

牧原股份 (002714)

“牧原模式” 高效扩张，尽享行业集中红利

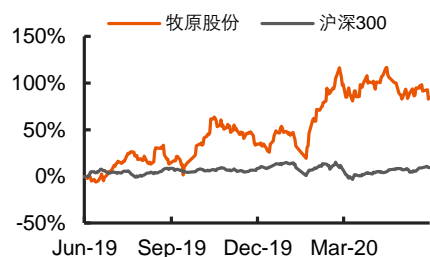
强烈推荐 (首次)

现价: 66.7 元

主要数据

行业	农林牧渔
公司网址	www.muyuanfoods.com
大股东/持股	秦英林/40.06%
实际控制人	钱瑛
总股本(百万股)	3,748
流通 A 股(百万股)	2,365
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	2,499.81
流通 A 股市值(亿元)	1,577.16
每股净资产(元)	6.69
资产负债率(%)	42.3

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*农林牧渔*双疫情下中国生猪产业链展望：供需两弱格局均在修复，后疫情时代聚焦产业升级》
2020-03-31

《行业年度策略报告*农林牧渔*产业升级浪潮高起，后非瘟时代谁主沉浮》
2019-12-16

《行业专题报告*农林牧渔*猪肉供给长期深度收缩，生产性生物资产拐点已现》
2019-09-26

证券分析师

蒋寅秋 投资咨询资格编号
S1060519100001
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点：

- 摘要：公司专注于生猪产业链垂直一体化布局，“牧原模式”低成本高速扩张源于企业家对行业深刻理解，以及股权结构、决策机制、执行力共同决定的系统化作战能力大幅领先于行业。短看公司最大化享受本轮超级周期行业集中红利，长看加速布局屠宰、零售，未来有望通过成本优势参与终端竞争，赚取品牌溢价。
- 出栏量近十年 CAGR 约达 40%，管理层专业专注+股权集中。公司股权集中，实控人为秦英林夫妇，合计持股 56.53%，管理层专业专注。公司收入、净利、出栏量、产能近十年复合增速分别为 47%、52%、39%、48%。
- “自育肥”以重资产消除农户端制约，早期慢积累后期强爆发。1) 周期视角考量，将生产周期最长的育肥环节内化，大幅提高系统整体决策效率，对频繁波动的周期快速响应，从而实现利润最大化。2) 成长视角考量，扩张不受农户数量&质量的约束，且随着长期育肥环节经验、数据的积累，叠加猪舍不断升级迭代、建造周期明显缩短、硬件水平快速提升，未来单点效率的提升将更易复制，从而推动整体生产效率持续提升。
- 产能扩张&销售节奏对猪价快速响应，最大化享受集中度提升红利。公司采用独特的“二元轮回杂交”牺牲部分杂种优势，换得了产能扩张/收缩以及销售节奏对价格的响应速度，并降低了疫病风险、组织工作的复杂性以及引种成本。传统二元母猪短缺、“三元肥转母”为 20-21 年供给端主要矛盾，防疫水平提升+二元轮回杂交育种体系使得公司通过大比例母仔猪留种迅速恢复产能，且随着留种比例的提升，生产效率边际下降幅度明显低于三元商品猪留种。1Q20 公司能繁母猪存栏已达 169.6 万头，是为数不多的能在非瘟常态化阶段向行业提供较高产能的公司，出栏量已进入加速上升通道。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13388	20221	58218	62105	61920
YoY(%)	33.3	51.0	187.9	6.7	-0.3
净利润(百万元)	520	6114	31286	27663	19598
YoY(%)	-78.0	1075.4	411.7	-11.6	-29.2
毛利率(%)	9.8	36.0	58.1	48.5	35.1
净利率(%)	3.9	30.2	53.7	44.5	31.7
ROE(%)	4.2	26.5	59.8	41.0	25.3
EPS(摊薄/元)	0.14	1.63	8.35	7.38	5.23
P/E(倍)	480.5	40.9	8.0	9.0	12.8
P/B(倍)	20.3	10.8	4.8	3.7	3.2

- **行业最低完全成本源于原料采购优势、经验积累、领先于行业的硬件水平&运营效率。**非瘟前公司已具有行业最低完全成本，主要因：1、饲料产能分布产量区，采购、物流成本相对较低；2、牧原模式不断升级迭代+硬件水平提高，单点效率提升并复制到全国；3、企业家精神、股权结构、决策机制、执行力共同决定的系统化作战能力大幅领先于行业。非瘟后行业内玩家成本相差较大，公司非瘟后成本优势扩大，主要得益于新厂硬件水平更高、“自育肥”模式避免了从农户端收集“三元肥转母”过程中额外增加的疫病风险，也避免在高猪价下支付农户过高的代养费；非瘟常态化+二元轮回杂交体系下，种猪、仔猪供给充裕，预计 4Q20 公司完全成本有望降至非瘟发生前的水平。
- **“牧原模式”源于对行业深刻理解，(自养+育种)×杠杆高速扩张，最低成本防守穿越周期。**中国生猪行业参与主体以散养户&家庭农户为主，极度分散、低效率、行业进出壁垒低，导致供给侧冲击事件（如蓝耳病&非瘟等疫病全国性爆发、环保去产能）有一定概率发生，一次性大幅清退低效产能，为龙头腾出利润、融资、政策空间，而每次冲击都将使集中度得到大幅跃升。“牧原模式”能够最快、最大程度的抓住历史性机遇进行扩张，利润留存+杠杆融资继续下注下一轮周期，而行业最低的完全成本为公司预留了足够的安全垫，即以高胜率的策略下注，赚钱、融资、加注。
- **短看最大化享行业集中红利，长看屠宰-终端布局打开新增长空间，给予“强烈推荐”评级。**公司低成本高速扩张源于：1、企业家精神：对产业链深刻的理解+极致专注，坚定走出了独特的“自育肥”+“二元轮回杂交”繁育体系的牧原模式；2、运营效率领先于行业：企业家精神、股权结构、决策机制、执行力共同决定的系统化作战能力大幅领先于行业。短期看，公司最大化享受本轮超级周期行业集中度提升红利，长期看，公司加速布局屠宰、零售，未来有望通过成本优势参与终端竞争，赚取品牌溢价，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。公司 20-21 年营业收入预测为 582.2、621.1 亿元，同比增 187.9%、6.7%；归母净利润预测为 312.9、276.6 亿元，同比+411.7%、-11.6%；EPS 预测为 8.35、7.38，对应 20-21 年 PE 分别为 8X、9X。
- **风险提示：**1、市场竞争风险：中长期看，随着行业整合，市场集中度提高，规模化企业的综合竞争实力可能进一步增强。未来公司的市场份额和收益水平可能因激烈市场竞争而下降；2、产品价格波动风险：若未来市场供需情况发生较大波动导致供应大于需求，则公司畜禽产品的价格将面临较大的下行风险，其经营业绩可能下滑甚至出现亏损；3、重大疫情风险：畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应，对未来期间市场供给和价格造成不确定影响；4、食品安全风险：公司一旦出现对产品质量控制的不到位，就可能引发食品安全问题，直接影响到公司的品牌、生产经营和盈利能力；5、原材料价格波动的风险：如果粮食原料及豆粕类原料价格出现较大波动，而公司不能及时通过改变配方控制成本或者无法及时向下游转移成本，将对公司营业成本、净利润产生较大影响。

正文目录

一、	管理层专业专注+股权集中，“牧原模式”高效扩张	6
二、	(自养+育种)×杠杆高速扩张，最低成本防守穿越周期	8
2.1	自育肥消除农户端制约，早期慢积累后期强爆发	8
2.2	产能扩张&销售节奏对猪价快速响应，最大化享受集中度提升红利	9
2.3	完全成本是猪企扩张生命线，由原料采购、硬件&经验、运营效率决定	13
2.4	以高胜率策略下注，赚钱、融资、加注	14
三、	份额提升空间仍大，屠宰-零售加速布局，“强烈推荐”	16
3.1	中期份额或从 6.3%升至 13.3%，长期仍有较大提升空间	16
3.2	屠宰在产业链定位上移，公司加速向终端延伸布局	17
3.3	投资建议：关键假设、盈利预测、估值分析	19
四、	风险提示	22

图表目录

图表 1	股权集中：公司实控人为秦英林夫妇，两人合计持股 56.53%	6
图表 2	2009-2019 年公司生猪出栏量 CAGR 为 39%	6
图表 3	2009-2019 年公司生猪产能 CAGR 为 48%	6
图表 4	2019 年公司营收 202.2 亿元，同比增 51%	7
图表 5	19 年公司商品猪收入 175.6 亿元，占总营收比 86.9%	7
图表 6	19 年归母净利润 61.1 亿元，同比增 1075%	7
图表 7	公司利润率随周期大幅波动	7
图表 8	“公司+农户”与“自繁自育”模式对比	8
图表 9	“自育肥”模式：年出栏增速中枢位于 40-60%，且增速波动较大	8
图表 10	“公司+农户”模式：年出栏增速中枢位于 10-20%，且增速波动较小	8
图表 11	最常用的商品猪生产模式：三元杂交	9
图表 12	轮回杂交示意图	9
图表 13	三元杂交育种体系：祖代-父母代（扩繁 12 个月）-商品代（10 个月）	10
图表 14	三元杂交与二元轮回杂交对比	10
图表 15	公司产能扩张节奏对猪价变化作出快速响应	11
图表 16	各种繁育方法效率的比较	11
图表 17	公司自 3Q19 能繁母猪（即产能）存栏快速恢复	12
图表 18	牧原自 3Q19 生产性生物资产快速回升	12
图表 19	非瘟常态化后，公司 2020 年月度自繁自养出栏量有望加速回升	12
图表 20	公司生产性生物资产同比增速与滞后 3 个季度的出栏量同比增速的关系	12
图表 21	公司在猪价底部以低成本防守穿越周期	13
图表 22	公司饲料业务产能释放情况	13
图表 23	公司根据能量原料性价比动态调整饲料配比结构	14
图表 24	公司商品猪完全成本拆分	14
图表 25	非瘟后公司成本优势扩大	14
图表 26	供给侧冲击事件使养殖集中度得到跃升	15
图表 27	“自育肥”+“二元轮回杂交”策略使得公司更容易抓住供给侧冲击带来的机遇	15
图表 28	从现金流量看公司高速扩张	16
图表 29	公司上市后直接融资明细	16
图表 30	公司上市后历年银行授信情况	16
图表 31	中国人均消费猪肉量近年持续下降	17
图表 32	中长期公司市占率可达 13.3%	17
图表 33	长期猪价由最有效率的生产者的成本决定	17
图表 34	中国生猪产业链各环节利润占比随生猪价格变动而变动	18
图表 35	美国养殖、屠宰环节实际利润（剔除价格因素）随规模化&效率提升逐渐下降	18
图表 36	后非瘟时代健全现代生猪流通体系是产业升级重要任务之一	19

