

牧原股份 (002714.SZ) / 养殖
业绩持续兑现, 出栏高增可期
评级: 买入 (维持)

市场价格: 116.00

分析师: 刁凯峰

执业证书编号: S0740517080005

电话: 021-20315125

Email: diaokf@r.qlzq.com.cn

分析师: 潘振亚

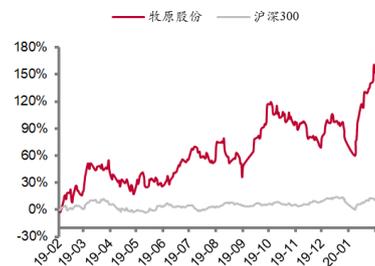
执业证书编号: S0740518100002

电话: 021-20315125

Email: panzy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2204.61
流通股本(百万股)	1166.99
市价(元)	116.00
市值(百万元)	255734.57
流通市值(百万元)	135370.88

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13388.16	20221.33	70440.00	82180.00	86100.00
增长率 yoy%	33.32%	51.04%	248.34%	16.67%	4.77%
归母净利润(百万元)	520.21	6114.36	40438.86	38107.39	28692.57
增长率 yoy%	-78.01%	1075.37%	561.37%	-5.77%	-24.71%
每股收益(元)	0.24	2.77	18.34	17.29	13.01
每股现金流量(元)	0.62	4.53	11.06	14.69	11.95
净资产收益率	4.23%	26.46%	61.65%	41.61%	26.36%
P/E	491.60	41.83	6.32	6.71	8.91
P/B	20.81	11.07	3.90	2.79	2.35

备注: 以 2020 年 2 月 26 日收盘价为基准

投资要点

- 业绩符合预期, 猪瘟疫情下成本管控得力, 生产性生物资产增幅超预期:** 牧原股份发布 2019 年年报, 报告期间, 公司共销售生猪 1025.33 万头, 其中商品肉猪 867.91 万头, 仔猪 154.71 万头, 种猪 2.71 万头; 实现营业收入 202.21 亿元, 同比增长 51.04%; 实现归母净利润 61.14 亿元, 同比增长 1075.37%。我们认为, 牧原年报业绩符合预期, 受益于 2019 年生猪价格周期反转并持续创造历史新高, 公司在猪瘟疫情下成本管控得力, 全年生猪养殖业务盈利约为 58.29 亿元(根据我们测算); 且生产性生物资产增幅超预期, 截止 2019 年年底公司能繁母猪存栏为 128.32 万头, 后备母猪存栏约为 72 万头。
- 受益于猪价持续新高, 四季度生猪养殖业务盈利约为 47.18 亿元, 业绩持续兑现:** 从牧原 2019 年年报的业绩拆分来看, 由于四季度猪价持续创历史新高(11 月全国生猪价格超 40 元/千克), 公司业绩环比持续改善, 根据我们测算, 前四季度生猪养殖业务分别贡献净利润约为 -6.78、3.12、15.25、47.18 亿元, 业绩持续兑现。
- 成本端管控得力, 绝对值有所抬升, 但依旧领先行业:** 从成本端来看, 由于 2019 年度猪瘟疫情、主动留种以及全年出栏量同比略降导致单位费用摊销增加等因素影响, 根据我们测算, 牧原前四季度商品肉猪完全成本分别约为 13.08、13.22、14.46、14.42 元/千克, 虽然绝对值环比有所抬升, 但是公司完全成本水平依旧领先行业。且牧原从 2018 年年底就开始主动提升了生物安全硬件基础设施(改建、新建猪场)、强化了物品和人员管理制度, 所以随着新型猪舍的逐步推广, 预计公司生猪养殖完全成本在 2020 年持续下降, 有望进一步拉动业绩增长。
- 资本开支高位, 猪价持续新高下大幅留种, 生产性生物资产环比增幅超预期:** 产能投建来看, 牧原 2019 年资本开支达到 131.21 亿元, 同比大增 159.98%, 继续维持高位增长。且根据目前景气的生猪市场行情, 预计 2020 年公司的现金流和利润亦持续向好, 资本开支有望达到 200 亿元左右。种猪产能来看, 截至 2019 年年底牧原生产性生物资产为 38.35 亿元(能繁母猪存栏为 128.32 万头, 后备母猪存栏约为 72 万头), 同比大增 162.49%超预期, 对应 2020 年生猪产能约为 2566.40 万头(按照 MSY=20 计算), 出栏高增可期。
- 业绩持续兑现, 出栏高增可期, 维持“买入”评级:** 虽然生猪养殖股的周期逻辑已经结束并转为成长, 但是当前生猪、仔猪价格的持续高景气(目前部分地区仔猪价格 2000-2500 元/头), 以及猪肉作为必选消费品的刚性需求, 市场进一步抬升了对生猪养殖行业 2020 年的盈利预期。而牧原作为自繁自养模式龙头, 成本优势领先行业, 长期净资产收益率高出行业平均, 资本开支有望维持高位增长, 出栏高增可期, 预计 2020-2022 年生猪出栏量为 2000/3000/4000 万头, 归属于母公司净利润为 404.39/381.07/286.93 亿元, 对应 EPS 分别为 18.34/17.29/13.01 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 疫病导致的公共安全事件, 如非洲猪瘟等; 饲料原料价格大幅波动; 环保督查、天气等因素影响产能建设进度。

