

证券研究报告—动态报告/公司快评

农林牧渔

畜牧业

牧原股份 (002714)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年01月26日

业绩预告强者恒强 2021年继续重点推荐

证券分析师: 鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110002

事项:

《公司披露 2020 年业绩预告, 预计实现归属于上市公司股东的净利润为 270-290 亿元, 同比增长 342%-374%; 扣非后净利润为 300-320 亿元, 同比增长 387%-420%。业绩表现优秀, 符合市场预期。

国信农业观点: 1) 公司养殖成本处于行业领先地位, 超额收益明显; 另外公司出栏增速快, 是生猪养殖领域的核心成长股。2) 2021 年非洲猪瘟疫情有抬头可能, 公司有望凭借其养殖模式以及优秀的管理, 保持或者再次拉大与行业的竞争优势, 强者恒强。3) 2021 年公司目标市值与猪价无关, 因为公司是养殖成长股。4) 风险提示: 行业发生不可控生猪疫情死亡事件, 粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力。5) 投资建议: 在非洲猪瘟疫情常态背景下, 未来生猪养殖规模化进程有望在未来 2-3 年内加速完成。公司凭借自繁自养养殖模式, 防控疫情优势明显, 市占率有望快速提升; 另外, 考虑到公司成本低&出栏速度快, 是行业优质成长股, 业绩有望维持稳健增长。我们预计公司 20-22 年归母净利润 287.56/346.22/297.91 亿, 对应 EPS 为 13.04/15.70/13.51 元, 对应当前股价 PE 为 6.2/5.2/6.0X, 维持“买入”评级。

评论:

■ 公司 2020 年业绩表现靓丽, 强者恒强

公司 2020 年销售生猪 1811.5 万头, 其中育肥猪出栏 1152.4 万头, 仔猪 594.8 万头, 种猪 64.3 万头。预计利润拆分如下: 育肥猪完全成本约 14.8 元/公斤, 头均盈利 1800+元, 对应利润 210 亿; 仔猪头均盈利 1200 元, 对应利润 70 亿元; 种猪头均盈利 3700 元, 对应利润 24 亿。另外, 从调研来看, 公司现有自繁自养完全成本不到 15 元/公斤, 行业平均 21 元/公斤, 公司单头超额收益高达 700 元, 相对非洲猪瘟前的优势进一步拉大, 强者恒强。

■ 公司 2021 年出栏业绩有望继续超预期, 继续重点推荐

公司 2021 年出栏业绩有望继续超预期, 继续重点推荐。公司 2020 年底能繁母猪存栏 262.4 万头, 后备存栏 131.9 万头; 根据能繁母猪产能预测, 我们预计公司 2021 年出栏有望达到 4300 万头, 其中育肥猪出栏约 3500 万头, 仔猪约 600 万头, 种猪约 200 万头。给予 2021 年生猪均价 21 元/公斤, 公司完全成本 13.5 元/公斤假设, 预计 2021 年公司利润有望接近 350 亿元, 利润继续维持 20%以上增长, 继续重点推荐。

■ 公司 2021 年目标市值或与猪价无关, 目标市值 5000 亿

2021 年是猪周期系下行第一年, 养殖仍处于较好盈利阶段, 预计全年平均盈利优于 2019 年。公司作为行业核心成长股, 我们认为 2021 年目标市值或与猪价无关, 逻辑如下: 1) 假设 2021 年猪价表现低于预期, 则非洲猪瘟平稳, 则公司出栏量有望超预期, 同时成本下降幅度有望超预期, 利润以量补价, 业绩同比增长; 2) 假设 2021 年猪价表

现超预期，则行业养殖困难，非瘟疫情严重，行业盈利周期拉长，公司相对优势有望进一步拉大，龙头优势明显，行业驱动与公司自身成长共振，市值继续上行。2021 年目标市值方面，我们认为公司养殖未来 2-3 年有望达到 8000-10000 万头，确定性高，考虑到 2021 年公司利润有望接近 350 亿，给予 14-15 倍 PE，对应 5000 亿的目标市值。

