

牧原股份 (002714.SZ) / 养殖

产能扩张迅速, 能繁母猪增幅超预期

评级: 买入 (维持)

市场价格: 82.30

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

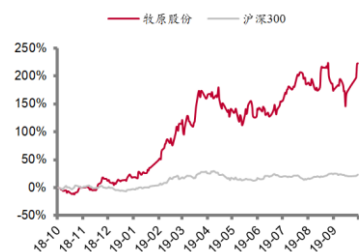
执业证书编号: S0740518100002

电话: 021-20315125

Email: panzy@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2161.90
流通股本(百万股)	1166.99
市价(元)	82.30
市值(百万元)	177924.19
流通市值(百万元)	96043.30

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	21541.00	66740.00	63310.00
增长率 yoy%	79.14%	33.32%	60.90%	209.83%	-5.14%
归母净利润(百万元)	2365.53	520.21	7581.18	33240.55	23512.99
增长率 yoy%	1.88%	-78.01%	1357.33%	338.46%	-29.26%
每股收益(元)	1.09	0.24	3.51	15.38	10.88
每股现金流量(元)	0.83	0.63	3.80	9.46	11.94
净资产收益率	18.57%	4.23%	30.64%	59.67%	33.95%
P/E	75.22	342.02	23.47	5.35	7.57
P/B	13.97	14.48	7.19	3.19	2.57

备注: 以 2019 年 10 月 11 日收盘价为准

投资要点

- 业绩符合预期, 三季度生猪养殖业务盈利超 15 亿元, 生产性生物资产增幅超预期:** 牧原股份发布 2019 年三季报, 1-9 月公司共销售生猪 793.15 万头, 其中商品肉猪 680.25 万头, 仔猪 112.20 万头, 种猪 0.70 万头; 实现营业收入 117.33 亿元, 同比增长 27.79%; 实现归母净利润 13.87 亿元, 同比增长 296.04%。我们认为牧原三季报业绩符合预期, 受益于三季度生猪价格持续创造新高 (其中 9 月销售均价为 26.17 元/千克), 公司三季度生猪养殖业务盈利超 15 亿元, 且截至 9 月底能繁母猪存栏量近 90 万头。
- 受益于猪价持续新高, 三季度生猪养殖业务盈利约为 15.21 亿元:** 从牧原三季度业绩拆分来看, 其中其他收益 1.07 亿元 (与日常经营活动相关的政府补助), 投资净收益 0.09 亿元 (主要为购买理财产品取得的投资收益), 营业外收支为 -0.23 亿元, 少数股东损益为 0.61 亿元, 所以根据我们测算, 实际三季度公司商品肉猪销售贡献净利润约为 12.28 亿元, 仔猪销售贡献净利润约为 2.89 亿元, 种猪销售贡献净利润约为 0.04 亿元, 合计二季度生猪养殖业务盈利约为 15.21 亿元, 生猪价格持续新高下业绩同比大幅增长。
- 三季度出栏量环比下降导致单位费用摊销增加, 成本端有所抬升:** 从成本端来看, 由于近期留种、出栏量环比下降导致单位费用摊销增加, 根据我们测算, 三季度牧原商品肉猪完全成本约为 14.04 元/千克, 环比有所上升 (2019 年一、二季度商品肉猪完全成本分别约为 13.08 元/千克、13.10 元/千克)。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 (改建、新建猪场), 强化了物品和人员管理制度, 所以随着新型猪舍的逐步推广, 预计公司生猪养殖完全成本在 2020 年持续下降, 有望进一步拉动业绩增长。
- 资本开支高位, 猪价持续新高下大幅留种, 生产性生物资产环比增幅超预期:** 产能投建来看, 三季度牧原资本开支达到 25.32 亿元, 环比大增 43.86%, 继续维持高位增长。种猪产能来看, 目前全国生猪价格已超 30 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, 截至 9 月底公司生产性生物资产为 28.37 亿元, 环比大增 60.46% 超预期, 对应能繁母猪存栏量约 90 万头, 后备母猪存栏量约 60 万头。且由于近期牧原单月大幅留种扩产, 预计 2019 年底公司能繁母猪存栏量能够达到 130 万头以上, 对应 2020 年产能超 3000 万头 (PSY=24 计算), 出栏高增可期。
- 产能扩张迅速, 能繁母猪增幅超预期, 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 (农村农业部 8 月生猪、能繁存栏数据环比依旧双降, 目前全国生猪价格已超过 30 元/千克), 公司持续留种扩大能繁母猪存栏规模, 预计 2019-2021 年生猪出栏量为 1050/2500/3000 万头, 归属于母公司净利润为 75.81/332.41/235.13 亿元, 对应 EPS 分别为 3.51/15.38/10.88 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 年三季度业绩拆分 (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
7-9 月	158.43	20.80	37.75	22.22	114.57	3.26	14.04	12.28
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
7-9 月	52.94	1200.00	6.35	2.91	--	0.55	653.52	2.89
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
7-9 月	0.28	3000.00	0.08	0.03	--	0.01	1458.79	0.04
其他								
1-3 月	--	--	0.43	0.39	--	0.05	--	-0.02
4-6 月	--	--	3.12	3.18	--	0.24	--	-0.31
7-9 月	--	--	1.54	1.50	--	0.13	--	-0.09
1-9 月生猪业务与其他业务净利润贡献合计 (亿元)								11.14
减 税金及附加 (亿元)								0.16
减 资产减值损失 (亿元)								0.08
加 其他收益 (亿元)								3.19
加 投资净收益 (亿元)								0.26
加 资产处置收益 (亿元)								0.10
加 汇兑净收益 (亿元)								0.07
减 营业外收入与支出 (亿元)								0.11
减 所得税 (亿元)								-0.13
减 少数股东损益 (亿元)								0.68
1-9 月归母净利润 (亿元)								13.87

