

牧原股份 (002714.SZ)

生产性生物资产大幅增加，未来出栏高成长可期

核心观点:

● 受益猪价上行，3 季度业绩大幅提升

1-3 季度，公司实现营收 117.33 亿元 (yoy+27.8%)，归母净利润 13.87 亿元 (yoy+296%)；其他收益 3.19 亿元 (yoy+38.2%)，主要源于日常经营活动相关的政府补助增加。Q3 单季度，公司实现营收 45.73 亿元，环比增长 11.2%，同比增长 24.7%；归母净利润 15.43 亿元，环比增长 300%，同比增长 260%，公司利润大幅增加主要源于 3 季度猪价快速上行。

● 成本控制能力领跑行业，估算头均盈利约 730 元

1-3 季度，公司生猪销售量约 793.15 万头 (yoy+3.7%)，其中商品猪/仔猪/种猪分别销售 680.25/112.2/0.7 万头。Q3 单季度，公司生猪销售量约 211.65 万头 (yoy-27%)，其中商品猪/仔猪/种猪分别销售 158.43/52.94/0.28 万头，母猪留种增加导致出栏增速有所下降；估算单 3 季度公司生猪头均盈利约 730 元/头。

● 生产性生物资产大幅增长，未来出栏量高增长可期

公司加快前期部分闲置母猪场的投产，并为 2020 年的扩产大量留种。截至 3 季度末，公司生产性生物资产金额达到约 28.37 亿元，较 2 季度末增长 60.5%，估计公司能繁母猪存栏量近 90 万头，后备种猪约 60 万头，2020 年出栏高增长值得期待。存货（含消耗性生物资产）方面，3 季度末公司存货金额较 2 季度增长约 7%。

● 投资建议：维持“买入”评级

猪周期正式步入上行期，公司管控水平行业领先，未来产能弹性较大，有望充分受益，预计 2019-20 年公司 EPS 分别为 2.63/8.18 元，给予公司 2020 年约 11 倍 PE，对应合理价值 89.98 元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

猪价波动风险、疫病风险、食品安全等

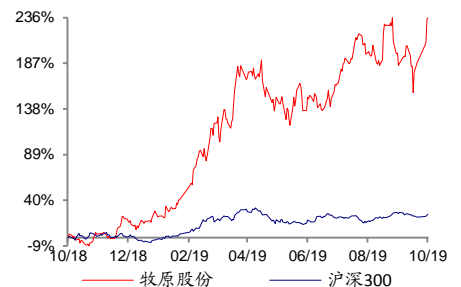
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,042	13,388	19,074	41,184	42,964
增长率(%)	79.1	33.3	42.5	115.9	4.3
EBITDA(百万元)	3,373	1,932	5,490	17,429	14,287
净利润(百万元)	2,366	520	5,474	17,056	13,606
增长率(%)	1.9	-78.0	952.2	211.6	-20.2
EPS (元/股)	2.04	0.25	2.63	8.18	6.53
市盈率 (P/E)	25.89	115.24	31.35	10.06	12.61
市净率 (P/B)	4.81	4.88	10.95	6.48	5.07
EV/EBITDA	18.92	34.31	32.38	9.91	12.14

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	82.3 元
合理价值	89.98 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-13

