

牧原股份 (002714.SZ) 成本下降路径持续验证, 未来三年出栏量有望高增

2020年10月19日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

陈雪丽 (分析师)

陈昕晖 (联系人)

chenxueli@kysec.cn

chenxinhui@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

证书编号: S0790120090006

日期	2020/10/19
当前股价(元)	74.20
一年最高最低(元)	139.92/65.18
总市值(亿元)	2,780.89
流通市值(亿元)	1,851.26
总股本(亿股)	37.48
流通股本(亿股)	24.95
近3个月换手率(%)	64.25

● 成本下降路径持续验证, 未来三年出栏量有望高增, 维持“买入”评级

牧原股份发布2020年三季报: 2020年前三季度公司实现营业收入391.65亿元, 同比增长233.79%, 归母净利润209.88亿元, 同比增长1413.28%; 单Q3营业收入181.32亿元, 同比增长296.46%, 归母净利润102.04亿元, 同比增长561.46%。考虑到公司成本下降及出栏量释放均符合预期, 我们维持此前盈利预测, 预计公司2020-2022年归母净利润为315/276/161亿元, 对应EPS为8.41/7.37/4.30元, 当前股价对应PE为9/10/17倍, 维持“买入”评级。

● 2020全年出栏目标无忧, 完全成本下降路径持续验证

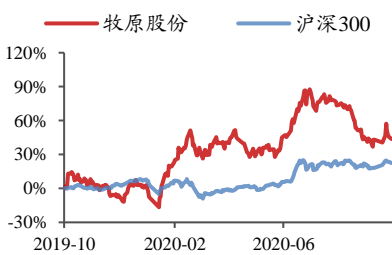
出栏量来看, 2020年前三季度共出栏生猪1188.1万头, 同比增长49.80%, 其中商品猪666.9万头, 仔猪467.8万头, 种猪53.4万头。单Q3出栏生猪510.1万头, 同比增长141%, 环比增长21%, 其中商品猪270.2万头, 仔猪194.8万头, 种猪45.1万头。截止9月底存货140亿元, 相比6月底增长24%, 增速进一步扩大, 短期来看出栏量有望逐季加速扩张, 维持全年出栏量目标1900万头。完全成本来看, 2020Q3完全成本进一步下降至12.5元/公斤, 前期成本下降逻辑逐步验证, 未来随着出栏量的大幅释放成本仍有下行空间。

● 紧抓行业机遇大力扩张, 未来三年出栏量高增可期

2020年9月底生产性生物资产60.87亿元, 同比增长114.55%, 能繁母猪存栏221.6万头, 同比增长146%, 相比6月底增长16%, 公司种猪主要系自供, 按照当前补栏节奏预计2020年底能繁母猪将超过250万头; 固定资产404.61亿元, 同比增长159%, 相比6月底增长32%, 我们预计截至9月底产能已达约4200万头; 在建工程140.87亿元, 同比增长184%, 相比6月底增长14%; 单Q3资本开支136.98亿元, 环比增长34.5%, 环比持续提速。公司产能扩张力度呈现逐季加大势头, 2021-2022年出栏量高增可期。

● **风险提示:** 非洲猪瘟疫情、养殖成本提升、出栏量扩张不及预期、猪价高景气不及预期。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-养殖成本持续下降, 生猪出栏量有望加速释放》-2020.7.19

