

## 牧原股份

002714

买入 (维持)

产能增速、疫情防控大幅优于行业，业绩逐步兑现

2019年10月13日

## 市场数据

市场数据日期	2019-10-13
收盘价(元)	82.30
总股本(百万股)	2161.90
流通股本(百万股)	1166.99
总市值(百万元)	177924.19
流通市值(百万元)	96043.30
净资产(百万元)	18549.35
总资产(百万元)	37233.43
每股净资产	8.58

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13388	23492	50100	58348
同比增长(%)	33.3%	75.5%	113.3%	16.5%
净利润(百万元)	520	5833	25601	28119
同比增长(%)	-78.0%	1021.2%	338.9%	9.8%
毛利率(%)	9.8%	30.5%	55.1%	50.6%
净利润率(%)	3.9%	24.8%	51.1%	48.2%
净资产收益率(%)	4.2%	32.0%	60.2%	42.6%
每股收益(元)	0.24	2.70	11.84	13.01
每股经营现金流(元)	0.63	2.25	12.73	13.03

## 相关报告

《产能快速增长，业绩逐步兑现》2019-10-09  
《种猪产能大幅增长，业绩有望快速释放》2019-08-26  
《一季度低点已过，周期快速上行业绩弹性大》2019-04-14

分析师:

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

S0190518050002

研究助理:

闫亚

lvya@xyzq.com.cn

团队成员:

## 投资要点

- **事件:** 牧原股份 2019Q3 营收 45.7 亿元 (+25%)，归母净利润 15.4 亿元 (+260%)，业绩符合我们此前预测。
- **出栏量逐月环比回升，业绩开始兑现。** Q3 公司出栏生猪 211.6 万头，出栏量呈环比逐月回升趋势，我们估计 Q3 肥猪出栏 176.23 万头，仔猪出栏 35.4 万头。Q3 肥猪销售均价约 20.91 元/kg，完全成本约 13 元/kg，头均盈利 831 元，肥猪盈利 14.6 亿元左右。Q3 仔猪销售均价约 47 元/kg，头均盈利 330 元，仔猪贡献利润 1.2 亿元左右。
- **母猪存栏量快速增长，明年有望释放大量利润。** 公司公告 9 月底能繁母猪近 90 万头，后备种猪约 60 万头，9 月配种量预计 25 万头。预计 2019 年底，能繁母猪达到 130 万头以上。我们预计 2020 年出栏量将超过 2000 万头。公司为 2020 年的扩产大量留种，虽然对当期的出栏量造成一定影响，但明年出栏量有望快速增长，叠加猪价有持续上涨预期，明年有望释放大量利润。
- **资产负债表快速扩张，产能储备充足。** 报告期内公司资产负债表产能相关科目快速扩张，明年有望大量释放产能。2019Q3 固定资产 155.9 亿元 (同比+23%，环比+7%)，在建工程 49.6 亿元 (同比+81%，环比+15%)。生产性生物资产 28.4 亿元 (同比+99%，环比+60%)，存货 62.6 亿元 (同比+3%，环比+7%)。

风险提示：出栏量不及预期；猪价不及预期；疫情风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

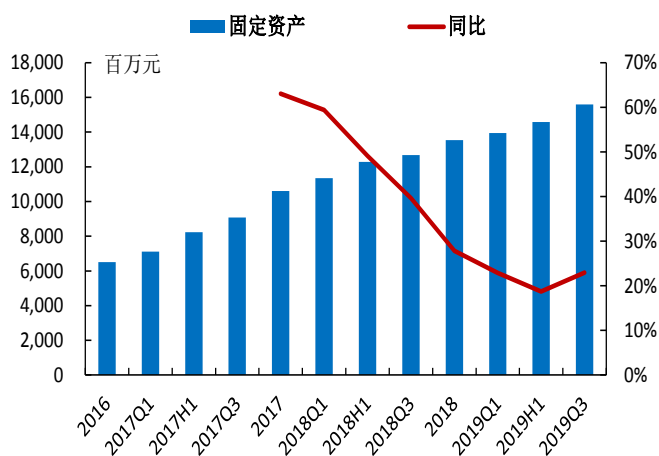
- **公司目前已经能够有效防控非洲猪瘟，相对行业具有非常大的竞争优势。**公司投入大量资金，主动提升生物安全等级，新建、改造硬件设施，包括猪舍内部通风，空气过滤，饲料车运输改为管链运输等，同时加强管理，优化隔离防护制度。通过净化生产，公司目前已经能够有效防控非洲猪瘟，出栏体重呈快速增长趋势，相对行业具有非常大的竞争优势。
- **全国产能继续下滑，未来一年猪价有持续上涨预期。**9月农业部能繁母猪存栏环比下滑2.8%，同比下滑38.9%，降幅再创新高，全国产能继续下滑。十一猪价跳涨突破32元/kg，未来一年猪肉的供需缺口会越来越大，猪价中枢有望继续上行。
- **投资建议：**公司是养猪行业白马，种猪产能快速增长，业绩持续释放，明年有望大量盈利。我们调整公司2019-2021年归母净利润分别至：58.3、256、281.2亿元，基于2019-10-11日收盘价，对应PE分别为：30.5、6.9、6.3倍，维持“买入”评级。

