

牧原股份 (002714)

2020-4-26

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

牧原股份一季报点评：业绩大幅释放，出栏高增长可期

报告要点

■ 事件描述

公司公布 2020 年一季报情况，一季度公司实现营收 80.7 亿，同比增长 165%，实现归属母公司股东净利润 41.3 亿，同比扭亏。

■ 事件评论

- 猪价上涨为公司业绩大幅增长主要原因。公司一季度生猪出栏 256.4 万头，同比下降 17%，其中商品猪 150.5 万头，仔猪 105.7 万头，种猪 0.2 万头。但由于猪价上涨，公司头均盈利大幅提升。一季度公司商品猪销售均价为 32.2 元/公斤，同比涨幅 198%。测算公司一季度商品猪头均盈利约 2240 元，仔猪头均盈利约 1376 元，带动公司业绩大增。
- 生产成本短期有所上行，后期或迎边际改善。剔除股权激励费用影响，我们测算公司一季度商品猪完全成本约 14.6 元/公斤，环比 2019 年 4 季度上升约 0.6 元/公斤。主要原因一方面一季度由于季节性原因疫病情况较去年 4 季度严重，使得成本有所上行；另一方面由于公司一季度出栏量下滑，但公司提前为产能扩张进行资本开支和人员储备，管理、折旧等费用大幅增长。从头均管理费用来看，剔除股权激励费用，公司一季度头均管理费用约 93 元，环比去年 4 季度提升 39 元/头，对于成本提升折算约 0.3 元/公斤。长期来看，随着公司出栏规模逐步回升，成本有望逐步下行，预计下半年生产成本或回到非洲猪瘟之前水平。
- 产能高速扩张，出栏高增长可期。一季度末公司生产性生物资产、固定资产和在建工程分别达 48、223 和 98 亿，同比增幅分别达 258%、60% 和 139%。公司一季度购建固定资产、无形资产以及其他长期资产支付的现金为 78 亿，同比增长 399%，也表明公司资本开支呈现加速增长态势，预计公司全年资本开支规模或超 200 亿元。公司 1 季度末能繁母猪存栏达 169.6 万头，较 2019 年末增长 41.3 万头。按一季度能繁母猪存栏增长幅度年化计算，预计年底公司能繁母猪存栏量将达 293.5 万头，同比增长 129%，因此对应 2021 年公司出栏预计将继续高增长。
- 看好公司未来发展，预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 17.84 元和 17.56 元，给予“买入”评级。

分析师 陈佳

☎ (8621) 61118733

✉ chenjia2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080003

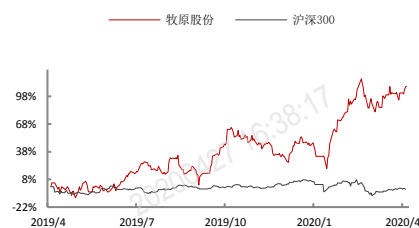
分析师 余昌

☎ (8621)61118733

✉ yuchang1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517030001

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《牧原股份一季度业绩预告点评：出栏逐步上行，高增长值得期待》2020-4-8

《跳出传统周期看牧原：向牧原股份学习系列报告之十》2020-3-26

《向牧原股份学习系列报告之九：公司未来能否维持高 ROE？》2020-3-23

风险提示：

1. 猪价上涨不达预期；
2. 公司出栏量增长不达预期，成本下行不达预期。

表 1：公司一季度业绩拆分情况¹

项目	1-2月	3月	2020Q1
商品猪销量（万头）	104.5	46.2	150.7
仔猪销量（万头）	35	70.7	105.7
商品猪销售均价（元/公斤）	32.5	31.4	32.2
仔猪销售均价（元/公斤）	150	180	160
仔猪销售均重（kg）	10	11	11
商品猪销售均重（kg）	121	141	127
仔猪营收（亿元）	5.25	13.36	18.61
商品猪营收（亿元）	40.99	20.45	61.44
养殖业务合计营收（亿元）	46.24	33.81	80.05
商品猪完全成本（元/公斤）	14.6	14.6	14.6
仔猪完全成本（元/公斤）	35	35	35
商品猪头均盈利（元）	2160	2367	2240
仔猪头均盈利（元）	1150	1522.5	1376
合计盈利（亿元）	26.6	21.7	48.3
股权激励费用（亿元）			2.9
少数股东权益（亿元）			4.1
归属净利润（亿元）			41.3

