牧原股份（002714.SZ）/养殖　　成本管控得力，母猪增幅超预期

评级：买入（维持）

市场价格：71.29

分析师：陈奇
执业证书编号：S0740514070005
电话：021-20315189
Email：chenqi@r.qlzq.com.cn
分析师：潘振亚
执业证书编号：S0740518100002
电话：021-20315125
Email：panzy@r.qlzq.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)	71.29
市值(百万元)	148656.35
流通市值(百万元)	82920.50

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	25020.50	52817.50	53248.00
增长率 yoy%	79.14%	33.32%	86.89%	111.10%	0.82%
归母净利润（百万元）	2365.53	520.21	6077.32	24806.87	18274.36
增长率 yoy%	1.88%	-78.01%	1068.82%	308.09%	-26.33%
每股收益（元）	1.10	0.24	2.81	11.48	8.45
每股现金流量（元）	0.83	0.63	3.58	11.12	10.36
净资产收益率	18.57%	4.23%	33.15%	60.03%	35.04%
P/E	65.16	296.31	25.35	6.21	8.43
P/B	12.10	12.54	8.40	3.73	2.95

备注：以 2019 年 8 月 26 日收盘价为准

投资要点

- **业绩符合预期，二季度环比生猪养殖业务扭亏、生产性生物资产增幅超预期：**牧原股份发布 2019 年中报，报告期间，公司共销售生猪 581.50 万头，其中商品肉猪 521.82 万头，仔猪 59.26 万头，种猪 0.42 万头；实现营业收入 71.60 亿元，同比增长 29.87%；实现归母净利润-1.56 亿元，同比下降-97.95%。我们认为牧原中报业绩符合预期，受益于二季度非洲猪瘟去产能下生猪价格持续上涨，公司二季度环比生猪养殖业务扭亏、生产性生物资产增幅超预期。
- **业绩环比扭亏，二季度生猪养殖业务盈利约为 3.12 亿元：**从牧原二季度业绩拆分来看，其中其他收益 1.13 亿元（与日常经营活动相关的政府补助）、投资净收益 0.03 亿元（主要为购买理财产品取得的投资收益）、营业外收支为 0.09 亿元、少数股东损益为 0.22 亿元，根据我们测算，实际二季度公司商品肉猪销售贡献净利润约为 2.70 亿元，仔猪销售贡献净利润约为 0.40 亿元，种猪销售贡献净利润约为 0.03 亿元，合计二季度生猪养殖业务盈利约为 3.12 亿元(一季度生猪养殖业务亏损约为 6.78 亿元)，生猪价格持续上涨下业绩环比扭亏。
- **疫情形势依旧严峻，成本管控超预期：**上半年非洲猪瘟持续影响生猪养殖行业，二季度疫情形势依旧严峻，但是牧原从 2018 年底开始主动提升了生物安全硬件基础设施、强化了物品和人员管理制度，公司二季度商品肉猪完全成本环比基本持平（根据我们测算，2019 年一、二季度牧原商品肉猪完全成本分别约为 13.08 元/千克、13.10 元/千克），成本管控超预期。
- **资本开支高位，生产性生物资产环比增幅超预期：**产能投建来看，牧原 2019 年一、二季度资本开支分别为 17.60 亿元、15.65 亿元，依旧维持高位。且公司二季度生产性生物资产达到 17.68 亿元，环比大增 31.94%超预期，生猪养殖业务未来出栏高增可期。
- **猪价持续高景气下大幅留种，2020 年出栏高增可期：**当前全国生猪价格已超 25 元/千克，在猪价 2019-2020 年大概率持续高景气的情况下，牧原主动留种以扩大能繁母猪存栏规模，所以对应个别单月出栏量环比有比较明显下滑。那么目前来看，公司 6 月底生产性生物资产已达到 17.68 亿元，按照成本法计算，假定能繁和后备母猪均作价 1800 元/头、后备占比 40%（2017 年年底，能繁和后备母猪头均成本均为 1400 元/头，且后备占比为 38.34%），公司 6 月底能繁母猪存栏已经超过 70 万头，2020 年生猪出栏高增可期。
- **成本管控得力，母猪增幅超预期，维持“买入”评级：**牧原作为自繁自养模式龙头，成本优势领先行业，长期净资产收益率高出行业平均，在当前疫情影响犹在、猪价不断创新高的情况下（7 月生猪、能繁存栏依旧双降，8 月全国生猪价格已超过 25 元/千克），公司持续留种扩充能繁母猪存栏规模，预计 2019-2021 年生猪出栏量为 1400/2000/2600 万头，归属于母公司净利润为 60.80/248.13/182.79 亿元，对应 EPS 分别为 2.81/11.48/8.45 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 年中报业绩拆分（均为测算值；仔猪、种猪的销售均价与完全成本单位为：元/头）