表1、牧原股份业绩拆分

	销量(万头)		均价(元/KG)		完全成本		头均盈利(元)		净利润(百万元)		养殖利润
	仔猪	肥猪	仔猪	肥猪	仔猪	肥猪	仔猪	肥猪	仔猪	肥猪	
2017	192.9	530.5	41.08	14.46	23.00	11.63	271	311	523	1,648	2,171
2018Q1	17.6	203.9	29.71	12.00	23.00	11.75	101	28	18	56	74
2018Q2	20.0	231.9	27.50	10.42	23.00	11.63	68	-133	14	-310	-296
2018Q3	37.7	252.5	27.00	12.67	23.00	11.48	60	131	23	330	353
2018Q4	11.0	322.7	24.00	11.33	23.00	11.30	15	3	2	10	11
2018	86.4	1010.9	27.00	11.62	23.00	11.53	60	10	52	97	149
2019Q1	26.6	281.1	24.00	10.75	25.00	12.75	-15	-204	-4	-573	-577
2019Q2	32.7	241.1	40.00	14.26	25.00	13.00	225	129	73	310	383
2019M7	8.6	59.40	43.00	16.01	25.00	13.00	270	316	23	188	211
2019M8	16.5	54.60	45.00	20.27	25.00	13.00	300	763	49	417	466
2019M9	10.3	62.23	53.00	26.17	25.00	13.00	420	1383	43	860	904
2019Q3	35.4	176.23	47.00	20.91	25.00	13.00	330	831	117	1,464	1,580

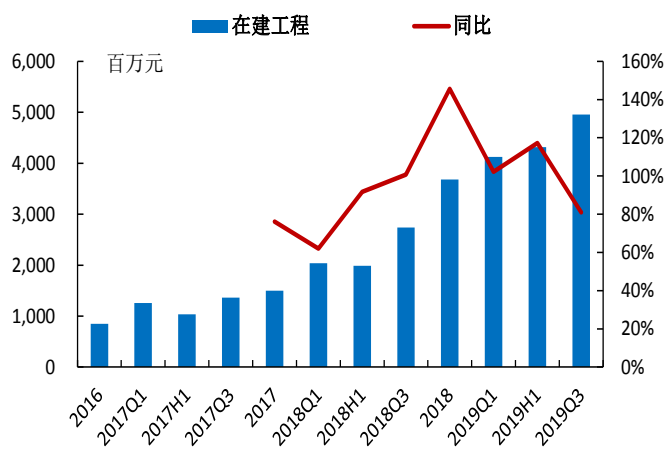
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图1：固定资产稳定增长



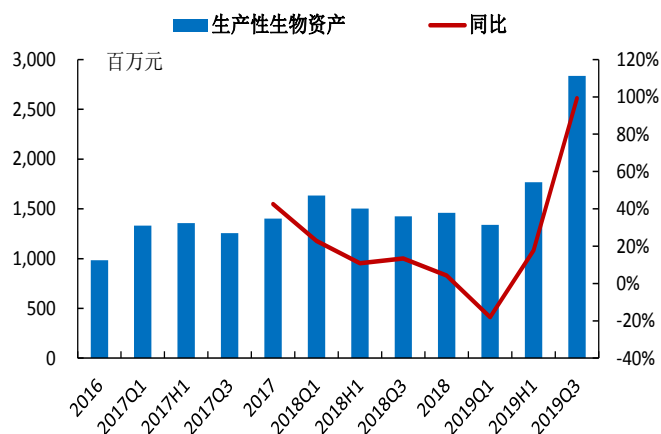
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2：在建工程快速增长



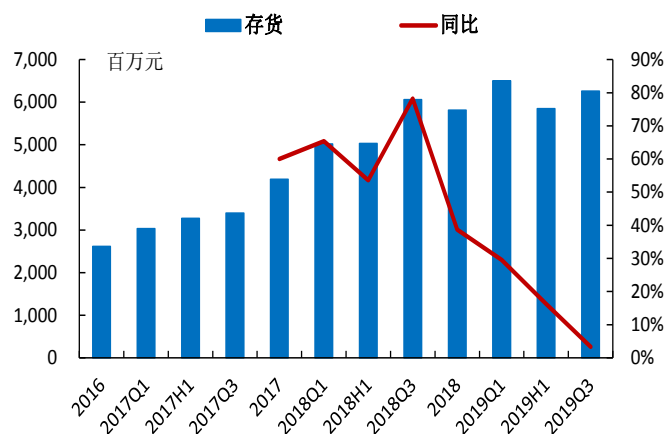
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3: 生产性生物资产加速增长