图表 37	公司自 2019 年启动的屠宰项目	19
图表 38	公司盈利预测之关键假设	19
图表 39	公司当前估值 (PBttm) 位于 4 年均值+1X 标准差下方	20
图表 40	同行业可比公司估值对比	20
图表 41	公司 ROE 位于行列前列	21
图表 42	公司归母净利润率位于行业前列	21
图表 43	由于公司“自育肥”，总资产周转率偏低	21
图表 44	公司权益乘数位于行业中位	21

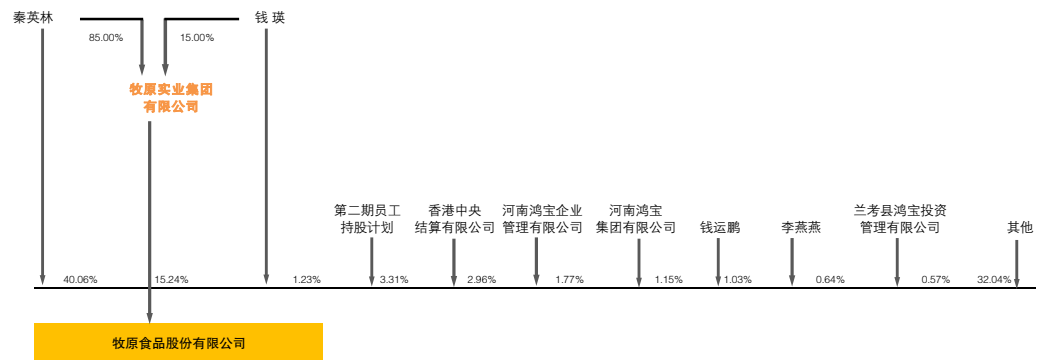
一、管理层专业专注+股权集中，“牧原模式”高效扩张

牧原食品股份有限公司成立于 2000 年，是中国最大的自育自繁、工业化、一体化生产的生猪养殖企业，集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工等环节于一体，专注于生猪产业链垂直一体化布局。

创始人专业&极致专注，二十余载成就养猪龙头。创始人秦英林先生毕业于河南农业大学畜牧专业，92 年与妻子钱瑛创业，从事生猪（商品猪）饲养；95 年开始规模化养殖；00 年设立牧原前身牧原养殖并开展生猪育种工作。05 年从加拿大引进 470 头曾祖代种猪，建成当时国内较大加系核心种猪场。牧原养殖于 09 年 12 月整体变更设立为河南省牧原食品股份公司，10 年 2 月更名为牧原食品股份有限公司，2014 年 1 月在 A 股上市，2019 年公司营收达 202 亿元，归母净利润 61.1 亿元。

公司股权集中，实控人为秦英林夫妇，合计持股 56.53%。根据 2020 年一季报，秦英林先生直接持股占比 40.06%，其妻子钱瑛女士直接持股占比 1.23%。秦英林夫妇还通过牧原集团间接持股占比 15.24%，两人直接和间接合计持股占公司 56.53%，为牧原股份实际控制人。

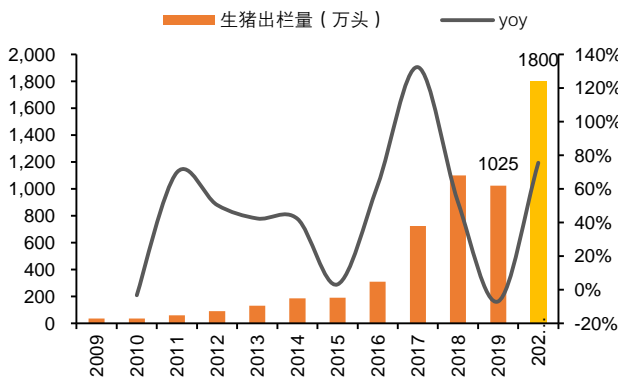
图表1 股权集中：公司实控人为秦英林夫妇，两人合计持股 56.53%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司出栏量十年 CAGR 约达 40%，收入、净利高速增长。公司 2009 年营业收入、归母净利润、生猪出栏量、生猪产能分别为 4.3 亿元、0.94 亿元、37 万头、50 万头，而 2019 年分别为 202.2 亿元、61.1 亿元、1025 万头、2594 万头，十年复合增速分别为 47%、52%、39%、48%。

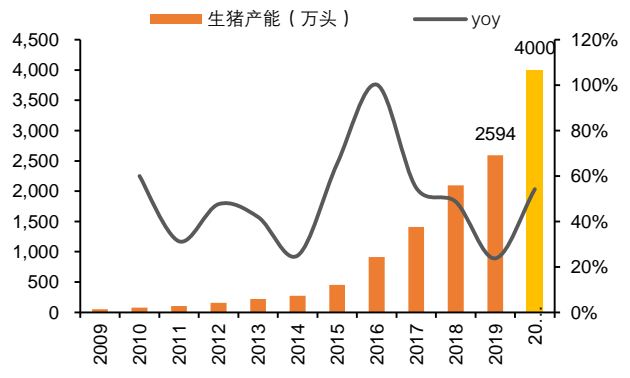
图表2 2009-2019 年公司生猪出栏量 CAGR 为 39%



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

备注：公司 2020 年预期生猪出栏量为平安农业估计

图表3 2009-2019 年公司生猪产能 CAGR 为 48%

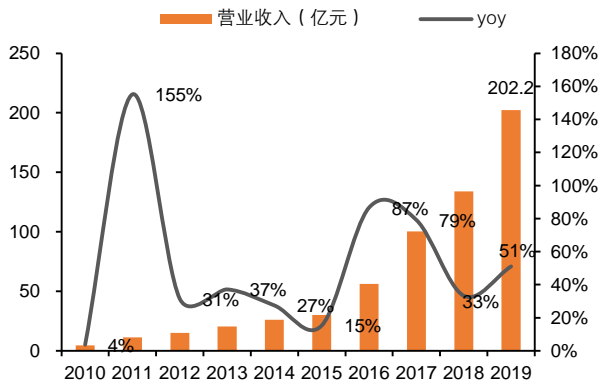


资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

备注：公司 2020 年预期生猪产能为平安农业估计

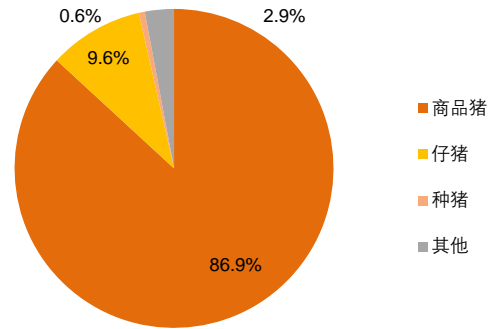
2019 年公司营收 202.2 亿元，同比增 51%，生猪收入 196.3 亿元，占总营收比 97.1%，其中商品猪收入 175.6 亿元，占比 86.9%，仔猪、种猪收入 19.4、1.2 亿元，占比约 9.6%、0.6%。2019 年公司共销售生猪 1025 万头，其中商品猪、仔猪、种猪分别为 868、155、2.7 万头。

图表4 2019 年公司营收 202.2 亿元，同比增 51%



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

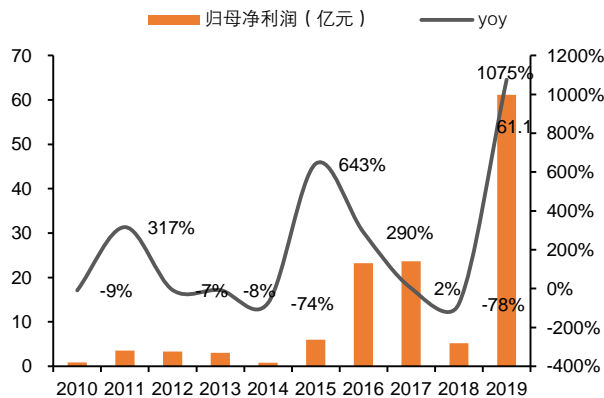
图表5 19 年公司商品猪收入 175.6 亿元，占总营收比 86.9%



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

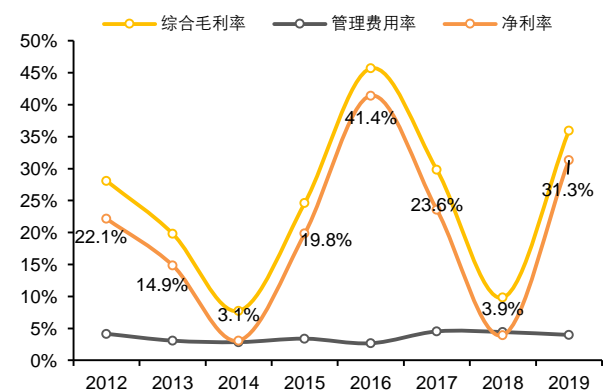
2019 年归母净利润 61.1 亿元，同比增 1075%。公司利润率随周期大幅波动，16 年周期波峰，公司净利润 23.2 亿元，净利率 41.4%；而在 14 年周期低点，净利润 0.8 亿元，净利率 3.1%；以及 18 年周期低点，净利润 5.2 亿元，净利率 3.9%。但由于公司领先的硬件水平+精细化管理下具有全行业最低的完全成本，即使在行业周期底部，公司能够保持微利或大幅缩短亏损时间。

