业绩开始逐步兑现，出栏高增可期

——牧原股份（002714.SZ）2019 年年报点评

公司简报

买入（维持）

当前价：116.00 元

分析师

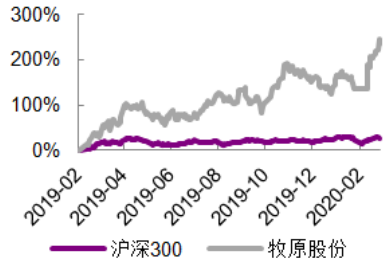
刘 晓波 (执业证书编号：S0930512080003)
021-52523800
liuxb@ebscn.com

王琦 (执业证书编号：S0930517120001)
021-52523836
wangqi16@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 22.05
总市值(亿元)：2557.35
一年最低/最高(元)：43.86/122.00
近 3 月换手率：48.99%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	40.29	24.99	143.66
绝对	42.02	30.01	152.87

资料来源：Wind

事件：

公司发布 2019 年年报，实现营业收入 202.21 亿，同比增 51.04%，归母净利润 61.14 亿，同比增 1075.37%。非洲猪瘟导致行业供需格局逆转，二季度起生猪供应趋于紧张，公司业绩亦逐季攀升，2019 年 Q1-Q4 净利润分别为 -5.57 亿、4.07 亿、16.04 亿、48.82 亿。

另公司公布 2019 年利润分配方案：拟以资本公积金转增股本方式向全体股东每 10 股转增 10 股并派送 5.5 元现金红利（含税）。高送转预期落地，增强公司股票流动性，助力公司长期稳定发展。

点评：

2019 年非洲猪瘟疫情严重，公司出栏量小幅下降，同时仔猪销售占比有所提升。2019 年公司销售生猪 1025.33 万头（同比-6.88%），其中商品猪 867.91 万头（同比-14.1%），仔猪 154.71 万头（同比+79.1%），种猪 2.71 万头（同比-28.7%）。虽然公司生猪存栏小幅下滑，但受益于猪价上行（2019 年 22 个省市生猪平均价 21.82 元/公斤，同比增长 71.8%），2019 年公司业绩大幅增长。

同时为顺应由“调猪”转向“调肉”的行业趋势，公司积极向下游延伸。2019 年，公司分别在河南省内乡县、正阳县、商水县启动 3 个屠宰厂项目，设计产能总计为 600 万头。

◆2020 年：储备丰富，量利同增

2020 年公司计划出栏生猪 1750 万头至 2000 万头。虽然非洲猪瘟疫情增加了实现目标的不确定性，但公司已具备实现 2019 年出栏目标的实力和动力：

1）公司采用独特的轮回二元育种体系，从 2019 年下半年开始积极储备种猪产能。截至 2019 年 12 月底，公司能繁母猪存栏为 128.32 万头，后备母猪存栏约 72 万头。2020 年 1 月份的配种量在 35 万头左右，仔猪出生量超过 200 万头，生猪存栏超过 1000 万头。公司储备已满足完成出栏目标生产需求。

2）2019 年底，公司新建成的育肥产能 2600-2700 万头左右，已可满足未来 1-2 年的生产需求。

3）公司 2019 年限制性股票激励措施中，解除第一个限售期的业绩考核目标是 2020 年生猪销售量较 2019 年增长率不低于 70%。

从行业趋势来看，2020 年上半年生猪供给依然短缺，价格维持高位。因 2019 年下半年留种增加，2019 年 9 月后，全国能繁母猪存栏开始触底回升。其对应着 2020 年下半年生猪供给将增加，预计届时价格或有所回落，但不改 2020 年全年均价同比大幅增长趋势。我们预测 2020 年猪价前高后低，整体均价 25-28 元/公斤，对应头猪利润将在 1200-1600 元。头猪利润高企，公司业绩进入兑现期。

◆**看好公司，维持“买入”评级**

2020 年下半年后，生猪供给逐步增加，预计生猪均价将下降。故我们下调 2020-2021 年盈利预测，同时新增 2022 年盈利预测。预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为：273 亿、189 亿和 198 亿，对应的 EPS 分别为：12.41 元、8.55 元和 8.98 元。非洲猪瘟给行业带来新的格局，规模化企业将更加受益，持续看好公司，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**

发生疫情风险，产能释放不及预期风险，产品价格不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,388	20,221	50,887	50,944	57,882
营业收入增长率	33.32%	51.04%	151.65%	0.11%	13.62%
净利润（百万元）	520	6,114	27,349	18,852	19,799
净利润增长率	-78.01%	1075.37%	347.29%	-31.07%	5.02%
EPS（元）	0.25	2.77	12.41	8.55	8.98
ROE（归属母公司)（摊薄）	4.23%	26.46%	55.54%	31.49%	26.76%
P/E	465	42	9	14	13
P/B	19.7	11.1	5.2	4.3	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 2 月 26 日

