

# 牧原股份 (002714)

## 成长势头不变，迎接猪价上涨周期

**事件：**3月26日，牧原股份公布2018年年报。报告期内，公司实现营业收入133.88亿元，同比增长33.32%，归属于母公司所有者的净利润5.20亿元，同比下降78.01%。同时，公司预计2019年1季度实现亏损5.2-5.6亿元，去年同期则实现盈利1.36亿元。我们认为：

### 1、猪价下跌，成本上升，拖累公司业绩表现

将出栏全部换算成商品猪来计算，我们预计，公司生猪销售均价11.37元/公斤（17年为14.47元/公斤），出栏均重97.24公斤/头。2019年1-2月份，公司生猪销售均价更是仅有9.6元/公斤。猪价的下跌是公司盈利下滑的主要原因。

此外，非洲猪瘟疫情的出现，一方面，公司防疫成本及支出增加，另一方面，公司为了防疫而将大量生猪体重不足便提前出栏，使得一季度成本大幅上升。综合考虑防疫成本、死亡率提升以及提前出栏影响，我们预计，2019年一季度，公司养殖完全成本上升至13元/公斤。成本的上升是公司1季度亏损大幅扩大的重要原因之一。

### 2、紧抓产业战略机遇期，产能继续维持高增长势头

2018年，公司实现生猪销售1101.1万头，同比增长52.14%。其中商品猪1,010.9万头，仔猪86.4万头，种猪3.8万头。同时，公司预计2019年出栏1300-1500万头，延续了公司此前出栏持续高增长的势头。截至2018年底，公司养殖子公司已达84家，固定资产及在建工程余额为172.25亿元，比2017年底增长42.41%，生产性生物资产达到14.61亿元，四季度重回增长。按照能繁母猪2000元/头来测算，我们预计公司拥有种猪约70多万头，按MSY 20来估算，大概率足以支撑2019年出栏增长目标。

### 3、非洲猪瘟加速产能去化，2019年公司盈利迎来反转

非洲猪瘟出现，加速国内养殖产能去化。根据农业农村部数据，2019年2月份能繁母猪存栏环比跌5%，同比跌19.1%，本轮周期产能去化幅度远超以往，且产能仍然在去化之中。叠加疫情导致的生产效率下降（死亡率提升导致MSY下降，提前出栏导致出栏均重下降），我们认为，新一轮猪价上涨周期已经到来，公司盈利将迎来反转。

**4、投资建议：**非洲猪瘟推动国内生猪产能加速去化。叠加公司出栏规模的增长，大幅增强公司盈利弹性。基于2019-2020年生猪均价16元/公斤、19元/公斤的假设，我们预计，公司2019-2020年归属母公司净利润为58.7亿元、122.6亿元，EPS 2.82元/股、5.88元/股，同比增长1028.4%、108.85%。维持“买入”评级。

**风险提示：**疫病风险；猪价不达预期风险；出栏量不达预期风险；

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,042.42	13,388.16	22,497.75	32,787.77	36,254.02
增长率(%)	79.14	33.32	68.04	45.74	10.57
EBITDA(百万元)	3,393.88	2,060.98	7,296.99	13,847.87	12,624.49
净利润(百万元)	2,365.53	520.21	5,870.42	12,260.19	10,851.79
增长率(%)	1.88	(78.01)	1,028.47	108.85	(11.49)
EPS(元/股)	1.13	0.25	2.82	5.88	5.20
市盈率(P/E)	49.15	223.51	19.81	9.48	10.71
市净率(P/B)	9.13	9.46	7.08	4.05	2.94
市销率(P/S)	11.58	8.68	5.17	3.55	3.21
EV/EBITDA	18.41	32.42	16.92	8.49	8.79

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/畜禽养殖
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	55.76元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,085.23
流通A股股本(百万股)	1,191.55
A股总市值(百万元)	116,272.66
流通A股市值(百万元)	66,440.59
每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	54.07
一年内最高/最低(元)	59.59/20.40