图表6 19 年归母净利润 61.1 亿元，同比增 1075%



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表7 公司利润率随周期大幅波动



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

我们将公司实现低成本高速扩张归因于：

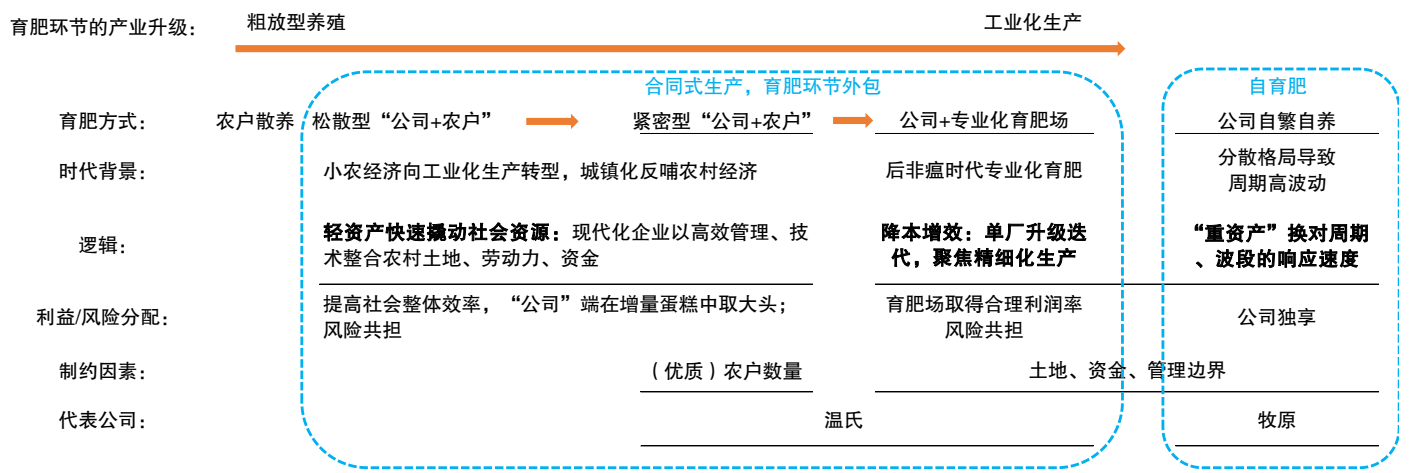
- 1、企业家精神：**对产业链深刻的理解+极致专注，坚定走出了独特的“自育肥”+“二元轮回杂交”繁育体系的牧原模式。
- 2、运营效率：**企业家精神、股权结构、决策机制、执行力共同决定的系统化作战能力大幅领先于行业，具体体现在总部对融资、财务、建设、生产、采购、销售等各环节的统筹，利润导向下，各线条对市场变化作出快速反应。

二、(自养+育种)×杠杆高速扩张,最低成本防守穿越周期

2.1 自育肥消除农户端制约,早期慢积累后期强爆发

模式没有最优的,只有最适合特定行业发展阶段的。生猪育肥环节具有重资产、所需配套设施多、生产周期长的特点,从表面看,“公司+农户”与“自育肥”区别仅在于育肥环节是由公司自己(建育肥场)完成还是以订单合同外包,但二者模式选择背后的逻辑、时代背景、地理环境均有不同。我们认为模式没有最优的,只有最适合行业发展特定阶段的。

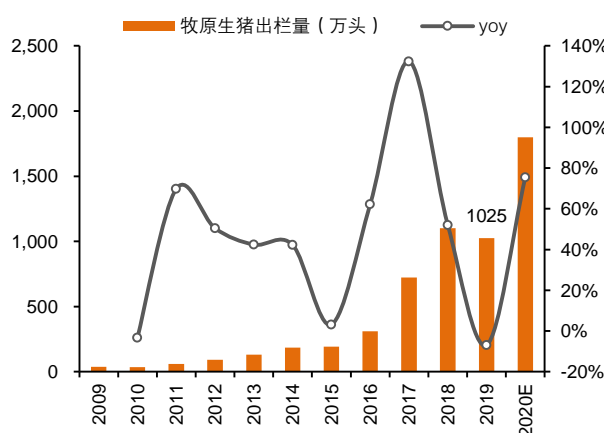
图表8 “公司+农户”与“自繁自育”模式对比



资料来源:公司网站,平安证券研究所

“公司+农户”前期扩张快,但天花板较低。早期行业极为分散,产业链条上各环节生产效率低下,大集团依靠轻资产撬动农村闲置土地、劳动力、资金等资源,实现快速扩张,有利于初期原始资本积累。但农户端的瓶颈限制了扩张天花板:1)由于育肥环节订单式外包降低企业对猪价波动响应速度;2)优质农户数量的瓶颈:随着“公司+农户”模式的大集团规模持续扩张,优质农户成为稀缺资源,限制企业进一步扩张的速度,此外代养费中枢抬升,从而完全成本提升。

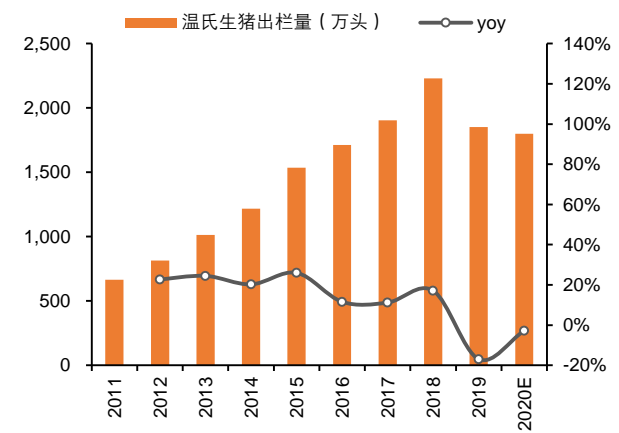
图表9 “自育肥”模式:年出栏增速中枢位于40-60%,且增速波动较大



资料来源:公司公告,平安证券研究所

备注:2020年预期生猪出栏量为平安农业估计

图表10 “公司+农户”模式:年出栏增速中枢位于10-20%,且增速波动较小



资料来源:公司公告,平安证券研究所

备注:2020年预期生猪出栏量为平安农业估计

自育肥以重资产消除农户端制约，早期慢积累后期爆发强。自育肥本质是以“重资产”为代价消除了周期波动+高速扩张中来自农户端外部不稳定因素的制约：

1) 周期视角考量，将生产周期最长的育肥环节内化，大幅提高系统整体决策效率，对频繁波动的周期快速响应，从而实现利润最大化。

2) 成长视角考量，扩张不受农户数量&质量的约束，且随着长期育肥环节经验、数据的积累，叠加猪舍不断升级迭代、建造周期明显缩短、硬件水平快速提升，未来单点效率的提升将更易复制，从而推动整体生产效率持续提升。

公司早期因重资产、体量小，缓慢滚雪球，但上市后尤其是 16 年至今，环保去产能+非洲猪瘟造成的超级猪周期，供给侧大幅出清为行业腾出巨大的利润、政策以及融资空间，公司“提前”进入爆发式增长阶段。

此外，在非瘟长期扎根于中国、传统三元杂交育种体系遭受严重破坏的当下，“自育肥”模式避免了从农户端收集“三元肥转母”过程中额外增加的疫病风险。

2.2 产能扩张&销售节奏对猪价快速响应，最大化享受集中度提升红利

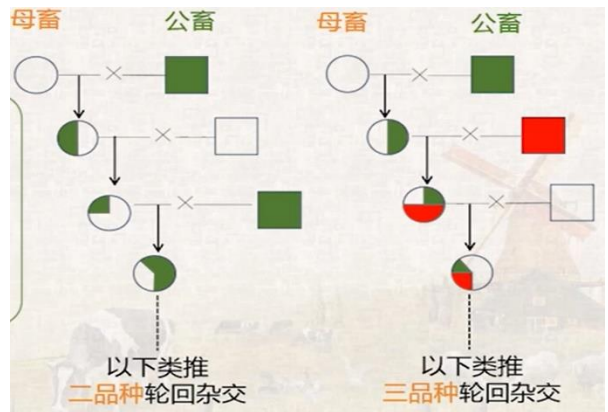
不同于行业一般的三元杂交育种体系：祖代-父母代（扩繁 12 个月）-商品代（10 个月），公司育种体系为“二元轮回杂交”：这种独特的育种体系具备肉、种兼用的特点，可以直接留种作为种猪使用。该体系使得公司的产能扩张/收缩、销售节奏能对猪价快速做出响应，实现利润最大化，更重要的是，每当行业出现供给侧大幅出清的机遇时，公司能够快速通过大比例留种扩产能，最大化享受集中度提升红利。

图表11 最常用的商品猪生产模式：三元杂交



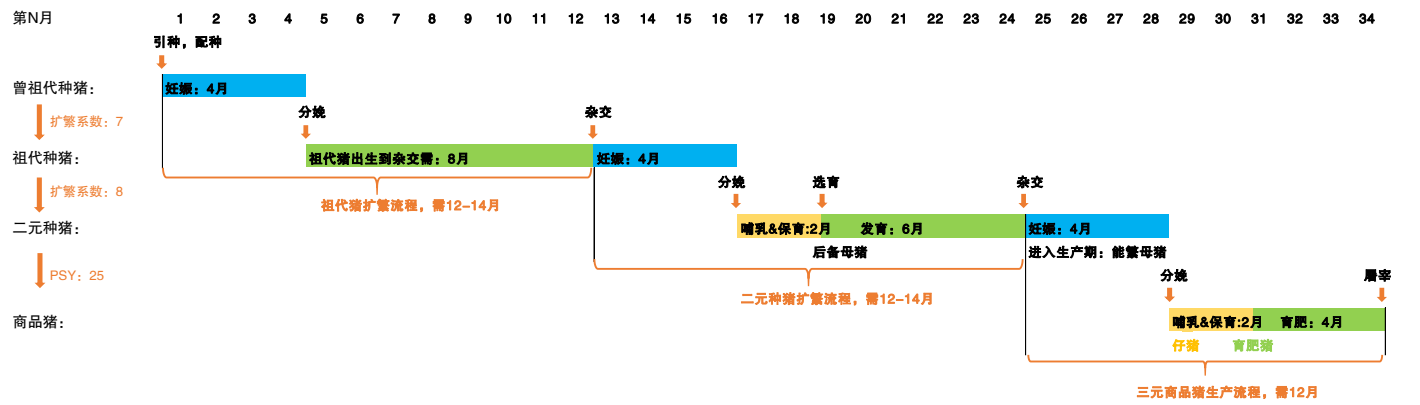
资料来源：百度图片、平安证券研究所

图表12 轮回杂交示意图



资料来源：百度文库、平安证券研究所

图表13 三元杂交育种体系：祖代-父母代（扩繁 12 个月）-商品代（10 个月）



资料来源：平安证券研究所

从经济效益上考量：二元轮回杂交牺牲了遗传互补性、相对的产品一致性及部分杂种优势，换得了产能扩张（/收缩）节奏对价格的响应速度，并降低了疫病风险、组织工作的复杂性以及引种成本。

