

业绩快速释放，产能扩张保障未来高出栏

牧原股份 (002714.SZ) 2020 年三季报点评

核心结论

事件：公司发布 2020 年三季报。报告期内，公司前三季度实现营收 392 亿元，同比增长 233.8%，归母净利润 209.9 亿元，同比增长 1413.3%。其中单三季度实现归母净利润 102.0 亿元，同比增长 561%，环比增长 53.3%。
前三季度业绩大增的原因是什么？公司前三季度业绩大增 233.8%，主要源于：1) 猪价同比大幅增长，前三季度生猪供给持续短缺，公司生猪销售均价同比涨幅约 91%；2) 生猪出栏快速增长，前三季度公司生猪出栏 1188 万头(其中商品猪/仔猪/种猪分别 666.9/467.8/53.4 万头)，同比增长 50%，其中 Q3 生猪出栏 510 万头(商品猪/仔猪/种猪分别为 270.1/194.8/45.1 万头)，同比增长 130%，环比增长 21%。3) 成本环比改善：测算公司 20Q3 育肥猪完全成本 13.5-14.0 元/公斤，环比 Q2 继续改善。

如何看公司未来成长性？公司产能仍处于快速扩张期，前三季度公司累计资本开支规模 317 亿，同增 441%。截至 Q3 末，公司固定资产规模/在建工程/生产性生物资产同比分别增长 159%/184%/115%，预计 Q3 末公司产能约 4300 万头。母猪存栏方面，9 月末公司能繁母猪存栏规模 221.6 万头，同增 146%，环增 16%。在产能持续扩张及母猪存栏快速增长背景下，公司高出栏量有保障。

猪价下行背景下公司高盈利能否持续？从供需基本面来看，Q3 以来生猪供给逐步恢复，但消费端回暖程度有限。大趋势上我们判断春节前猪价仍有反弹机会，21 年猪价或震荡下行，但考虑到非瘟导致国内母猪结构发生变化，预计供给端恢复弹性低于预期。同时，根据公告，公司拟发行可转债募集不超过 100 亿元新建年出栏 677.25 万头生猪养殖产能和年屠宰 1300 万头生猪屠宰产能。公司育肥产能提高的同时，下游屠宰业布局亦有望平滑养殖端波动，增强整体盈利能力。

维持“增持”评级。预计公司 20-22 年归母净利润为 306.5/337.0/214.0 亿元，EPS 分别为 8.18/8.99/5.71 元。维持“增持”评级。

风险提示：疫情风险、猪价上涨不及预期、出栏不及预期、行业政策风险。

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	13,388	20,221	54,116	78,690	71,367
增长率	33.3%	51.0%	167.6%	45.4%	-9.3%
归母净利润 (百万元)	437	6,336	30,654	33,702	21,403
增长率	-81.9%	1325.2%	401.3%	9.9%	-36.5%
每股收益 (EPS)	0.11	1.63	8.18	8.99	5.71
市盈率 (P/E)	654.3	45.9	9.2	8.3	13.1
市净率 (P/B)	12.7	7.0	4.9	3.1	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	增持
股票代码	002714
前次评级	增持
评级变动	维持
当前价格	74.90

近一年股价走势



分析师

- 刘菲** S0800519080001
18601677317
liufei@research.xbmail.com.cn
- 刘丛丛** S0800519100003
17816861997
liucongcong@research.xbmail.com.cn

相关研究

- 牧原股份：母猪产能稳步提升，量价齐升推动业绩高增—牧原股份 (002714.SZ) 6 月出栏及 2020 年半年报业绩预告点评 2020-07-08
- 牧原股份：19 年业绩符合预期，20 年量价齐升业绩高增可期—牧原股份 (002714.SZ) 年报点评 2020-02-27
- 牧原股份：行业景气向上，公司业绩超出市场预期—牧原股份 (002714.SZ) 2019 年业绩预告点评 2020-01-15

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,778	10,933	41,432	75,065	89,102	营业收入	13,388	20,221	54,116	78,690	71,367
应收款项	103	531	513	939	1,335	营业成本	12,074	12,951	19,595	40,127	46,413
存货净额	5,813	7,166	10,641	21,104	25,099	营业税金及附加	22	27	84	119	105
其他流动资产	1,087	962	770	940	891	销售费用	54	111	363	551	500
流动资产合计	9,781	19,592	53,356	98,048	116,426	管理费用	683	803	2,219	3,226	2,926
固定资产及在建工程	18,686	31,298	38,542	44,713	50,958	财务费用	538	528	171	(144)	(523)
长期股权投资	133	153	134	140	142	其他费用/(-收入)	(416)	(513)	(386)	(441)	(441)
无形资产	351	432	488	525	580	营业利润	433	6,315	32,071	35,253	22,388
其他非流动资产	891	1,411	1,586	1,770	1,784	营业外净收支	2	5	(6)	0	(0)
非流动资产合计	20,061	33,294	40,750	47,148	53,465	利润总额	435	6,319	32,065	35,253	22,388
资产总计	29,842	52,887	94,106	145,197	169,891	所得税费用	(2)	(17)	0	0	0
短期借款	4,715	4,256	8,744	11,084	7,848	净利润	437	6,336	32,065	35,253	22,388
应付款项	6,275	13,114	13,361	26,918	32,681	少数股东损益	8	222	1,411	1,551	985
其他流动负债	2,598	799	1,865	1,754	1,473	归属于母公司净利润	429	6,114	30,654	33,702	21,403
流动负债合计	13,588	18,169	23,969	39,756	42,002	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款及应付债券	2,500	2,907	2,667	2,707	2,760	盈利能力					
其他长期负债	47	99	55	67	74	ROE	3.4%	34.6%	76.2%	45.4%	19.0%
长期负债合计	2,547	3,006	2,722	2,774	2,834	毛利率	9.8%	36.0%	63.8%	49.0%	35.0%
负债合计	16,134	21,175	26,692	42,530	44,836	营业利润率	3.2%	31.2%	59.3%	44.8%	31.4%
股本	2,085	2,162	3,748	3,748	3,748	销售净利率	3.3%	31.3%	59.3%	44.8%	31.4%
股东权益	13,708	31,712	67,414	102,667	125,055	成长能力					
负债和股东权益总计	29,842	52,887	94,106	145,197	169,891	营业收入增长率	33.3%	51.0%	167.6%	45.4%	-9.3%
						营业利润增长率	-81.9%	1359.2%	407.9%	9.9%	-36.5%
						归母净利润增长率	-81.9%	1325.2%	401.3%	9.9%	-36.5%
						偿债能力					
						资产负债率	54.1%	40.0%	28.4%	29.3%	26.4%
						流动比	0.72	2.23	2.23	2.47	2.77
						速动比	0.29	0.68	1.78	1.94	2.17
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.11	1.63	8.18	8.99	5.71
						BVPS	3.28	6.15	15.30	24.30	30.01
						估值					
						P/E	654.3	45.9	9.2	8.3	13.1
						P/B	12.7	7.0	4.9	3.1	2.5
						P/S	21.0	13.9	5.2	3.6	3.9

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	高级机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。