原点资产

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,388	20,221	50,887	50,944	57,882
营业成本	12,074	12,951	21,563	29,510	35,017
折旧和摊销	1,282	1,678	2,317	3,359	4,168
税金及附加	22	27	76	76	87
销售费用	54	111	254	280	318
管理费用	500	691	1,908	2,292	2,663
研发费用	91	112	178	306	347
财务费用	538	528	147	148	138
投资收益	70	42	70	76	85
营业利润	524	6,315	27,441	18,916	19,859
利润总额	526	6,319	27,449	18,922	19,864
所得税	-2	-17	0	0	0
净利润	528	6,336	27,449	18,922	19,864
少数股东损益	8	222	100	70	65
归属母公司净利润	520	6,114	27,349	18,852	19,799
EPS(按最新股本计)	0.25	2.77	12.41	8.55	8.98

现金流量表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,358	9,989	23,564	17,423	19,042
净利润	520	6,114	27,349	18,852	19,799
折旧摊销	1,282	1,678	2,317	3,359	4,168
净营运资金增加	739	-2,511	13,019	4,958	6,575
其他	-1,183	4,708	-19,120	-9,747	-11,500
投资活动产生现金流	-5,781	-12,799	-19,708	-8,724	-11,315
净资本支出	-5,038	-13,036	-18,000	-10,000	-12,000
长期投资变化	133	153	0	0	0
其他资产变化	-876	84	-1,708	1,276	685
融资活动现金流	2,647	10,366	-3,594	-8,687	-6,200
股本变化	927	119	0	0	0
债务净变化	2,343	-643	-2,235	-304	-386
无息负债变化	2,483	5,684	-1,353	-765	-340
净现金流	-1,776	7,552	262	13	1,526

资产负债表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	29,842	52,887	75,535	85,154	98,615
货币资金	2,778	10,933	11,195	11,208	12,734
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	16	41	25	29
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款（合计）	10	8	25	25	29
存货	5,813	7,166	11,860	16,083	20,660
其他流动资产	1,087	962	1,330	1,330	1,400
流动资产合计	9,781	19,592	24,774	28,967	35,202
其他权益工具	0	143	143	143	143
长期股权投资	133	153	153	153	153
固定资产	13,545	18,864	31,994	37,398	43,257
在建工程	3,680	8,599	8,474	8,231	8,423
无形资产	351	432	410	390	370
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	601	1,063	1,676	1,676	1,676
非流动资产合计	20,061	33,294	50,761	56,187	63,414
总负债	16,134	21,175	17,587	16,518	15,793
短期借款	4,715	4,256	1,931	1,678	1,192
应付账款	2,713	5,098	4,313	4,131	4,202
应付票据	749	3,359	2,156	2,066	1,926
预收账款	39	221	127	92	87
其他流动负债	2,598	799	1,259	1,260	1,399
流动负债合计	13,588	18,169	14,381	13,162	12,337
长期借款	1,069	1,117	1,317	1,467	1,567
应付债券	1,390	1,390	1,790	1,790	1,790
其他非流动负债	47	99	99	99	99
非流动负债合计	2,547	3,006	3,206	3,356	3,456
股东权益	13,708	31,712	57,948	68,636	82,823
股本	2,085	2,205	2,205	2,205	2,205
公积金	3,401	10,381	10,949	10,949	10,949
未分配利润	4,343	10,114	35,682	46,299	60,422
归属母公司权益	12,289	23,108	49,244	59,862	73,984
少数股东权益	1,418	8,604	8,704	8,774	8,839

主要指标

盈利能力（%）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	9.8%	36.0%	57.6%	42.1%	39.5%
EBITDA 率	17.2%	41.9%	58.6%	43.9%	41.6%
EBIT 率	7.6%	33.6%	54.1%	37.3%	34.4%
税前净利润率	3.9%	31.3%	53.9%	37.1%	34.3%
归母净利润率	3.9%	30.2%	53.7%	37.0%	34.2%
ROA	1.8%	12.0%	36.3%	22.2%	20.1%
ROE（摊薄）	4.2%	26.5%	55.5%	31.5%	26.8%
经营性 ROIC	4.5%	20.4%	43.1%	25.6%	22.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	54%	40%	23%	19%	16%
流动比率	0.72	1.08	1.72	2.20	2.85
速动比率	0.29	0.68	0.90	0.98	1.18
归母权益/有息债务	1.35	2.73	7.89	10.09	13.33
有形资产/有息债务	3.22	6.17	12.01	14.25	17.67

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0%	1%	1%	1%	1%
管理费用率	4%	3%	4%	5%	5%
财务费用率	4%	3%	0%	0%	0%
研发费用率	1%	1%	0%	1%	1%
所得税率	0%	0%	0%	0%	0%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.05	0.55	3.74	2.57	2.70
每股经营现金流	0.65	4.53	10.69	7.90	8.64
每股净资产	5.89	10.48	22.34	27.15	33.56
每股销售收入	6.42	9.17	23.08	23.11	26.25

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	465	42	9	14	13
PB	19.7	11.1	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	110.2	32.5	9.4	12.5	11.6
股息率	0.0%	0.5%	3.2%	2.2%	2.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测　　注：按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