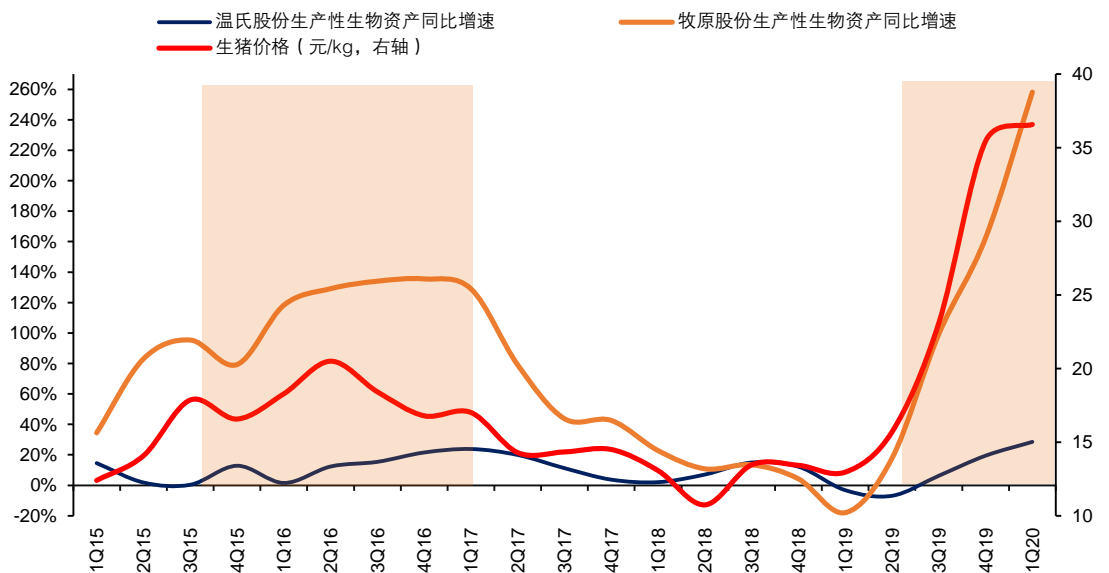
图表14 三元杂交与二元轮回杂交对比

	三元杂交	二元轮回杂交
定义	采用两个种群杂交，所生杂种一代母畜再与第三个种群的公畜杂交，所生二代杂种不论公母均用作商品代。	两个种群参与的轮回杂交，亦称作交替轮回杂交。实施这个繁育体系，需要两个种群的纯种公畜，按世代轮换使用。
杂种优势	<p>终端杂交是在终端父本群与二元杂种母本群间进行，由此，既可以100%利用到二元杂种母本群所携带的母本杂种优势，同时，又在三元杂种后代上，产生100%的直接杂种优势。</p>	<p>每个世代杂交组合的规律是，含种群A血统比例较高的杂种母畜与B种群的纯种公畜杂交，其后代母畜变得含B种群的血统比例较高，则与配公畜就改用A种群的纯种公畜了。长此轮回，繁育体系达到稳定平衡状态，杂种可保持67%的相对杂种优势。</p>
优势	<p>1、直接杂种优势表现为终端杂种仔猪在哺乳期间生活力提高，死亡率降低、生长速度稍快，断奶窝重的杂种优势率可达25%–30%，断奶至上市日增杂种优势达5%–10%。</p> <p>2、二元杂种母猪的出生窝产仔数杂种优势率5%–10%，而且育仔性能好，断奶窝重的杂种优势率高达25%。</p> <p>3、三元杂种集合了三个种群的差异和三个种群的互补效应，因而在单个数量性状上的杂种优势可能更大。</p>	<p>1、不需要单独维持两个纯繁种群，只需每代引入少量纯种公畜或冻精，大大减轻了工作负担和成本；</p> <p>2、每个世代引入最优秀的公猪精液，使商品猪及后备猪同步得到种猪选育场的遗传进展，猪群性能稳步提高。减少繁育体系的层次，既提高遗传扩散速度，又减少了疫病蔓延的风险；</p> <p>3、商品猪场自己选留后备母猪，避免后备母猪的持续引进，既降低引种成本，又降低潜在的疫病风险；</p> <p>4、减少所应用猪种数量，在育种投资有限的情况下集中资源培育长白猪和大白猪两个瘦肉型猪种；</p> <p>5、由于除第一次杂交外，各世代参加杂交的母畜都是杂种，可以充分利用母本杂种优势；</p> <p>6、由于每世代参加杂交的亲本群间都有很大的差异，因此可持续利用到一定程度的直接杂种优势。</p>
劣势	<p>1、三元杂交需要维持三个纯种亲本群，组织工作上较为复杂：在第一次杂交时注重繁殖性状，第二次杂交时强调生长性状，而且需要进行更多组合的配合力测定，一个层次是杂种母畜亲本间以繁殖性能为重点的配合力测定，另一层次是第三个种群与杂种母畜间以肥育性能为重点的配合力测定。</p> <p>2、在繁育体系中，产生的二元杂种公畜，直接作为副产品作商品用，使得副产品率提高，产品的一致性降低。</p>	<p>1、不能获得父本杂种优势；</p> <p>2、母本和个体杂种优势降低；</p> <p>3、不能很好地利用亲本性状的互补性；</p> <p>4、不利于取得产品规格的一致性。</p>

资料来源：《家畜育种学》 平安证券研究所

这使得公司产能扩张和销售节奏能够快速对猪价变化做出响应：1) 月度间根据商品猪、仔猪当前及未来 1-2 个季度的价格预判动态调整仔猪销售比例，如 1Q20 公司生猪出栏 256.4 万头，其中商品猪、仔猪、种猪分别为 150.5、105.7、0.2 万头，公司在仔猪价格持续创新高、头均盈利超 2000 元/头的阶段，大幅提高仔猪销售比例。2) 判断中期生猪价格进入上行通道，选择将母仔猪育肥后大比例转做后备母猪，快速扩张产能；3) 判断猪价即将进入下行通道时，降低母仔猪留种比例，提高仔猪销售占比。

图表15 公司产能扩张节奏对猪价变化作出快速响应



资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 传统二元母猪短缺为当前供给端主要矛盾，公司最大化享受集中度提升红利

非瘟冲击祖代&父母代，“三元肥转母”占比或已达 40%+。非瘟造成传统三元杂体系下祖代、父母代造成严重的产能去化。大多数采用三元杂交繁育体系的公司被迫在 19 年下半年采取“三元肥转母”的方式补充产能，当前“三元肥转母”占比或已达 40%+。

三元杂交的商品代并不适宜作为种猪：三元杂交需维持三个纯种亲本，又要保留一代杂种母猪，杂交繁育体系较为复杂，商品代很难达到较高的亲本纯度，因此不适宜留作后备种猪。具体效率损失体现为：配种成功率低、头胎产仔数低、死胎比例高、使用年限少、后代整齐度不好。

图表16 各种繁育方法效率的比较

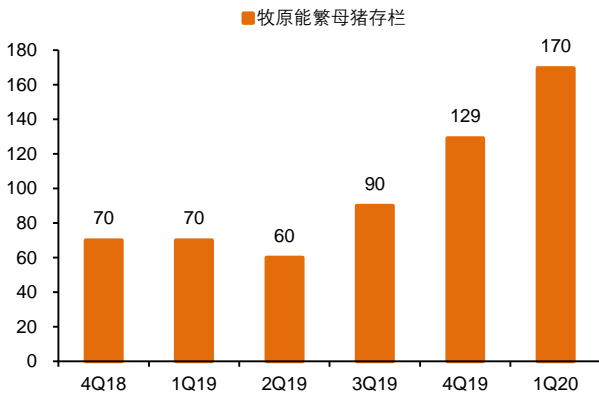
繁育方式	杂种优势			遗传互补性	后备母畜	产品一致性	副产品
	直接	母本	父本				
纯繁AA	-	-	-	无	是	+++	无
合成系(AB)syn	1/2	1/2	1/2	无	是	++	无
二元杂交AB	1	-	-	有	是	+++	有
回交A(AB)	1/2	1	-	减少	无	++	有
三元杂交C(AB)	1	1	-	有	无	++	有
四元杂交(AB)(CD)	1	1	1	有	无	+	有
二元轮回杂交(AB)rot	2/3	2/3	-	无	是	-	少
三元轮回杂交(ABC)rot	6/7	6/7	-	无	是	-	少
纯种终端轮回杂交C(AB)rot	1	2/3	-	有	是	-	少
杂种终端轮回杂交(AB)(CD)rot	1	2/3	1	有	是	-	少

资料来源：《家畜育种学》、平安证券研究所

生产效率下降程度视留种时的选留标准。因 2H19 行业产能受损严重，多数养殖户/公司对于三元商品代母（仔）猪“能留尽留”，估计当前产能效率损失较明显，草根调研了解到，大集团效率损失约 10-20%，一般养殖户达 30%，甚至有中小散户在 3-4Q19 留的三元母猪无法配种，造成大量损失。

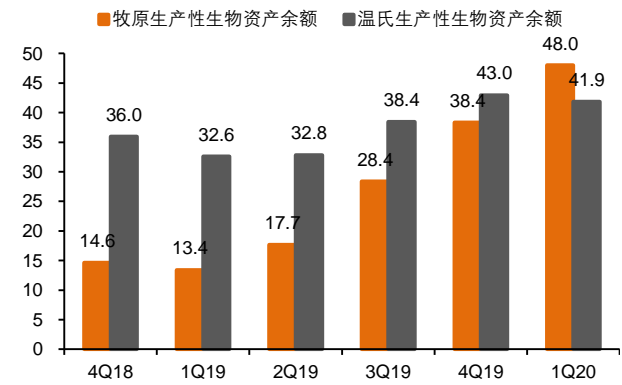
效率损失+二元母猪短缺拉长高猪价期，牧原最大化享受集中度提升红利。由于祖代-父母代-商品代需 20 个月+，传统二元母猪短缺成为 20-21 年供给端的主要矛盾，而采用二元轮回杂交体系牧原有望最大化享受集中度提升红利，防疫水平提升+二元轮回杂交育种体系使得公司通过大比例母仔猪留种迅速恢复产能。并且随着留种比例的提升，生产效率边际下降幅度明显低于三元商品猪留种。

图表17 公司自 3Q19 能繁母猪（即产能）存栏快速恢复，单位：万头



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表18 牧原自 3Q19 生产性生物资产快速回升，单位：亿元

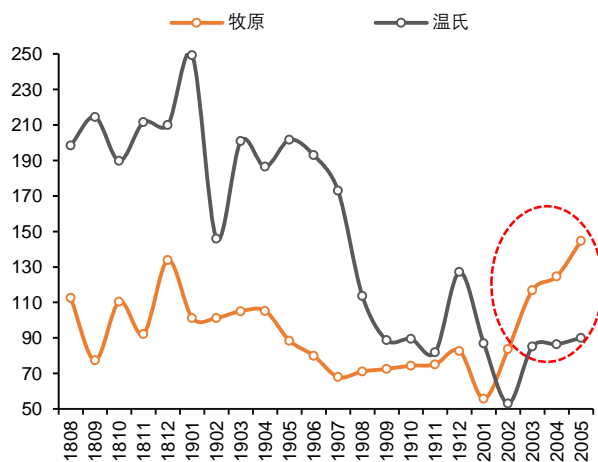


资料来源：公司公告、平安证券研究所

备注：温氏生产性生物资产包括种鸡、种鸭、种猪、种鸽、奶牛；其种猪（生产性生物资产）2019 年末账面价值为 34 亿元

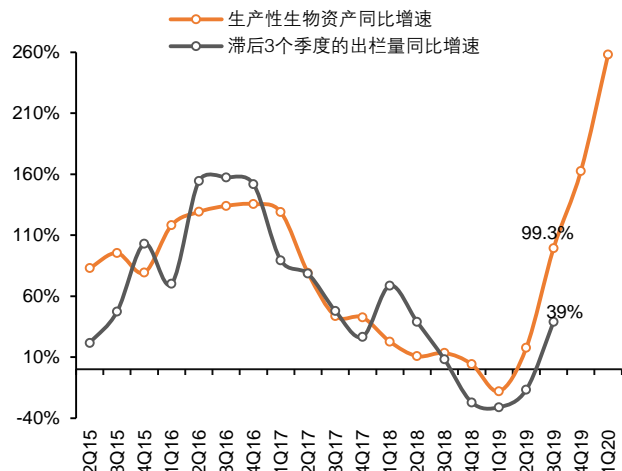
1Q20 公司能繁母猪存栏已达 169.6 万头，是为数不多的能在非瘟常态化阶段向行业提供较高效能的公司。根据公司留种计划和月度配种量，预计至 2020 年底公司能繁母猪存栏有望达 250 万头。根据公司 5 月销售简报，当月出栏量达 145 万头，出栏量已进入加速上升通道。