相对市场表现



分析师：王乾



SAC 执证号：S0260517120002



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：钱浩



SAC 执证号：S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-60750607



shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

牧原股份 (002714.SZ) :3 季 2019-10-09
度业绩大幅改善，成本控制维持行业领先

牧原股份 (002714.SZ) :业绩 2019-08-27
符合预期，看好未来产能弹性

牧原股份 (002714.SZ) :2 季 2019-07-14
度如期扭亏，公司成本管控维持行业领先

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,742	9,781	10,271	16,543	19,838
货币资金	4,197	2,778	2,500	4,500	5,500
应收及预付	84	93	91	116	113
存货	4,190	5,813	6,586	10,820	13,116
其他流动资产	271	1,097	1,094	1,108	1,109
非流动资产	15,302	20,061	21,900	25,950	31,700
长期股权投资	114	133	133	133	133
固定资产	10,597	13,545	15,345	17,395	19,645
在建工程	1,498	3,680	5,180	7,180	10,680
无形资产	354	351	351	351	351
其他长期资产	2,738	2,352	891	891	891
资产总计	24,045	29,842	32,171	42,493	51,538
流动负债	8,323	13,588	12,499	11,907	13,480
短期借款	3,560	4,715	4,259	1,286	2,912
应付及预收	1,599	3,501	2,718	4,715	4,377
其他流动负债	3,164	5,372	5,521	5,905	6,191
非流动负债	2,985	2,547	2,549	2,549	2,549
长期借款	1,534	1,069	1,069	1,069	1,069
应付债券	1,393	1,390	1,393	1,393	1,393
其他非流动负债	58	87	87	87	87
负债合计	11,308	16,134	15,048	14,456	16,030
股本	1,158	2,085	2,085	2,085	2,085
资本公积	3,865	2,938	2,938	2,938	2,938
留存收益	5,253	4,806	8,195	18,994	26,345
归属母公司股东权益	12,737	12,289	15,678	26,477	33,828
少数股东权益	0	1,418	1,446	1,559	1,681
负债和股东权益	24,045	29,842	32,171	42,493	51,538

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,042	13,388	19,074	41,184	42,964
营业成本	7,049	12,074	13,024	23,139	28,359
营业税金及附加	17	22	28	65	67
销售费用	39	54	65	136	142
管理费用	380	500	572	741	730
研发费用	74	91	95	124	129
财务费用	312	538	244	175	125
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	22	70	50	60	60
营业利润	2,390	524	5,496	17,164	13,723
营业外收支	-24	2	5	5	5
利润总额	2,366	526	5,501	17,169	13,728
所得税	0	-2	0	0	0
净利润	2,366	528	5,501	17,169	13,728
少数股东损益	0	8	27	114	121
归属母公司净利润	2,366	520	5,474	17,056	13,606
EBITDA	3,373	1,932	5,490	17,429	14,287
EPS (元)	2.04	0.25	2.63	8.18	6.53

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,787	1,358	4,540	15,908	12,290
净利润	2,366	528	5,501	17,169	13,728
折旧摊销	889	1,285	200	450	750
营运资金变动	-1,777	-967	-1,402	-1,891	-2,347
其它	309	511	241	180	160
投资活动现金流	-6,441	-5,781	-1,984	-4,435	-6,435
资本支出	-6,276	-5,038	-2,034	-4,495	-6,495
投资变动	-180	-796	0	0	0
其他	15	53	50	60	60
筹资活动现金流	8,052	2,647	-2,835	-9,474	-4,855
银行借款	535	-1,750	-456	-2,973	1,625
股权融资	5,511	1,411	0	0	0
其他	2,006	2,987	-2,379	-6,501	-6,480
现金净增加额	3,398	-1,776	-278	2,000	1,000
期初现金余额	777	4,175	2,778	2,500	4,500
期末现金余额	4,175	2,399	2,500	4,500	5,500

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	79.1%	33.3%	42.5%	115.9%	4.3%
营业利润增长	7.3%	-78.1%	948.9%	212.3%	-20.1%
归母净利润增长	1.9%	-78.0%	952.2%	211.6%	-20.2%
获利能力					
毛利率	29.8%	9.8%	31.7%	43.8%	34.0%
净利率	23.6%	3.9%	28.8%	41.7%	32.0%
ROE	18.6%	4.2%	34.9%	64.4%	40.2%
ROIC	16.4%	3.3%	22.9%	58.4%	36.4%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	54.1%	46.8%	34.0%	31.1%
净负债比率	28.2%	30.5%	26.9%	13.4%	14.2%
流动比率	1.05	0.72	0.82	1.39	1.47
速动比率	0.54	0.29	0.29	0.47	0.49
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.50	0.62	1.10	0.91
应收账款周转率	—	—	—	—	—
存货周转率	2.07	2.41	1.98	2.14	2.16
每股指标 (元)					
每股收益	2.04	0.25	2.63	8.18	6.53
每股经营现金流	1.54	0.65	2.18	7.63	5.89
每股净资产	10.99	5.89	7.52	12.70	16.22
估值比率					
P/E	25.89	115.24	31.35	10.06	12.61
P/B	4.81	4.88	10.95	6.48	5.07
EV/EBITDA	18.92	34.31	32.38	9.91	12.14

广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士。2017 年新财富农林牧渔行业入围；2016 年新财富农林牧渔行业第四名，新财富最具潜力分析师第一名，金牛奖农林牧渔行业第一名。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，主要覆盖畜禽养殖、农产品加工。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 斌 梅：资深分析师，复旦大学管理学硕士，主要覆盖饲料、种植业、大宗农产品。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑 颖 欣：联系人，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，主要覆盖动物保健、宠物板块。2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。