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**刘哲铭** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070002  
liuzheming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《牧原股份-季报点评:猪价反弹，盈利扭亏为盈》 2018-10-23
- 《牧原股份-半年报点评:受猪价低迷影响，2018H1业绩同比下降!猪价反弹，三季度有望盈利!》 2018-08-15
- 《牧原股份-公司点评:猪价下行，上半年业绩预亏》 2018-07-11

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,197.06	2,778.30	1,799.82	5,600.19	12,703.85
应收账款	8.32	9.94	20.75	23.97	25.47
预付账款	84.13	92.71	168.20	153.63	234.20
存货	4,189.89	5,812.73	7,990.95	9,320.77	11,746.59
其他	262.75	1,087.03	1,087.03	1,087.03	1,087.03
<b>流动资产合计</b>	<b>8,742.15</b>	<b>9,780.70</b>	<b>11,066.75</b>	<b>16,185.60</b>	<b>25,797.13</b>
长期股权投资	114.42	133.48	183.48	233.48	283.48
固定资产	11,998.83	15,005.83	19,448.65	24,020.41	28,463.74
在建工程	1,498.19	3,680.30	2,872.12	3,148.85	3,259.54
无形资产	354.49	350.54	340.38	330.21	320.04
其他	1,336.55	891.02	931.12	975.03	824.20
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,302.48</b>	<b>20,061.16</b>	<b>23,775.75</b>	<b>28,707.98</b>	<b>33,151.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>24,044.63</b>	<b>29,841.86</b>	<b>34,842.49</b>	<b>44,893.58</b>	<b>58,948.13</b>
短期借款	3,560.33	4,714.92	4,326.23	3,000.00	3,000.00
应付账款	1,959.94	3,196.43	4,601.39	4,739.47	6,734.85
其他	2,802.74	5,676.31	5,607.70	4,790.26	5,992.28
<b>流动负债合计</b>	<b>8,323.01</b>	<b>13,587.66</b>	<b>14,535.31</b>	<b>12,529.73</b>	<b>15,727.14</b>
长期借款	1,534.30	1,069.49	1,000.00	800.00	800.00
应付债券	1,392.62	1,390.39	1,390.39	1,390.39	1,390.39
其他	58.10	86.69	77.68	74.16	79.51
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,985.01</b>	<b>2,546.57</b>	<b>2,468.07</b>	<b>2,264.55</b>	<b>2,269.90</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,308.03</b>	<b>16,134.23</b>	<b>17,003.38</b>	<b>14,794.28</b>	<b>17,997.04</b>
少数股东权益	0.00	1,418.37	1,418.37	1,418.37	1,418.37
股本	1,158.46	2,085.23	2,085.23	2,085.23	2,085.23
资本公积	3,864.90	2,938.13	3,659.13	3,659.13	3,659.13
留存收益	9,118.35	7,744.08	14,335.51	26,595.69	37,447.49
其他	(1,405.10)	(478.18)	(3,659.13)	(3,659.13)	(3,659.13)
<b>股东权益合计</b>	<b>12,736.61</b>	<b>13,707.64</b>	<b>17,839.11</b>	<b>30,099.30</b>	<b>40,951.09</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>24,044.63</b>	<b>29,841.86</b>	<b>34,842.49</b>	<b>44,893.58</b>	<b>58,948.13</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,365.53	528.08	5,870.42	12,260.19	10,851.79
折旧摊销	889.47	1,285.34	875.52	1,161.68	1,456.15
财务费用	324.56	581.10	554.04	442.68	323.82
投资损失	(21.52)	(70.49)	(43.36)	(54.00)	(50.00)
营运资金变动	(354.46)	(771.35)	(904.29)	(1,625.40)	441.47
其它	(1,416.44)	(195.03)	0.00	(0.00)	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,787.14</b>	<b>1,357.66</b>	<b>6,352.34</b>	<b>12,185.15</b>	<b>13,023.23</b>
资本支出	6,270.78	6,457.40	4,509.01	6,003.52	5,994.65
长期投资	67.10	19.06	50.00	50.00	50.00
其他	(12,779.27)	(12,257.46)	(9,015.65)	(11,999.52)	(11,994.65)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,441.40)</b>	<b>(5,781.00)</b>	<b>(4,456.64)</b>	<b>(5,946.00)</b>	<b>(5,950.00)</b>
债权融资	6,773.03	9,116.21	8,535.02	6,538.92	6,893.17
股权融资	5,198.08	(538.12)	(2,292.99)	(442.68)	(323.82)
其他	(3,918.71)	(5,930.65)	(9,116.21)	(8,535.02)	(6,538.92)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>8,052.40</b>	<b>2,647.44</b>	<b>(2,874.18)</b>	<b>(2,438.78)</b>	<b>30.43</b>
汇率变动影响	0.00	(28.48)	(9.60)	(12.68)	(16.92)
<b>现金净增加额</b>	<b>3,398.14</b>	<b>(1,804.37)</b>	<b>(988.08)</b>	<b>3,787.69</b>	<b>7,086.74</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>10,042.42</b>	<b>13,388.16</b>	<b>22,497.75</b>	<b>32,787.77</b>	<b>36,254.02</b>
营业成本	7,048.99	12,074.04	15,386.63	19,296.97	24,098.26
营业税金及附加	16.56	21.78	36.86	53.71	59.26
营业费用	38.85	54.14	78.74	98.36	126.89
管理费用	454.23	500.34	607.44	693.36	833.84
财务费用	312.05	538.27	554.04	442.68	323.82
资产减值损失	0.46	0.66	0.37	0.50	0.51
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.52	42.01	33.76	41.32	33.08
其他	(239.82)	(367.06)	(67.52)	(82.64)	(66.16)
<b>营业利润</b>	<b>2,389.57</b>	<b>523.98</b>	<b>5,867.42</b>	<b>12,243.50</b>	<b>10,844.52</b>
营业外收入	18.79	55.85	53.00	65.52	58.12
营业外支出	42.80	53.71	50.00	48.84	50.85
<b>利润总额</b>	<b>2,365.56</b>	<b>526.11</b>	<b>5,870.42</b>	<b>12,260.19</b>	<b>10,851.79</b>
所得税	0.03	(1.97)	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>2,365.53</b>	<b>528.08</b>	<b>5,870.42</b>	<b>12,260.19</b>	<b>10,851.79</b>
少数股东损益	0.00	7.87	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,365.53</b>	<b>520.21</b>	<b>5,870.42</b>	<b>12,260.19</b>	<b>10,851.79</b>
每股收益(元)	1.13	0.25	2.82	5.88	5.20

