

牧原股份 (002714)

证券研究报告

2021年01月27日

出栏量继续高速增长，向下游延伸打开成长空间。

事件：

公司披露 2020 年业绩预告，预计实现归母净利润 270-290 亿元，同比+342%-374%；实现扣非归母净利润 300-320 亿元，同比+387%-420%。2020 年公司销售生猪 1,811.5 万头，较上年同期增长 76.67%。同时，受国内供需情况影响，生猪价格较上年同期大幅上涨。从而导致公司业绩高速增长。

出栏量持续高速增长，公司养殖业务有望快速扩张

单四季度来看，公司实现出栏量 623.3 万头，实现扣非归母净利润 90.37-110.37 亿元，头均盈利约 1450 元-1771 元，中枢为 1610 元，头均盈利仍处于高位。

从公司生产性生物资产来看，2018 年生产性生物资产仅 14.61 亿元，2019 年达到 38.35 亿元，而截止 2020 年三季度末达到 60.87 亿，持续快速高速增长。与之对应的是，公司的母猪产能也在快速扩张，截止 2020 年三季度末，公司能繁母猪存栏达到 221.6 万头。我们预计随着公司产能的快速扩张，公司生猪出栏量也有望维持高速增长。

成本已降至 14 元/公斤，公司盈利有望持续高位

根据公司公告，公司三季度单位成本在 14 元/公斤左右，其中包含了限制性股票摊销管理费用。三季度成本相较二季度下降 0.3-0.4 元/公斤，主要下降原因为生产管理相对提升、销售结构调整。随着新人员业务水平的提升、新猪舍使用性能的优化，未来公司成本仍有下降空间。我们预计，在非非洲猪瘟的背景下，猪价高位时间或拉长，叠加公司成本的下行公司盈利能力有望持续高位。

向下游延伸，打开成长空间

公司积极向下游屠宰延伸。屠宰量方面，位于内乡县的牧原肉食屠宰场目前的日屠宰量达到 3,000-4,000 头，若日生猪屠宰量达到 6000 头以上，就可以达到公司的设计产能。规划方面，屠宰产能规划优先覆盖公司当前的养殖产能密集区域。经营方面，公司的经营思路是生猪屠宰、精分割、鲜销，着重做好新零售渠道（社区生鲜店、叮咚买菜等线上配送渠道）、批发市场、传统商超、连锁餐饮企业、食品加工企业等 B 端客户业务。

给予“买入”评级

预计 2020-2022 年公司营收 566.73/883.65/1045.72 亿，同比增长 180%/56%/18%，归母净利润为 315.84/360.25/278.32 亿，同比增长率为 417%/14%/-23%，EPS 为 8.43/9.61/7.43 元，对应 PE 为 10 倍、9 倍和 12 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；下游拓展不及预期；业绩预告是公司初步测算结果，具体以公司年报披露为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,388.16	20,221.33	56,673.22	88,365.28	104,572.49
增长率(%)	33.32	51.04	180.26	55.92	18.34
EBITDA(百万元)	2,060.98	8,167.74	34,979.78	40,566.12	32,694.59
净利润(百万元)	520.21	6,114.36	31,584.11	36,025.40	27,832.70
增长率(%)	(78.01)	1,075.37	416.56	14.06	(22.74)
EPS(元/股)	0.14	1.63	8.40	9.58	7.40
市盈率(P/E)	670.70	57.06	11.05	9.68	12.54
市净率(P/B)	28.39	15.10	7.05	5.17	4.28
市销率(P/S)	26.06	17.25	6.16	3.95	3.34
EV/EBITDA	31.71	24.08	10.00	8.68	10.89

资料来源：wind，天风证券研究所

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	92.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,759.33
流通 A 股股本(百万股)	2,494.97
A 股总市值(百万元)	348,903.44
流通 A 股市值(百万元)	231,557.74
每股净资产(元)	11.04
资产负债率(%)	43.34
一年内最高/最低(元)	139.92/65.18

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

- 《牧原股份-半年报点评:生产性生物资产环比+32%，养殖龙头高速增长！》 2019-08-29
- 《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
- 《牧原股份-季报点评:猪价反弹，盈利扭亏为盈》 2018-10-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,778.30	10,933.21	9,264.74	8,836.53	10,457.25
应收票据及应收账款	0.00	15.72	0.00	0.00	0.00
预付账款	92.71	507.69	216.36	712.41	866.39
存货	5,812.73	7,166.18	10,934.99	22,235.38	25,128.62
其他	1,096.97	969.56	1,016.62	980.22	1,018.50
流动资产合计	9,780.70	19,592.35	21,432.71	32,764.54	37,470.77
长期股权投资	133.48	153.32	153.32	153.32	153.32
固定资产	13,544.61	18,864.25	34,754.59	48,995.99	60,499.99
在建工程	3,680.30	8,598.86	11,159.31	10,537.62	9,922.57
无形资产	350.54	431.82	419.55	407.28	395.02
其他	2,352.24	5,246.00	5,238.99	5,231.98	5,224.97
非流动资产合计	20,061.16	33,294.24	51,725.76	65,326.19	76,195.87
资产总计	29,841.86	52,886.59	73,158.46	98,090.73	113,666.63
短期借款	4,714.92	4,256.08	1,000.00	1,368.20	5,247.38
应付票据及应付账款	3,461.59	8,457.42	4,816.77	8,451.38	5,363.12
其他	5,411.14	5,455.63	4,665.36	5,885.39	5,234.13
流动负债合计	13,587.66	18,169.13	10,482.12	15,704.97	15,844.63
长期借款	1,069.49	1,116.73	1,000.00	600.00	500.00
应付债券	1,390.39	1,789.87	1,789.87	1,789.87	1,789.87
其他	86.69	99.28	99.28	99.28	99.28
非流动负债合计	2,546.57	3,005.88	2,889.16	2,489.16	2,389.16
负债合计	16,134.23	21,175.02	13,371.28	18,194.13	18,233.79
少数股东权益	1,418.37	8,603.83	10,266.16	12,362.87	13,982.77
股本	2,085.23	2,204.61	3,759.33	3,759.33	3,759.33
资本公积	2,938.13	9,846.72	9,846.72	9,846.72	9,846.72
留存收益	7,744.08	20,494.41	45,761.70	63,774.40	77,690.75
其他	(478.18)	(9,438.00)	(9,846.72)	(9,846.72)	(9,846.72)
股东权益合计	13,707.64	31,711.57	59,787.19	79,896.60	95,432.84
负债和股东权益总计	29,841.86	52,886.59	73,158.46	98,090.73	113,666.63

