



中信证券研究部



盛夏  
首席农业分析师  
S1010516110001



熊承慧  
农业分析师  
S1010517070003

核心观点

**2019Q3 公司生产性生物资产环增 60%、同增 99%，显示公司母猪规模高速扩张；固定资产及在建工程有序扩张。综上，我们预计 2020 年公司出栏量有望高增。另外，9 月成本已现改善，加码盈利弹性。上修目标价至 120 元，维持“买入”评级。**

■ **19Q3 盈利高增至 15.4 亿元。**公司披露 2019 年三季度报。其中，19Q3 实现收入 45.7 亿元（同增 25%、环增 11%）、归属净利润 15.4 亿元（同增 2.6 倍、环增 3 倍）。根据月报数据，公司在 19Q3 共出栏生猪 212 万头（同降 27%、环降 23%），则头均盈利约 728 元/头。我们估算 19Q3 公司的仔猪销量占比约 20%-25%，商品肥猪销售均价约 20.5 元/公斤。

■ **9 月成本已现改善，加码盈利弹性。**我们估算 19Q3 公司的肥猪完全成本约 14.3 元/公斤，环比提升约 1.1 元/公斤。成本提升主要系出栏量减少导致折旧及费用等摊销变高所致。例如，头均三项费用由 19Q2 的 118 元/头提升至 19Q3 的 186 元/头。但是，公司的肥猪养殖成本无论是提升幅度，还是绝对值均远优于同类上市公司。更重要的是，结合公司披露的 7-8 月盈利情况进行估算，公司在 9 月的肥猪完全成本已有明显改善，显示公司成本控制优秀、表现超预期。

■ **母猪规模高增，出栏提速可期。**公司的母猪存栏早在二季度已领先行业回升。三季度报显示，公司的生产性生物资产环增 60%、同增 99%，即其母猪规模已重回高速增长通道，且提升速度超预期。同时，公司的固定资产环增 23%、环增 7%，在建工程同增 81%、环增 15%，显示其猪舍扩张有序。综合生产性生物资产、固定资产和在建工程的增长势头判断，我们预计 2020 年公司出栏量有望高增至 2000 万头。同时，公司的生猪出栏量增长有望领先于行业恢复，并大幅提速，未来有望充分享受量利双增的红利期。

■ **风险因素：**畜禽价格上涨低于预期；原料价格剧烈波动；畜禽疫情。

■ **投资建议：**猪价持续超预期，公司成本控制优秀、扩张回归高增通道，我们预计公司盈利有望逐年高增。维持 2019/20/21 年 EPS 预测为 2.07/11.07/15.88 元。考虑到盈利确定性进一步提升，上修目标价至 120 元（对应 2020 年 PE 仅 11 倍），维持“买入”评级。