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	79.14%	33.32%	68.04%	45.74%	10.57%
营业利润	7.25%	-78.07%	1019.79%	108.67%	-11.43%
归属于母公司净利润	1.88%	-78.01%	1028.47%	108.85%	-11.49%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.81%	9.82%	31.61%	41.15%	33.53%
净利率	23.56%	3.89%	26.09%	37.39%	29.93%
ROE	18.57%	4.23%	35.75%	42.75%	27.45%
ROIC	29.51%	7.63%	33.52%	53.77%	37.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.03%	54.07%	48.80%	32.95%	30.53%
净负债率	9.51%	2.47%	23.77%	22.16%	6.48%
流动比率	1.05	0.72	0.76	1.29	1.64
速动比率	0.55	0.29	0.21	0.55	0.89
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2,341.14	1,466.39	1,466.39	1,466.39	1,466.39
存货周转率	2.95	2.68	3.26	3.79	3.44
总资产周转率	0.54	0.50	0.70	0.82	0.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.13	0.25	2.82	5.88	5.20
每股经营现金流	0.86	0.65	3.05	5.84	6.25
每股净资产	6.11	5.89	7.87	13.75	18.96
<b>估值比率</b>					
市盈率	49.15	223.51	19.81	9.48	10.71
市净率	9.13	9.46	7.08	4.05	2.94
EV/EBITDA	18.41	32.42	16.92	8.49	8.79
EV/EBIT	24.94	85.75	19.22	9.27	9.93

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com