图表 1: 牧原股份 2019 年年报业绩拆分 (均为测算值; 仔猪、种猪的销售均价与完全成本单位为: 元/头)

	销量 (万头)	销售均价 (元/千克)	销售收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	出栏均重 (千克/头)	三费摊销 (亿元)	完全成本 (元/千克)	净利润贡献 (亿元)
商品肉猪								
1-3 月	289.99	10.75	29.44	32.27	94.45	3.56	13.08	-6.38
4-6 月	231.83	14.19	35.01	29.86	106.41	2.74	13.22	2.40
7-9 月	158.43	20.47	36.62	22.71	112.90	3.16	14.46	10.75
10-12 月	187.66	31.40	74.55	31.11	126.51	3.13	14.42	40.31
仔猪								
1-3 月	17.54	328.17	0.58	0.92	--	0.07	561.96	-0.41
4-6 月	41.72	700.00	2.92	2.00	--	0.23	534.87	0.69
7-9 月	52.94	1403.19	7.43	2.37	--	0.64	568.76	4.42
10-12 月	42.51	2000.00	8.50	2.04	--	0.36	563.91	6.10
种猪								
1-3 月	0.16	2092.38	0.03	0.02	--	0.00	1293.47	0.01
4-6 月	0.26	2600.00	0.07	0.03	--	0.01	1203.80	0.04
7-9 月	0.28	4096.96	0.11	0.03	--	0.01	1392.14	0.08
10-12 月	2.01	5000.00	1.01	0.20	--	0.04	1209.78	0.76
其他								
1-3 月	--	--	0.43	0.39	--	0.05	--	-0.02
4-6 月	--	--	3.12	3.18	--	0.24	--	-0.31
7-9 月	--	--	1.57	1.56	--	0.14	--	-0.12
10-12 月	--	--	0.83	0.82	--	0.03	--	-0.03
1-12 月生猪业务与其他业务净利润贡献合计 (亿元)								58.29
减 税金及附加 (亿元)								0.27
减 信用减值损失 (亿元)								0.02
加 其他收益 (亿元)								4.60
加 投资净收益 (亿元)								0.42
加 资产处置收益 (亿元)								0.06
加 汇兑净收益 (亿元)								0.07
加 营业外收入与支出 (亿元)								0.04
减 所得税 (亿元)								-0.17
减 少数股东损益 (亿元)								2.22
2019 年归母净利润 (亿元)								61.14

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 牧原股份盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
商品肉猪					
销量 (万头)	1010.90	867.91	1600.00	2400.00	3200.00
出栏体重 (千克/头)	108.49	107.95	120.00	120.00	120.00
销售均价 (元/千克)	11.62	18.75	32.00	25.00	20.00
收入 (百万元)	12741.47	17562.23	61440.00	72000.00	76800.00
成本 (百万元)	11554.48	11594.97	24960.00	37440.00	49920.00
仔猪					
销量 (万头)	86.40	154.71	395.00	592.00	790.00
销售均价 (元/头)	475.40	1255.67	2000.00	1500.00	1000.00
收入 (百万元)	410.74	1942.64	7900.00	8880.00	7900.00
成本 (百万元)	319.68	732.94	1896.00	2841.60	3792.00
种猪					
销量 (万头)	3.80	2.71	5.00	8.00	10.00
销售均价 (元/头)	2878.52	4507.94	6000.00	5000.00	4000.00
收入 (百万元)	109.38	122.17	300.00	400.00	400.00
成本 (百万元)	83.52	27.26	50.00	80.00	100.00