图表19 非瘟常态化后，公司 2020 年月度自繁自养出栏量有望加速回升，单位：万头



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表20 公司生产性生物资产同比增速与滞后 3 个季度的出栏量同比增速的关系



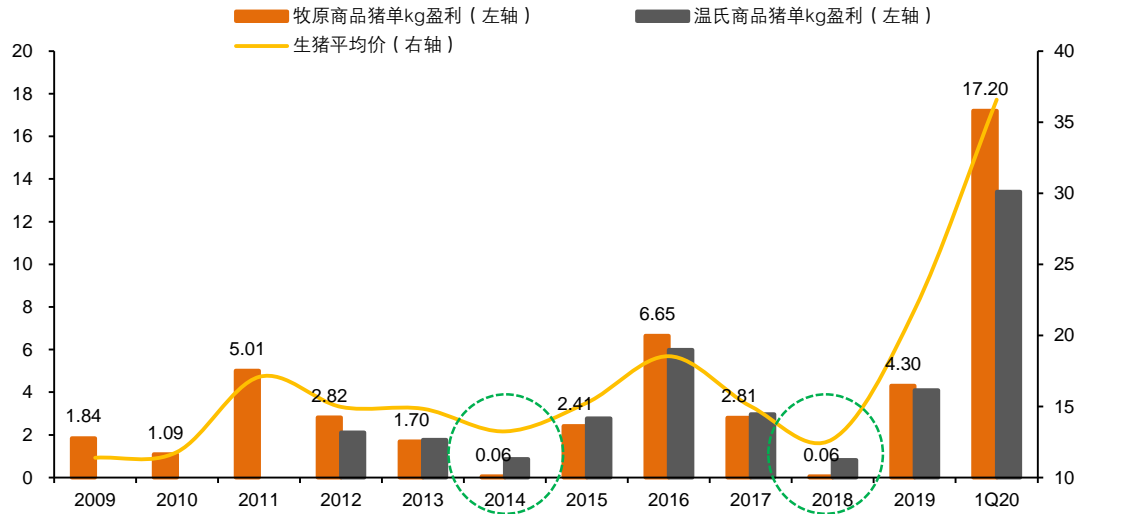
资料来源：公司公告、平安证券研究所

备注：2Q20 出栏增速为 4-5 月出栏量同比

2.3 完全成本是猪企扩张生命线，由原料采购、硬件&经验、运营效率决定

前文讨论了公司通过自育肥+二元轮回杂交体系的策略组合实现快速扩张，而最低的完全成本是公司扩张的生命线。对于无差异化商品，更低的完全成本意味着更高的超额收益，更重要的是，在猪价低点，行业最低的完全成本可大幅缩短企业亏损期，从而成功穿越周期，提升份额。

图表21 公司在猪价底部以低成本防守穿越周期，单位：元/kg



资料来源：公司公告、平安证券研究所

备注：单位 kg 盈利=商品猪销售均价-商品猪完全成本，其中商品猪完全成本为平安农业测算

牧原拥有行业最低的完全成本，我们认为主要得益于以下三点：

- 1、原料采购优势：饲料产能分布产量区，采购、物流成本相对较低；
- 2、硬件水平、经验：牧原模式不断升级迭代+硬件水平提高，单点效率提升并复制到全国；
- 3、运营效率：企业家精神、股权结构、决策机制、执行力共同决定的系统化作战能力大幅领先于行业，具体体现在总部对融资、财务、建设、生产、采购、销售等各环节的统筹，利润导向下，各线条对市场变化作出快速反应。

■ 原料采购优势：饲料产能分布产量区，根据原料性价比调整配方

饲料产能分布在以河南为中心的中原产粮区，降低原料采购及物流运输成本。河南作为全国粮食大省，农业基础较好，小麦和玉米主要从河南本地采购，豆粕主要从河南、山东等地采购。

图表22 公司饲料业务产能释放情况，单位：万吨

年份	2016	2017	2018	2019
产能	277	525	555	726
产量	129	248	384	378
产能利用率	46.5%	47.2%	69.3%	52.1%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司根据能量原料性价比动态调整饲料配比结构。在传统“玉米+豆粕”型饲料配方的基础上，公司结合南阳市小麦主产区特点，研制了“小麦+豆粕”型饲料配方。

图表23 公司根据能量原料性价比动态调整饲料配比结构

年份	2015	2016	2017	2018	2019
小麦采购量(万吨)	31.0	13.1	0.2	24.2	6.3
小麦单价(元/吨)	2190	1948	2263	1913	2237
玉米采购量(万吨)	19.4	89.7	207.3	275.1	329.5
玉米单价(元/吨)	1946	1755	1775	1888	1981
豆粕采购量(万吨)	6.1	13.4	24.3	37.9	39.3
豆粕单价(元/吨)	3007	3221	3170	3278	2967

资料来源:公司公告、平安证券研究所

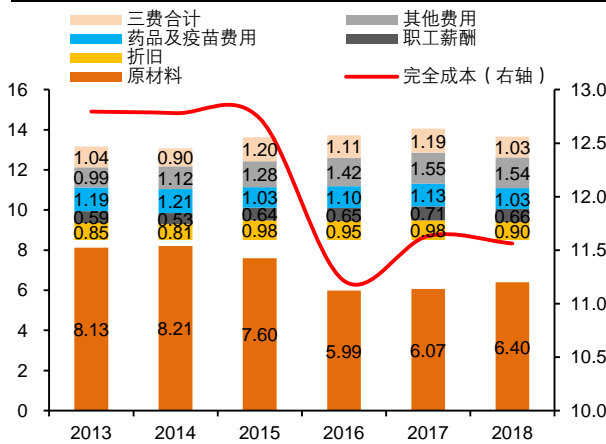
动态调整营养供给,实现精准饲喂。公司针对不同品种、不同类型以及不同生长阶段生猪,制定了6类59种动态营养模型,其中保育及育肥阶段按其不同的体重阶段制定的饲料配方品种达12种。同时,通过变频混合技术可在养殖场根据猪群生长性能动态调整营养供给,实现精准饲喂。

■ **非瘟前公司完全成本已降至行业最低,非瘟后成本优势逐步扩大**

非瘟前行业平均成本约13.5+元/kg,自16年牧原完全成本低于温氏,18年牧原完全成本为11.56元,比温氏每千克低0.43元。非瘟后行业内玩家成本相差较大,不当防疫、外购仔猪、二次育肥等举措大幅抬升完全成本,2020年3-5月猪价持续下跌甚至击穿二次育肥成本线。

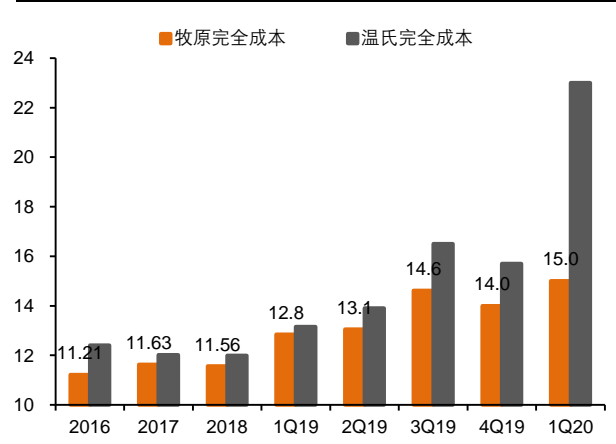
公司非瘟后成本优势逐步扩大,主要得益于:1、新厂硬件水平更高;2、“自育肥”模式避免了从农户端收集“三元肥转母”过程中额外增加的疫病风险,也避免在高猪价下支付农户过高的代养费;3、非瘟常态化+二元轮回杂交体系下,种猪、仔猪供给充裕。预计4Q20公司完全成本有望降至非瘟发生前的水平。

图表24 公司商品猪完全成本拆分,单位:元/kg



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表25 非瘟后公司成本优势扩大,单位:元/kg



资料来源:公司公告、平安证券研究所

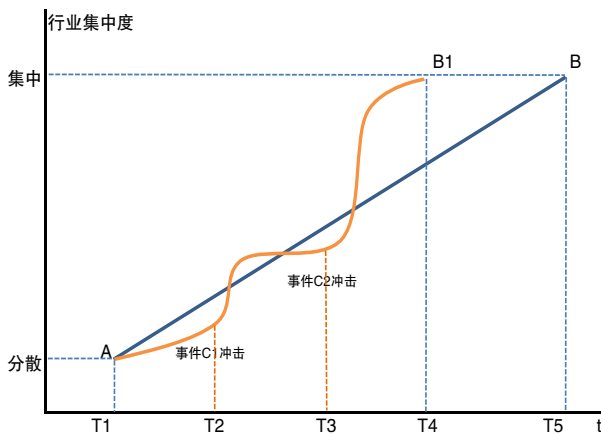
2.4 以高胜率策略下注,赚钱、融资、加注

我们认为牧原选择了独特的“自育肥”+“二元轮回杂交”的组合策略源于创始人对行业深刻的理解。

早期中国生猪行业参与主体以散养户&家庭农户为主，极度分散、低效率、行业进出壁垒低，这种行业特征导致了：生猪生长决定的 4 年左右的猪周期、猪瘟疫容易在国内全国性爆发。因此，若无外部冲击，仅靠 4 年左右的自然周期，行业集中度或呈平缓提升趋势（路径如图 26 中的 A→B）。