	销量（万头）	销售均价（元/千克）	销售收入（亿元）	营业成本（亿元）	出栏均重（千克/头）	三费摊销（亿元）	完全成本（元/千克）	净利润贡献（亿元）
商品肉猪								
1-3 月	289.99	10.75	29.44	32.27	94.45	3.56	13.08	-6.38
4-6 月	231.83	14.19	35.01	29.57	106.41	2.74	13.10	2.70
仔猪								
1-3 月	17.54	328.17	0.58	0.92	--	0.07	561.96	-0.41
4-6 月	41.72	700.00	2.92	2.29	--	0.23	604.87	0.40
种猪								
1-3 月	0.16	2092.38	0.03	0.02	--	0.00	1293.47	0.01
4-6 月	0.26	2600.00	0.07	0.03	--	0.01	1403.80	0.03
其他								
1-3 月	--	--	0.43	0.39	--	0.05	--	-0.02
4-6 月	--	--	3.12	3.18	--	0.24	--	-0.31
1-6 月生猪业务与其他业务净利润贡献合计（亿元）								**-3.98**
减 税金及附加（亿元）								0.11
减 资产减值损失（亿元）								0.03
加 其他收益（亿元）								2.12
加 投资净收益（亿元）								0.17
加 资产处置净收益（亿元）								0.10
加 汇兑净收益（亿元）								0.07
加 营业外收入与支出（亿元）								0.12
减 所得税（亿元）								-0.04
减 少数股东损益（亿元）								0.06
1-6 月归母净利润（亿元）								**-1.56**

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	1250.00	1700.00	2100.00
出栏体重（千克/头）	114.87	108.49	110.00	120.00	120.00
销售均价（元/千克）	14.14	11.62	17.00	24.00	19.00
收入（百万元）	8516.57	12741.47	23375.00	48960.00	47880.00
成本（百万元）	6155.46	11554.48	16500.00	24480.00	30240.00
仔猪					
销量（万头）	193.82	86.40	149.00	295.00	492.00
出栏体重（千克/头）	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
销售均价（元/千克）	41.12	31.69	50.00	70.00	60.00
收入（百万元）	1195.43	410.74	1117.50	3097.50	4428.00
成本（百万元）	690.79	319.68	864.20	1711.00	2853.60
种猪					
销量（万头）	5.60	3.80	1.00	5.00	8.00
销售均价（元/头）	4426.81	2878.52	2800.00	3200.00	3000.00
收入（百万元）	247.85	109.38	28.00	160.00	240.00
成本（百万元）	122.71	83.52	22.00	110.00	176.00

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 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9781	11574	18312	20577
现金	2778	1823	2912	2945
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	10	14	37	35
预付账款	93	206	279	335
存货	5813	8031	12084	15261
其他流动资产	1087	1500	3000	2000
非流动资产	20061	30599	45895	56731
长期投资	133	150	170	200
固定资产	13545	21375	33061	41573
无形资产	351	401	419	453
其他非流动资产	6033	8673	12245	14505
资产总计	29842	42172	64207	77308
流动负债	13588	19244	17662	19331
短期借款	4715	6049	2292	1000
应付账款	3462	5211	7195	9571
其他流动负债	5411	7984	8175	8760
非流动负债	2547	3137	3641	4145
长期借款	1069	1069	1069	1069
其他非流动负债	1477	2068	2571	3075
负债合计	16134	22381	21302	23475
少数股东权益	1418	1449	1574	1665
股本	2085	2162	2162	2162
资本公积	2938	2938	2938	2938
留存收益	4806	13242	36231	47066
归属母公司股东权益	12289	18342	41331	52167
负债和股东权益	29842	42172	64207	77308

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1358	7735	24047	22399
净利润	528	6111	24938	18371
折旧摊销	1285	1518	2493	3582
财务费用	538	626	449	237
投资损失	-70	-50	-100	-150
营运资金变动	-967	444	-3538	655
其他经营现金流	43	-914	-196	-296
投资活动现金流	-5781	-11064	-17447	-13923
资本支出	5047	11039	17500	14000
长期投资	796	17	20	30
其他投资现金流	62	-9	73	107
筹资活动现金流	2647	2373	-5510	-8443
短期借款	1155	1334	-3757	-1292
长期借款	-465	0	0	0
普通股增加	927	77	0	0
资本公积增加	-927	0	0	0
其他筹资现金流	1958	963	-1753	-7151
现金净增加额	-1776	-955	1089	33

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13388	25021	52818	53248
营业成本	12074	17846	26853	33914
营业税金及附加	22	41	86	87
营业费用	54	75	106	133
管理费用	500	701	845	1065
财务费用	538	626	449	237
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	70	50	100	150
营业利润	524	6101	24928	18361
营业外收入	56	60	70	80
营业外支出	54	50	60	70
利润总额	526	6111	24938	18371
所得税	-2	0	0	0
净利润	528	6111	24938	18371
少数股东损益	8	31	125	92
归属母公司净利润	520	6080	24813	18279
EBITDA	2348	8245	27870	22180
EPS（元）	0.25	2.81	11.48	8.45

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	33.3%	86.9%	111.1%	0.8%
营业利润	-78.1%	1064.3%	308.6%	-26.3%
归属于母公司净利润	-78.0%	1068.8%	308.1%	-26.3%
获利能力				
毛利率(%)	9.8%	28.7%	49.2%	36.3%
净利率(%)	3.9%	24.3%	47.0%	34.3%
ROE(%)	4.2%	33.1%	60.0%	35.0%
ROIC(%)	5.5%	23.5%	53.7%	32.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.1%	53.1%	33.2%	30.4%
净负债比率(%)	47.88%	45.21%	29.86%	21.59%
流动比率	0.72	0.60	1.04	1.06
速动比率	0.29	0.18	0.35	0.27
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.69	0.99	0.75
应收账款周转率	-	-	-	-
应付账款周转率	4.78	4.12	4.33	4.05
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.24	2.81	11.48	8.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	3.58	11.12	10.36
每股净资产(最新摊薄)	5.68	8.48	19.12	24.13
估值比率				
P/E	296.31	25.35	6.21	8.43
P/B	12.54	8.40	3.73	2.95
EV/EBITDA	66	19	6	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。