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	890.00	2000.00	2300.00
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	20.00	25.00	20.00
收入 (百万元)	8516.57	12741.47	19580.00	60000.00	55200.00
成本 (百万元)	6155.46	11554.48	11748.00	28800.00	33120.00
仔猪					
销量 (万头)	193.82	86.40	159.00	495.00	790.00
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	60.00	80.00	60.00
收入 (百万元)	1195.43	410.74	1431.00	5940.00	7110.00
成本 (百万元)	690.79	319.68	922.20	2871.00	4582.00
种猪					
销量 (万头)	5.60	3.80	1.00	5.00	10.00
销售均价 (元/头)	4426.81	2878.52	3000.00	4000.00	3000.00
收入 (百万元)	247.85	109.38	30.00	200.00	300.00
成本 (百万元)	122.71	83.52	22.00	110.00	220.00

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	11686	22925	24278	营业收入	13388	21541	66740	63310
现金	2778	2540	4445	3210	营业成本	12074	13152	32333	38566
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	22	35	109	104
其他应收款	10	12	47	42	营业费用	54	65	133	158
预付账款	93	400	500	600	管理费用	500	603	1068	1266
存货	5813	7234	12933	15426	财务费用	538	436	129	94
其他流动资产	1087	1500	5000	5000	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	20061	28684	44482	58188	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	40	80	100
固定资产	13545	19937	30070	41368	营业利润	524	7609	33398	23621
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	8196	13823	16167	营业外支出	54	50	60	70
资产总计	29842	40370	67407	82466	利润总额	526	7619	33408	23631
流动负债	13588	11332	6933	8329	所得税	-2	0	0	0
短期借款	4715	1000	0	454	净利润	528	7619	33408	23631
应付账款	2713	5000	2000	2000	少数股东损益	8	38	167	118
其他流动负债	6160	5332	4933	5875	归属母公司净利润	520	7581	33241	23513
非流动负债	2547	2837	3141	3145	EBITDA	2348	9501	35823	27137
长期借款	1069	1069	1069	1069	EPS (元)	0.25	3.51	15.38	10.88
其他非流动负债	1477	1768	2071	2075					
负债合计	16134	14170	10073	11474					
少数股东权益	1418	1456	1624	1742	主要财务比率				
股本	2085	2162	2162	2162	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	2938	7839	7839	7839	成长能力				
留存收益	4806	14743	45709	59250	营业收入	33.3%	60.9%	209.8%	-5.1%
归属母公司股东权益	12289	24744	55710	69251	营业利润	-78.1%	1352.2%	338.9%	-29.3%
负债和股东权益	29842	40370	67407	82466	归属于母公司净利润	-78.0%	1357.3%	338.5%	-29.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	9.8%	38.9%	51.6%	39.1%
					净利率(%)	3.9%	35.2%	49.8%	37.1%
					ROE(%)	4.2%	30.6%	59.7%	34.0%
					ROIC(%)	5.5%	28.3%	60.4%	32.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.1%	35.1%	14.9%	13.9%
					净负债比率(%)	47.88%	28.72%	35.43%	39.42%
					流动比率	0.72	1.03	3.31	2.91
					速动比率	0.29	0.39	1.44	1.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.61	1.24	0.84
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	5.62	3.41	9.24	19.28
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	3.51	15.38	10.88
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	3.80	9.46	11.94
					每股净资产(最新摊薄)	5.68	11.45	25.77	32.03
					估值比率				
					P/E	342.02	23.47	5.35	7.57
					P/B	14.48	7.19	3.19	2.57
					EV/EBITDA	79	19	5	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。