7.55

## 广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑 颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐 翌：高级分析师，中国科学技术大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。