

牧原股份 (002714)

证券研究报告

2019年08月29日

生产性生物资产环比+32%，养殖龙头高速成长！

事件：

公司披露半年报，上半年实现营收 71.6 亿 (29.87%)，实现归母净利润-1.56 亿 (-97.95%)；其中，单二季度实现收入 41.12 亿 (+49.15%)，实现归母净利润 3.85 亿，去年同期亏损 2.15 亿。

生产性生物资产环比大幅改善，公司高速成长正当时！

上半年，公司出栏 581.5 万头，同比增 22.58%。根据我们测算：公司上半年生猪（含仔猪）销售均价约 12.73 元/公斤，由于疫情导致成本抬升，上半年养猪板块亏损 1.56 亿元，其中一季度亏损约 5.4 亿元，二季度盈利 3.85 亿元。此外，从半年报来看，公司生产性生物资产环比一季度增长 32%，较 18 年底增长 21%；此外公司固定资产达到 145.8 亿元，环比一季度增加 6.4 亿元；公司生产性生物资产和固定资产的增长充分彰显了在受疫情短期冲击之后，公司产能已经重回快速扩张之路。我们预计受大量留种影响，公司出栏量有望持续高增长。

产能深度去化有望导致猪价持续超预期，养猪迎来高盈利阶段。

7 月能繁母猪存栏环比降 8.9%，同比降 31.9%，产能达到非洲猪瘟以来单月最大去化幅度。根据猪联网数据，8 月 28 日，全国生猪出栏均价达到 26.5 元/公斤，较 7 月 31 日大涨约 36%，且仍在持续上涨之中。我们预计 9 月份全国生猪供给将持续趋紧，从而推动猪价继续加速上涨。在产能深度去化之下，未来猪价有望持续超预期，2020 年生猪出栏均价将超过 25 元/公斤，有望达到 30 元/公斤，头均盈利有望达到 1000-1500 元。

成本低，目前估值仍然处于较低水平。

与同行业上市公司相比，公司养殖成本较低。对应 8 月 27 日收盘市值以及 2020 年出栏量，公司头均市值约 9606 元，而在上一轮周期中，公司头均市值约 12444 元/头，公司当前估值仍较低。

给予“买入”评级

未来 2-3 年将将是养猪板块盈利景气叠加头部企业出栏的快速扩张期，是一波长期的量利齐升行情。考虑到当前猪价持续超预期，我们上调了 2020-2021 年的出栏均价，并调整了 2019-2020 年的出栏成本和出栏量，从而将公司 2019-2021 年净利润由 58.70/122.60/108.52 亿调整为 46.87/212.70/261.08 亿，同增 801%/354%/23%，EPS 为 2.25/10.20/12.52 元，对应 8 月 28 日收盘市值 PE 为 36/8/6 倍，继续给予“买入”评级。

风险提示：猪价波动；疫情灾害；出栏量不达预期。

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	80.72 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)	1,166.99
A 股总市值(百万元)	168,320.11
流通 A 股市值(百万元)	94,199.46
每股净资产(元)	4.59
资产负债率(%)	57.01
一年内最高/最低(元)	82.22/21.18

作者

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

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《牧原股份-年报点评报告:成长势头不变,迎接猪价上涨周期》2019-03-28
- 2 《牧原股份-季报点评:猪价反弹,盈利扭亏为盈》2018-10-23
- 3 《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

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	20,847.85	45,423.03	59,460.40
增长率(%)	79.14	33.32	55.72	117.88	30.90
EBITDA(百万元)	3,468.09	2,060.98	6,363.92	23,164.08	27,793.69
净利润(百万元)	2,365.53	520.21	4,686.65	21,269.76	26,108.19
增长率(%)	1.88	(78.01)	800.92	353.84	22.75
EPS(元/股)	1.13	0.25	2.25	10.20	12.52
市盈率(P/E)	71.16	323.56	35.91	7.91	6.45
市净率(P/B)	13.22	13.70	12.40	5.91	4.33
市销率(P/S)	16.76	12.57	8.07	3.71	2.83
EV/EBITDA	17.61	31.71	28.11	7.40	5.95