牧原股份	002714
评级	买入（维持）
当前价	82.30 元
目标价	120 元
总股本	2,162 百万股
流通股本	1,167 百万股
52 周最高/最低价	82.39/22.4 元
近 1 月绝对涨幅	17.07%
近 6 月绝对涨幅	20.95%
近 12 月绝对涨幅	223.01%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,042.42	13,388.16	19,690.65	50,534.40	74,448.00
营业收入增长率	79%	33%	47%	157%	47%
净利润(百万元)	2,365.53	520.21	4,475.21	23,922.16	34,338.04
净利润增长率	2%	-78%	760%	435%	44%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.12	0.17	2.07	11.07	15.88
毛利率%	30%	10%	29%	53%	52%
净资产收益率 ROE%	18.57%	4.23%	26.86%	60.84%	51.16%
每股净资产(元)	5.89	5.68	7.71	18.19	31.05
PE	35	442	36	7	5
PB	13	13	10	4	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 11 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,042	13,388	19,691	50,534	74,448
营业成本	7,049	12,074	13,965	23,520	36,000
毛利率	29.81%	9.82%	29.08%	53.46%	51.64%
营业税金及附加	17	22	39	89	134
销售费用	39	54	79	202	299
营业费用率	0.39%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用	454	500	827	2,577	3,946
管理费用率	4.52%	3.74%	4.20%	5.10%	5.30%
财务费用	312	538	626	360	(167)
财务费用率	3.11%	4.02%	3.18%	0.71%	-0.22%
投资收益	22	70	33	42	49
营业利润	2,390	524	4,523	24,172	34,688
营业利润率	23.79%	3.91%	22.97%	47.83%	46.59%
营业外收入	19	56	57	44	52
营业外支出	43	54	60	52	55
利润总额	2,366	526	4,520	24,164	34,685
所得税	0	(2)	0	0	0
所得税率	0.00%	-0.37%	0.00%	0.00%	0.00%
少数股东损益	0	8	45	242	347
归属于母公司股东的净利润	2,366	520	4,475	23,922	34,338
净利率	23.56%	3.89%	22.73%	47.34%	46.12%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,197	2,778	5,257	17,118	39,453
存货	4,190	5,813	9,011	13,493	20,404
应收账款	0	0	0	0	0
其他流动资产	355	1,190	1,259	1,367	1,492
流动资产	8,742	9,781	15,527	31,978	61,349
固定资产	10,597	13,545	16,421	19,298	22,175
长期股权投资	114	133	133	133	133
无形资产	354	351	351	351	351
其他长期资产	4,237	6,033	4,889	4,745	5,510
非流动资产	15,302	20,061	21,794	24,527	28,169
资产总计	24,045	29,842	37,321	56,506	89,519
短期借款	3,560	4,715	6,571	0	0
应付账款	1,587	3,462	4,505	6,542	10,650
其他流动负债	3,176	5,411	5,575	6,391	7,153
流动负债	8,323	13,588	16,651	12,933	17,803
长期借款	1,534	1,069	1,069	1,069	1,069
其他长期负债	1,451	1,477	1,477	1,477	1,477
非流动性负债	2,985	2,547	2,547	2,547	2,547
负债合计	11,308	16,134	19,198	15,480	20,349
股本	1,158	2,085	2,162	2,162	2,162
资本公积	3,865	2,938	2,861	2,861	2,861
归属于母公司所有者权益合计	12,737	12,289	16,660	39,320	67,117
少数股东权益	0	1,418	1,464	1,705	2,052
股东权益合计	12,737	13,708	18,124	41,026	69,169
负债股东权益总计	24,045	29,842	37,321	56,506	89,519

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,366	526	4,520	24,164	34,685
所得税支出	0	2	0	0	0
折旧和摊销	889	1,285	1,267	1,267	858
营运资金的变化	-1,777	-967	-2,060	-1,737	-2,166
其他经营现金流	309	511	593	318	-216
经营现金流合计	1,787	1,358	4,320	24,012	33,160
资本支出	-6,276	-5,047	-3,000	-4,000	-4,500
投资收益	22	70	33	42	49
其他投资现金流	-187	-804	0	0	0
投资现金流合计	-6,441	-5,781	-2,967	-3,958	-4,451
发行股票	5,511	1,411	0	0	0
负债变化	14,706	24,651	1,856	-6,571	0
股息支出	-799	-104	-104	-1,262	-6,541
其他融资现金流	-11,366	-23,310	-626	-360	167
融资现金流合计	8,052	2,647	1,125	-8,193	-6,374
现金及现金等价物净增加额	3,398	-1,776	2,479	11,861	22,335

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	79.14%	33.32%	47.08%	156.64%	47.32%
营业利润增长率	7.25%	-78.07%	763.27%	434.39%	43.50%
净利润增长率	1.88%	-78.01%	760.27%	434.55%	43.54%
毛利率	29.81%	9.82%	29.08%	53.46%	51.64%
EBITDA Margin	35.43%	17.45%	32.34%	50.56%	47.05%
净利率	23.56%	3.89%	22.73%	47.34%	46.12%
净资产收益率	18.57%	4.23%	26.86%	60.84%	51.16%
总资产收益率	9.84%	1.74%	11.99%	42.34%	38.36%
资产负债率	47.03%	54.07%	51.44%	27.40%	22.73%
所得税率	0.00%	-0.37%	0.00%	0.00%	0.00%
股利支付率	33.79%	20.04%	28.20%	27.34%	25.20%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和 markets 法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。