

## 牧原股份 (002714.SZ) / 养殖

## 出栏稳定增长, 疫情下成本优势仍存

**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

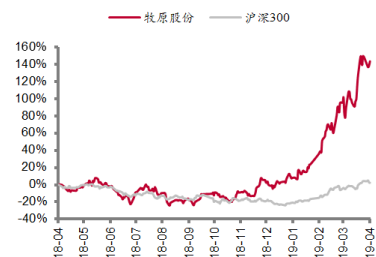
执业证书编号: S0740518100002

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)	1163.14
市价(元)	68.10
市值(百万元)	142004.45
流通市值(百万元)	79210.07

**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	60.03	272.98	18.22	8.17	8.71
P/B	11.15	11.56	7.07	4.04	3.07

备注: 以 2019 年 4 月 12 日收盘价为基准

**投资要点**

- 业绩符合预期, 亏损主要受 1-2 月低迷猪价拖累, 周期反转在途:** 牧原股份发布 2019 年一季报, 1-3 月公司实现营业收入 30.48 亿元, 同比增长 10.62%; 实现归母净利润-5.41 亿元, 同比下降-497.64%。我们认为牧原一季报业绩符合预期, 亏损主要受到 1-2 月低迷猪价拖累(商品猪销售均价为 9.60 元/千克), 而目前周期反转已经在途, 非洲猪瘟下生猪价格反转高度与周期持续时间或将超往轮, 公司 2019-2020 年出栏确定性较高, 有望长期受益。
- 1-3 月出栏稳定增长, 预计 2019 年 1400 万头出栏量可期:** 牧原 1-3 月共销售生猪 307.69 万头, 同比增长 39.81%, 其中仔猪占比约为 15%。虽然牧原 2018 年业绩同比大幅下滑以及非洲猪瘟影响导致投建放缓, 但公司 2019 年一季度资本开支达到 15.65 亿元, 疫情影响下依旧维持高位, 预计 2019 年 1400 万头的生猪出栏量可期。
- 一季报业绩拆分, 生猪养殖业务亏损约 6.80 亿元:** 从牧原 2019 年一季度业绩-5.41 亿元拆分来看, 在不考虑种猪、原粮、饲料、猪粪销售盈利的情况下, 其中其他收益为 0.99 亿元(与日常经营活动相关的政府补助), 投资净收益为 0.14 亿元(主要为购买理财产品取得的投资收益), 资产处置收益为 0.10 亿元, 少数股东损益为-0.16 亿元, 实际公司一季度商品肉猪销售净利润贡献约为-6.03 亿元, 仔猪销售净利润贡献约为-0.78 亿元。牧原一季度的亏损主要受到 1-2 月低迷猪价拖累(商品猪销售均价为 9.60 元/千克), 而目前周期反转已经在途, 非洲猪瘟下生猪价格反转高度与周期持续时间或将超往轮, 公司 2019-2020 年出栏确定性较高, 有望长期受益。
- 受防疫支出费用化影响, 一季度商品肉猪完全成本上升至 13.06 元/千克:** 鉴于非洲猪瘟持续, 并呈现多点扩散的情况, 从 2018 年底开始, 牧原主动提升了生物安全硬件基础设施、强化了物品、人员的管理制度, 产生了相应的成本和费用, 对公司 2019 年一季度的生猪养殖成本产生了一定影响。根据我们测算, 牧原 2019 年一季度商品肉猪完全成本为 13.06 元/千克, 同比提升约 1.14 元/千克, 但成本水平依旧领先行业。
- 当前 4 月短期猪价主要受到冻肉库存抛售压制, 但长期利好价格走势:** 4 月 3 日三部委联合发文强调加工流通环节非洲猪瘟检测, 要求猪肉制品加工企业 5 月 1 日起开展非洲猪瘟病毒检测, 这就引起了屠宰企业提前抛售冻肉库存以规避风险, 或将在 4 月短期内平抑生猪价格上涨, 但是却有利于行业冻肉高库存的长期价格风险出清(冻肉可保质一年, 大部分屠宰企业在去年 12 月至今年 1-2 月大量收储冻肉, 以待今年下半年猪肉价格高点售出), 利好生猪价格长期上涨趋势的确立, 周期反转高度以及持续时间超往轮(预计 2019-2021 年公司商品肉猪销售均价分别为 17.00/20.00/18.00 元/千克)。
- 出栏稳定增长, 疫情下成本优势仍存, 维持“买入”评级:** 牧原作为自繁自养模式龙头, 当前成本优势依旧领先行业, 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 2019 年一季度业绩拆分 (不考虑种猪、原粮、饲料、猪粪销售盈利, 估算值)**

	销量 (万头)	销售均价(元/千克)	销售收入 (亿元)	出栏均重(千克/头)	完全成本(元/千克)	净利润 (亿元)
<b>商品肉猪</b>						
1-2 月	172.22	9.60	16.96	102.59	13.06	-6.11
3 月	89.32	13.15	11.42	97.26	13.06	0.08
1-3 月	261.54	10.76	28.38	100.86	13.06	-6.03
<b>仔猪</b>						
1-2 月	30.39	23.23	1.06	15.00	39.20	-0.73
3 月	15.76	37.09	0.88	15.00	39.20	-0.05
1-3 月	46.15	27.96	1.94	15.00	39.20	-0.78
<b>合计</b>						
1-2 月	202.61	--	18.02	--	--	-6.84
3 月	105.08	--	12.30	--	--	0.03
1-3 月	307.69	--	30.32	--	--	-6.80
<b>其他收益(亿元)</b>						0.99
<b>投资净收益(亿元)</b>						0.14
<b>资产处置收益(亿元)</b>						0.10
<b>少数股东损益(亿元)</b>						-0.16
<b>2019 年一季度生猪养殖业务归母净利润 (亿元)</b>						<b>-5.41</b>

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: 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
<b>流动资产</b>	9781	13409	18227	22440	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	29842	40891	55357	71176	<b>利润总额</b>	526	7834	17463	16384
<b>流动负债</b>	13588	16820	16159	20803	所得税	-2	0	0	0
短期借款	4715	6427	5133	8484	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	520	7794	17376	16302
<b>非流动负债</b>	2547	2529	2531	2536	<b>EBITDA</b>	2348	9899	20176	20026
长期借款	1069	1069	1069	1069	<b>EPS (元)</b>	0.25	3.74	8.33	7.82
其他非流动负债	1477	1459	1462	1466					
<b>负债合计</b>	16134	19349	18691	23339	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1418	1458	1545	1627	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2085	2085	2085	2085	<b>成长能力</b>				
资本公积	2938	2938	2938	2938	营业收入	33.3%	81.1%	63.8%	8.5%
留存收益	4806	15060	30098	41188	营业利润	-78.1%	1393.1%	123.1%	-6.2%
归属母公司股东权益	12289	20084	35121	46211	归属于母公司净利润	-78.0%	1398.3%	122.9%	-6.2%
<b>负债和股东权益</b>	29842	40891	55357	71176	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	272.98	18.22	8.17	8.71
					P/B	11.56	7.07	4.04	3.07
					EV/EBITDA	63	15	7	7

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。