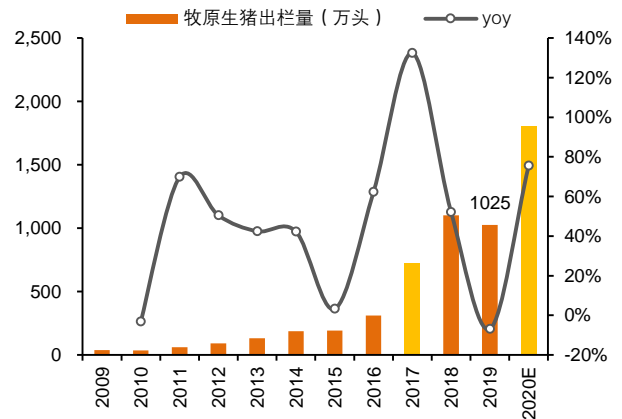
但实际上路径更可能是 A→B1，这是由于中国生猪养殖行业的上述特征，供给侧冲击事件 C（如蓝耳病&非瘟等疫病全国性爆发、甚至环保去产能）可能会出现，一次性大幅度清退低效产能，为行业头部公司腾出利润、融资、政策空间，而每一次供给侧冲击事件都将使行业集中度得到大幅跃升。

图表26 供给侧冲击事件使养殖集中度得到跃升



资料来源：平安证券研究所

图表27 “自育肥”+“二元轮回杂交”策略使得公司更容易抓住供给侧冲击带来的机遇

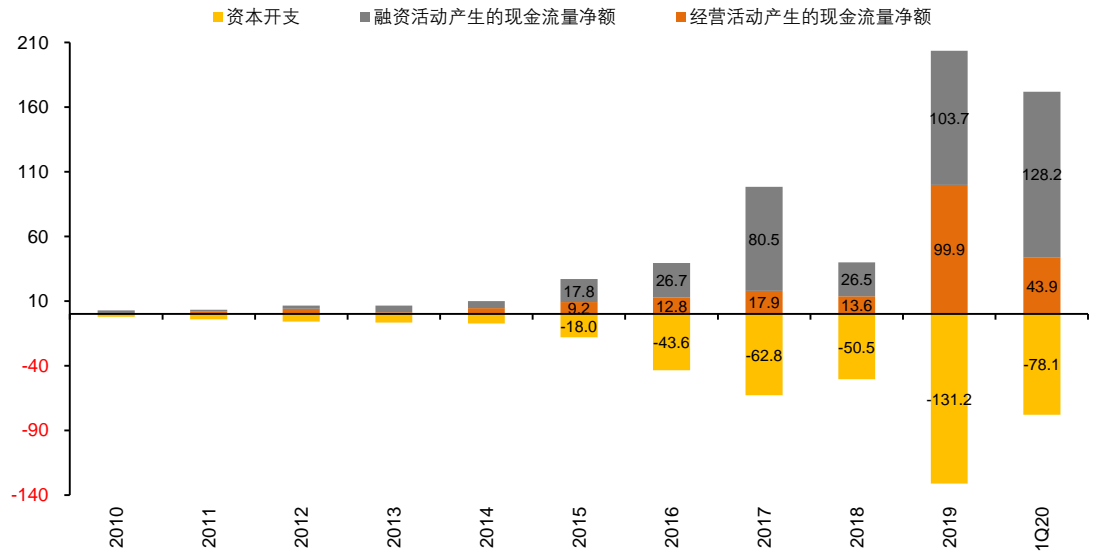


资料来源：公司公告、平安证券研究所

备注：2020年预期生猪出栏量为平安农业估计

而牧原采用的“自育肥”+“二元轮回杂交”的组合策略在周期频繁波动中，使得产能收/张节奏、销售节奏能对猪价做出快速响应，从而实现利润最大化。更重要的是，当供给侧冲击事件出现时，能够最快、最大程度的抓住历史性机遇进行扩张，利润留存+杠杆融资继续下注下一轮周期，而行业最低的完全成本为公司预留了足够的安全垫。综上，牧原的扩张可以总结为：以高胜率的策略下注，赚钱、融资、加注。

图表28 从现金流量看公司高速扩张，单位：亿元



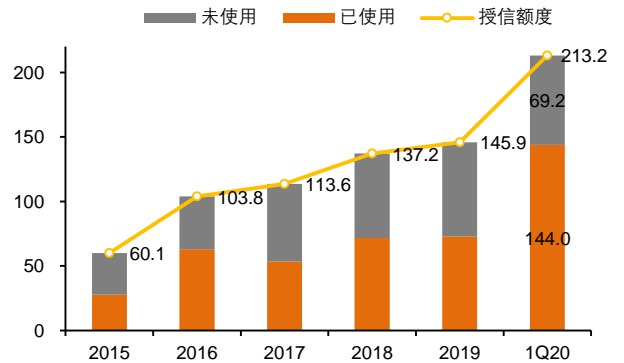
资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

图表29 公司上市后直接融资明细，单位：亿元

年份	定增	优先股	公司债	中票	短融
2020	-	-	6	8	20
2019	50	-	8	-	8
2018	-	24.8	-	10	35
2017	30.77	-	-	4	27
2016	-	-	-	10	-
2015	10	-	-	-	-

资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表30 公司上市后历年银行授信情况，单位：亿元



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

三、 份额提升空间仍大，屠宰-零售加速布局，“强烈推荐”

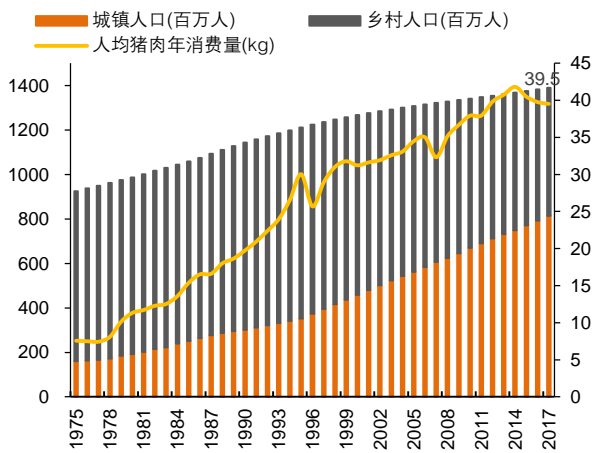
3.1 中期份额或从 6.3%升至 13.3%，长期仍有较大提升空间

从产能（能繁母猪存栏量）口径看，公司 18A/19A/20E 市占率分别为 2.3%、6.3%、8.9%。

假设中长期，考虑人口结构、消费升级、城镇化率改变的影响，中国生猪需求恢复并稳定在 6 亿头；供给端随着大集团扩张和跨界资本进入，行业整体生产效率有望得到明显提升，假设 MSY 由 2017 年 15.4 提升至 20 头/年，则理论上行业中长期需要能繁存栏 3000 万头；

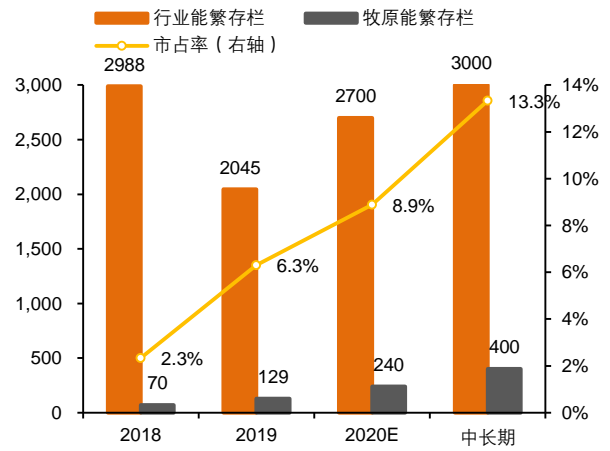
我们预估公司现有土储可至少支撑 400 万头能繁存栏（不考虑楼房养猪对单点密度的提升），市占率有望达 13.3%，长期看仍有较大提升空间。

图表31 中国人均消费猪肉量 (kg, 右轴) 近年持续下降



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表32 中长期公司市占率可达 13.3%，单位：万头



资料来源: Wind、平安证券研究所

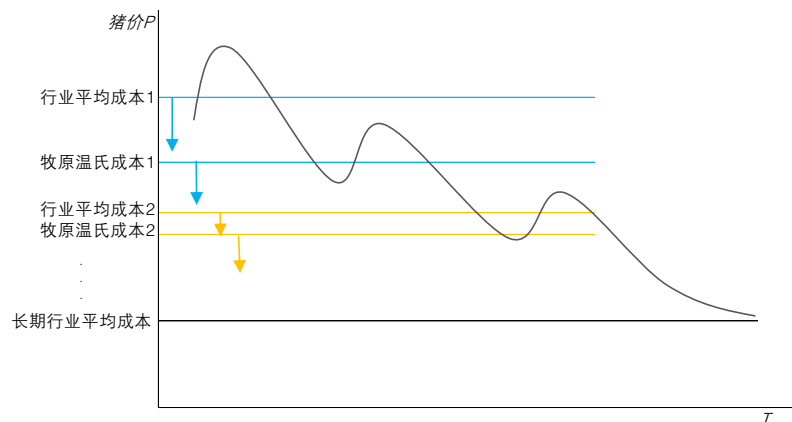
3.2 屠宰在产业链定位上移，公司加速向终端延伸布局

环保限养+非瘟倒逼上游饲料对养殖整合，而养殖环节内横向整合、一体化布局的上市公司以温氏、牧原为代表。中国生猪产业链条上，生产端（育种、饲料、兽药、农牧设备制造）的一体化布局已基本完成。我们在 19 年 12 月发布的 2020 年度策略报告《产业升级浪潮高起，后非瘟时代谁主沉浮》中详细论述了后非瘟时代，屠宰在产业链条定位上移，养殖端有必要在本轮周期向下游屠宰延伸布局。本篇不再赘述，总结如下：

■ 本轮周期下行期或更漫长，下行期养殖利润占比降幅明显

由于传统二元母猪恢复、非瘟疫苗商业化仍需较长时间，本轮周期产能缺口较大、猪价高位持续时间较长。政府引导、高回报率吸引产业链大集团（以饲企、养殖龙头为代表）大规模扩张，以及跨界资本（以越秀集团、万科为代表）的进入。大集团资金实力强+效率提升+耐用资产属性决定了本轮周期或呈非对称性，即过剩产能出清时间明显长于扩张阶段从而侵蚀利润水平。

