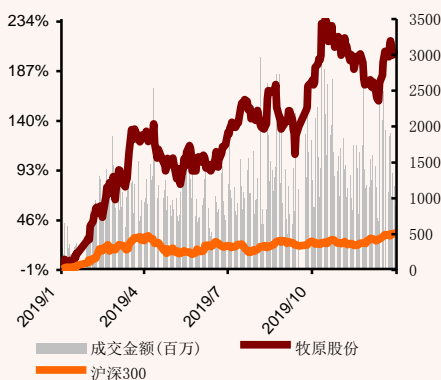


方正证券研究所证券研究报告

农林牧渔分析师 程一胜
 执业证书编号：S1220516090002
 TEL：021-50196810
 E-mail chengyisheng@foundersec

联系人：江娜
 E-mail: jiangna@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《成本持续下行，业绩开始逐步释放》
 2020.01.15

请务必阅读最后特别声明与免责条款

牧原股份(002714)

公司研究

农林牧渔行业

公司财报点评

2020.02.26/强烈推荐(维持)

事件：

公司公布 2019 年全年业绩：报告期内，公司实现营业收入 202.21 亿元，同比增长 51.04%，归属于母公司所有者的净利润 61.14 亿元，同比增长 1075.37%；归属于母公司扣非净利润为 59.38 亿元，同比增长 1186.55%。；公司拟向全体股东每 10 股转增 7 股派现 5.5 元。

点评：

1. 四季度成本开始下行，未来有望进一步下降。2019 年公司全年销售生猪 1025.33 万头，同比-6.89%，其中商品猪销售 867.91 万头，仔猪销售 154.71 万头，种猪销售 2.71 万头。2019 年全年商品猪销售均价约为 20.21 元/公斤，同比+74.48%，根据我们的拆分，预计 2019 年全年肥猪完全成本约为 13.5 元/公斤，头均利润约为 579 元。公司自 2019 年四季度开始，成本开始下行，据测算，四季度肥猪完全成本约为 13.45 元/公斤，环比三季度下降 4.9%，远远领先于行业的平均水平，随着后期公司的产能逐步释放，预计成本有望进一步下降。

2. 产能快速扩张，未来高出栏量可期。截至 2019 年年底，① 公司生产性生物资产为 38.35 亿元，环比增长 35.18%，同比增长 162.45%，拥有能繁母猪存栏 128.32 万头，后备母猪存栏 72 万头，相较于三季末分别环比增加 42%和 20%。② 消耗性生物资产为 51.14 亿元，较期初增加 16.25%。2019 年年末，公司拥有约 1000 万头生猪存栏（含母猪），目前每个月仍在增加。③ 固定资产投资为 188.64 亿元，同比增加 39.27%，④ 在建工程为 85.99 亿元，同比增加 133.65%；⑤ 19 年资本开支为 131.21 亿元，单四季度就大幅支出 72.63 亿元，预计 2020 年资本开支将在 200 亿以上，为未来的高成长奠定了坚实的基础。

3. 投资评级与建议：我们认为此次非瘟疫情将带来行业的巨大变迁，未来 3-5 年将是我国头部企业的黄金发展期，由于疫情的常态化，猪价将持续高位，盈利周期被拉长，拥有完善的生物安全防控体系和成本管控能力的企业将充分受益于本次行业的升级，我们持续看好公司在防控和成本上的管控能力，预计未来随着产能的持续扩张，公司业绩将加速释放。预计公司 2020-2022 年营业收入为 674.6/792.0/891.0 亿元，归母净利润为 388.9/414.0/345.5 亿元，EPS 分别为 17.6/18.8/15.7 元，对应的 PE 为 6.6x/6.2x/7.4x，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：生猪出栏量不及预期，生猪价格上涨不及预期，疫

情的持续发生，饲料原材料价格上涨等

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20221.33	67456.00	79200.00	89100.00
(+/-) (%)	51.04	233.59	17.41	12.50
净利润	6114.36	38889.71	41401.38	34552.84
(+/-) (%)	1075.37	536.04	6.46	-16.54
EPS(元)	2.77	17.64	18.78	15.67
P/E	41.83	6.58	6.18	7.40