资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

¹ 注：公司 1 季度销售种猪 0.2 万头，因为占比体量较小，将之统一归为商品猪类型进行测算，预计对于测算结果影响不大。1-2 月份和 3 月份公司仔猪销量、仔猪销售价格均为预计值。由于季度总营收包含其他业务收入，养殖板块合计营收规模为公司月度公布数据。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	20221	70125	80250	94260
增长率(%)	51%	247%	14%	17%
归属母公司所有者净利润（百万元）	6114	39321	38722	39563
增长率(%)	1075%	543%	-2%	2%
每股收益(元)	2.77	17.84	17.56	17.95
净资产收益率(%)	26%	63%	38%	28%
每股经营现金流（元）	4.53	14.65	17.49	17.84

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20221	70125	80250	94260	货币资金	10933	47461	77704	107973
营业成本	12951	23205	32625	44190	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7270	46920	47625	50070	应收账款	16	0	0	0
%营业收入	36%	67%	59%	53%	存货	7166	10172	13854	18160
营业税金及附加	27	140	161	189	预付账款	508	186	261	354
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	970	1000	1006	1013
销售费用	111	701	803	943	流动资产合计	19592	58819	92825	127500
%营业收入	1%	1%	1%	1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	691	3506	4013	4713	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3%	5%	5%	5%	长期股权投资	153	153	153	153
财务费用	528	3156	3611	4242	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	5%	5%	5%	固定资产合计	18864	24364	30864	38864
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	432	432	432	432
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	42	165	5	5	递延所得税资产	25	25	25	25
营业利润	6315	39321	38701	39535	其他非流动资产	13820	9985	9985	9985
%营业收入	31%	56%	48%	42%	资产总计	52887	93778	134284	176960
营业外收支	5	40	40	40	短期贷款	4256	5000	5000	5500
利润总额	6319	39361	38741	39575	应付款项	8457	5086	7151	9685
%营业收入	31%	56%	48%	42%	预收账款	221	210	241	283
所得税费用	-17	0	0	0	应付职工薪酬	471	464	653	884
净利润	6336	39361	38741	39575	应交税费	22	70	80	94
归属于母公司所有者的净利润	6114	39321	38722	39563	其他流动负债	4742	3270	3741	4319
少数股东损益	222	39	19	12	流动负债合计	18169	14100	16865	20765
EPS（元/股）	2.77	17.84	17.56	17.95	长期借款	1117	3117	4117	4317
现金流量表（百万元）					应付债券	1790	5390	3390	2390
经营活动现金流净额	9989	32307	38558	39337	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	26	165	5	5	其他非流动负债	99	99	99	99
长期股权投资	-20	0	0	0	负债合计	21175	22707	24471	27572
无形资产投资	-81	0	0	0	归属于母公司	23108	62429	101150	140714
固定资产投资	-5320	-5500	-6500	-8000	少数股东权益	8604	8643	8663	8674
其他	-7404	3875	40	40	股东权益	31712	71072	109813	149388
投资活动现金流净额	-12799	-1460	-6455	-7955	负债及股东权益	52887	93778	134284	176960
债券融资	0	3601	-2000	-1000	基本指标				
股权融资	14031	0	0	0		2019A	2020E	2021E	2022E
银行贷款增加（减少）	-2778	2744	1000	700	EPS	2.77	17.84	17.56	17.95
筹资成本	-884	-663	-860	-812	BVPS	10.48	28.32	45.88	63.83
其他	-4	0	0	0	PE	46.30	7.20	7.31	7.15
筹资活动现金流净额	10366	5681	-1860	-1112	PEG	0.04	0.01	—	3.29
现金净流量	7556	36528	30243	30269	PB	12.25	4.53	2.80	2.01
					EV/EBITDA	35.02	5.96	5.22	4.34
					ROE	26%	63%	38%	28%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好:	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性:	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡:	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: 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; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。