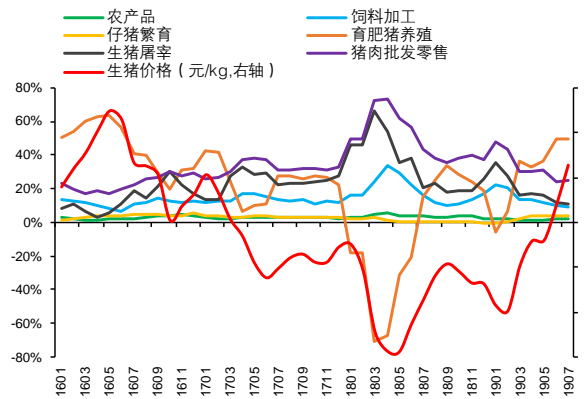
图表33 长期猪价由最有效率的生产者的成本决定



资料来源: 平安证券研究所

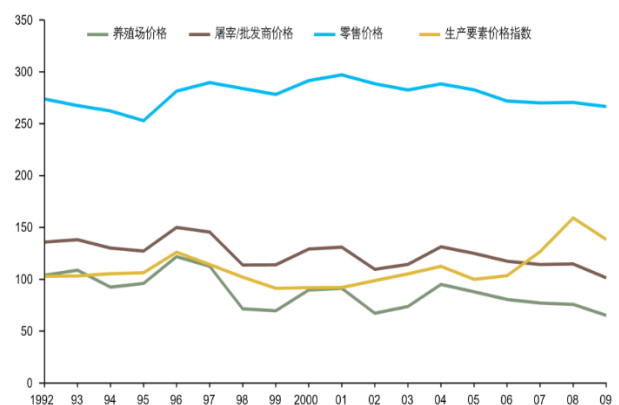
在猪价下行阶段，养殖在产业链条上利润占比急速下降，而屠宰、零售端占比快速提升。长期以美国经验来看：养殖、屠宰环节实际利润随着规模化 and 效率提升而逐步下降，而零售由于更靠近消费终端拥有品牌溢价。

图表34 中国生猪产业链各环节利润占比随生猪价格变动而变动（%）



资料来源：布瑞克、平安证券研究所

图表35 美国养殖、屠宰环节实际利润（剔除价格因素）随规模化&效率提升逐渐下降，单位：美分/磅



资料来源：USDA、William D. McBride and Nigel Key、平安证券研究所

■ 后非瘟时代，“运猪”转向“运肉”转变使得屠宰在产业链上定位上移

屠宰是生猪产业链上连接生产端（生猪养殖）和零售端（猪肉销售）的重要环节，过去国内养殖、屠宰、零售的网络连接呈“小b→小b→小b”格局：

- 1、养殖、屠宰格局分散+长距离调运活猪，决定了以猪贩为中心的高效流通网络。
- 2、小屠企、私屠滥宰具有顽强的生命力，而规模屠企无法发挥其规模效应，在产品同质化、终端消费仍偏好热鲜肉的背景下不具备成本优势。屠宰→零售环节，是以热鲜肉为桥梁，将众多屠宰端的小b（小屠企/私屠滥宰）与零售端的小b（农贸市场）织起了高密度、复杂的网络，在无强大外力的冲击下较难改变该格局。

后非瘟时代，“调猪”转向“运肉”，流通方式的改变使得未来屠宰在产业链上定位上移。消费觉醒+现代餐饮&零售崛起，预计未来在一线城市或将逐步转向由冷鲜肉为桥梁，连接规模屠宰场与现代终端，即屠宰-零售“小b→小b”逐步转为“大B→中b”，获取一定的品牌溢价。

因此，对于头部公司，在行业进入寡头竞争前，有必要也有动力将屠宰内化为生产加工环节，从而触及终端赚取品牌溢价。

图表36 后非瘟时代健全现代生猪流通体系是产业升级重要任务之一

	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》 国务院办公厅，2019年9月	《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》 农业农村部，2019年12月
健全现代生猪流通体系	(十八) 加快屠宰行业提档升级。引导生猪屠宰加工向养殖集中区域转移，鼓励生猪就地就近屠宰，实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。开展生猪屠宰标准化创建，加快小型生猪屠宰厂(场)点撤停并转。严格执行生猪屠宰环节非洲猪瘟自检和驻场官方兽医制度，对不符合检验检疫要求的屠宰厂(场)，要依法限期整改，整改不到位的责令关停。鼓励生猪调出大县建设屠宰加工企业和洗消中心，在用地、信贷等方面给予政策倾斜。	(十六) 规范生猪屠宰加工企业发展。优化主产区生猪屠宰产能布局，支持优势屠宰产能向东北、黄淮海和中南部分省区养殖集中区域转移，实现与养殖布局相匹配。在现有5005家生猪屠宰企业基础上，继续整顿清理小型屠宰场点。开展生猪屠宰标准化示范创建，2020年创建100家标准化示范企业。不定期开展监督检查，确保生猪屠宰环节非洲猪瘟自检制度和官方兽医派驻制度成为常态。
	(十九) 变革传统生猪调运方式。顺应猪肉消费升级和生猪疫病防控的客观要求，实现“运猪”向“运肉”转变，逐步减少活猪长距离跨省(区、市)调运。加强大区域内生猪产销衔接，生猪主销省份要主动与主产省份建立长期稳定的供销关系，实现大区域内供需大体平衡，除种猪和仔猪外，原则上活猪不跨大区域调运。推行猪肉产品冷链调运，加快建立冷鲜肉品流通和配送体系，实现“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”。冷链物流企业用水、用电、用气价格与工业同价，降低物流成本。加强猪肉消费宣传引导，提高冷鲜肉消费比重。	(十八) 促进产销对接。推动主销区提高生猪自给率，在提升本地生猪产能基础上，到有条件地区协作建立生猪养殖基地，采取“厂场挂钩，定向供应”等方式，增强生猪供应保障能力。依托直联直报平台、《动物检疫合格证明》电子出证系统、生猪屠宰统计监测系统，保障种猪和仔猪有序调运，支持生猪及其产品“点对点”调运，促进生猪及产品有序流通。
	(二十) 加强冷链物流基础设施建设。逐步构建生猪主产区和主销区有效对接的冷链物流基础设施网络。鼓励屠宰企业建设标准化预冷集配中心、低温分割加工车间、冷库等设施，提高生猪产品加工储藏能力。	

资料来源：国务院办公厅、农业农村部、平安证券研究所

■ 公司加速向屠宰-零售布局，前期以成本优势主打B端

“调猪”向“运肉”转变，使得优质屠宰产能可收缩向产区集中，而公司在大本营河南省具备拿地优势，更有利于产业链垂直一体化布局，未来公司核心竞争力将体现在白条、精分割的出厂价与行业平均水平之差上，成本优势构筑终端竞争的第一道壁垒。

公司自2019年加速向屠宰延伸布局，在河南内乡、正阳、商水、宁陵县启动4个屠宰项目，涉及总产能达1200万头，其中内乡场预计2020年8月进入试生产。未来三年公司屠宰产能有望达2000万头。屠宰内化为公司生产环节后，公司前期依靠产品成本优势主打B端客户，产品形态主要以白条、六分体为主，后期多渠道逐步成型后，再以精分割逐步打造品牌。

图表37 公司自2019年启动的屠宰项目

公告日期	屠宰项目	屠宰产能(万头)	总投资(亿元)	规划用地亩(亩)
2020/4/27	商水县400万头生猪屠宰项目	400	8	290
2020/4/27	宁陵县400万头生猪屠宰项目	400	8	300
2019/7/2	正阳县200万头生猪屠宰及食品加工项目	-	-	-
-	一期200万头生猪屠宰项目	200	5	274
-	二期食品加工项目	-	-	-
-	内乡县牧原肉食	200	-	-

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3 投资建议：关键假设、盈利预测、估值分析

■ 关键假设及盈利预测

图表38 公司盈利预测之关键假设(中性假设下)

	2020E	2021E	2022E
总出栏头数(万头)	1,850	2,800	3,600
商品猪销售均价(元/kg)	29	21	16
商品猪生产成本(元/kg)	12.5	11.5	10.5

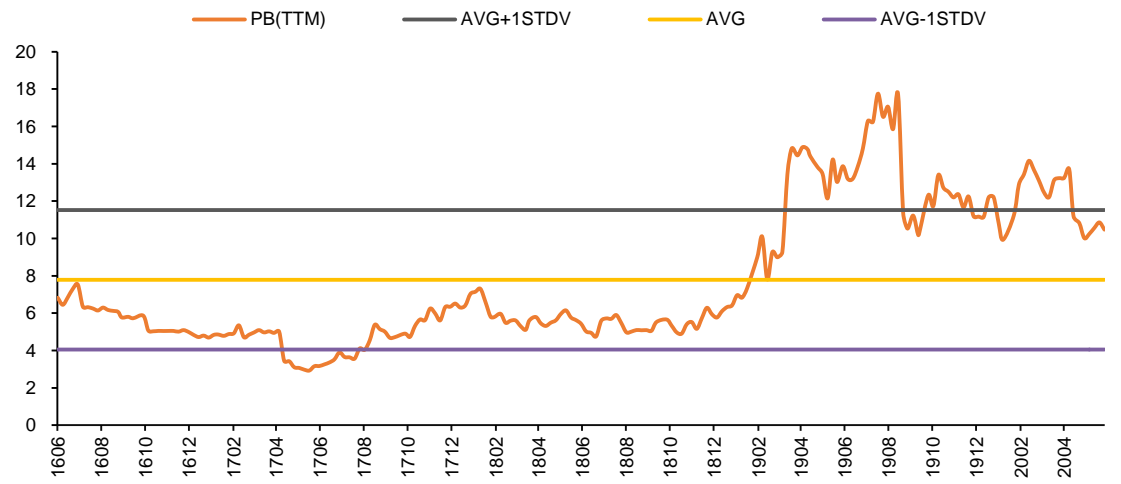
资料来源：平安证券研究所

公司 20-21 年营业收入预测为 582.2、621.1 亿元,同比增 187.9%、6.7%;归母净利润预测为 312.9、276.6 亿元,同比+411.7%、-11.6%; EPS 预测为 8.35、7.38,对应 20-21 年 PE 分别为 8X、9X。(截止至 6 月 12 日收盘价)。

■ 估值分析及可比公司对比

考虑历史上猪周期 3-4 年,公司最近 4 年平均 PB 为 7.78X,AVG+1STDV(均值+1X 标准差)为 11.52X,AVG-1STDV(均值-1X 标准差)为 4.05X,2020 年 6 月 12 日收盘价对应的 PB TTM 为 10.47X,位于 4 年均值+1X 标准差下方。