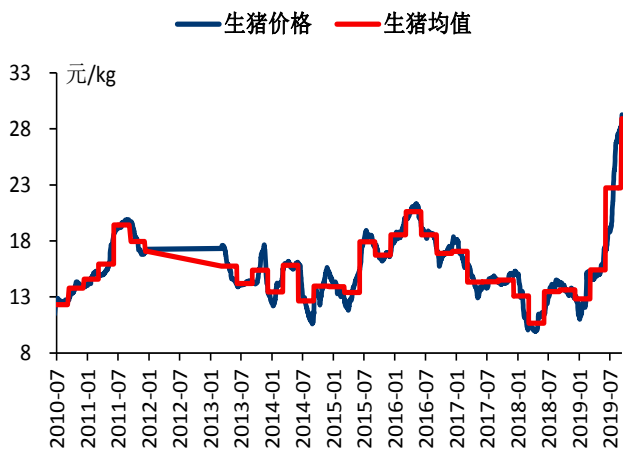
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4: 存货稳增



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5: 生猪价格跳涨



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 6: 仔猪价格快速上涨



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

## 资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	9781	13787	40084	66680
货币资金	2778	5423	30809	54830
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	10	13	35	39
存货	5813	8163	9006	11527
<b>非流动资产</b>	20061	19097	19234	18630
可供出售金融资产	143	143	143	143
长期股权投资	133	98	115	116
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	13545	15439	16093	15821
在建工程	3680	2140	1370	835
油气资产	0	0	0	0
无形资产	351	402	452	482
<b>资产总计</b>	29842	32884	59318	85310
<b>流动负债</b>	13588	11145	12217	13845
短期借款	4715	6000	6000	6000
应付票据	0	1633	2251	2882
应付账款	3462	2939	3377	4322
其他	5411	574	589	641
<b>非流动负债</b>	2547	2119	3131	4092
长期借款	1069	2069	3069	4069
其他	1477	50	62	23
<b>负债合计</b>	16134	13265	15349	17937
股本	2085	2162	2162	2162
资本公积	2938	2938	2938	2938
未分配利润	4343	12141	34337	54740
少数股东权益	1418	1421	1424	1429
<b>股东权益合计</b>	13708	19619	43969	67373
<b>负债及权益合计</b>	29842	32884	59318	85310

## 现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	520	5833	25601	28119
折旧和摊销	1285	1455	1728	1918
资产减值准备	1	-0	2	1
无形资产摊销	14	10	11	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	581	545	116	-792
投资损失	-70	-33	-42	-49
少数股东损益	8	3	3	5
营运资金的变动	-967	-3339	90	-1034
<b>经营活动产生现金流</b>	1358	4856	27529	28166
<b>投资活动产生现金流</b>	-5781	-852	-1786	-1223
<b>融资活动产生现金流</b>	2647	-1360	-357	-2923
现金净变动	-1776	2645	25386	24021
现金的期初余额	4175	2778	5423	30809
现金的期末余额	2399	5423	30809	54830

## 利润表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021
<b>营业收入</b>	13388	23492	50100	58348
营业成本	12074	16325	22514	28816
营业税金及附加	22	15	0	0
销售费用	54	95	203	236
管理费用	500	878	1872	2181
财务费用	538	545	116	-792
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	70	33	42	49
<b>营业利润</b>	524	5867	25637	28156
营业外收入	56	18	18	18
营业外支出	54	50	50	50
<b>利润总额</b>	526	5835	25605	28124
所得税	-2	0	0	0
净利润	528	5835	25605	28124
少数股东损益	8	3	3	5
<b>归属母公司净利润</b>	520	5833	25601	28119
<b>EPS(元)</b>	0.24	2.70	11.84	13.01

## 主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	33.3%	75.5%	113.3%	16.5%
营业利润增长率	-78.1%	1019.7	337.0%	9.8%
净利润增长率	-78.0%	1021.2	338.9%	9.8%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	9.8%	30.5%	55.1%	50.6%
净利率	3.9%	24.8%	51.1%	48.2%
ROE	4.2%	32.0%	60.2%	42.6%

## 偿债能力(%)

资产负债率	54.1%	40.3%	25.9%	21.0%
流动比率	0.72	1.24	3.28	4.82
速动比率	0.29	0.50	2.54	3.98

## 营运能力(次)

资产周转率	49.7%	74.9%	108.7%	80.7%
应收帐款周转率	-	-	-	-

## 每股资料(元)

每股收益	0.24	2.70	11.84	13.01
每股经营现金	0.63	2.25	12.73	13.03
每股净资产	5.68	8.42	19.68	30.50

## 估值比率(倍)

PE	342.0	30.5	6.9	6.3
PB	14.5	9.8	4.2	2.7

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn