

强烈推荐-A (维持)

牧原股份 002714.SZ

目标估值: 97.23-125.01 元

当前股价: 82.30 元

2019年10月13日

基础数据

上证综指	2974
总股本(万股)	216190
已上市流通股(万股)	116699
总市值(亿元)	1779
流通市值(亿元)	960
每股净资产(MRQ)	8.6
ROE(TTM)	8.4
资产负债率	46.2%
主要股东	秦英林
主要股东持股比例	40.85%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《牧原股份(002714)—9月均价靓丽,业绩超预期》2019-10-10
- 2、《牧原股份(002714)—金猪十年,猪中牧原》2019-10-07
- 3、《牧原股份(002714)—养猪颠覆者,工业化先锋》2018-03-19

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn
S1090519020003

研究助理

陈晗
chenhan2@cmschina.com.cn

9月成本开始下降,公司扩张高歌猛进

三季度只是起步期,未来6-8个季度公司业绩大概率将不断上升,持续刷新历史极值。根据保守的情况测算,牧原明年预计将实现300亿利润,对应当前仅5.9倍PE,按照稍微乐观测算,甚至能够达到4.5倍PE。随着公司数据的不断披露,市场的质疑也不断被打消,叠加板块情绪回暖,公司股价将开启新一轮的上涨趋势,继续强烈推荐。

事件: 近日公司发布三季报,前三季度实现归母净利润13.87亿元,同比+296.04%,其中单三季度实现归母净利润15.43亿元,同比+259.71%。2019年1-9月份,公司共销售生猪793.15万头(同比+3.73%),其中商品猪680.25万头(同比-0.67%),仔猪112.20万头(同比+46.77%)。

□ **9月成本开始下降**

9月成本开始下降,在行业平均成本大幅提升的背景下,实属难能可贵。前三季度度育肥完全成本约13.56元/kg,其中,Q1、Q2、Q3育肥完全成本分别为12.83、13.27、14.57元/kg,Q3成本上升主要由于出栏量下降导致费用摊销大幅上升。通过分析月度成本,我们发现9月份公司成本已经开始下降,由8月份的15.10元/kg下降至13.52元/kg,而行业内不少公司成本已经上升至16元甚至20元/kg。后续牧原生产效率将继续提升,并且出栏量的增长会带来费用和人力成本的摊薄,成本会持续下降,预计明年下半年或回到非瘟发生前的水平,在11.5元到11.7元之间,优势有望持续扩大。

□ **公司产能扩张高歌猛进,明后年出栏爆发确定性较高**

公司产能扩张高歌猛进,明后年出栏爆发确定性较高。截至9月30日:(1)公司生产性生物资产账面价值28.37亿元,环比Q2+60.46%,同比+99.28%。Q3生产性生物资产净增加10.69亿,对应新增能繁(20万头)+后备(50万头)超过70万头,我们估计9月底牧原能繁母猪数量超过90万头,后备母猪70万头左右。种猪存栏逆势暴增,体现了公司强大的留种能力和卓越的生物安全防控水平。(2)在建工程账面价值49.57亿,环比Q2+14.88%,同比+81.01%,是产能高速扩张的体现。Q3固定资产账面价值增加10.13亿元,折旧(145.80+155.9)/2*2.5%=3.77亿元,相当于Q3在建工程转固13.90亿;加上在建工程账面价值增加的6.42亿,计算得到三季度在建工程新增达20.32亿,资本开支力度非常大。另外,公司9月净利润已接近10亿,未来只会更高,资本开支速度也将越来越快,这对明后年出栏增速的贡献尤其明显。

□ **财务状况大幅好转,并且趋势是可持续的**

财务状况大幅好转,并且趋势是可持续的。(1)Q3经营活动现金净流量由Q2的15.42亿上升至33.15亿,现金流改善明显;(2)资产负债率由Q2的57%大幅下降至46%,在未来利润快速增长的过程中,牧原可融资的空间变得更大,扩建能力非常强。同时负债结构当中一年内到期的非流动负债环比减少近10个亿,意味着公司还债压力的减小,并且公司负债结构优化的趋势还会持续;(3)应付票据及应付账款环比+55.57%,净增加24亿,说明牧原与产业链上游互利共生的关系是非常密切的,其可以携手上游通过供应链金融等手段来增强自身的扩张能力。

□ **盈利预测与估值**

我们预计2019-2021年公司出栏量为1050/2000/3000万头,归母净利润52.1/300.3/403.9亿元,EPS为2.41/13.89/18.68元,给予2020年7-9倍PE,目标价97.23-125.01元,具有18%-52%的上涨空间,维持“强烈推荐-A”投资。

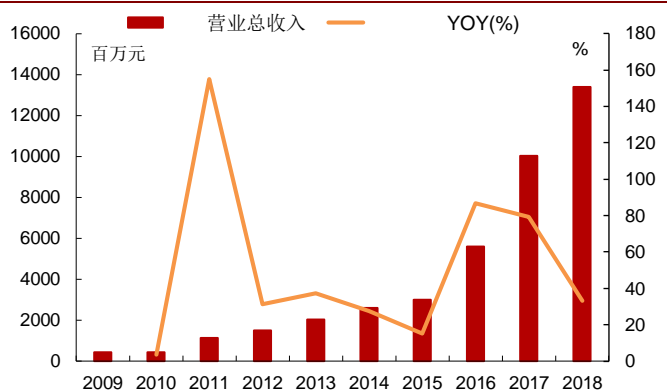
风险提示: 突发大规模不可控疫病, 重大食品安全事件, 宏观经济系统性风险, 极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价, 上市公司感染非洲猪瘟、出栏量不达预期、国家调控猪价。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	10042	13388	18146	52225	73267
同比增长	79%	33%	36%	188%	40%
营业利润(百万元)	2390	524	5284	30484	40999
同比增长	7%	-78%	908%	477%	34%
净利润(百万元)	2366	520	5207	30032	40390
同比增长	2%	-78%	900%	477%	34%
每股收益(元)	2.04	0.25	2.41	13.89	18.68
PE	40.3	329.7	34.2	5.9	4.4
PB	7.5	14.0	8.5	3.6	2.2

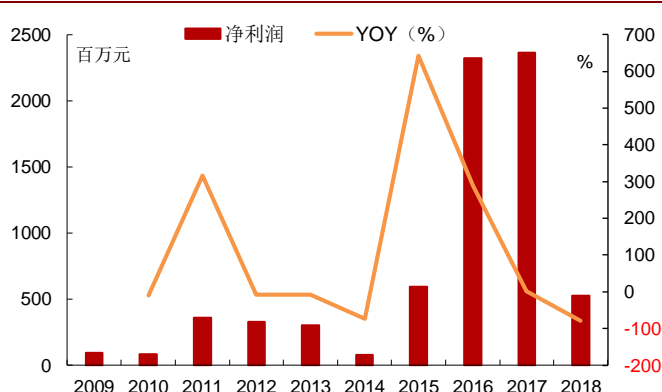
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 近 10 年公司收入与同比变化图



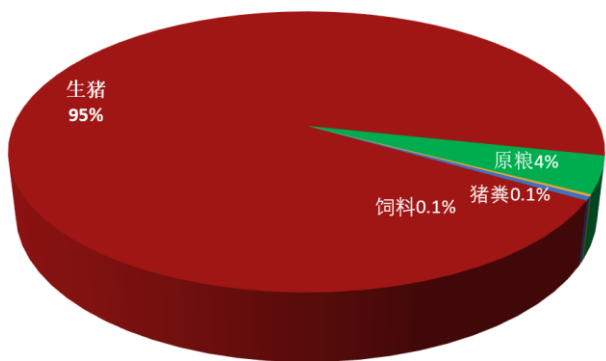
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 近 10 年公司净利润与同比变化图



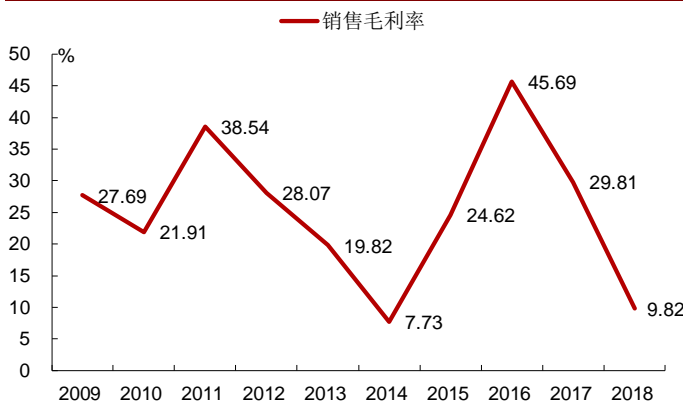
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 2018H1 公司收入构成图



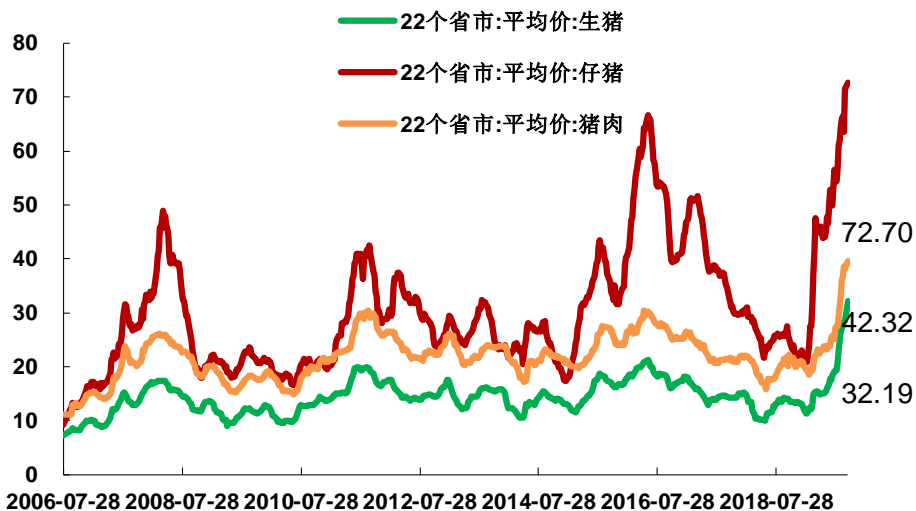
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 近 10 年公司销售毛利率变化图



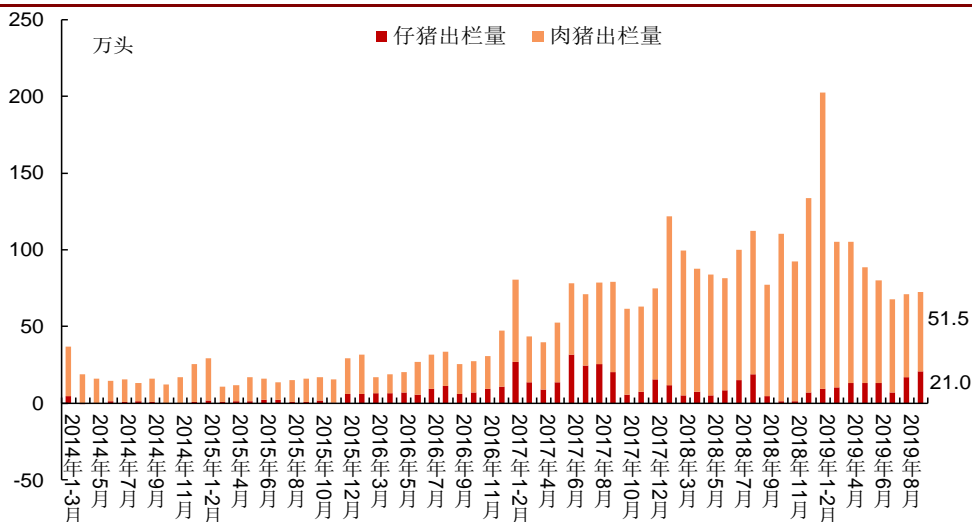
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 生猪、仔猪、猪肉价格走势图



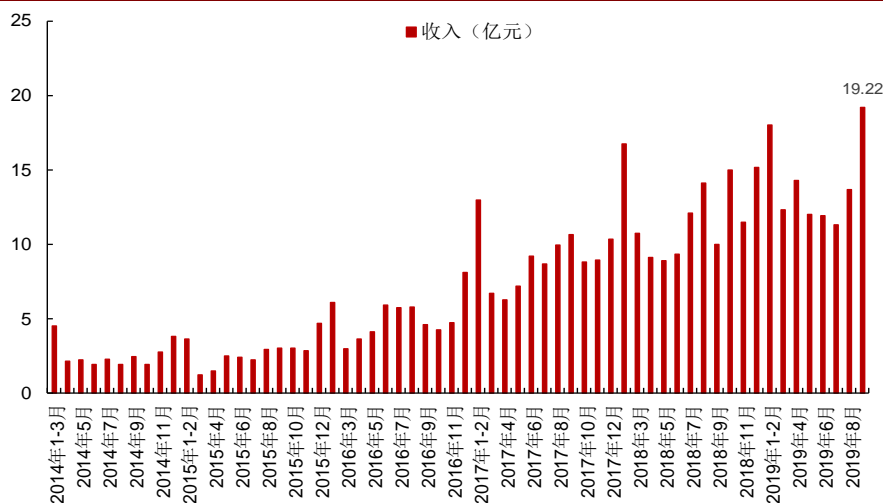
资料来源: wind、招商证券

图 6: 牧原仔猪、肉猪月度出栏量



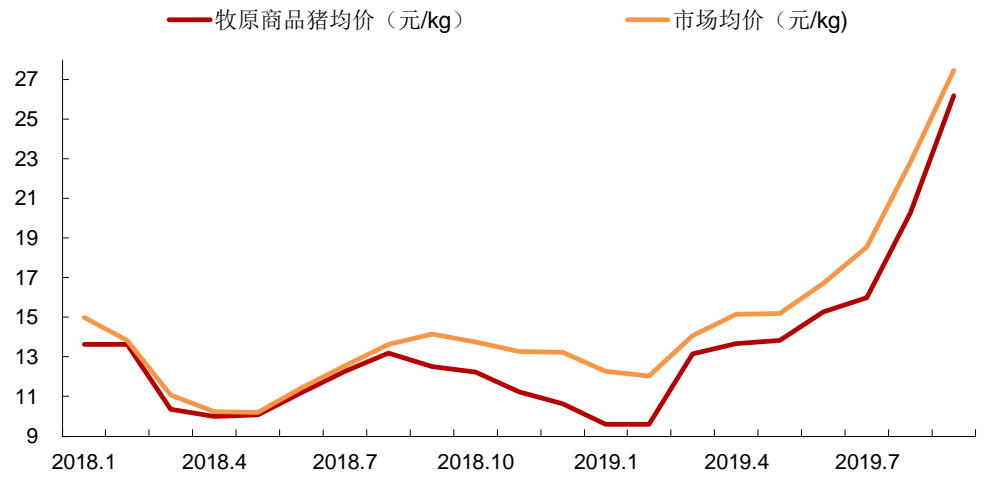
资料来源: wind、招商证券

图 7: 牧原月度收入



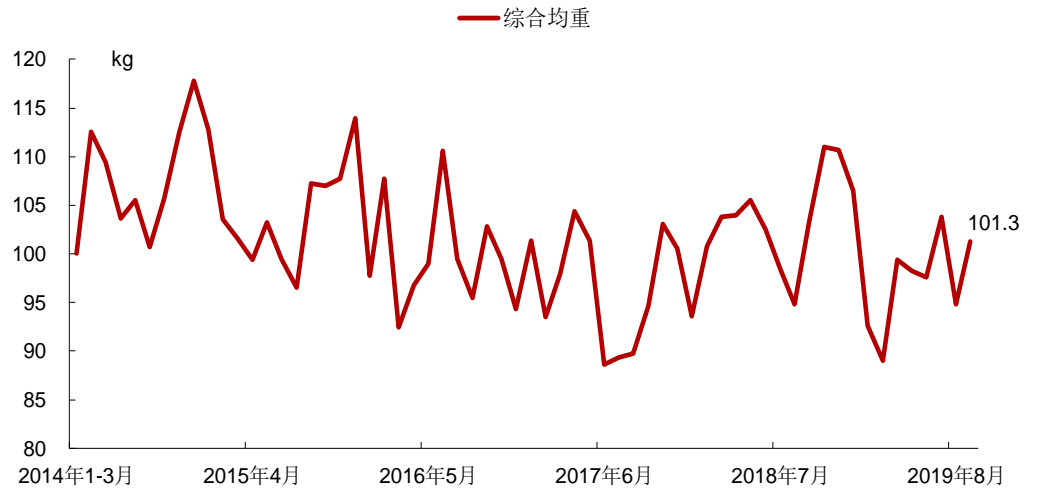
资料来源: wind、招商证券

图 8: 牧原月度商品猪均价与市场均价对比



资料来源: wind、招商证券

图 9: 牧原月度综合均重



资料来源: wind、招商证券

盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计 2019-2021 年公司出栏量为 1050/2000/3000 万头,归母净利 52.1/300.3/403.9 亿元, EPS 为 2.41/13.89/18.68 元, 给予 2020 年 7-9 倍 PE, 目标价 97.23-125.01 元, 具有 18%-52% 的上涨空间, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 1: 牧原年度成本与均价情况 (单位: 万头 or 元/kg)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
出栏量	724	1101	1050	2000	3000
仔猪占比	27%	8%	15%	30%	30%
仔猪均价	40	25	73	110	110
仔猪成本	22.0	20.0	21.0	20.0	20.0
生猪均价	14.5	11.6	17.6	25.0	23.0
生猪成本	11.4	11.4	13.0	12.0	11.7

资料来源: 公司公告、招商证券

关于出栏量: 2018 年国内融资环境较差, 且猪价较低, 公司扩张速度有所控制; 2019 年受非洲猪瘟影响, 整个行业面临大洗牌, 最终牧原打赢了这场硬仗, 目前已经有十足的信心战胜非瘟。牧原从 6 月份开始便大量留种, 尽管对今年的出栏量有所影响, 但今年出栏少一头对应的是明年 20 头的出栏, 公司始终以利润最大化为目标, 利于股东回报。

关于成本: 2019H1 育肥完全成本约 13.05 元/kg, 其中, Q1、Q2 育肥完全成本分别为 12.83、13.27 元/kg, 成本维持相对稳定。后续猪场改造完成后, 猪场环境逐渐趋稳以及新的生产流程更加流畅之后, 养殖场整体的运转效率、母猪的生产性能和肉猪的生长性能将得到明显改善, 预计最晚四季度成本会开始下降, 明年下半年成本或回到非瘟发生前的水平, 在 11.5 元到 11.7 元之间。同时出栏量的增长会带来人力成本的摊薄, 成本优势有望持续扩大。

表 2: 牧原季度出栏结构与成本 (单位: 万头 or 元/kg)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
出栏量	124.1	170.9	229.0	199.7	221.5	252.9	290.2	336.6	307.7	273.8
仔猪占比	32%	30%	31%	14%	8%	8%	13%	3%	7%	15%
生猪均价	16.7	13.8	14.0	14.3	12.1	10.4	12.7	11.3	10.8	14.2
生猪成本	11.5	11.2	11.5	11.5	11.6	11.3	11.2	11.3	12.8	13.3

资料来源: 公司公告、招商证券

(1) 周期均衡盈利有望达到 500 元/头

根据最保守的情况测算, 牧原明年预计将实现 300 亿利润, 对应当前仅 5.9 倍 PE, 按照稍微乐观测算, 甚至能够达到 4.5 倍 PE。随着公司数据的不断披露, 市场的质疑也不断被打消, 叠加板块情绪回暖, 公司股价将开启新一轮的上涨趋势, 继续强烈推荐。

非瘟大幅抬高了行业门槛, 即使有完美疫苗, 行业成本都已经抬高到 15-20 元/kg, 靠生物安全防控的牧原与行业成本差距会由原来的 150 元/头提高到 350 元/头, 外加 100-150 元的平均利润, 周期均衡利润 500 元/头, 长期估值有大幅上升的基础。

①牧原的超额优势 350 元/头：目前完全成本 13 元/kg，预计最迟四季度开始成本会出现下降，而行业成本已经抬升至 15 元/kg 以上。我们认为，未来 5-10 年，在技术层面，牧原都将以更快的速度拉开与行业的成本差距。

②行业整体辛苦钱 100-150 元/头：目前，我国散养户的平均饲养规模大约 500 头（投资额几十万），夫妻俩一年养 500 头猪已经较为辛苦，如果每头猪赚取 150 元，一年收入 7.5 万元，每人每月 3100 元，与打工收入相差无几。我们认为整个社会的回报率并没有显著下降，人力成本上升是一个长期趋势，也就意味着养猪的机会成本也在上升。综合来看，150 元/头的辛苦钱或许可以保持较长时间，随着人均饲养量的上升，5 年后辛苦钱可能会下降至 100 元/头，但也未必。

表 3：牧原均衡利润测算（亿元）

出栏量 (万头)	250	300	350	400	450	500	550
5000	125	150	175	200	225	250	275
6000	150	180	210	240	270	300	330
7000	175	210	245	280	315	350	385
8000	200	240	280	320	360	400	440
9000	225	270	315	360	405	450	495
10000	250	300	350	400	450	500	550

资料来源：招商证券

2、长期估值

我们分 2 种情况来讨论牧原的利润和估值情况：

（1）假设有疫苗但保护率不高

假设推出了一个保护率不是很高的疫苗，那么行业平均生产成本将不断抬升，未来或稳定在 16-17 元/kg，同时猪价在 3-4 年内回到平均生产成本附近，在 18 元/kg 左右。依靠优秀生物安全防控的牧原成本能控制在 12 元/kg 以下，每头猪利润 660 元，而行业平均利润不到 200 元/头。

利用 DCF 模型，我们估算出牧原长期价值在 2511 亿元。

表 4：在有疫苗但保护率不高的情况下，牧原长期价值 2511 亿

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048
EBIT	5928	30605	40904	44672	44640	40000	38000	35000	35000	35000	35000	35000	35000	35000	35000
所得税税率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
NOPLAT	5953	30737	41080	44864	44832	40172	38164	35151	35151	35151	35151	35151	35151	35151	35151
折旧与摊销	1689	2510	3952	5221	6097	6869	7307	7573	4679	4541	4420	4313	4220	4137	4064
坏账准备	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资本增加	-399	-3363	4723	767	610	-453	1063	1179	2066	-2817	2502	2845	5192	-2549	-7326
资本支出	-8981	-15481	-15481	-13481	-13481	-11481	-10481	-8481	-4481	-4481	-4481	-4481	-4481	-4481	-4481
FCF	(1,738)	14,404	34,274	37,371	38,059	35,108	36,054	35,422	37,415	32,394	37,592	37,828	40,082	32,258	27,409
折现年数	0.2	1.2	2.2	3.2	4.2	5.2	6.2	7.2	23.2	24.2	25.2	26.2	27.2	28.2	29.2
折现因子	0.97	0.86	0.77	0.68	0.61	0.54	0.48	0.43	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	0.03
FCF 现值	-1690	12448	26329	25519	23101	18942	17291	15100	2423	1865	1923	1720	1620	1159	875

资料来源：公司公告、招商证券 备注：牧原猪场存在时间 30 年，故存续期用 30 年计算

（2）假设没有疫苗

在没有疫苗的情况下，行业最终的平均生产成本比使用保护率不是很高的疫苗要低一些，

差异主要来自于生产主体之间的管理水平不同，假设成本稳定在 15 元/kg 左右。同时这几年的暴利期可能会更长，猪价 5-7 年回归至平均生产成本附近，假设在 16 元/kg 左右。依靠优秀生物安全防控的牧原成本能控制在 12 元/kg 以下，每头猪利润 440 元，而行业平均利润 100 元/头左右。

利用 DCF 模型，我们估算出牧原长期价值在 2699 亿元。

表 5: 在无疫苗的情况下，牧原长期价值 2699 亿

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048
EBIT	5928	30605	40904	46697	50784	52927	49036	38000	35000	35000	35000	35000	35000	35000	35000
所得税税率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
NOPLAT	5953	30737	41080	46898	51003	53155	49247	38164	35151	35151	35151	35151	35151	35151	35151
折旧与摊销	1689	2510	3952	5221	6097	6869	7307	7573	4679	4541	4420	4313	4220	4137	4064
坏账准备	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资本增加	-399	-3363	4723	767	610	-453	1063	1179	2066	-2817	2502	2845	5192	-2549	-7326
资本支出	-8981	-15481	-15481	-13481	-13481	-11481	-10481	-8481	-4481	-4481	-4481	-4481	-4481	-4481	-4481
FCF	(1,738)	14,404	34,274	39,405	44,230	48,090	47,137	38,435	37,415	32,394	37,592	37,828	40,082	32,258	27,409
折现年数	0.2	1.2	2.2	3.2	4.2	5.2	6.2	7.2	23.2	24.2	25.2	26.2	27.2	28.2	29.2
折现因子	0.97	0.86	0.77	0.68	0.61	0.54	0.48	0.43	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	0.03
FCF现值	-1690	12448	26329	26907	26846	25946	22606	16385	2423	1865	1923	1720	1620	1159	875

资料来源：公司公告、招商证券 备注：牧原猪场存在时间 30 年，故存续期用 30 年计算

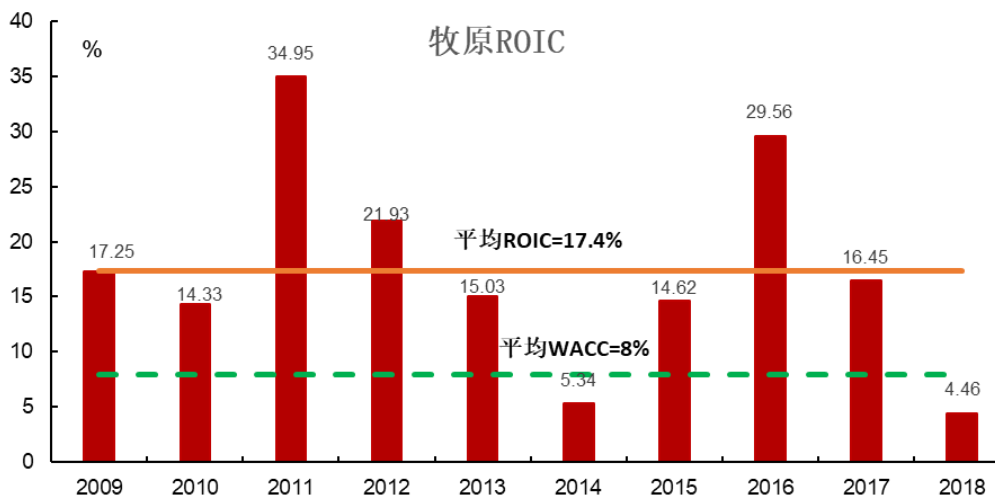
3、牧原商业本质：ROIC 远高于 WACC

牧原的商业模式: 为控制食品安全，牧原从创业开始就选择了全程一体化自繁自养模式，种猪、饲料、猪舍设计、育肥均作为内部环节。重资产自营模式导致了当时成本偏高、防疫压力大，规模发展慢等问题，但牧原苦修内功二十年，将“阴性技术”（猪场设计、环境管控、人员管理）打造的淋漓尽致，充分发挥端到端的全局优化能力，最大化精细化管理程度，引以为傲的是其猪舍设计能力、全局成本优化能力、工业的管理体系、标准化作业体系等阴性技术或管理能力。从人力成本的角度来看，工业化的模式显著的优点是人力效率高成本低，在农村劳动力减少和老去的大背景下，其效率优势正越来越大。（详情请见《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十五-温氏 VS 牧原，商业本质孰优孰劣？》）

牧原的财务特征: 上市前，牧原依靠自身利润滚动发展，增速较慢；上市后，资金瓶颈被打开，储备的生产要素开始投产，出栏量放量增长。其平均 ROIC 约 17%，借款成本 5-6%，50%左右的负债率兼顾了扩张速度和稳健性。牧原以重资产模式，换取了生产稳定性、全局优化能力，有更高的利润率、更低的社会资源依赖性以及更强的可复制性，而高杠杆更多地是作为公司扩张的一种手段，牧原的高回报主要还是由高净利决定的，若无需扩张，负债率可进一步下降，净利率可以进一步上升。（详情请见《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十七-温氏 VS 牧原，深度财务对比》）

其实，重资产模式并不可怕，对于上市公司来说，资金并不匮乏，更重要的是资本回报率，回报率高，重资产就是高行业门槛。但若某重资产行业的 ROIC 低，那重资产模式会拖垮一家公司。牧原虽然是重资产，但其成长期的 ROIC 远高于 WACC，应该加大杠杆抢占市场，获得更大的销售额。牧原十年平均的 ROIC 约 17%，融资成本约 6%，加一定的杠杆既风险可控，又兼具扩张需要。

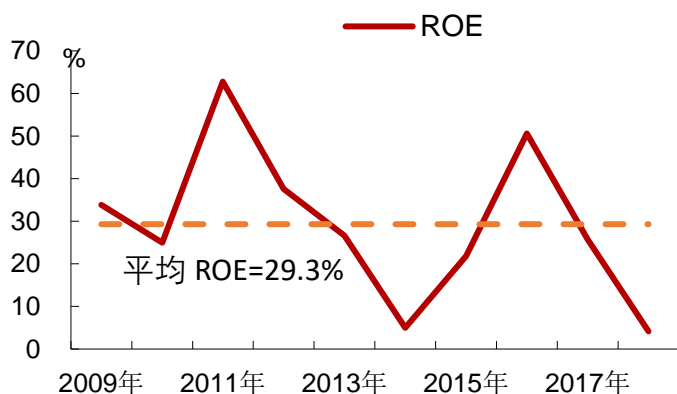
图 10: 牧原股份商业本质: ROIC 远高于 WACC



资料来源: wind、招商证券

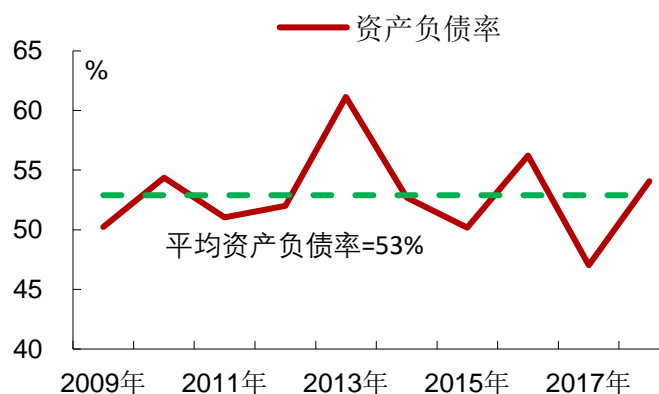
资产负债端的特点: 牧原的多年 ROE 高达 29%，并不仅由高负债加杠杆而得，它的 ROIC 平均值约 17%，这源于它远高于行业的毛利率。

图 11: 牧原平均 ROE 为 29%



资料来源: wind、招商证券

图 12: 牧原平均资产负债率为 53%



资料来源: wind、招商证券

美的、格力等企业持续向我们证明，即使在行业总量进入平稳期发展后，优势企业在产品力、研发力、渠道力、服务力、人才和资源储备等多个维度同时取得更大利润区，股东回报水平也不断上涨，美的自 2013 年上市至今股价翻了 5 倍（后复权），而格力在 2005 年以前，股价表现一般，但从 2005 年至今，股价已经累计上涨了 120 倍（后复权）。而农业生产复杂性的特征就决定了农业企业具有更大的价值创造空间，并且在行业集中度很低的情况下，养猪龙头的扩张空间非常可观。牧原上市以来股价翻了 15 倍（后复权），多年平均 ROE 为 29%，目前 ROE 提升这一过程仍在进行，这一趋势在未来将确定性继续演绎。

表 6: 各季度业绩回顾

(百万元)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	2757	3668	4207	3048	4112	4573
营业费用	12	14	18	23	25	26
管理费用	145	105	130	150	129	183
财务费用	129	147	145	177	147	155
资产减值损失	0	1	0	2	-2	-4
投资收益	23	20	20	14	3	9
营业利润	-277	390	44	-655	302	1551
归属母公司净利润	-272	380	53	-639	296	1475
EPS (元)	-0.26	0.37	0.05	-0.62	0.29	1.43
主要比率	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
毛利率	-0.4%	17.5%	7.7%	-10.2%	14.7%	41.7%
营业费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%
管理费用率	5.3%	2.9%	3.1%	4.9%	3.1%	4.0%
营业利润率	-10.1%	10.6%	1.0%	-21.5%	7.3%	33.9%
有效税率	0.0%	0.0%	-3.5%	-0.5%	-2.4%	-0.5%
净利率	-9.9%	10.4%	1.3%	-21.0%	7.2%	32.3%
YoY	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
收入	21.9%	25.4%	45.8%	10.6%	49.1%	24.7%
归属母公司净利润	-160.3%	-33.6%	-88.7%	-1152.7%	-208.9%	288.4%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 7: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
合计收入	13305	18033	51900	72810
生猪养殖	13305	18033	51900	72810
收入增长率	39%	36%	188%	40%
生猪养殖	38.5%	35.5%	187.8%	40.3%
毛利率	7%	36%	63%	60%
生猪养殖	7.4%	35.6%	62.9%	60.3%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 8: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10042	13388	18146	52225	73267
营业成本	7049	12074	11684	19381	29071
营业税金及附加	17	22	30	85	119
营业费用	39	54	76	219	308
管理费用	454	592	802	2308	3237
财务费用	312	538	642	119	(97)
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	22	70	70	70	70
营业利润	2390	524	5284	30484	40999
营业外收入	19	56	56	56	56
营业外支出	43	54	54	54	54
利润总额	2366	526	5286	30486	41001
所得税	0	(2)	0	0	0
净利润	2366	528	5286	30486	41001
少数股东损益	0	8	79	454	611
归属于母公司净利润	2366	520	5207	30032	40390
EPS (元)	2.04	0.25	2.41	13.89	18.68

资料来源：公司数据、招商证券

4、估值对比

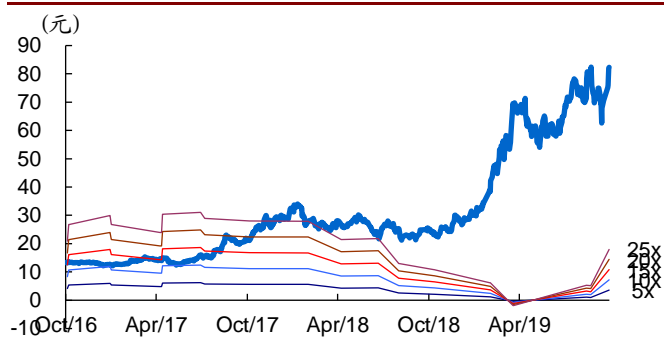
表 9：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		17	18	19E	17	18	19E	17	18	19E			
牧原股份	82.30	2.04	0.25	2.41	2%	-78%	900%	40	330	19	12.81	3.68%	1,779
正邦科技	16.26	0.23	0.08	0.87	-46%	-65%	999%	71	203	19	5.51	1.53%	397
温氏股份	38.30	1.29	0.75	2.20	-43%	-39%	196%	30	51	17	5.58	12.95%	2,035
天邦科技	12.18	0.34	-0.49	0.70	-30%	-322%	242%	36	-25	17	7.51	-50.7%	141
平均					-29%	-126%	584%	44	140	18	7.85	-8.13%	

资料来源：公司数据、招商证券 备注：其他公司估值源于 wind 一致盈利预测

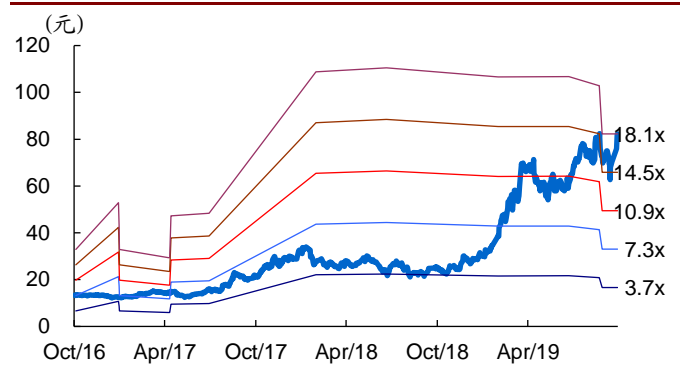
5、PE-PB Band

图 13：牧原股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 14：牧原股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

生猪价格波动，突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险，极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价，上市公司感染非洲猪瘟，出栏量不达预期，国家调控猪价

生猪价格波动：2006 年以来生猪养殖行业经历了两次完整的猪周期，其最低点皆跌破企业成本线。目前行业正处于第三个猪周期右侧，若生猪价格长期跌破企业成本线，将会对企业现金流和正常运营造成巨大影响，严重可导致企业破产。

突发大规模不可控疫病：生物疫病防疫永远是养殖企业工作的重点，一旦企业遭遇大规模不可控疾病，将会使企业生物性资产蒙受巨大损失，对企业可持续经营造成巨大影响，严重可导致企业破产。

重大食品安全事件：和生物疫病一样，食品安全是企业质量把控的重中之重，一旦出现食品安全事件，特别是经过媒体曝光放大，将会对企业信誉严重影响，动摇企业生存基石。严重者如三鹿集团，不仅企业负责人遭刑事拘留，企业资产更是被兼并收购。

宏观经济系统性风险：宏观经济系统性风险将会在供需两端对企业造成影响，特别是需求端的萎靡将直接导致企业倒闭潮。

极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价：生猪养殖成本中，饲料占比 70%，玉米、豆粕、小麦等是饲料的主要构成，若极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价将大大增加企业养殖成本，如果这种成本不能顺畅传导至下游，将导致企业业绩下滑，甚至危及企业日常经营。

上市公司感染非洲猪瘟：因为非洲猪瘟无疫苗防疫，致死率为 100%，因此若上市公司感染非洲猪瘟将导致公司大量生猪被扑杀，且需消毒 6 周，空栏 6 个月，饲养 2 个月的哨兵动物，接近有 23 个月的时间无生猪出栏，对公司的利润有一定影响。

出栏量不达预期：受非瘟疫情、母猪数量和猪舍建设进度等因素的影响，上市公司出栏量有不达预期的风险。

国家调控猪价：猪价上涨到一定高度后，国家出台的干预政策可能会影响上市公司利润。

参考报告：

1、《牧原股份（002714.SZ）— 金猪十年，猪中牧原》2019-10-08，2019 年是金猪十年的元年，以牧原为代表的工业化封闭式造猪企业凭借其多年技术和创新的积累，迎来了极高利润推动下的快速发展期。虽然有猪就是金猪，但金猪十年属于符合未来发展方向的企业，他们的机会是在这个万亿永续消费品市场里占据巨大市场空间的机会。本文从牧原端到端一体化商业模式、营养、育种、猪舍设计、环保等多方面为您展示一个卓越企业的多方面优势是如何建立起来的，同时，也将长期超额收益分拆至小数点后两位，并用于指导评估企业长期价值，我们强烈推荐牧原股份，给予“强烈推荐-A”评级。

<http://suo.im/5sfQoL>

2、《牧原股份（002714.SZ）— 9 月均价靓丽，业绩超预期》2019-10-10，9 月均价靓丽，出栏量环比提升，证明公司死淘率大幅下降。单三季度归母净利润 15 亿左右超预期，未来随着成本的下降、出栏量的提升，利润有望加速释放。我们继续强烈推荐牧原股份。<http://suo.im/4Yfd3b>

3、《农林牧渔行业 2019 中期策略报告-下半场拥抱产业剧变,拥抱产业成长》2019-06-14,今年,是农业生产经营多灾多难的一年,但也是整个行业快速升级的绝佳时机,无论对于今年的农业股票投资,还是对于整个农业产业投资来说,都在不可避免地进入下半场。聚焦专业化、精细化的真成长型公司,投资代表产业未来方向的企业必定是不可偏移的最佳选择。<http://suo.im/4KJX6x>

4、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之二十-长短扬镛,买在分歧》2019-10-10,本文针对近段时间以来板块出现的分歧,以及疫苗、政府政策等相关事件进行分析。目前市场对于猪价大幅上涨后的各公司股价还没有给予足够的溢价,我们认为十月份是一个非常重要的窗口期。上市公司陆续会披露九月出栏数据、业绩公告、三季报的生产性生物资产等等,这些都会有比较正向的预期,从而带动股价上涨。无论短期还是长期,优势企业都会有比较好的利润释放和成长性,继续强烈推荐。<http://suo.im/5kHT8Y>

5、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之十九-板块处于腰位,金猪贯穿全年》2019-03-23,本报告从国家、企业、投资三个角度来分析本轮猪周期的发展态势,详细阐述了产能去化程度、猪价上行空间、对 CPI 的拉动、企业盈利能力和股价空间测算等。长期来看,龙头企业必然快速成为我国生猪供给的主要支柱,规模化、封闭式、一体化养殖是必然的产业趋势,行业龙头将迎来“金猪十年”。<http://suo.im/5pTIHc>

6、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之十八-金猪十年》2019-01-24,本文在《猪!猪!猪!生猪养殖业图谱》的基础上,结合近半年的调研、思考成果,分三个专题来探讨行业发展规律。同期,我们也举办了数场金猪十年产业论坛,报告的主要观点受到产业界多家龙头公司的认可,并就主要观点进行了深入交流,借此机会,我们也在不断地完善行业研究框架。我们独家提出的“金猪十年”并不是对过去的十年进行总结,而是对未来的十年进行展望,2019 年是金猪十年的元年,值得重点关注。<https://dwz.cn/IW3aneUt>

