

## 牧原股份

002714

买入 (维持)

## 出栏放量，持续兑现业绩

2020 年 04 月 27 日

## 市场数据

市场数据日期	2020-04-24
收盘价(元)	128.40
总股本(百万股)	2204.61
流通股本(百万股)	1390.92
总市值(百万元)	283071.71
流通市值(百万元)	178593.76
净资产(百万元)	27549.61
总资产(百万元)	70973.24
每股净资产	12.50

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20221	54900	66640	81900
同比增长(%)	51.0%	171.5%	21.4%	22.9%
净利润(百万元)	6114	32576	32882	33951
同比增长(%)	1075.4%	432.8%	0.9%	3.3%
毛利率(%)	36.0%	63.8%	53.5%	45.3%
净利润率(%)	30.2%	59.3%	49.3%	41.5%
净资产收益率(%)	26.5%	56.4%	38.8%	29.6%
每股收益(元)	2.77	14.78	14.91	15.40
每股经营现金流(元)	0.62	12.74	15.94	15.60

## 相关报告

《牧原股份一季报预告点评：出栏放量，持续释放大量业绩 2020-4-7》2020-04-07

《牧原股份年报点评：成本控制出色业绩大增，未来加速成长 2020-2-26》2020-02-27

《大规模股权激励高管及核心员工，未来两年有望实现跨越式发展》2019-11-10

分析师：

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

S0190518050002

研究助理：

## 投资要点

- **事件：**牧原股份 2020 年 Q1 营收 80.7 亿元 (+165%)，归母净利润 41.3 亿元 (+864%)，扣非后归母净利润 41.9 亿元 (+848%)，业绩符合我们此前预测。
- **出栏放量，持续兑现业绩。**1-2 月由于春节假期叠加物流影响，导致出栏较少，3 月放量，出栏 117 万头。Q1 出栏 256.4 万头，其中肥猪 150.5 万头，仔猪 105.7 万头，种猪 0.2 万头。我们估计肥猪均价 31.38 元/kg。由于 Q1 出栏量较少影响产能利用率，此外储备人员增加开支及新厂的开办费等因素，Q1 完全成本估计在 14.7 元/kg 左右，肥猪头均盈利 2085 元，肥猪业务盈利 31.4 亿元。仔猪头均盈利 1725 元，仔猪业务贡献利润 18.2 亿元。Q1 估计股权激励摊销费用约 3.6 亿元，少数股东权益 4.1 亿元。
- **资产负债表持续扩张，母猪产能快速增长。**2020 年 Q1 固定资产 223 亿(同比+60%，环比+18%)，在建工程 98.4 亿(同比+139%，环比+14%)，生产性生物资产 48 亿(同比+258%，环比+25%)。2 月底，公司能繁母猪存栏为 154.0 万头(环比 2019 年底增加 20%)，后备母猪存栏 74.0 万头。3 月底能繁母猪存栏为 169.6 万头，公司产能恢复增速远快于行业平均水平。

风险提示：猪价波动剧烈；疫情风险；出栏不及预期。

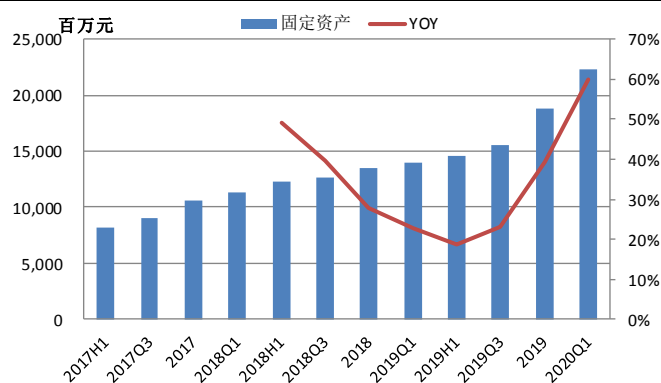
- **2020 年资本开支大幅上升，出栏量快速增长。**公司预计 2020 年资本开支约 200 亿左右。公司披露截止 2020 年 1 月，已建成的育肥产能在 2700 万头左右，已经完成流转的土地储备在 2000 多万头。公司目前储备的土地可以满足未来 1-2 年的建设，并且土地流转工作也在持续进行。2020 年，公司计划出栏生猪 1,750 万头至 2,000 万头，其中仔猪占比约 15-20%。
- **大规模股权激励绑定高管及核心员工，未来两年出栏有望持续放量。**2019 年 11 月公司股权激励计划覆盖了董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术人员等共 915 人。以 2019 年出栏量为基数，解锁条件为 2020-2021 年的出栏量不低于 1743 万、2563 万头。目前公司母猪产能足以支撑后续出栏规划，未来两年有望持续放量。
- **投资建议：**公司是养猪行业白马，产能快速增长，成本控制出色，业绩有望持续释放。我们调整公司 2020-2022 年归母净利润分别至：325.8、328.8、339.5 亿元，基于 2020-4-24 日收盘价，对应 PE 分别为：8.7、8.6、8.3 倍，维持“买入”评级。