■ **投资建议：继续重点推荐**

在非洲猪瘟疫情常态背景下，未来生猪养殖规模化进程有望在未来 2-3 年内加速完成。公司凭借自繁自养养殖模式，防控疫情优势明显，市占率有望快速提升；另外，考虑到公司成本低&出栏速度快，是行业优质成长股，业绩有望维持稳健增长。我们预计公司 20-22 年归母净利润 287.56/346.22/297.91 亿，对应 EPS 为 13.04/15.70/13.51 元，对应当前股价 PE 为 6.2/5.2/6.0X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	10933	22000	38847	65274
应收款项	24	41	114	84
存货净额	7166	11432	31499	43570
其他流动资产	1469	4130	7292	8514
流动资产合计	19592	37602	77752	117442
固定资产	27463	54491	67845	67362
无形资产及其他	432	416	399	383
投资性房地产	5246	5246	5246	5246
长期股权投资	153	173	193	213
资产总计	52887	97928	151436	190647
短期借款及交易性金融负债	5566	15791	3780	200
应付款项	8457	12991	35814	49566
其他流动负债	4145	7823	20007	27419
流动负债合计	18169	36605	59600	77185
长期借款及应付债券	2907	2677	2677	2677
其他长期负债	99	114	129	144
长期负债合计	3006	2791	2806	2821
负债合计	21175	39396	62406	80006
少数股东权益	8604	9544	10613	11370
股东权益	23108	48989	78417	99271
负债和股东权益总计	52887	97928	151436	190647

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.77	13.04	15.70	13.51
每股红利	0.40	1.30	2.36	4.05
每股净资产	10.48	22.22	35.57	45.03
ROIC	21%	51%	41%	32%
ROE	26%	59%	44%	30%
毛利率	36%	60%	41%	31%
EBIT Margin	32%	54%	36%	26%
EBITDA Margin	40%	59%	41%	31%
收入增长	51%	172%	77%	17%
净利润增长率	1075%	370%	20%	-14%
资产负债率	56%	50%	48%	48%
息率	0.5%	1.6%	2.9%	5.0%
P/E	29.4	6.2	5.2	6.0
P/B	7.8	3.7	2.3	1.8
EV/EBITDA	24.7	6.7	6.0	7.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20221	55063	97230	113520
营业成本	12951	21877	57025	78329
营业税金及附加	27	75	132	154
销售费用	111	302	581	735
管理费用	691	3101	4101	4672
财务费用	528	10	(371)	(1153)
投资收益	42	3	3	3
资产减值及公允价值变动	0	15	15	0
其他收入	359	0	0	0
营业利润	6315	29718	35779	30787
营业外净收支	5	0	0	0
利润总额	6319	29718	35779	30787
所得税费用	(17)	(83)	(100)	(86)
少数股东损益	222	1044	1257	1082
归属于母公司净利润	6114	28756	34622	29791

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6114	28756	34622	29791
资产减值准备	1	2	1	0
折旧摊销	1678	3002	4677	5550
公允价值变动损失	0	(15)	(15)	0
财务费用	528	10	(371)	(1153)
营运资本变动	1134	1285	11720	7916
其它	189	938	1068	757
经营活动现金流	9117	33969	52073	44014
资本开支	(11906)	(30001)	(18001)	(5051)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(11926)	(30021)	(18021)	(5071)
权益性融资	14031	0	0	0
负债净变化	47	(230)	0	0
支付股利、利息	(884)	(2876)	(5193)	(8937)
其它融资现金流	(1394)	10225	(12012)	(3580)
融资活动现金流	10964	7119	(17205)	(12517)
现金净变动	8155	11067	16847	26427
货币资金的期初余额	2778	10933	22000	38847
货币资金的期末余额	10933	22000	38847	65274
企业自由现金流	(2635)	4079	33886	38128
权益自由现金流	(3983)	14064	22246	35705

相关研究报告

《牧原股份-002714-2014 年中报点评：超越行业的单位盈利，猪价上涨极佳标的》 ——2014-07-31

《牧原股份-002714-专注生猪一体化养殖，进入快速扩张期》 ——2014-01-21

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032