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	528.08	6,336.46	31,584.11	36,025.40	27,832.70
折旧摊销	1,285.34	1,684.35	1,561.47	2,392.56	3,123.31
财务费用	581.10	655.16	115.87	(8.55)	68.69
投资损失	(70.49)	(42.26)	(60.00)	(40.00)	(30.00)
营运资金变动	(875.71)	(3,038.05)	(7,932.74)	(6,898.39)	(6,818.01)
其它	(90.66)	4,393.23	1,662.32	2,096.72	1,619.89
经营活动现金流	1,357.66	9,988.90	26,931.03	33,567.73	25,796.58
资本支出	6,398.06	12,004.80	20,000.00	16,000.00	14,000.00
长期投资	19.06	19.84	0.00	0.00	0.00
其他	(12,198.11)	(24,823.59)	(39,940.00)	(31,960.00)	(27,970.00)
投资活动现金流	(5,781.00)	(12,798.94)	(19,940.00)	(15,960.00)	(13,970.00)
债权融资	9,116.21	8,472.88	5,100.07	5,068.27	8,847.45
股权融资	(538.12)	4,449.19	1,030.14	8.55	(68.69)
其他	(5,930.65)	(2,556.52)	(14,789.70)	(23,112.77)	(18,984.62)
筹资活动现金流	2,647.44	10,365.56	(8,659.50)	(18,035.94)	(10,205.86)
汇率变动影响	(28.48)	6.73	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,804.37)	7,562.24	(1,668.46)	(428.21)	1,620.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,388.16	20,221.33	56,673.22	88,365.28	104,572.49
营业成本	12,074.04	12,951.14	21,721.40	47,765.33	71,046.00
营业税金及附加	21.78	27.43	90.68	141.38	167.32
营业费用	54.14	110.75	198.36	335.79	627.43
管理费用	500.34	691.34	1,133.46	1,767.31	2,718.88
研发费用	91.21	111.52	170.02	220.91	470.58
财务费用	538.27	527.54	115.87	(8.55)	68.69
资产减值损失	0.66	0.00	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42.01	48.99	60.00	40.00	30.00
其他	(458.28)	(562.20)	(120.00)	(80.00)	(60.00)
营业利润	523.98	6,314.83	33,302.44	38,182.11	29,502.59
营业外收入	55.85	61.44	19.00	20.00	30.00
营业外支出	53.71	56.92	75.00	80.00	80.00
利润总额	526.11	6,319.35	33,246.44	38,122.11	29,452.59
所得税	(1.97)	(17.11)	0.00	0.00	0.00
净利润	528.08	6,336.46	33,246.44	38,122.11	29,452.59
少数股东损益	7.87	222.09	1,662.32	2,096.72	1,619.89
归属于母公司净利润	520.21	6,114.36	31,584.11	36,025.40	27,832.70
每股收益(元)	0.14	1.63	8.40	9.58	7.40

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.32%	51.04%	180.26%	55.92%	18.34%
营业利润	-78.07%	1105.18%	427.37%	14.65%	-22.73%
归属于母公司净利润	-78.01%	1075.37%	416.56%	14.06%	-22.74%
获利能力					
毛利率	9.82%	35.95%	61.67%	45.95%	32.06%
净利率	3.89%	30.24%	55.73%	40.77%	26.62%
ROE	4.23%	26.46%	63.78%	53.34%	34.17%
ROIC	8.48%	38.78%	139.21%	75.77%	41.71%
偿债能力					
资产负债率	54.07%	40.04%	18.28%	18.55%	16.04%
净负债率	46.24%	-7.76%	-6.97%	-4.72%	-1.69%
流动比率	0.72	1.08	2.04	2.09	2.36
速动比率	0.29	0.68	1.00	0.67	0.78
营运能力					
应收账款周转率	#DIV/0!	2,572.73	7,210.46	#DIV/0!	#DIV/0!
存货周转率	2.68	3.12	6.26	5.33	4.42
总资产周转率	0.50	0.49	0.90	1.03	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.14	1.63	8.40	9.58	7.40
每股经营现金流	0.36	2.66	7.16	8.93	6.86
每股净资产	3.27	6.15	13.17	17.96	21.67
估值比率					
市盈率	670.70	57.06	11.05	9.68	12.54
市净率	28.39	15.10	7.05	5.17	4.28
EV/EBITDA	31.71	24.08	10.00	8.68	10.89
EV/EBIT	83.87	30.30	10.47	9.23	12.04

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com