

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

单月出栏生猪 182 万头，销量表现超预期。种猪及成本优势造成宽护城河，公司的成长性佳，有望凭借规模的快速增长穿越盈利周期，其市占率或在 3-4 年内提升至 10%-15%。维持“买入”评级。

■ **销量稳步增长，7 月出栏 182 万头。**公司披露 2020 年 7 月月报。单月出栏生猪 181.6 万头，同比增长 167%、环比增长 19%。销量表现超预期。估算其中肥猪出栏量约 102 万头（同比增长 60%+，环比增长 20%+）、仔猪出栏量约 80 万头。其中肥猪均价 35.2 元/公斤，与同类上市公司的差价进一步收窄；估算肥猪出栏均重约 127-129 公斤/头。

■ **猪价强势反弹，长景气可期。**短期来看，受猪肉进口量减少、生猪供给低位、消费复苏等因素的影响，猪价有望在 3 季度迎来强势反弹。截至 8 月 5 日，猪价已反弹至 38 元/公斤、较前期低点上涨 40%。中长期来看，猪价预计逐渐进入周期下行期，但是，如无效非瘟疫苗，猪肉缺口在未来 2-4 年内或仍将存在，猪价的绝对值仍有望长期维持高位。

■ **规模快速增长，穿越周期可期。**结合 2020 年 6 月底的消耗性生物资产情况估算，预计公司 2020 年出栏量可顺利完成 1750-2000 万头的计划（同比增长 71%-95%）。同时，从近几个报告期的情况来看，公司在建工程转固在 2020 年明显加速，显示其猪场建设完工速度加快。同时，上半年公司的资本开支达 180 亿元。考虑到公司经营现金流有望逐季向上，预计全年资本开支或可达 400 亿元（同比增长约 2 倍）。不仅如此，公司的能繁母猪存栏在 2020 年 6 月底已达 191 万头。按当前每季度留种 20-40 万头的速度来看，预计年底能繁母猪存栏可达 260 万头（同比增长 1 倍）、全年能繁母猪存栏中枢约 220 万头。综合考虑固定资产、资本开支、及母猪存栏情况，预计公司在 2021 年的生猪出栏量可达 4000 万头以上（同比增长 1 倍以上）。快速的规模增长有望护航其盈利水平穿越周期，在猪价下行后仍逆势增长。

■ **护城河宽，长期市占率或达 10%-15%。**一方面，公司建立了独特的轮回二元育种体系（可以直接留存商品肉猪作为种猪使用），保障其在行业内极度缺乏母猪的形势下仍能快速扩张种猪规模。另一方面，公司相较于同业上市公司具备明显的成本优势。种猪优势和成本优势有望形成公司长期成长的护城河。公司或弯道超车成为我国第一大猪企，其市占率在 3-4 年内有望提升至 10%-15%。

■ **风险因素：**畜禽价格上涨低于预期；原料价格剧烈波动；畜禽疫情风险。

■ **投资建议：**猪价强势反弹且景气有望延长，预计公司盈利有望逐季度高增。维持 2020/21/22 年 EPS 预测为 11.58 元/14.35 元/4.34 元。公司成本优势明显、成长性强，维持“买入”评级。

牧原股份	002714
评级	买入（维持）
当前价	94.70 元
总股本	3,748 百万股
流通股本	2,365 百万股
52 周最高/最低价	133.7/62.64 元
近 1 月绝对涨幅	3.52%
近 6 月绝对涨幅	51.99%
近 12 月绝对涨幅	60.47%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,388.16	20,221.33	69,496.80	97,984.00	92,000.00
营业收入增长率	33%	51%	244%	41%	-6%
净利润(百万元)	520.21	6,114.36	43,404.86	53,789.98	16,258.69
净利润增长率	-78%	1075%	610%	24%	-70%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.17	2.82	11.58	14.35	4.34
毛利率%	10%	36%	67%	59%	21%
净资产收益率 ROE%	4.23%	26.46%	66.47%	49.61%	14.37%
每股净资产 (元)	3.28	6.17	17.42	28.93	30.19
PE	518	31	8	6	20
PB	27	14	5	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 5 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,388	20,221	69,497	97,984	92,000
营业成本	12,074	12,951	22,632	40,576	73,025
毛利率	9.82%	35.95%	67.43%	58.59%	20.63%
营业税金及附加	22	27	139	163	154
销售费用	54	111	229	225	230
营业费用率	0.40%	0.55%	0.33%	0.23%	0.25%
管理费用	500	691	2,641	2,254	2,576
管理费用率	3.74%	3.42%	3.80%	2.30%	2.80%
财务费用	538	528	119	118	118
财务费用率	4.02%	2.61%	0.17%	0.12%	0.13%
投资收益	70	42	45	20	36
营业利润	524	6,315	43,829	54,471	16,426
营业利润率	3.91%	31.23%	63.07%	55.59%	17.85%
营业外收入	56	61	54	57	58
营业外支出	54	57	40	85	61
利润总额	526	6,319	43,843	54,443	16,423
所得税	(2)	(17)	0	0	0
所得税率	-0.37%	-0.27%	0.00%	0.00%	0.00%
少数股东损益	8	222	438	653	164
归属于母公司股东的净利润	520	6,114	43,405	53,790	16,259
净利率	3.89%	30.24%	62.46%	54.90%	17.67%