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 牧原股份三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	19592	25748	37316	47817	营业收入	20221	70440	82180	86100
现金	10933	3511	3598	4012	营业成本	12951	27698	41253	54802
应收账款	16	18	28	40	营业税金及附加	27	56	66	69
其他应收款	8	47	50	48	营业费用	111	141	164	172
预付账款	508	554	825	1096	管理费用	691	1057	1397	1464
存货	7166	16619	26814	35621	财务费用	528	70	81	167
其他流动资产	962	5000	6000	7000	资产减值损失	0	-0	-0	-0
非流动资产	33294	63904	80624	92880	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	153	134	140	142	投资净收益	42	50	60	70
固定资产	18864	41605	56391	67631	营业利润	6315	41468	39280	29496
无形资产	432	488	525	580	营业外收入	61	70	80	90
其他非流动资产	13845	21677	23568	24526	营业外支出	57	60	70	80
资产总计	52887	89652	117940	140697	利润总额	6319	41478	39290	29506
流动负债	18169	11675	12874	17504	所得税	-17	0	0	0
短期借款	4256	500	555	3241	净利润	6336	41478	39290	29506
应付账款	5098	6925	7425	8768	少数股东损益	222	1039	1183	814
其他流动负债	8815	4250	4894	5494	归属母公司净利润	6114	40439	38107	28693
非流动负债	3006	2737	2667	2720	EBITDA	8527	44111	43739	35513
长期借款	1117	1157	1031	1019	EPS (元)	2.77	18.34	17.29	13.01
其他非流动负债	1889	1579	1635	1701					
负债合计	21175	14412	15541	20224	主要财务比率				
少数股东权益	8604	9643	10826	11639	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	2205	2205	2205	2205	成长能力				
资本公积	9847	9847	9847	9847	营业收入	51.0%	248.3%	16.7%	4.8%
留存收益	10648	53547	79522	96783	营业利润	1105.2%	556.7%	-5.3%	-24.9%
归属母公司股东权益	23108	65598	91574	108834	归属于母公司净利润	1075.4%	561.4%	-5.8%	-24.7%
负债和股东权益	52887	89652	117940	140697	获利能力				
					毛利率(%)	36.0%	60.7%	49.8%	36.4%
					净利率(%)	30.2%	57.4%	46.4%	33.3%
					ROE(%)	26.5%	61.6%	41.6%	26.4%
					ROIC(%)	24.2%	58.7%	40.7%	25.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.0%	16.1%	13.2%	14.4%
					净负债比率(%)	31.56%	17.05%	14.71%	24.03%
					流动比率	1.08	2.21	2.90	2.73
					速动比率	0.68	0.78	0.82	0.70
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.99	0.79	0.67
					应收账款周转率	2573	4147	3524	2530
					应付账款周转率	3.32	4.61	5.75	6.77
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.77	18.34	17.29	13.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	4.53	11.06	14.69	11.95
					每股净资产(最新摊薄)	10.48	29.75	41.54	49.37
					估值比率				
					P/E	41.83	6.32	6.71	8.91
					P/B	11.07	3.90	2.79	2.35
					EV/EBITDA	31	6	6	7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9989	24393	32395	26356
净利润	6336	41478	39290	29506
折旧摊销	1684	2572	4378	5850
财务费用	528	70	81	167
投资损失	-42	-50	-60	-70
营运资金变动	1372	-15805	-10286	-8084
其他经营现金流	111	-3873	-1009	-1013
投资活动现金流	-12799	-29260	-19983	-16981
资本支出	13121	29165	20000	17000
长期投资	-211	76	-9	-19
其他投资现金流	111	-20	8	0
筹资活动现金流	10366	-2555	-12324	-8961
短期借款	-459	-3756	55	2687
长期借款	47	40	-126	-13
普通股增加	119	0	0	0
资本公积增加	6909	0	0	0
其他筹资现金流	3749	1161	-12253	-11635
现金净增加额	7552	-7422	87	414

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。