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,197.06	2,778.30	2,084.78	4,542.30	7,316.02	营业收入	10,042.42	13,388.16	20,847.85	45,423.03	59,460.40
应收票据及应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业成本	7,048.99	12,074.04	14,436.77	21,598.55	30,884.66
预付账款	84.13	92.71	99.78	164.20	178.96	营业税金及附加	16.56	21.78	33.36	72.68	95.14
存货	4,189.89	5,812.73	7,260.57	12,538.11	12,341.21	营业费用	38.85	54.14	75.05	145.35	172.44
其他	271.07	1,096.97	1,100.25	1,111.65	1,105.34	管理费用	380.02	500.34	667.13	1,362.69	1,664.89
流动资产合计	8,742.15	9,780.70	10,545.39	18,356.26	20,941.54	研发费用	73.98	91.21	104.24	158.98	178.38
长期股权投资	114.42	133.48	133.48	133.48	133.48	财务费用	312.05	538.27	804.26	761.39	313.38
固定资产	10,596.96	13,544.61	18,023.27	21,916.81	25,616.99	资产减值损失	0.46	0.66	1.00	1.00	1.00
在建工程	1,498.19	3,680.30	3,408.18	2,974.50	2,984.70	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	354.49	350.54	340.38	330.21	320.04	投资净收益	21.52	42.01	30.00	30.00	30.00
其他	2,738.43	2,352.24	2,348.14	2,344.05	2,339.95	其他	(239.58)	(458.28)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
非流动资产合计	15,302.48	20,061.16	24,253.45	27,699.04	31,395.15	营业利润	2,389.57	523.98	4,756.04	21,352.39	26,180.52
资产总计	24,044.63	29,841.86	34,798.84	46,055.31	52,336.69	营业外收入	18.79	55.85	15.00	20.00	30.00
短期借款	3,560.33	4,714.92	9,121.37	4,071.37	1,000.00	营业外支出	42.80	53.71	75.00	60.00	50.00
应付票据及应付账款	1,586.85	3,461.59	2,553.73	3,445.87	2,559.48	利润总额	2,365.56	526.11	4,696.04	21,312.39	26,160.52
其他	3,175.83	5,411.14	5,519.54	6,123.13	6,066.68	所得税	0.03	(1.97)	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,323.01	13,587.66	17,194.64	13,640.37	9,626.16	净利润	2,365.53	528.08	4,696.04	21,312.39	26,160.52
长期借款	1,534.30	1,069.49	1,120.72	1,000.00	800.00	少数股东损益	0.00	7.87	9.39	42.62	52.32
应付债券	1,392.62	1,390.39	1,390.39	1,390.39	1,390.39	归属于母公司净利润	2,365.53	520.21	4,686.65	21,269.76	26,108.19
其他	58.10	86.69	86.69	86.69	86.69	每股收益(元)	1.13	0.25	2.25	10.20	12.52
非流动负债合计	2,985.01	2,546.57	2,597.80	2,477.08	2,277.08						
负债合计	11,308.03	16,134.23	19,792.44	16,117.45	11,903.24						
少数股东权益	0.00	1,418.37	1,427.76	1,470.39	1,522.71	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,158.46	2,085.23	2,085.23	2,085.23	2,085.23	成长能力					
资本公积	3,864.90	2,938.13	2,938.13	2,938.13	2,938.13	营业收入	79.14%	33.32%	55.72%	117.88%	30.90%
留存收益	9,118.35	7,744.08	11,493.40	26,382.24	36,825.51	营业利润	7.25%	-78.07%	807.68%	348.95%	22.61%
其他	(1,405.10)	(478.18)	(2,938.13)	(2,938.13)	(2,938.13)	归属于母公司净利润	1.88%	-78.01%	800.92%	353.84%	22.75%
股东权益合计	12,736.61	13,707.64	15,006.40	29,937.86	40,433.46	获利能力					
负债和股东权益总	24,044.63	29,841.86	34,798.84	46,055.31	52,336.69	毛利率	29.81%	9.82%	30.75%	52.45%	48.06%
						净利率	23.56%	3.89%	22.48%	46.83%	43.91%
						ROE	18.57%	4.23%	34.51%	74.72%	67.10%
						ROIC	33.07%	8.48%	31.43%	91.58%	84.23%
						偿债能力					
						资产负债率	47.03%	54.07%	56.88%	35.00%	22.74%
						净负债率	20.22%	46.24%	76.56%	12.90%	-5.40%
						流动比率	1.05	0.72	0.61	1.35	2.18
						速动比率	0.55	0.29	0.19	0.43	0.89
						营运能力					
						应收账款周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
						存货周转率	2.95	2.68	3.19	4.59	4.78
						总资产周转率	0.54	0.50	0.65	1.12	1.21
						每股指标(元)					
						每股收益	1.13	0.25	2.25	10.20	12.52
						每股经营现金流	0.86	0.65	1.93	9.23	12.95
						每股净资产	6.11	5.89	6.51	13.65	18.66
						估值比率					
						市盈率	71.16	323.56	35.91	7.91	6.45
						市净率	13.22	13.70	12.40	5.91	4.33
						EV/EBITDA	17.61	31.71	28.11	7.40	5.95
						EV/EBIT	23.68	83.87	32.17	7.75	6.24

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,365.53	528.08	4,686.65	21,269.76	26,108.19
折旧摊销	889.47	1,285.34	803.62	1,050.31	1,299.80
财务费用	324.56	581.10	804.26	761.39	313.38
投资损失	(21.52)	(70.49)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(815.15)	(875.71)	(2,253.58)	(3,853.53)	(750.30)
其它	(955.75)	(90.66)	9.39	42.62	52.32
经营活动现金流	1,787.14	1,357.66	4,020.34	19,240.56	26,993.39
资本支出	5,852.13	6,398.06	5,000.00	4,500.00	5,000.00
长期投资	67.10	19.06	0.00	0.00	0.00
其他	(12,360.62)	(12,198.11)	(9,970.00)	(8,970.00)	(9,970.00)
投资活动现金流	(6,441.40)	(5,781.00)	(4,970.00)	(4,470.00)	(4,970.00)
债权融资	6,773.03	9,116.21	13,573.89	8,403.17	5,131.80
股权融资	5,198.08	(538.12)	(3,264.20)	(761.39)	(313.38)
其他	(3,918.71)	(5,930.65)	(10,053.54)	(19,954.82)	(24,068.08)
筹资活动现金流	8,052.40	2,647.44	256.15	(12,313.04)	(19,249.66)
汇率变动影响	0.00	(28.48)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,398.14	(1,804.37)	(693.51)	2,457.52	2,773.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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