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	526	6,319	43,843	54,443	16,423
所得税支出	2	17	0	0	0
折旧和摊销	1,285	1,684	3,238	4,869	4,969
营运资金的变化	-967	1,372	-3,768	-195	-743
其他经营现金流	511	596	74	98	83
经营现金流合计	1,358	9,989	43,388	59,215	20,731
资本支出	-5,047	-13,121	-21,200	-36,300	-37,000
投资收益	70	42	45	20	36
其他投资现金流	-804	279	-48	-64	-85
投资现金流合计	-5,781	-12,799	-21,203	-36,344	-37,049
发行股票	1,411	14,031	0	0	0
负债变化	24,651	23,219	2,962	2,148	24,996
股息支出	-104	-1,213	-1,213	-10,658	-11,552
其他融资现金流	-23,310	-25,672	-119	-118	-118
融资现金流合计	2,647	10,366	1,630	-8,628	13,326
现金及现金等价物净增加额	-1,776	7,556	23,815	14,244	-2,992

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,778	10,933	34,748	48,992	46,000
存货	5,813	7,166	12,290	21,340	39,490
应收账款	0	16	18	34	42
其他流动资产	1,190	1,477	1,451	1,919	2,983
流动资产	9,781	19,592	48,507	72,285	88,515
固定资产	13,545	18,864	33,536	60,441	86,397
长期股权投资	133	153	153	153	153
无形资产	351	432	432	432	432
其他长期资产	6,033	13,845	17,183	21,772	27,933
非流动资产	20,061	33,294	51,304	82,799	114,915
资产总计	29,842	52,887	99,811	155,084	203,430
短期借款	4,715	4,256	7,218	9,366	34,362
应付账款	3,462	8,457	8,788	17,962	36,122
其他流动负债	5,411	5,456	6,458	6,623	6,941
流动负债	13,588	18,169	22,463	33,951	77,425
长期借款	1,069	1,117	1,117	1,117	1,117
其他长期负债	1,477	1,889	1,889	1,889	1,889
非流动性负债	2,547	3,006	3,006	3,006	3,006
负债合计	16,134	21,175	25,469	36,957	80,431
股本	2,085	2,205	3,748	3,748	3,748
资本公积	2,938	9,847	8,303	8,303	8,303
归属于母公司所有者权益合计	12,289	23,108	65,300	108,432	113,139
少数股东权益	1,418	8,604	9,042	9,696	9,860
股东权益合计	13,708	31,712	74,342	118,128	122,999
负债股东权益总计	29,842	52,887	99,811	155,084	203,430

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	33.32%	51.04%	243.68%	40.99%	-6.11%
营业利润增长率	-	1105.18%	594.07%	24.28%	-
净利润增长率	-	1075.37%	609.88%	23.93%	-
毛利率	9.82%	35.95%	67.43%	58.59%	20.63%
EBITDA Margin	17.45%	42.14%	67.29%	59.99%	23.20%
净利率	3.89%	30.24%	62.46%	54.90%	17.67%
净资产收益率	4.23%	26.46%	66.47%	49.61%	14.37%
总资产收益率	1.74%	11.56%	43.49%	34.68%	7.99%
资产负债率	54.07%	40.04%	25.52%	23.83%	39.54%
所得税率	-0.37%	-0.27%	0.00%	0.00%	0.00%
股利支付率	20.04%	19.83%	24.55%	21.48%	21.95%

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.（金融服务牌照编号：350159）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；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 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 INZ000001735，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 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

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。