

牧原股份 (002714.SZ) / 养殖
周期反转确立, 出栏高增无虞
评级: 买入 (维持)
市场价格:
分析师: 陈奇
执业证书编号: S0740514070005

电话: 021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

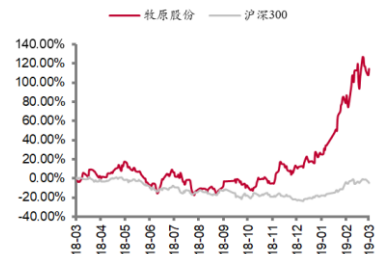
分析师: 潘振亚
执业证书编号: S0740518100002

电话: 021-20315125

Email: panzy@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2085.23
流通股本(百万股)	1074.33
市价(元)	55.10
市值(百万元)	114896.41
流通市值(百万元)	64089.20

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10042.42	13388.16	24252.50	39726.00	43100.00
增长率 yoy%	79.14%	33.32%	81.15%	63.80%	8.49%
归母净利润(百万元)	2365.53	520.21	7794.34	17376.01	16302.43
增长率 yoy%	1.88%	-78.01%	1398.31%	122.93%	-6.18%
每股收益(元)	1.13	0.25	3.74	8.33	7.82
每股现金流量(元)	0.86	0.65	2.54	7.50	8.12
净资产收益率	18.57%	4.23%	38.81%	49.47%	35.28%
P/E	26.98	220.87	14.74	6.61	7.05
P/B	5.01	9.35	5.72	3.27	2.49

备注: 以 2019 年 3 月 26 日收盘价为基准

投资要点

- 业绩符合预期, 周期反转确立:** 牧原股份发布 2018 年年报, 2018 年公司共销售生猪 1101.10 万头, 其中商品肉猪 1010.90 万头, 仔猪 86.40 万头, 种猪 3.80 万头; 实现营业收入 133.88 亿元, 同比增长 33.32%; 实现归母净利润 5.20 亿元, 同比下降 78.01%。且公司发布 2019 年一季报预告, 预计 2019 年 1-3 月归母净利润为 -5.60 至 -5.20 亿元。
- 2018 年业绩拆分, 养猪业务贡献约 0.75 亿元:** 从牧原 2018 年业绩 5.20 亿元拆分来看, 其中公司其他收益 (与日常经营活动相关的政府补助) 3.75 亿元, 投资净收益 (主要为购买理财产品取得的投资收益) 0.70 亿元, 生猪养殖业务贡献约 0.75 亿元。公司 2018 年生猪养殖业务业绩分季度来看, Q1-Q4 业绩贡献分别为 0.66/-2.99/3.26/-0.18 亿元。
- 2018 年完全成本环比下降, 优势依旧显著:** 在位企业获得竞争优势最重要的一种方法就是获得竞争对手无法复制的低成本结构。低成本的竞争优势具体体现在, 行业景气上行期获得更多的产能扩张机会, 行业景气下行期凭借自身的成本优势穿越周期持续盈利。牧原生猪养殖完全成本全行业最低, 低成本带来的较高头均盈利也进一步夯实了其在资本市场的融资能力, 这也意味着只要牧原能够一直维持领先行业的成本优势, 其生猪出栏量有望持续保持高增长。而根据我们测算, 2018 年 Q1-Q4 牧原商品肉猪完全成本分别为 11.92/11.65/11.62/11.41 元/千克, 而 2019 年由于非洲猪瘟影响预计公司完全成本约为 12.00 元/千克左右, 成本优势依旧显著。
- 融资渠道依旧丰富, 未来出栏增长确定性高:** 牧原自身土地储备充足, 出栏增长的主要制约因素是融资能力以及每年的利润滚动。目前来看, 公司融资渠道依旧丰富, 优先股已经发行, 绿色债券、公司债券、中期票据、永续中票等都已获批文, 50 亿定增预案已经公告。虽然公司 2018 年业绩同比大幅下滑以及非洲猪瘟影响导致投建放缓, 但 2018 年资本开支依旧达到 50.47 亿元 (其中 Q4 资本开支为 16.25 亿元, 环比增长 103.89%), 同比下降 19.58%, 预计 2019 年 1400 万头的生猪出栏量依旧可期。
- “价格上涨, 产能收缩”是本轮周期生猪养殖投资的核心要义:** 虽然当前生猪价格的反转已经确立, 但是非洲猪瘟依旧犹如一把悬在养殖主体头上的达摩克利斯之剑, 使得整个生猪养殖行业在周期反转阶段出现了一种非典型的现状: “价格上涨, 产能收缩”, 打破了以往传统猪价分析框架的蛛网模型。往轮周期反转阶段, 生猪价格的上涨势必伴随着养殖主体的大量补栏, 从而导致猪价在达到景气高点后又快速下行; 而本轮周期, 由于非洲猪瘟的存在, 生猪价格的上涨伴随着行业能繁母猪产能的持续去化, 这就或将导致本轮周期反转猪价高点与持续时间超预期。
- 周期反转确立, 出栏高增无虞, 维持“买入”评级:** 牧原作为自繁自养模式龙头, 当前成本优势依旧显著 (全行业成本最低, 预计 2019 年商品肉猪完全成本为 12.00 元/千克), 长期净资产收益率高出行业平均, 在当前周期反转确立、非洲猪瘟下本轮猪价有望创新高的情况下, 预计 2019-2021 年公司生猪出栏量为 1400/1800/2200 万头, 归属于母公司净利润为 77.94/173.76/163.02 亿元, 对应 EPS 分别为 3.74/8.33/7.82 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 疫病导致的公共安全事件, 如非洲猪瘟等; 饲料原料价格大幅波动; 环保督查、天气等因素影响产能建设进度。

图表 1: 牧原股份 2018 年分季度业绩拆分 (估算值)

牧原业绩拆分表	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018E
商品肉猪					
销量 (万头)	203.91	231.14	249.77	326.08	1010.90
销售价格 (元/公斤)	12.14	10.41	12.70	11.34	11.62
均重 (公斤)	106.73	108.33	106.82	111.07	108.55
完全成本 (元/公斤)	11.92	11.65	11.62	11.41	11.62
销售收入 (亿元)	26.42	26.06	33.88	41.07	127.47
头均盈利 (元/头)	23.48	-134.32	115.36	-7.22	0.17
净利润贡献 (亿元)	0.48	-3.10	2.88	-0.24	0.02
仔猪					
销量 (万头)	17.14	20.47	38.86	9.93	86.40
销售价格 (元/公斤)	34.00	30.00	32.00	30.00	31.69
均重 (公斤)	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
完全成本 (元/公斤)	28.38	27.80	27.21	27.00	27.56
销售收入 (亿元)	0.87	0.92	1.87	0.45	4.11
头均盈利 (元/头)	84.30	33.00	71.85	45.00	62.03
净利润贡献 (亿元)	0.14	0.07	0.28	0.04	0.54
种猪					
销量 (万头)	0.46	1.28	1.57	0.49	3.80
销售价格 (元/头)	3250.62	2800.00	2951.64	2500.00	2878.52
完全成本 (元/头)	2436.63	2413.32	2338.14	2300.00	2370.47
销售收入 (亿元)	0.15	0.36	0.46	0.12	1.09
头均盈利 (元/头)	813.99	386.68	613.50	200.00	508.05
净利润贡献 (亿元)	0.04	0.05	0.10	0.01	0.19
收入合计 (亿元)	27.44	27.37	36.22	41.64	132.67
净利合计 (亿元)	0.66	-2.99	3.26	-0.18	0.75
加: 其他收益 (与日常经营活动相关的政府补助)					3.75 亿元
加: 投资净收益 (主要为理财收入)					0.70 亿元
2018 年生猪养殖业务归母净利润 (亿元)					5.20

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 牧原股份盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
商品肉猪					
销量 (万头)	524.32	1010.90	1200.00	1500.00	1800.00
出栏体重 (千克/头)	114.87	108.49	110.00	120.00	120.00
销售价格 (元/千克)	14.14	11.62	17.00	20.00	18.00
收入 (百万元)	8516.57	12741.47	22440.00	36000.00	38880.00
成本 (百万元)	6155.46	11554.48	14520.00	19800.00	23760.00
单位营业成本 (元/千克)	10.22	10.54	11.00	11.00	11.00
仔猪					
销量 (万头)	193.82	86.40	195.00	292.00	390.00
出栏体重 (千克/头)	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
销售价格 (元/千克)	41.12	31.69	50.00	70.00	60.00
收入 (百万元)	1195.43	410.74	1462.50	3066.00	3510.00
成本 (百万元)	690.79	319.68	721.50	1080.40	1443.00
单位营业成本 (元/头)	356.41	370.00	370.00	370.00	370.00
种猪					
销量 (万头)	5.60	3.80	5.00	8.00	10.00
销售价格 (元/头)	4426.81	2878.52	4000.00	6000.00	5000.00
收入 (百万元)	247.85	109.38	200.00	480.00	500.00
成本 (百万元)	122.71	83.52	110.00	176.00	220.00
单位营业成本 (元/头)	2191.30	2197.86	2200.00	2200.00	2200.00
其他					
收入 (百万元)	82.57	126.56	150.00	180.00	210.00
成本 (百万元)	80.03	116.37	138.00	165.60	193.20
毛利率	3.07%	8.05%	8.00%	8.00%	8.00%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 牧原股份三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9781	13409	18227	22440	营业收入	13388	24253	39726	43100
现金	2778	1923	2245	2789	营业成本	12074	15490	21222	25616
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	22	40	65	70
其他应收款	10	13	28	29	营业费用	54	73	79	86
预付账款	93	179	220	253	管理费用	500	606	795	862
存货	5813	9294	12733	15370	财务费用	538	640	581	640
其他流动资产	1087	2000	3000	4000	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	20061	27482	37130	48736	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	133	150	170	200	投资净收益	70	100	120	150
固定资产	13545	19458	26996	35328	营业利润	524	7824	17453	16374
无形资产	351	401	419	453	营业外收入	56	60	70	80
其他非流动资产	6033	7473	9545	12755	营业外支出	54	50	60	70
资产总计	29842	40891	55357	71176	利润总额	526	7834	17463	16384
流动负债	13588	16820	16159	20803	所得税	-2	0	0	0
短期借款	4715	6427	5133	8484	净利润	528	7834	17463	16384
应付账款	3462	4523	5686	7229	少数股东损益	8	39	87	82
其他流动负债	5411	5871	5340	5089	归属母公司净利润	520	7794	17376	16302
非流动负债	2547	2529	2531	2536	EBITDA	2348	9899	20176	20026
长期借款	1069	1069	1069	1069	EPS (元)	0.25	3.74	8.33	7.82
其他非流动负债	1477	1459	1462	1466					
负债合计	16134	19349	18691	23339					
少数股东权益	1418	1458	1545	1627	主要财务比率				
股本	2085	2085	2085	2085	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	2938	2938	2938	2938	成长能力				
留存收益	4806	15060	30098	41188	营业收入	33.3%	81.1%	63.8%	8.5%
归属母公司股东权益	12289	20084	35121	46211	营业利润	-78.1%	1393.1%	123.1%	-6.2%
负债和股东权益	29842	40891	55357	71176	归属于母公司净利润	-78.0%	1398.3%	122.9%	-6.2%
					获利能力				
					毛利率(%)	9.8%	36.1%	46.6%	40.6%
					净利率(%)	3.9%	32.1%	43.7%	37.8%
					ROE(%)	4.2%	38.8%	49.5%	35.3%
					ROIC(%)	5.5%	29.6%	44.4%	32.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.1%	47.3%	33.8%	32.8%
					净负债比率(%)	47.88%	49.08%	41.21%	45.22%
					流动比率	0.72	0.80	1.13	1.08
					速动比率	0.29	0.24	0.34	0.34
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.69	0.83	0.68
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	4.78	3.88	4.16	3.97
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.25	3.74	8.33	7.82
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	2.54	7.50	8.12
					每股净资产(最新摊薄)	5.89	9.63	16.84	22.16
					估值比率				
					P/E	220.87	14.74	6.61	7.05
					P/B	9.35	5.72	3.27	2.49
					EV/EBITDA	52	12	6	6

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。