《公司首次覆盖报告-自繁自养生猪养殖龙头企业, 体系优势奠定高成长基础》-2020.6.4

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,388	20,221	59,580	70,365	70,230
YOY(%)	33.3	51.0	194.6	18.1	-0.2
归母净利润(百万元)	520	6,114	31,533	27,609	16,116
YOY(%)	-78.0	1075.4	415.7	-12.4	-41.6
毛利率(%)	9.8	36.0	61.2	46.4	28.1
净利率(%)	3.9	30.2	52.9	39.2	22.9
ROE(%)	3.9	20.0	52.4	32.1	16.0
EPS(摊薄/元)	0.14	1.63	8.41	7.37	4.30
P/E(倍)	534.6	45.5	8.8	10.1	17.3
P/B(倍)	28.3	13.5	5.5	3.6	3.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9781	19592	21719	40073	51665
现金	2778	10933	5232	17726	22988
应收票据及应收账款	0	16	0	0	0
其他应收款	10	8	52	16	53
预付账款	93	508	576	795	621
存货	5813	7166	14897	20575	27042
其他流动资产	1087	962	962	962	962
非流动资产	20061	33294	64106	88880	84171
长期投资	133	153	191	232	271
固定资产	15006	22699	41474	64866	64301
无形资产	351	432	470	518	564
其他非流动资产	4571	10010	21970	23263	19035
资产总计	29842	52887	85824	128953	135836
流动负债	13588	18169	15711	29747	24102
短期借款	4715	4256	7303	4207	4229
应付票据及应付账款	3462	8457	4657	16944	13030
其他流动负债	5411	5456	3751	8596	6843
非流动负债	2547	3006	6069	7646	4702
长期借款	2460	2907	6011	7582	4635
其他非流动负债	87	99	58	64	67
负债合计	16134	21175	21780	37393	28804
少数股东权益	1418	8604	10617	12379	13407
股本	2085	2205	3748	3748	3748
资本公积	2938	9847	8303	8303	8303
留存收益	4806	10648	35435	57480	70728
归属母公司股东权益	12289	23108	53428	79180	93624
负债和股东权益	29842	52887	85824	128953	135836

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1358	9989	23025	44633	10548
净利润	528	6336	33545	29371	17144
折旧摊销	1285	1684	2116	3638	4625
财务费用	538	528	913	1166	826
投资损失	-70	-42	-36	-42	-48
营运资金变动	-967	1372	-13526	10504	-11997
其他经营现金流	43	111	12	-3	-3
投资活动现金流	-5781	-12799	-32904	-28366	135
资本支出	5047	13121	30787	24732	-4749
长期投资	-796	211	-38	-39	-39
其他投资现金流	-1530	533	-2156	-3673	-4654
筹资活动现金流	2647	10366	953	-549	-5421
短期借款	1155	-459	-177	128	22
长期借款	-467	447	3105	1570	-2947
普通股增加	927	119	1543	0	0
资本公积增加	-927	6909	-1543	0	0
其他筹资现金流	1960	3350	-1975	-2247	-2496
现金净增加额	-1776	7552	-8926	15719	5262

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13388	20221	59580	70365	70230
营业成本	12074	12951	23145	37740	50500
营业税金及附加	22	27	86	107	104
营业费用	54	111	263	324	328
管理费用	500	691	2100	2455	2459
研发费用	91	112	354	408	411
财务费用	538	528	913	1166	826
资产减值损失	1	0	0	0	0
其他收益	375	460	684	1080	1440
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	70	42	36	42	48
资产处置收益	-0	6	1	2	2
营业利润	524	6315	33439	29288	17091
营业外收入	56	61	58	49	56
营业外支出	54	57	39	48	49
利润总额	526	6319	33458	29288	17098
所得税	-2	-17	-87	-83	-47
净利润	528	6336	33545	29371	17144
少数股东损益	8	222	2013	1762	1029
归母净利润	520	6114	31533	27609	16116
EBITDA	2176	8125	35830	33155	21569
EPS(元)	0.14	1.63	8.41	7.37	4.30

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	33.3	51.0	194.6	18.1	-0.2
营业利润(%)	-78.1	1105.2	429.5	-12.4	-41.6
归属于母公司净利润(%)	-78.0	1075.4	415.7	-12.4	-41.6
获利能力					
毛利率(%)	9.8	36.0	61.2	46.4	28.1
净利率(%)	3.9	30.2	52.9	39.2	22.9
ROE(%)	3.9	20.0	52.4	32.1	16.0
ROIC(%)	4.2	20.4	49.5	31.7	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	40.0	25.4	29.0	21.2
净负债比率(%)	46.9	-7.4	15.1	-3.9	-11.0
流动比率	0.7	1.1	1.4	1.3	2.1
速动比率	0.2	0.6	0.3	0.6	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.9	0.7	0.5
应收账款周转率	0.0	2572.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.8	2.2	3.5	3.5	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	1.63	8.41	7.37	4.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	2.67	6.14	11.91	2.81
每股净资产(最新摊薄)	2.62	5.51	13.60	20.47	24.32
估值比率					
P/E	534.6	45.5	8.8	10.1	17.3
P/B	28.3	13.5	5.5	3.6	3.1
EV/EBITDA	131.4	35.0	8.3	8.7	13.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835