图表39 公司当前估值 (PBttm) 位于 4 年均值+1X 标准差下方



资料来源: Wind、平安证券研究所

对比同行业可比公司,公司 20-21 年预测 PE 相对较高,主要因市场给予公司龙头确定性、高成长估值溢价。

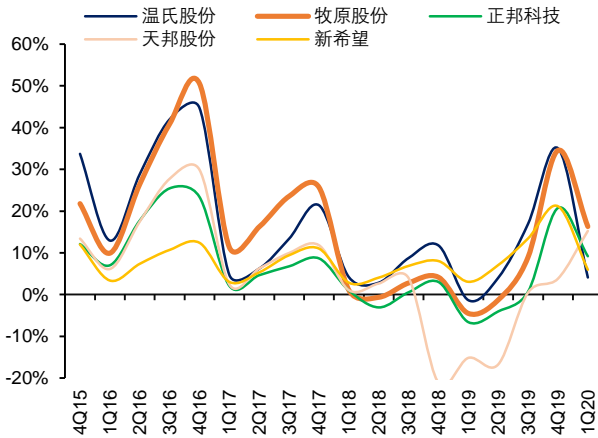
图表40 同行业可比公司估值对比,单位:亿元

	总市值 (2020/6/12)	归母净利润			净利润增速		PE	
		2019A	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
牧原股份	2500	61.1	312.9	276.6	412%	-12%	8.0	9.0
温氏股份	1304	139.7	266.5	163.1	91%	-39%	4.9	8.0
新希望	1158	50.4	142.7	173.1	183%	21%	8.1	6.7
正邦科技	385	16.5	101.2	115.9	514%	15%	3.8	3.3
天邦股份	122	1.0	31.1	29.5	3002%	-5%	3.9	4.1

资料来源: Wind、平安证券研究所

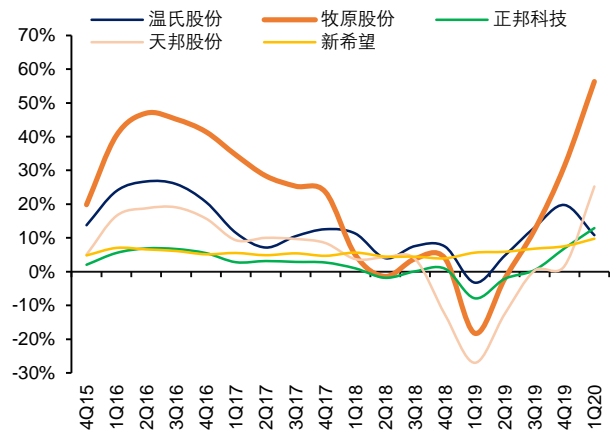
备注: 牧原股份、温氏股份、20-21 年归母净利润为平安农业在中性假设下预测,新希望、正邦科技、天邦股份取 WIND 一致预测平均数值。

图表41 公司 ROE 位于行业前列



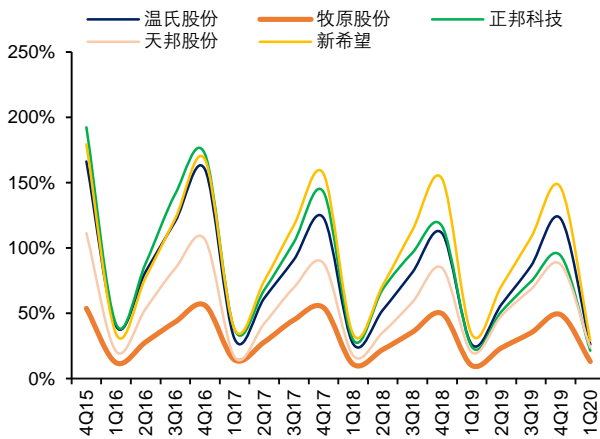
资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表42 公司归母净利润率位于行业前列



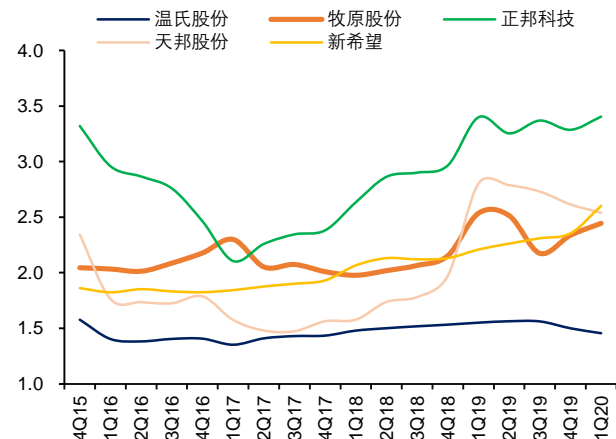
资料来源：公司公告、WIND、安证券研究所

图表43 由于公司“自育肥”，总资产周转率偏低



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表44 公司权益乘数位于行业中位



资料来源：公司公告、WIND、安证券研究所

■ **短看最大化享行业集中红利，长看屠宰-终端布局打开新增长空间，给予“强烈推荐”评级。**公司低成本高速扩张源于：1、企业家精神：对产业链深刻的理解+极致专注，坚定走出了独特的“自育肥”+“二元轮回杂交”繁育体系的牧原模式；2、运营效率领先于行业：企业家精神、股权结构、决策机制、执行力共同决定的系统化作战能力大幅领先于行业，具体体现在总部对融资、财务、建设、生产、采购、销售等各环节的统筹，利润导向下，各线条对市场变化作出快速反应。短期看，公司最大化享受本轮超级周期行业集中度提升红利，长期看，公司加速布局屠宰、零售，未来有望通过成本优势参与终端竞争，赚取品牌溢价。**首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**

四、风险提示

- 1、市场竞争风险：**中长期看，随着行业整合，市场集中度提高，规模化企业的综合竞争实力可能将进一步增强，销售网络也可能进一步覆盖全国。一旦公司不能及时应对竞争格局的变化，调整市场营销策略，增强自身竞争力，未来公司的市场份额和收益水平可能因激烈市场竞争而下降。
- 2、产品价格波动风险：**公司主要产品为肉猪产品，受到行业周期性供需变化的影响，面临较明显的价格波动风险，经营业绩也将面临明显的波动风险。若未来市场供需情况发生较大波动导致供应大于需求，则公司产品的价格将面临较大的下行风险，其经营业绩可能下滑甚至出现亏损。
- 3、重大疫情风险：**重大畜禽疫病是畜禽养殖行业发展过程中面临的主要风险之一。畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应，对未来期间市场供给和价格造成不确定影响。另外，畜禽疫病的蔓延加上社会部分言论误导，容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。如果重大畜禽疫病爆发程度及蔓延速度超出预期，公司将可能面临市场需求、盈利大幅下降，甚至导致公司出现亏损的风险。
- 4、食品安全风险：**公司一旦出现对产品质量控制的不到位，就可能引发食品安全问题，直接影响到公司的品牌、生产经营和盈利能力。此外，如果行业内其他养殖企业的肉猪产品发生食品安全问题，损害行业整体形象和口碑，在一定程度上也可能导致消费者对公司相关产品的恐慌及信心不足而需求量下降，从而在一段时间内会连带影响公司的经营业绩。
- 5、原材料价格波动的风险：**近年小麦、玉米、次粉和豆粕等主要原材料成本合计占营业成本的比例约60%左右，如果粮食原料及豆粕类原料价格出现较大波动，而公司不能及时通过改变配方控制成本或者无法及时向下游转移成本，将对公司营业成本、净利润产生较大影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	19592	53129	66377	74746
现金	10933	35847	44402	47908
应收票据及应收账款	16	45	48	48
其他应收款	8	23	24	24
预付账款	508	956	1254	1576
存货	7166	13490	17695	22245
其他流动资产	962	2768	2953	2945
非流动资产	33294	47257	55794	63457
长期投资	153	153	153	153
固定资产	18864	32906	41511	49232
无形资产	432	389	350	315
其他非流动资产	5041	5041	5041	5041
资产总计	52887	100386	122171	138203
流动负债	18169	35308	40939	46343
短期借款	4256	10000	10000	10000
应付票据及应付账款	8457	15921	20884	26254
其他流动负债	912	187	245	308
非流动负债	3006	3006	3006	3006
长期借款	1117	1117	1117	1117
其他非流动负债	99	99	99	99
负债合计	21175	38314	43945	49348
少数股东权益	8604	9740	10745	11457
股本	2205	3748	3748	3748
资本公积	7795	6252	6252	6252
留存收益	10648	39873	55022	64938
归属母公司股东权益	23108	52333	67481	77397
负债和股东权益	52887	100386	122171	138203

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9989	38728	33214	25272
净利润	6114	31286	27663	19598
折旧摊销	1684	2019	3452	4328
财务费用	655	314	280	220
投资损失	-42	-127	-136	-136
营运资金变动	1372	2862	136	-327
其他经营现金流	205	2373	1819	1589
投资活动现金流	-12799	-15873	-11864	-11864
资本支出	-13121	-16000	-12000	-12000
长期投资	2366	0	0	0
其他投资现金流	-2044	127	136	136
筹资活动现金流	10366	2058	-12795	-9902
短期借款	5692	4434	0	0
长期借款	-584	-1310	0	0
普通股增加	119	1543	0	0
资本公积增加	4857	-1543	0	0
其他筹资现金流	281	-1065	-12795	-9902
现金净增加额	7556	24913	8556	3506

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20221	58218	62105	61920
营业成本	12951	24381	31980	40203
营业税金及附加	27	79	84	84
营业费用	111	175	186	186
管理费用	691	1747	1863	1858
研发费用	112	128	141	155
财务费用	528	314	280	220
资产减值损失	0	0	0	0
其他收益	460	873	932	929
公允价值变动收益	0	6	6	6
投资净收益	42	122	130	129
资产处置收益	6	12	12	12
营业利润	6315	32426	28671	20312
营业外收入	61	116	124	124
营业外支出	57	116	124	124
利润总额	6319	32426	28671	20312
所得税	-17	3	3	2
净利润	6336	32423	28668	20310
少数股东损益	222	1136	1005	712
归属母公司净利润	6114	31286	27663	19598
EBITDA	8509	34760	32403	24859
EPS(元)	1.63	8.35	7.38	5.23

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	51.0	187.9	6.7	-0.3
营业利润(%)	1105.2	413.5	-11.6	-29.2
归属于母公司净利润(%)	1075.4	411.7	-11.6	-29.2
获利能力				
毛利率(%)	36.0	58.1	48.5	35.1
净利率(%)	30.2	53.7	44.5	31.7
ROE(%)	26.5	59.8	41.0	25.3
ROIC(%)	17.9	44.7	32.4	20.5
偿债能力				
资产负债率(%)	40.0	38.2	36.0	35.7
净负债比率(%)	12.6	11.1	9.1	8.0
流动比率	1.1	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.7	1.1	1.2	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.6	0.5	0.4
应收账款周转率	2572.7	1909.5	1327.9	1284.4
应付账款周转率	3.3	3.3	2.9	2.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.63	8.35	7.38	5.23
每股经营现金流(最新摊薄)	2.67	10.33	8.86	6.74
每股净资产(最新摊薄)	6.17	13.96	18.01	20.65
估值比率				
P/E	40.9	8.0	9.0	12.8
P/B	10.8	4.8	3.7	3.2

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033