7、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之十六-非洲猪瘟全面复盘与推演:2019 年猪价上涨或成定局》2018-09-28,本文全面复盘非洲猪瘟在我国和全球的基本特征、传播特点、应对措施、深远影响,也对我国生猪流通格局、产销区价格分化、未来政策走向进行了深入探讨。疫病风险是养猪经营者面临的首要风险,在行业正激烈洗牌的当下,我们提出“2019 年猪价上涨或成定局。”的核心判断,也针对未来我国如何控制非洲猪瘟和流通领域如何改革等痛点提出了一些政策建议。长期来看,规范化将快速成为养猪业的主旋律,规模化是解决问题的根本办法,龙头企业定会迎来一轮新的发展契机,金猪十年,不容错过。<http://suo.im/5gFusx>

8、《猪!猪!猪!生猪养殖业图谱》2018-07-29,过去两年,我们团队一直以生猪养殖板块的研究为工作重点,进行了大量访谈和调研,翻阅资料不下数千万字,猪!猪!猪!生猪养殖系列报告已经更新至 14 期,龙头公司深度报告达数十篇,对整个行业进

行了系统性的梳理，我们独家提出：“未来十年，是养猪行业的金猪十年，是工业化转型期的黄金十年”。我们举办的《金猪十年系列论坛》也取得了广泛关注，借此机会，我们将目前的研究成果输出为一份完善的行业图谱，以供参考。<http://suo.im/5mEEoe>

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8742	9781	8304	26026	53995
现金	4197	2778	1103	12268	38989
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	8	10	13	39	54
存货	4190	5813	5625	9330	13996
其他	347	1180	1563	4389	956
非流动资产	15302	20061	27088	41027	50028
长期股权投资	114	133	133	133	133
固定资产	10597	13545	20102	29969	35797
无形资产	354	351	312	276	245
其他	4237	6033	6541	10648	13853
资产总计	24045	29842	35392	67053	104023
流动负债	8323	13588	9202	10918	15897
短期借款	3560	4715	2471	233	233
应付账款	1520	2713	2625	4354	6531
预收账款	12	39	38	63	95
其他	3230	6121	4068	6268	9038
长期负债	2985	2547	3656	4156	4156
长期借款	1534	1069	1069	1069	1069
其他	1451	1477	2587	3087	3087
负债合计	11308	16134	12858	15075	20053
股本	1158	2085	2162	2162	2162
资本公积金	3865	2938	7839	7839	7839
留存收益	5253	4806	8576	37567	68947
少数股东权益	0	1418	1497	1951	2562
归属于母公司所有者权益	12737	12289	21037	50027	81408
负债及权益合计	24045	29842	35392	67053	104023

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1787	1358	6948	30111	47781
净利润	2366	520	5207	30032	40390
折旧摊销	889	1285	1490	2179	3216
财务费用	325	581	642	119	(97)
投资收益	(22)	(70)	(70)	(70)	(70)
营运资金变动	(1771)	(962)	(399)	(2602)	3731
其它	(0)	3	79	454	611
投资活动现金流	(6441)	(5781)	(8517)	(16117)	(12217)
资本支出	(6276)	(5047)	(8481)	(16081)	(12181)
其他投资	(165)	(734)	(37)	(37)	(37)
筹资活动现金流	8052	2647	(106)	(2829)	(8842)
借款变动	5637	3888	(4185)	(2238)	0
普通股增加	125	927	77	0	0
资本公积增加	2926	(927)	4901	0	0
股利分配	(714)	(799)	(1437)	(1041)	(9010)
其他	80	(441)	538	451	167
现金净增加额	3398	(1776)	(1676)	11165	26721

资料来源: 公司数据、招商证

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10042	13388	18146	52225	73267
营业成本	7049	12074	11684	19381	29071
营业税金及附加	17	22	30	85	119
营业费用	39	54	76	219	308
管理费用	454	592	802	2308	3237
财务费用	312	538	642	119	(97)
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	22	70	70	70	70
营业利润	2390	524	5284	30484	40999
营业外收入	19	56	56	56	56
营业外支出	43	54	54	54	54
利润总额	2366	526	5286	30486	41001
所得税	0	(2)	0	0	0
净利润	2366	528	5286	30486	41001
少数股东损益	0	8	79	454	611
归属于母公司净利润	2366	520	5207	30032	40390
EPS (元)	2.04	0.25	2.41	13.89	18.68

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	79%	33%	36%	188%	40%
营业利润	7%	-78%	908%	477%	34%
净利润	2%	-78%	900%	477%	34%
获利能力					
毛利率	29.8%	9.8%	35.6%	62.9%	60.3%
净利率	23.6%	3.9%	28.7%	57.5%	55.1%
ROE	18.6%	4.2%	24.8%	60.0%	49.6%
ROIC	14.9%	5.0%	22.7%	57.4%	48.0%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	54.1%	36.3%	22.5%	19.3%
净负债比率	22.4%	25.9%	10.0%	1.9%	1.3%
流动比率	1.1	0.7	0.9	2.4	3.4
速动比率	0.5	0.3	0.3	1.5	2.5
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7
存货周转率	2.1	2.4	2.0	2.6	2.5
应收帐款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款周转率	5.4	5.7	4.4	5.6	5.3
每股资料 (元)					
每股收益	2.04	0.25	2.41	13.89	18.68
每股经营现金	1.54	0.65	3.21	13.93	22.10
每股净资产	10.99	5.89	9.73	23.14	37.66
每股股利	0.69	0.69	0.48	4.17	4.67
估值比率					
PE	40.3	329.7	34.2	5.9	4.4
PB	7.5	14.0	8.5	3.6	2.2
EV/EBITDA	119.0	180.7	57.6	13.0	9.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。以产业分析见长，全方位深度剖析生猪养殖业，独家提出“工业化养猪黄金十年”，并从中挖掘出工厂化养殖典型代表公司的投资性机会。

陈晗：四川大学公司金融硕士，四川大学应用化学学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

团队荣誉：2018 年 wind 平台农林牧渔行业影响力排行第二名；2018 年 wind 平台农林牧渔行业研报排行第二名；包揽 wind 农林牧渔行业最热报告排行 1-5 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。