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	19592.35	60943.59	102470.69	144457.98	营业总收入	20221.33	67456.00	79200.00	89100.00
现金	10933.21	46668.18	83282.41	116192.42	营业成本	12951.14	24806.40	33990.00	50985.00
应收账款	15.72	25.86	30.36	34.16	营业税金及附加	27.43	91.51	107.44	120.87
其它应收款	7.96	29.44	34.56	38.88	营业费用	110.75	369.43	433.75	487.97
预付账款	507.69	972.42	1332.42	1998.62	管理费用	691.34	2306.23	2707.74	3046.21
存货	7166.18	12259.52	16798.13	25197.19	财务费用	527.54	126.65	-320.04	-777.72
其他	961.60	988.18	992.81	996.71	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	33294.24	43610.44	53303.19	62283.54	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	296.32	341.07	393.58	440.08	投资净收益	42.26	44.76	52.50	46.51
固定资产	31298.12	41562.89	51147.40	60051.64	营业利润	6314.83	40209.67	42774.42	35709.15
无形资产	612.02	618.70	674.44	704.04	营业外收入	61.44	58.65	60.04	59.34
其他	1087.78	1087.78	1087.78	1087.78	营业外支出	56.92	55.32	56.12	55.72
资产总计	52886.59	104554.03	155773.88	206741.53	利润总额	6319.35	40213.00	42778.35	35712.78
流动负债	18169.13	29537.40	37856.48	53019.55	所得税	-17.11	-86.18	-122.42	-91.80
短期借款	4256.08	4256.08	4256.08	4256.08	净利润	6336.46	40299.18	42900.77	35804.58
应付账款	5098.01	7377.72	10109.03	15163.54	少数股东损益	222.09	1409.48	1499.39	1251.74
其他	8815.04	17903.60	23491.37	33599.92	归属母公司净利润	6114.36	38889.71	41401.38	34552.84
非流动负债	3005.88	3005.88	3005.88	3005.88	EBITDA	8013.51	42242.58	45002.33	38182.66
长期借款	1116.73	1116.73	1116.73	1116.73	EPS (元)	2.77	17.64	18.78	15.67
其他	1889.16	1889.16	1889.16	1889.16					
负债合计	21175.02	32543.28	40862.36	56025.43	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	8603.83	10013.31	11512.70	12764.44	成长能力				
股本	2204.61	2204.61	2204.61	2204.61	营业收入	0.51	2.34	0.17	0.13
资本公积	9846.72	9846.72	9846.72	9846.72	营业利润	11.05	5.37	0.06	-0.17
留存收益	10647.69	49537.40	90938.77	125491.61	归属母公司净利润	10.75	5.36	0.06	-0.17
归属母公司股东权益	23107.74	61997.44	103398.82	137951.65	获利能力				
负债和股东权益	52886.59	104554.03	155773.88	206741.53	毛利率	0.36	0.63	0.57	0.43
					净利率	0.30	0.58	0.52	0.39
					ROE	0.26	0.63	0.40	0.25
					ROIC	0.22	1.19	1.06	0.81
					偿债能力				
					资产负债率	0.40	0.31	0.26	0.27
					净负债比率	0.37	0.14	0.08	0.06
					流动比率	1.08	2.06	2.71	2.72
					速动比率	0.68	1.65	2.26	2.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.86	0.61	0.49
					应收账款周转率	2572.73	3244.63	2817.35	2761.90
					应付账款周转率	5.18	10.81	9.06	7.05
					每股指标(元)				
					每股收益	2.77	17.64	18.78	15.67
					每股经营现金	4.53	22.06	22.48	20.79
					每股净资产	10.48	28.12	46.90	62.57
					估值比率				
					P/E	41.83	6.58	6.18	7.40
					P/B	11.07	4.12	2.47	1.85
					EV/EBITDA	31.61	-0.90	-1.66	-2.82

现金流量表				
	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9988.90	48626.54	49555.13	45826.24
净利润	6336.46	40299.18	42900.77	35804.58
折旧摊销	1684.35	2360.14	3041.26	3722.70
财务费用	655.16	263.31	263.31	263.31
投资损失	-42.26	-44.76	-52.50	-46.51
营运资金变动	1372.26	5751.99	3406.22	6085.78
其他	-17.07	-3.33	-3.92	-3.63
投资活动现金流	-12798.94	-12628.26	-12677.58	-12652.92
资本支出	-13035.78	-12628.26	-12677.58	-12652.92
长期投资	211.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	10365.56	-263.31	-263.31	-263.31
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	14031.39	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-38.67	-59.97	-49.32
其他	-3665.83	-224.64	-203.34	-213.99
现金净增加额	7555.51	35734.97	36614.23	32910.01

数据来源：wind 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com