表 1、牧原股份业绩拆分

	销量(万头)		均价(元/KG)		完全成本		头均盈利(元)		净利润(百万元)		养殖 利润
	仔猪	肥猪	仔猪	肥猪	仔猪	肥猪	仔猪	肥猪	仔猪	肥猪	
2018	86.4	1010.9	27.00	11.62	23.00	11.53	60	10	52	97	149
2019Q1	26.6	281.1	24.00	10.75	25.00	12.75	-15	-204	-4	-573	-577
2019Q2	32.7	241.1	40.00	14.26	25.00	13.00	225	129	73	310	383
2019Q3	35.4	176.23	47.00	20.91	25.00	13.50	330	808	117	1,423	1,540
2019M10	12.9	61.45	80.00	33.50	25.00	13.50	825	2500	106	1,536	1,643
2019M11	9.4	65.68	95.00	30.30	25.00	13.50	1050	2285	99	1,501	1,600
2019M12	13.4	69.34	85.00	30.52	25.00	13.50	900	2128	120	1,475	1,596
2019Q4	35.7	196.5	87.00	31.37	25.00	13.50	930	2305	332	4,529	4,861
2019	154.7	870.6	53.40	18.21	25.00	13.10	426	572	659	4,983	5,642
2020Q1	105.7	150.7	140.00	31.38	25.00	14.70	1725	2085	1,823	3,142	4,965

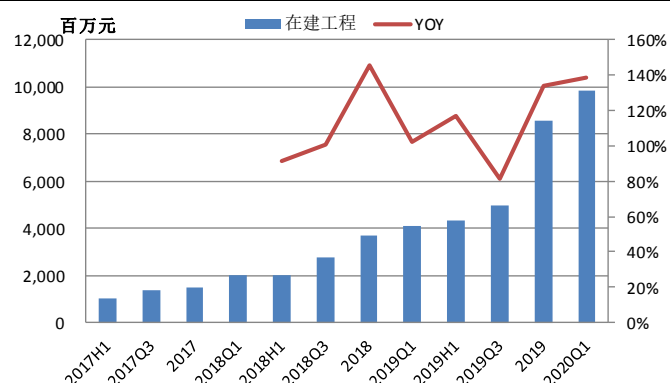
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1: 固定资产稳定增长



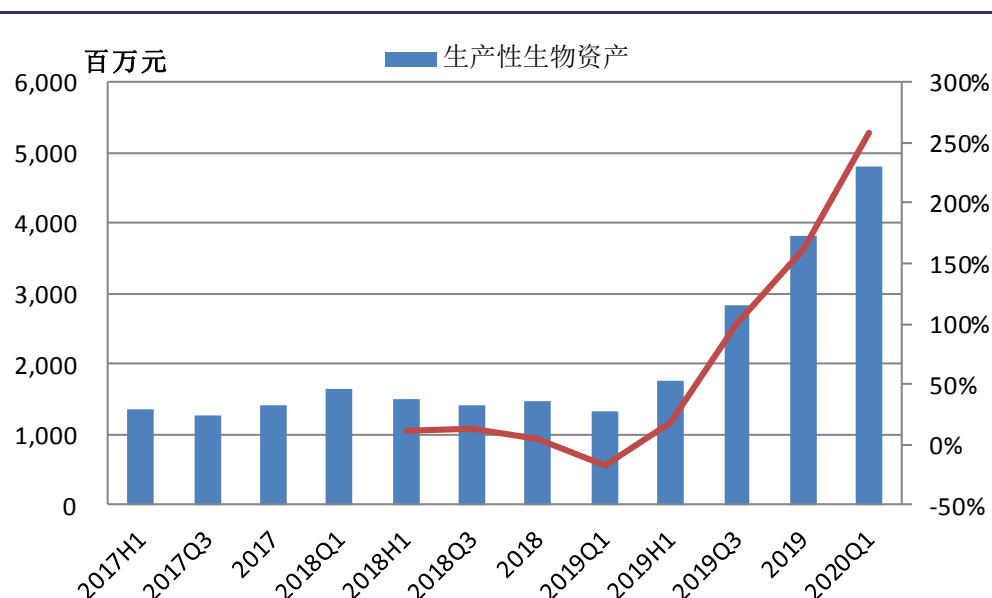
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2: 在建工程快速增长



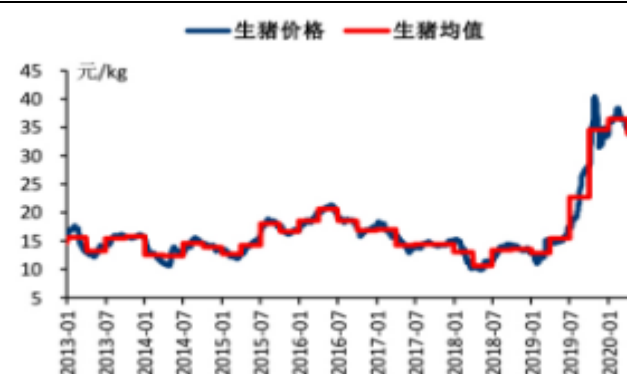
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3: 生产性生物资产加速增长



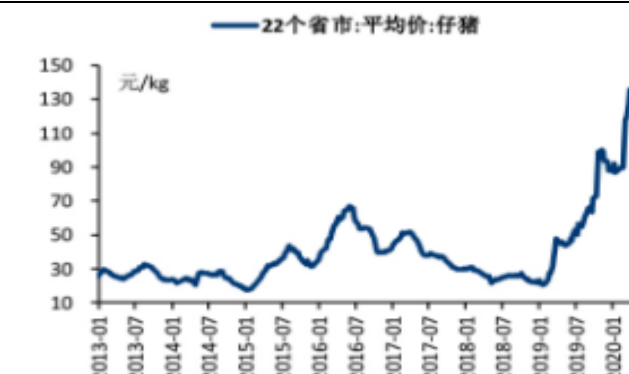
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4: 生猪价格景气



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5: 仔猪价格高位



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	19592	52294	83399	119425
货币资金	10933	41913	70249	100230
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	16	14	23	38
其他应收款	8	36	40	46
存货	7166	9940	12400	17904
<b>非流动资产</b>	33294	28831	28175	26709
可供出售金融资产	0	95	79	58
长期股权投资	153	134	140	142
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	18864	22596	23682	23140
在建工程	8599	4599	2600	1450
油气资产	0	0	0	0
无形资产	432	490	528	584
<b>资产总计</b>	52887	81125	111574	146134
<b>流动负债</b>	18169	12542	14815	18493
短期借款	4256	6000	6000	6000
应付票据	3359	1988	3100	4476
应付账款	5098	3578	4650	6714
其他	5456	975	1065	1303
<b>非流动负债</b>	3006	2167	3206	4166
长期借款	1117	2117	3117	4117
其他	1889	50	89	49
<b>负债合计</b>	21175	14709	18020	22659
股本	2205	2205	2205	2205
资本公积	9847	9847	9847	9847
未分配利润	10114	43208	67810	95953
少数股东权益	8604	8680	8783	8916
<b>股东权益合计</b>	31712	66416	93554	123475
<b>负债及权益合计</b>	52887	81125	111574	146134

现金流量表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6114	32576	32882	33951
折旧和摊销	1285	2077	2525	2803
资产减值准备	1	2	0	-1
无形资产摊销	14	10	11	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	581	380	233	22
投资损失	-70	-45	-53	-47
少数股东损益	222	77	102	134
营运资金的变动	-967	-7932	-560	-2449
<b>经营活动产生现金流</b>	1358	28093	35137	34393
<b>投资活动产生现金流</b>	-5781	1416	-1738	-1232
<b>融资活动产生现金流</b>	2647	1471	-5064	-3180
现金净变动	-1776	30980	28335	29981
现金的期初余额	4175	10933	41913	70249
现金的期末余额	2399	41913	70249	100230

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	20221	54900	66640	81900
营业成本	12951	19880	31000	44760
营业税金及附加	27	22	0	0
销售费用	111	301	365	449
管理费用	691	1877	2278	2800
财务费用	528	380	233	22
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	42	45	53	47
<b>营业利润</b>	6315	32685	33016	34116
营业外收入	61	18	18	18
营业外支出	57	50	50	50
<b>利润总额</b>	6319	32653	32984	34084
所得税	-17	0	0	0
<b>净利润</b>	6336	32653	32984	34084
少数股东损益	222	77	102	134
<b>归属母公司净利润</b>	6114	32576	32882	33951
<b>EPS (元)</b>	2.77	14.78	14.91	15.40

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性 (%)</b>				
营业收入增长率	51.0%	171.5%	21.4%	22.9%
营业利润增长率	1105.2%	417.6%	1.0%	3.3%
净利润增长率	1075.4%	432.8%	0.9%	3.3%
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	36.0%	63.8%	53.5%	45.3%
净利率	30.2%	59.3%	49.3%	41.5%
ROE	26.5%	56.4%	38.8%	29.6%

<b>偿债能力 (%)</b>				
资产负债率	40.0%	18.1%	16.2%	15.5%
流动比率	1.08	4.17	5.63	6.46
速动比率	0.68	3.38	4.79	5.49
<b>营运能力 (次)</b>				
资产周转率	48.9%	81.9%	69.2%	63.6%
应收帐款周转率	257274	366663	357795	26961
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	2.77	14.78	14.91	15.40
每股经营现金	0.62	12.74	15.94	15.60
每股净资产	10.48	26.19	38.45	51.96
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE	46.3	8.7	8.6	8.3
PB	12.3	4.9	3.3	2.5

## 分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn