

证券研究报告—深度报告

农林牧渔

畜牧业

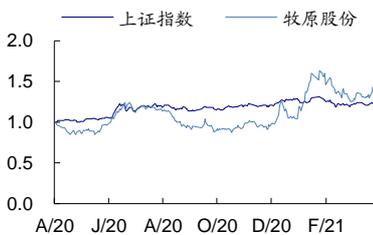
牧原股份(002714)
买入

 合理估值： $\frac{147-150}{0}$ 元 昨收盘：106.97 元

(维持评级)

2021年04月27日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	3,759/2,540
总市值/流通(百万元)	417,850/282,339
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12个月最高/最低(元)	136.56/65.18

相关研究报告:

《牧原股份-002714-重大事件快评: Q1 业绩预告表现靓丽, 2021 年继续重点推荐》——2021-04-16
 《牧原股份-002714-2021 年 1-2 月出栏数据快评: 出栏数据表现靓丽, 2021 年继续重点推荐》——2021-03-09
 《牧原股份-002714-重大事件快评: 业绩预告强者恒强, 2021 年继续重点推荐》——2021-01-26
 《牧原股份-002714-2014 年中报点评: 超越行业的单位盈利, 猪价上涨最佳标的》——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

证券分析师: 鲁家瑞

电话: 021-61761016
 E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110002

独立性声明:

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。

深度报告

非瘟加速规模养殖 布局成长选牧原

● 给予“买入”评级, 目标价 147-150 元/股

公司凭借养殖成本低和扩张速度快, 是国内生猪养殖领域标准的周期成长股, 理应享有估值溢价。此外, 我们认为公司 2021 年全年成长逻辑都处于强化通道当中, 一方面公司养猪出栏量快增, 业绩同比维持高增; 另一方面, 随着公司屠宰产能逐步落地, 公司打开新的增长空间的同时, 还会因为向下游食品延伸发生估值上修。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 7.30/10.62/8.18 元, 2021 年 4 月 26 日收盘价对应 PE 分别 14.6/10.1/13.1 倍。

● 行业: 非瘟加快养殖规模化, 牧原作为核心成长股充分受益

非洲猪瘟虽然有所边际减弱, 但仍是未来养殖的主要矛盾。行业未来预判: 1) 猪价下行速度放缓, 但盈利水平会加大分化; 2) 养殖规模化加速, 管理能力强的养殖群体获得更多奖励。我们认为公司有望凭借其软实力(优秀的企业管理)和硬实力(技术、土地、资金)铸就的低成本护城河, 成为最受益非瘟浪潮的养殖标的。公司凭借优质的管理和上市平台, 高杠杆撬动产能持续快速扩张, 产能储备达 8000 万头, 远期规划达 1 亿头+, 龙头地位进一步稳固。

● 推荐逻辑: 养殖成长股, 2021 年公司逻辑将不断强化

核心推荐逻辑: 1) 养殖成本绝对领先, 单位超额收益拉大; 出栏增速快, 是生猪养殖领域的核心成长股。2) 2021 年非瘟可能有所活跃, 公司有望再次拉大与行业的盈利优势, 强者恒强, 成长逻辑进一步强化。此外, 公司成长性已获得市场认可, 在上一轮周期中的下行期, 就凭借高成长性实现逆势上涨(2017 年 6 月-2018 年 1 月)。本轮周期公司成长性更加充足, 股价有望超越历史。

● 成长内核: 优秀的管理层是低成本及高扩张护城河的根本

成长股的内核不在于业务模式, 而在于可以不断学习, 自发激励的管理团队。公司也是如此, 公司管理层的优异分别在软硬两方面表现。软件方面, 公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化, 能充分调动员工的责任心与学习能力, 推进养殖环节降本增效。硬件方面, 公司在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕, 为产能高速扩张奠定扎实基础。

● 风险提示

原材料价格波动剧烈的风险, 不可控的动物疫情引发的潜在风险。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,221	56,277	105,800	114,720
(+/-%)	51.0%	178.3%	88.0%	8.4%
净利润(百万元)	6114	27450	39933	30763
(+/-%)	1075.4%	348.9%	45.5%	-23.0%
摊薄每股收益(元)	2.77	7.30	10.62	8.18
EBIT Margin	31.9%	50.9%	40.5%	28.9%
净资产收益率(ROE)	26.5%	54.6%	44.9%	27.8%
市盈率(PE)	38.6	14.6	10.1	13.1
EV/EBITDA	31.7	14.5	10.4	12.5
市净率(PB)	10.21	8.00	4.52	3.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是生猪养殖行业的成长股，而不是周期股。我们认为公司凭借其软实力（优秀的企业管理）和硬实力（技术、土地、资金）铸就的低成本护城河，短期内难以被逾越；同时，其上市后凭借上市平台优秀，高杠杆撬动产能持续快速扩张，产能储备达 8000 万头，远期规划达 1 亿头+，处于行业领先地位，龙头地位进一步稳固。考虑到非洲猪瘟疫情未来演绎的复杂性，公司作为管理能力优秀的成长股有望充分受益行业红利。我们预计公司 2020-2022 年每股收益 7.30/10.62/8.18 元，利润增速分别为 348.9%/45.5%/-23.0%，未来一年合理估值区间 147-150 元，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，猪价下行趋势确立，核心看好成长股，公司凭借低成本及高扩张优势，有望实现以量补价，业绩维持稳定增长。

第二，非瘟会奖励管理能力强的养殖群体，公司市占率将快速提升。

与市场的差异之处

首先，我们认为 2021 年与 2019-2020 年不同，2021 年的超预期高猪价是以部分养殖群体养殖不顺利为前提，因此，2021 年生猪养殖行业会更加奖励管理能力优秀的企业，优质龙头的超额受益有可能会拉大而不是缩小，龙头的逻辑得到进一步强化。

其次，虽然猪价下行拐点基本确立，可能会对猪企盈利造成一定影响，但我们认为成长股依然能有超预期的表现，其核心优势在于将自有业务的成本降低行业最低，或者具备单位超额收益。受非瘟影响，生猪行业有望加速向头部企业集中，公司是非洲猪瘟加快行业市占率提升的最佳受益者，市占率有望加速提升。

股价变化的催化因素

第一，随着养殖密度上升，非瘟有可能复发，公司凭借疫情防控优势，市占率将逆市加速提升。

第二，公司的产能投放顺利推进，市占率大幅提升，业绩以量补价，利润继续维持增长。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，原材料价格波动剧烈的风险。

第二，不可控的动物疫情引发的潜在风险。

内容目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值：146.5-149.9 元.....	6
相对法估值：138.1-148.7 元.....	7
投资建议.....	8
公司简介：专注养猪三十年的生猪产业链龙头.....	9
发展历程：顺周期扩大养殖规模，逐步向屠宰深加工延伸.....	9
公司治理：股权结构稳定且集中.....	10
经营情况：盈利能力突出，杠杆优势助力牧原实现快速扩张.....	11
行业：非瘟延缓周期下行 成长股或将充分受益.....	14
现状：非瘟疫情持续发酵 或将成为行业常态.....	14
演绎：猪价下行速度放缓 行业集中逻辑强化.....	14
牧原历史：快速扩张的生猪养殖成长股.....	17
低成本：持续获得超额收益，过去十年内保持正盈利.....	17
高扩张：业绩兑现性强，出栏持续高增长.....	17
成长性得到市场认可：2017 年公司股价逆市上升.....	19
牧原未来：低成本及高扩张护城河难以被超越.....	20
自繁自养一体化龙头：非洲猪瘟加快行业市占率提升的最佳受益者.....	20
软实力优势：企业管理优秀，成本持续改善.....	22
硬实力优势：土地、资金、人才储备充裕，奠定快速扩张基础.....	25
盈利预测.....	29
假设前提.....	29
未来 3 年盈利预测.....	30
盈利预测的敏感性分析.....	30
风险提示.....	31
附表：财务预测与估值.....	32
国信证券投资评级.....	33
分析师承诺.....	33
风险提示.....	33
证券投资咨询业务的说明.....	33

图表目录

图 1: 牧原股份在上一轮猪价下行期的市盈率表现	7
图 2: 牧原生猪业务收入占比保持在 95%以上	9
图 3: 牧原的业务范围涵盖生猪全产业链	9
图 4: 牧原股份生猪出栏顺周期加速扩张	10
图 5: 牧原股份股东结构图 (截止 2020 年三季报)	11
图 6: 牧原上市后营业收入保持 15%以上高增速	12
图 7: 公司 2019 年迎来盈利拐点, 净利润大幅增长	12
图 8: 牧原毛利率在过去五年内基本领先同业	12
图 9: 牧原 ROE 保持行业领先, 并在 2020 年远超同业	12
图 10: 牧原总资产周转率 (次) 在行业内处于较低水平	12
图 11: 牧原销售净利率也领先同行	12
图 12: 牧原善用杠杆, 资产负债率处于行业较高水平	13
图 13: 牧原 ROIC 水平也保持较高水平	13
图 14: 能繁母猪存栏环比与同比近期有所下滑	14
图 15: 生猪价格下行速度放缓 (元/kg)	14
图 16: 商品猪出栏环比近期放缓	15
图 17: 小猪存栏 2020.12-2021.2 环比为负	15
图 18: 随产能扩张, 预计头部生猪企业 2021 市占率均将加速增长	16
图 19: 牧原股份在猪周期底部的头均净利 (元) 仍保持盈利, 展现出公司卓越的成本控制优势	17
图 20: 非瘟后公司的头均盈利 (元) 与同业差距进一步拉大	17
图 21: 牧原股份自 2010 年起生猪出栏基本保持正向高增长	18
图 22: 牧原股份上市后生产性生物资产持续增加 (亿元, %)	18
图 23: 牧原股份的固定资产持续高增, 2020Q1-Q3 同比增长 159%, 远超同业 (亿元, %)	18
图 24: 牧原股份上市后的每年在建工程保持高增量, 2019 年起超过同业约一倍 (亿元, %)	18
图 25: 牧原股份上市后的资本开支增速基本高于同业, 2020Q1-Q3 资本开支达 316.88 亿元 (亿元, %)	18
图 26: 牧原股价复盘: 上一轮猪价下行期仍逆市上扬, 在 2017 年 6 月-2018 年 1 月走出与猪价相反的独立行情	19
图 27: 牧原股份“三防猪舍”实现防病防臭防非瘟功能	20
图 28: 非瘟后二元母猪均价 (元/kg) 高涨, 增加行业平均成本	21
图 29: 非瘟后我国能繁母猪中的三元占比保持高位	21
图 30: 牧原的轮回二元育种体系兼顾肉用及种用优势	21
图 31: 外三元育种体系的生殖效率低下	21
图 32: 公司拥有全面完善的疫病防治措施	22
图 33: 公司饲料原材料成本 (亿元) 中, 小麦和玉米的使用比例灵活切换	23
图 34: 牧原头均饲料成本明显低于同行	23
图 35: 公司通过智能养猪平台实现科学管理	24

图 36: 牧原头均人工成本明显低于同行	24
图 37: 良好的企业文化培养了员工的高度责任心	24
图 38: 牧原积极储备土地资源, 土地使用权加速增长	26
图 39: 公司员工数量持续增加	28
图 40: 公司员工中本科以上学历人数明显提升	28
图 41: 牧原 2020 年开始大力招揽智能化领域人才	28
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 牧原股份同类公司估值比较	8
表 5: 牧原从 2019 年起积极投资新公司从事屠宰加工业务, 目前合计产能达 4500 万头+	10
表 6: 头部企业的产能情况统计 (截止 2020 年底)	16
表 7: 二元母猪的生产效率明显高于三元母猪	21
表 8: 牧原股份的愿景使命价值观	24
表 9: 牧原股份员工持股计划及股权激励所认购的股权比例合计超公司总股本 10%	25
表 10: 牧原股份股权融资合计募集资金达 121.5 亿元	26
表 11: 牧原股份债券融资合计募集资金达 136 亿元, 资金成本远低于行业平均水平	27
表 12: 牧原股份的资产支持专项计划顺利推进	27
表 13: 公司主要业务经营预测	29
表 14: 未来 3 年利润表预测	30
表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	30

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：146.5-149.9 元

从公司角度考虑，公司以其领先同业的成本优势和极强的生产扩张能力，将在生猪市场获得较好的持续市场份额提升。一方面，猪价下行阶段，行业分化加速，公司凭借成本优势能持续获得单位超额收益，并通过以量补价维持较好的业绩增长；另一方面，非瘟防控常态化的背景下，公司的防疫优势明显，随产能扩张，未来成本将受益规模效应进一步下降。另一方面，公司的自繁自养模式在非瘟背景下生产的稳定性及产能投放速度优于“公司+农户”模式，管理层发展生猪业务的积极性高，出栏高增长的确定性强。我们预期公司在 2020-2022 年收入增速分别达到 178%/88%/8%，毛利率随猪周期有所波动，管理费用率随产能达产逐步下降，销售费用率略有上升。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	79.14%	33.32%	51.04%	178.30%	88.00%	8.43%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	29.81%	9.82%	35.95%	57.02%	45.43%	33.78%	17.00%	20.00%	45.00%
管理费用/营业收入	4.43%	3.66%	3.36%	5.16%	4.20%	4.10%	4.00%	3.95%	3.90%
销售费用/销售收入	0.39%	0.40%	0.55%	0.71%	0.55%	0.60%	0.65%	0.70%	0.75%
营业税及附加/营业收入	0.16%	0.16%	0.14%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
所得税税率	0.00%	-0.37%	-0.27%	0.45%	-0.28%	-0.28%	-0.28%	-0.28%	-0.28%
股利分配比率	46.32%	283.38%	14.45%	1.00%	3.00%	30.00%	30.00%	30.00%	35.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.89	Ka	7.46%
无风险利率	2.30%	有杠杆 Beta	0.97
股票风险溢价	5.80%	Ke	7.92%
公司股价（元）	106.97	E/(D+E)	91.87%
发行在外股数（百万）	3759	D/(D+E)	8.13%
股票市值(E, 百万元)	402136	WACC	7.70%
债务总额(D, 百万元)	35601	永续增长率（10年后）	2.0%
Kd	5.30%	FCFE 每股价值（元）	148.2
T	0.45%	FCFF 每股价值（元）	127.0

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 146.5-149.9 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.7%	7.8%	7.92%	8.0%	8.1%
永 续 增 长 率 变 化	2.3%	159.19	156.14	153.19	150.35	147.61
	2.2%	157.30	154.32	151.46	148.69	146.01
	2.1%	155.46	152.57	149.78	147.08	144.47
	2.0%	153.70	150.88	148.16	145.53	142.98
	1.9%	151.99	149.25	146.59	144.02	141.54
	1.8%	150.34	147.67	145.08	142.57	140.14
	1.7%	148.75	146.14	143.61	141.16	138.79

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 138.1-148.7 元

业绩方面, 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 7.30/10.62/8.18 元。估值方面, 选取与公司相近的生猪行业的国内公司做比较, 选取公司主要为: 牧原股份、正邦科技、天邦股份、新希望。这四家公司在 2020 年上市企业中生猪出栏规模位于前列; 头部四家企业相对比, 公司的养殖成本和单位盈利能力处于领先地位。

采用 PE 法估值: 与可比公司相比, 考虑到公司成长性与明显的超额收益, 应该享有估值溢价, 逻辑如下: 我们参考上一轮猪周期下行期公司的市盈率表现, 公司在 2017 年逆市上扬, 走出阿尔法行情, PE 值由最低点的 10.2 持续上升至高点 29.94, PE 中枢约在 20 倍左右。我们认为公司在 2021 年作为优质成长股, PE 表现同样有望走出独立行情, 相较于可比公司应该具备明显的估值溢价。由于公司现在的体量相比上一轮周期较大, 成长性相比之前可能稍为逊色, 综合考虑, 我们给公司 2021 年 13-14 倍 PE 中位值, 对应 2021 年合理价格区间分别为 138.1-148.7 元。

图 1: 牧原股份在上一轮猪价下行期的市盈率表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 4：牧原股份同类公司估值比较

代码	简称	股价 (4月26日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
300498.SZ	温氏股份	14.60	1.17	1.54	1.35	12.51	9.48	10.81	养殖
002157.SZ	正邦科技	14.02	2.74	2.90	2.22	5.12	4.83	6.32	饲料、养殖
002124.SZ	天邦股份	14.59	2.47	2.86	3.34	5.91	5.10	4.37	饲料、养殖
000876.SZ	新希望	17.14	2.30	3.39	2.98	7.45	5.06	5.75	饲料、养殖
均值							6.12		

资料来源：WIND、国信证券经济研究所（盈利预测采用万德一致预测）

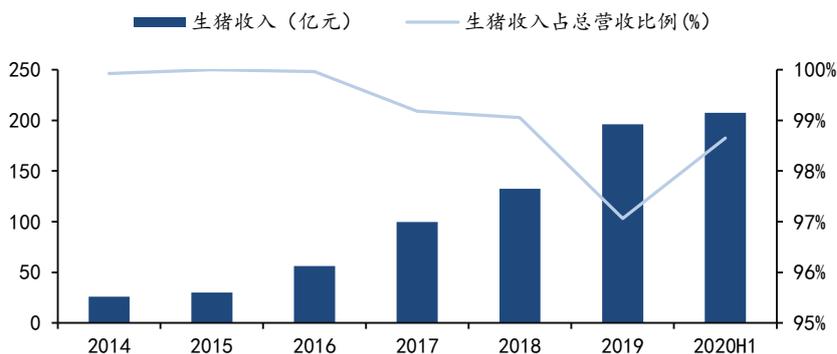
投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 147-150 元之间，相对于公司目前股价有 30%-40%溢价空间。我们认为，公司具有稳定的经营能力、持续的成长性，给予“买入”评级。

公司简介：专注养猪三十年的生猪产业链龙头

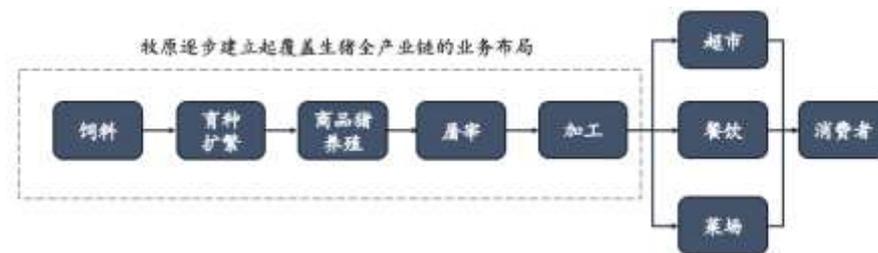
公司是我国生猪一体化养殖龙头企业，已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、生猪屠宰为一体的生猪产业链，2020年公司实现生猪出栏1811.5万头，其中商品猪1152.4万头，仔猪594.8万头，种猪64.3万头，规模化养殖全国第一。从营业收入构成来看，公司专注于生猪养殖，生猪业务占营业收入比例一直保持在95%以上，2020上半年达99%。

图 2：牧原生猪业务收入占比保持在 95%以上



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：牧原的业务范围涵盖生猪全产业链



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

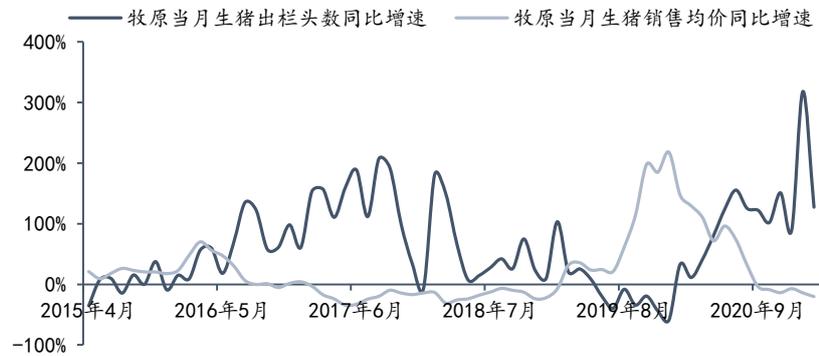
发展历程：顺周期扩大养殖规模，逐步向屠宰深加工延伸

2014 年上市后公司生猪出栏保持高增长，顺周期加速扩张。通过将公司月出栏同比增速与销售均价同比增速对比，我们可以得出，公司精准把握了养殖业务扩张节奏，在生猪价格下跌，散户清出时，公司加速扩张产能规模，上市后保持稳定的高增长。

2021 年出栏有望达到 4300 万头，行业龙头地位稳固。截止 2020 年底，公司能繁母猪存栏 262.4 万头，后备母猪存栏 131.9 万头，种猪总存栏合计 394.3 万头，根据能繁母猪产能预测，预计公司 2021 年出栏量有望达到 4300-4500 万头。市占率将持续提升，保持行业第一。

此外，在做专做稳生猪养殖业务的基础上，公司从 2019 年积极设立肉食业务子公司与孙公司逐步向屠宰深加工等板块纵向延伸，完善对 2 万亿猪肉消费市场的全产业链布局，目前公司储备的屠宰加工项目产能合计达 4500 万头以上。

图 4：牧原股份生猪出栏顺周期加速扩张



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 5：牧原从 2019 年起积极投资新公司从事屠宰加工业务，目前合计产能达 4500 万头+

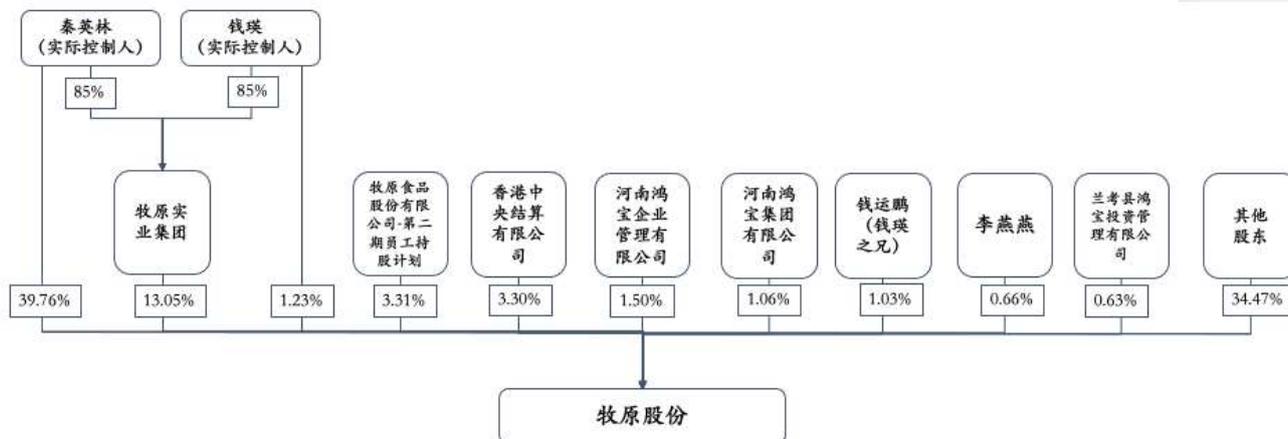
孙公司	成立时间	母公司（牧原的子公司）	产能（万头）
正阳牧原肉食品有限公司	2019/5/21	牧原肉食品有限公司	200
商水县牧原肉食品有限公司	2019/10/11	牧原肉食品有限公司	400
铁岭牧原肉食品有限公司	2020/3/16	牧原肉食品有限公司	200
通榆牧原肉食品有限公司	2020/3/16	牧原肉食品有限公司	200
奈曼旗牧原肉食品生产有限公司	2020/3/31	牧原肉食品有限公司	200
曹县牧原肉食品有限公司	2020/4/29	牧原肉食品有限公司	300
宁陵县牧原肉食品有限公司	2020/4/30	牧原肉食品有限公司	400
滑县牧原肉食品有限公司	2020/4/30	牧原肉食品有限公司	200
林甸县牧原肉食品有限公司	2020/5/6	牧原肉食品有限公司	300
开鲁牧原肉食品有限公司	2020/6/1	牧原肉食品有限公司	200
上蔡牧原肉食品有限公司	2020/6/12	牧原肉食品有限公司	400
颍上牧原肉食品有限公司	2020/6/18	牧原肉食品有限公司	300
淮安金湖牧原农牧有限公司	2020/7/24	南京市江宁牧原农牧有限公司	100
泗县牧原肉食品有限公司	2020/9/22	牧原肉食品有限公司	/
闻喜牧原肉食品有限公司	2020/10/9	牧原肉食品有限公司	400
克东县牧原肉食品有限公司	2021/1/26	牧原肉食品有限公司	200
蒙城牧原肉食品有限公司	2021/1/27	牧原肉食品有限公司	300
老河口牧原肉食品有限公司	2021/1/28	牧原肉食品有限公司	200
合计			4500+

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

公司治理：股权结构稳定且集中

公司股权结构较为集中，秦英林及其妻子钱瑛为牧原股份的共同实际控制人，根据 2020 年三季度报披露，两人直接持有及通过牧原实业间接持有牧原股份的股权比例合计为 54.04%，对公司拥有绝对控制权。

图 5：牧原股份股东结构图（截止 2020 年三季报）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

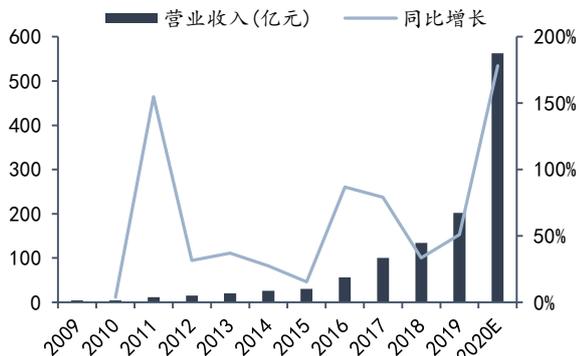
经营情况：盈利能力突出，杠杆优势助力牧原实现快速扩张

收入和净利润大幅增长。公司凭借优秀的养殖管理体系和完善的生物安全防护措施，2019-2020 年顺利抵御住非洲猪瘟侵袭，保持稳定的生产经营，并充分受益猪价红利，业绩喜迎高增长。公司 2020 年业绩快报预计 2020 年营业收入达 562.77 亿元，同比增长 178%，2009-2019 年公司营业复合增速为 47%；预计 2020 年归母净利润达 274.51 亿元，同比增长 349%，2009-2019 年复合增速为 52%。

毛利率及 ROE 领先同业。虽然公司整体毛利率水平受猪价周期性影响略有波动，但近年呈明显的上升趋势，由 2018 年低谷的 9.4% 提升至 2020 年上半年的 64.67%，达到历年来最高水平，同时与其他头部生猪公司相比，公司的毛利率在过去五年也基本显著高于同业，展现出公司卓越的盈利能力。

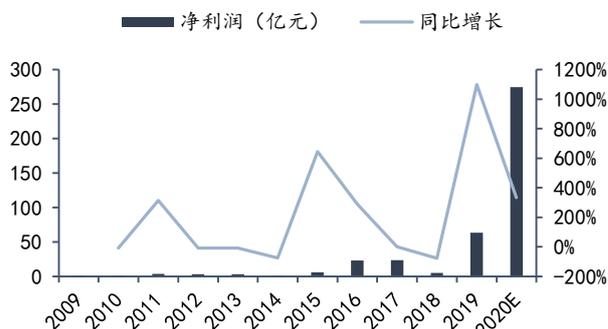
此外，公司 ROE 十年均值约 30%，尤其是 2020 年 Q1-Q3 公司的 ROE 上升至 47%，和同行业其他公司拉开明显差距。根据杜邦分析，公司高 ROE 主要来源于两方面：一方面公司成本低，一是通过完善饲料、种猪等产业链环节，减少了购入饲养必需要素的中间成本，二是公司以自繁自养模式为主，相比“公司+农户”模式节省了代养费用的开支。另外，聚落式养殖的规模化优势突出，通过将生产单元、专业人才和产业环节聚集，避免了散户养殖模式中因生产单元或技术人员调动产生的额外损耗，提升了资源利用效率。另一方面，公司融资能力强，善用杠杆，导致资产负债率也处于较高水平。值得注意的是，公司在重资产模式下仍实现了高增长，其投入资本回报率 (ROIC) 保持在较高水平，即使是在猪周期底部的 2014 年及 2018 年，公司的 ROIC 仍保持 5% 左右，未出现实质性亏损，展现出公司突出的价值创造能力。同时，随着经营规模扩大，公司近年来的资产负债率降低，资产负债结构逐步改善。

图 6: 牧原上市后营业收入保持 15%以上高增速



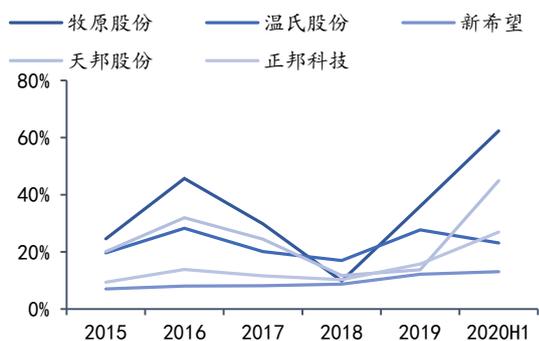
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (2020 年收入为公司 2020 年业绩快报公告值)

图 7: 公司 2019 年迎来盈利拐点, 净利润大幅增长



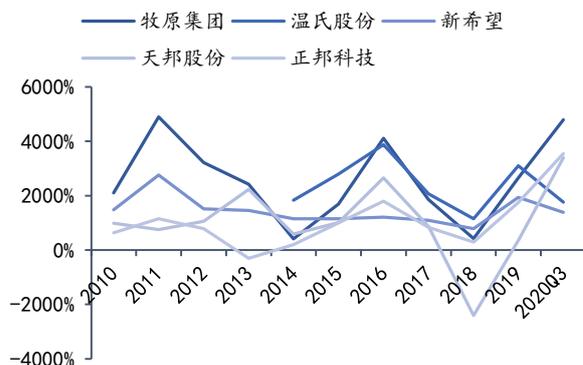
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (2020 年净利润为公司 2020 年业绩快报公告值)

图 8: 牧原毛利率在过去五年内基本领先同业



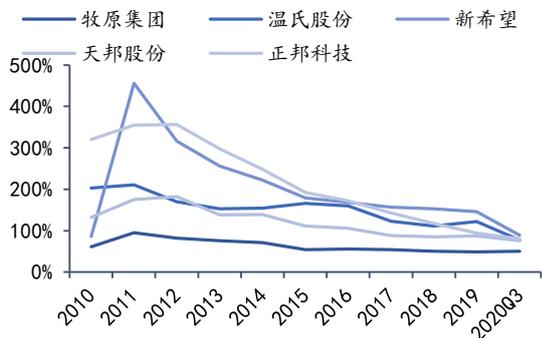
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 牧原 ROE 保持行业领先, 并在 2020 年远超同业



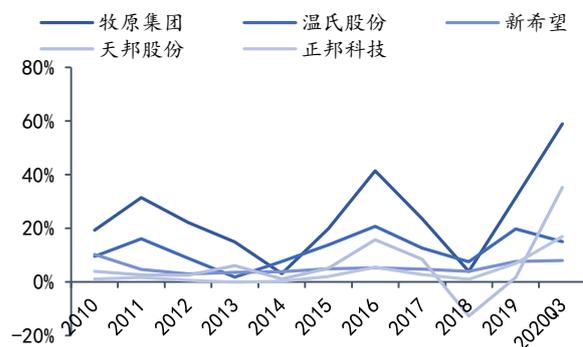
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 牧原总资产周转率 (次) 在行业内处于较低水平



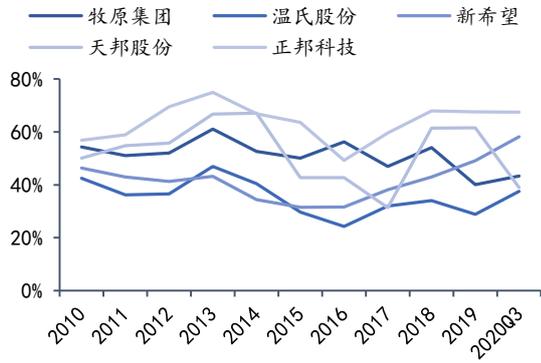
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 牧原销售净利率也领先同行



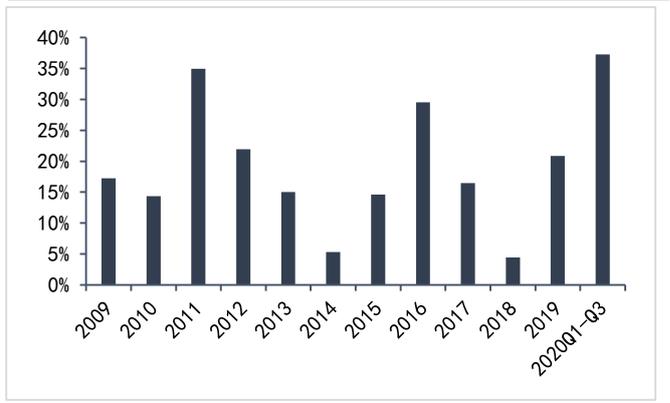
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 牧原善用杠杆, 资产负债率处于行业较高水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 牧原 ROIC 水平也保持较高水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

行业：非瘟延缓周期下行 成长股或将充分受益

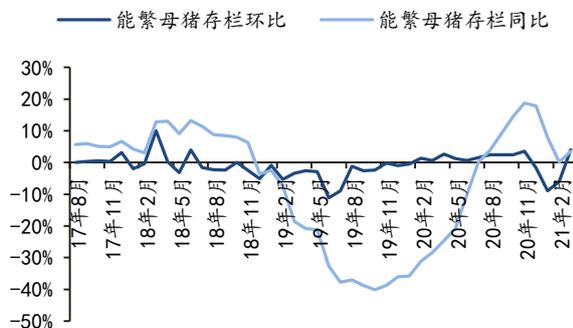
现状：非瘟疫情持续发酵 或将成为行业常态

近期非瘟疫情略有抬头，变异毒株引发行业关注。2021年2月份，《中国兽医学报》刊出由军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所完成的研究论文《1株非洲猪瘟病毒自然变异毒株的鉴定》，论文指出国内发现1株源自湖北某地的ASFV自然变异株，该毒株经基因组测序发现，其EP402R基因(CD2v)和上游相邻的EP153R基因(8CR)出现部分缺失。新毒株的出现引发市场高度关注。**非洲猪瘟将会是未来养殖的常态问题。**非洲猪瘟疫苗的研发难度非常大，国外对该病毒的研究接近100年，也没有合适的疫苗方案；国内研发进展速度虽然较快，但由于是活疫苗，安全性仍需要较长时间的实验室观察。对于非洲猪瘟疫苗难落地、难攻关的主要原因，我们分析如下：该病毒基因类型多，数量庞大，免疫逃逸机制复杂多样，可逃避宿主免疫细胞的清除；现阶段国内外已研制的一些非洲猪瘟疫苗，虽然能诱导产生一定水平的抗体，但并不具备中和非洲猪瘟病毒的能力，均无法达到有效防控非洲猪瘟的目的。因此，我们可以得出一个模糊的准确结论：非洲猪瘟在可预期的时间内，没有有效的疫苗，该疫情是国内未来生猪养殖的一个常态性问题。

演绎：猪价下行速度放缓 行业集中逻辑强化

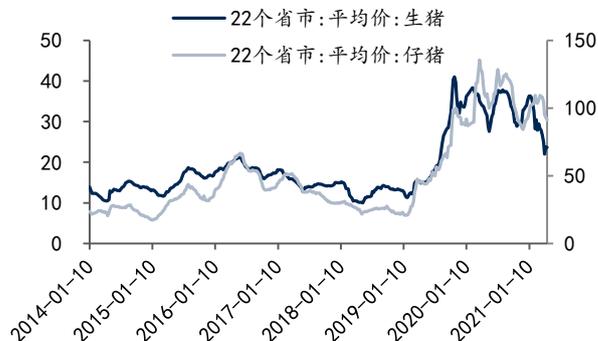
疫情反复干扰生猪产能正常迭代，延缓猪价下行速度。据农业部公布的数据，能繁母猪存栏从2019年10月份开始环比回升，2020年6月开始月同比转正，增速为1.2%，2020年9月同比增长40%，2020年11月同比增长31.2%，2020年末能繁母猪和生猪存栏恢复到2017年的91%，因此在生猪产能恢复向好的情况下，猪价下行的趋势基本确立。然而，随着养殖密度加大，受非瘟疫情干扰，近三个月产能恢复的速度放缓，从涌益咨询统计数据来看，2020年12月起能繁母猪存栏环比转负，为-1.68%，2021年1月与2月环比分别为-8.97%及-6.97%；同时，2020年12月起至今小猪存栏环比与商品猪出栏环比增速也有所下滑。这一点也反映在生猪价格上，生猪价格仍保持在28元/公斤左右的较高水平，我们认为，由于非瘟疫情仍存在抬头可能，会对产能正常迭代造成不利影响，导致供应偏紧，未来猪价下行速度也应较缓。

图 14：能繁母猪存栏环比与同比近期有所下滑



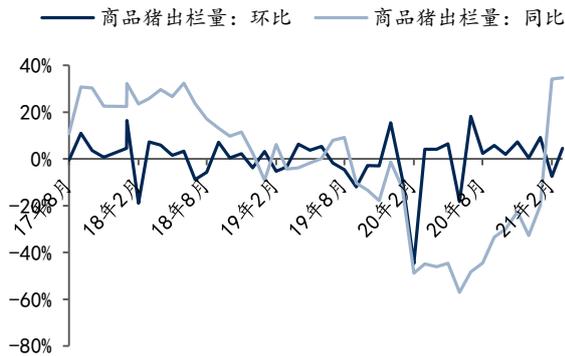
资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

图 15：生猪价格下行速度放缓 (元/kg)



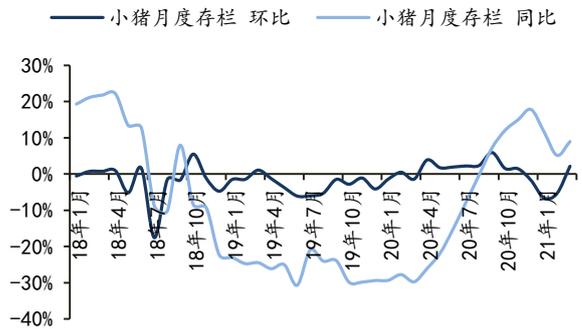
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 16: 商品猪出栏环比近期放缓



资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

图 17: 小猪存栏 2020.12-2021.2 环比为负



资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

疫情仍有抬头可能, 养殖规模化进程加速。虽然疫苗无效, 但从国外防控经验来看, 养殖群体可以通过生物安全隔离的方式有效防控非洲猪瘟, 因为该病毒虽毒性高, 但传播性较差。非瘟传播性差的特性就决定了国内未来疫情的发病情况跟病毒的传播难易程度相关, 而传播难易程度直接与养殖密度成正向关系。因此, 我们对疫情未来的演绎可以得出两个先验结论: 1) 随着各地区养殖密度的提升, 2021 年疫情相对 2020 年抬头的概率很大, 但养殖密度降低后, 疫情将进入自发可控阶段; 2) 生物安全隔离优势明显的养殖群体可以更好地抵抗疫情对产能的干扰, 也就是说规模大企业在接下来的疫情防控中, 相对散养户优势明显, 头部企业市占率快速提升。

非洲猪瘟变异毒株也强化行业集中逻辑。从军事兽医研究所的研究以及行业调研情况来看, 国内发现的非洲猪瘟变异毒株相对原有毒株具备潜伏期长&难提前发现等特征, 疫情发作后对养殖群体的产能损伤也较大; 该病毒虽然更难防控, 但传播能力仍然较差, 而且头部优秀养殖公司也已经有了防控新毒株的方案。综上所述, 我们先验判断认为, 新毒株虽然会造成更大的产能损失, 但由于其传播能力仍然较差, 因此并不会造成产能新周期, 更多是延缓猪价下行速度, 以及更加凸显头部养殖企业的防控和管理优势, 加快行业规模化进程, 强化我们对行业的演绎判断。

非洲猪瘟变异毒株更多干扰市场情绪周期, 对企业经营周期影响不大。我们认为股票是企业的经营周期与市场情绪周期叠加的产物, 非瘟变异毒株更多影响市场的情绪周期, 对企业的经营周期影响不大, 核心逻辑如下: 1) 变异毒株受到重点关注跟春节前后非瘟疫情抬头有关, 但我们认为个别地区疫情抬头是地区性养殖密度提升导致的, 只是变异毒株作为新事物受到额外的关注度。此外, 变异毒株虽然毒性降低, 但传播性并没有增强, 整体发病情况依然与养殖密度成正向关系, 依然符合我们对疫情演绎的逻辑判断; 2) 从企业的运营周期来看, 非洲猪瘟延缓猪价下行, 提升优秀企业市占率的逻辑是变异毒株发生前就存在的逻辑, 只是变异毒株出现后加强了该逻辑, 因此我们认为变异毒株并不改变, 而是加强头部企业的增强逻辑。

周期下行阶段, 对标的要有更为苛刻的要求, 我们建议把握核心成长股以不变应万变。猪价下行阶段, 板块难有趋势性的普涨行情, 对公司自身的阿尔法要求更高, 个股分化是主要的走势。我们核心看好成长股, 满足养殖成长股需要有两个要求: 1) 养殖成本要低, 相对行业具备超额收益; 2) 出栏速度快。而且我们认为, 生猪养殖从完全分散到快速集中的过程中, 会出现优秀的成长股

投资机会，建议重点关注。根据以上对成长股的要求，2021年我们核心推荐牧原股份，公司有望凭借成本低和扩张快优势，可能成为非洲猪瘟加快行业市占率提升的最佳受益者。

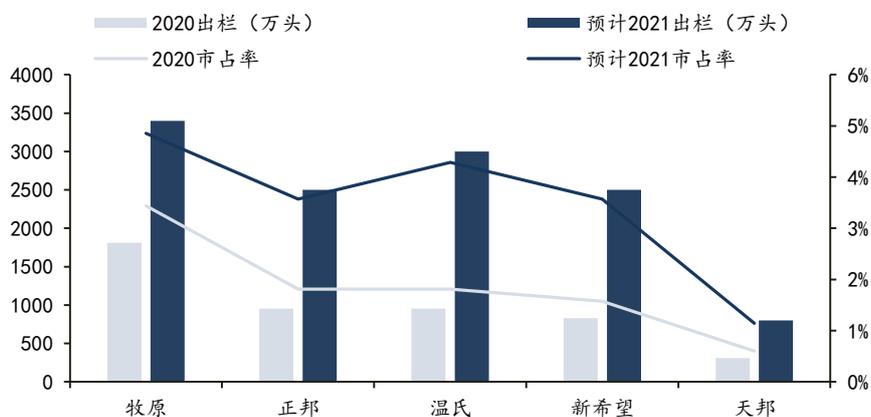
核心把握牧原股份，生猪龙头强者恒强。公司是生猪养殖行业的成长股，而不是周期股。我们认为，牧原股份凭借其软实力（优秀的企业管理）和硬实力（技术、土地、资金）铸就的低成本护城河，短期内难以被逾越；同时，其上市后凭借上市平台优秀，高杠杆撬动产能持续快速扩张，产能储备达8000万头，远期规划达1亿头+，处于行业领先地位，龙头地位进一步稳固。考虑到非洲猪瘟疫情未来演绎的复杂性，公司作为管理能力优秀的成长股有望充分受益行业红利。此外，考虑到公司正在向屠宰和冷鲜肉领域延伸，未来成长性依然十足。

表 6: 头部企业的产能情况统计（截止 2020 年底）

公司名称	已竣工项目产能(万头)	当前理论可达最大产能 (包含已完成土地签约 或储备的项目)(万头)	2020 出栏 (万头)	2021 出栏预计 (万头)	能繁母猪存栏 (万头)
牧原	6000	8000	1812	4300	262.4
正邦	2500		956	2500	110
温氏	3500-4000		955	3000 (非瘟前公布)	180
新希望	3000 (预计 2021 年 6 月前竣工)	7000	829	2500	120+
天邦			308	700-800	45

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

图 18: 随产能扩张，预计头部生猪企业 2021 市占率均将加速增长



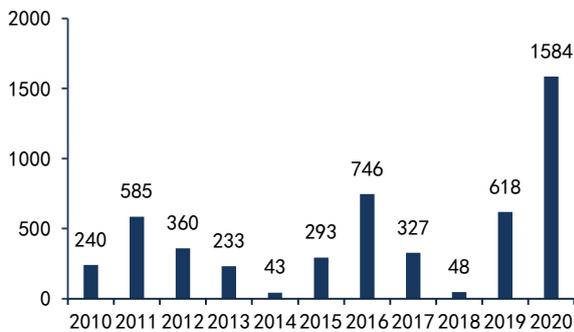
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

牧原历史：快速扩张的生猪养殖成长股

低成本：持续获得超额收益，过去十年内保持正盈利

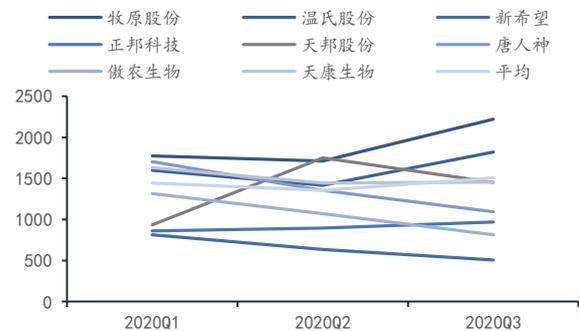
从我们统计的公司头均净利情况来看，过去十年来，公司头均净利均保持盈利，即使是在过去两轮周期底部的 2014 年及 2018 年，仍分别实现头均净利 43 元及 48 元，展现出公司卓越的成本控制优势。公司的养殖成本自 2016 年起保持行业内最低，非瘟后与同业的盈利差距进一步拉大。从调研来看，公司现有自繁自养完全成本约 15 元/公斤，行业平均约 24 元/公斤，公司单头超额收益高达 1000 元，相对非洲猪瘟前的优势进一步拉大，强者恒强。我们预计在非瘟防控常态化的背景下，公司的成本优势仍将延续，将持续领先同业。

图 19：牧原股份在猪周期底部的头均净利（元）仍保持盈利，展现出公司卓越的成本控制优势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 20：非瘟后公司的头均盈利（元）与同业差距进一步拉大

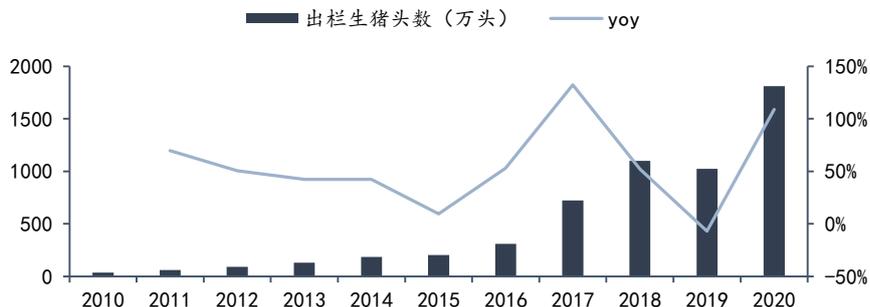


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高扩张：业绩兑现性强，出栏持续高增长

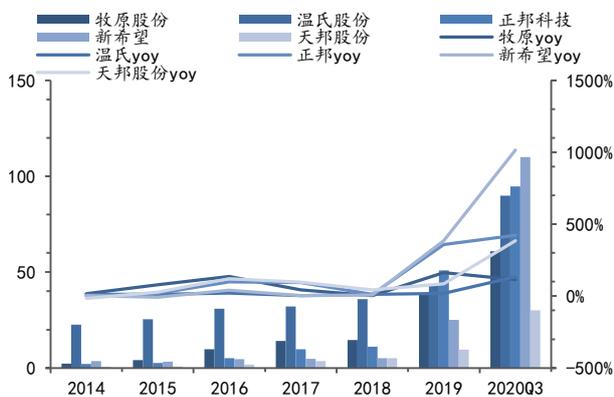
公司业绩兑现性强，生猪出栏量自 2010 年以来持续高增长。2020 年实现生猪出栏 1811.5 万头，位列行业首位，同比增长 88%，且相较于第二名正邦科技（出栏 956 万头）拉开较大差距。公司自 2014 年上市起产能一直维持较高增速，凭借低成本优势，公司能持续获得超额收益，周期底部时生产性生物资产、固定资产、在建工程、资本开支等指标仍保持较快增长，尤其是自 2019 年起，公司把握住非瘟导致散户加速退出的行业机遇，进一步加大猪场建设力度，2020 年前三季度资本开支达 316.88 亿元，固定资产达 404.61 亿元，公司产能加速扩张，我们预计公司 2021 年实现出栏 4300-4500 万头的确定性较高。

图 21: 牧原股份自 2010 年起生猪出栏基本保持正向高增长



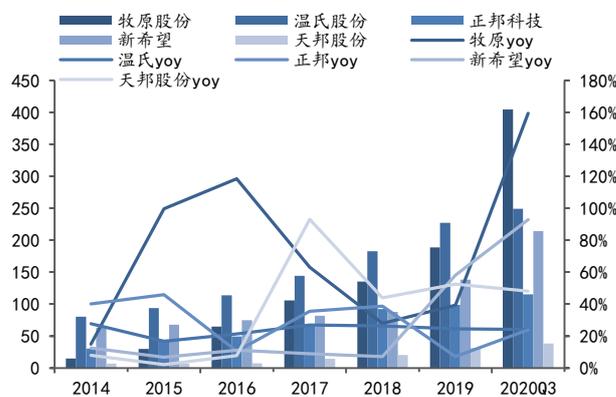
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 牧原股份上市后生产性生物资产持续增加(亿元, %)



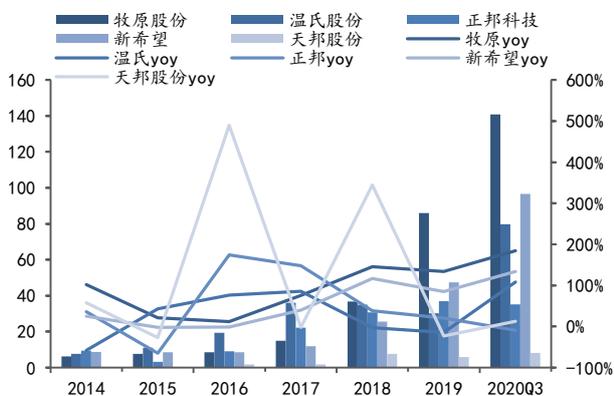
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 23: 牧原股份的固定资产持续高增, 2020Q1-Q3 同比增长 159%, 远超同业 (亿元, %)



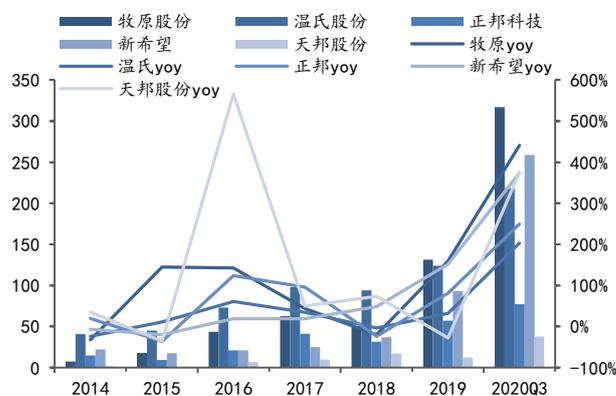
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 24: 牧原股份上市后每年的在建工程保持高增量, 2019 年起超过同业约一倍 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 牧原股份上市后的资本开支增速基本高于同业, 2020Q1-Q3 资本开支达 316.88 亿元 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

成长性得到市场认可：2017 年公司股价逆市上升

我们对公司股价进行复盘，其在上一轮周期中的下行期，就凭借自身的高成长性实现逆势上涨（2017 年 6 月-2018 年 1 月），一方面，公司的低成本优势显著，相比同业享有较高的单位超额收益，保持较好的竞争力，2017 年公司的生猪养殖完全成本全行业最低，2017 年约 11.5 元/公斤；另一方面，公司扩张能力强，其出栏量不仅位于行业前列，还保持快速扩张，实现以量补价，业绩持续高增长。由此可见，即使在猪价下行期，低成长高扩张的优质标的仍能走出独立于板块的阿尔法行情，牧原股份的成长性已获得市场认可。

此外，在 2019 年非洲猪瘟导致行业整体产能去化的情形下，公司实现爆发性增长，其凭借防疫优势，不但维持稳定出栏，而且成本优势保持行业领先，进一步拉大超额收益。

图 26：牧原股价复盘：上一轮猪价下行期仍逆市上扬，在 2017 年 6 月-2018 年 1 月走出与猪价相反的独立行情



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

牧原未来：低成本及高扩张护城河难以被超越

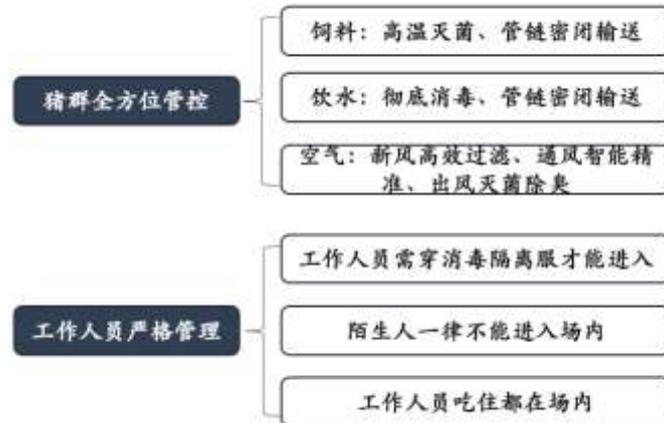
自繁自养一体化龙头：非洲猪瘟加快行业市占率提升的最佳受益者

我们认为非瘟疫情下，公司凭借高标准的生物安全防控体系及独有的二元育种体系，较同行在防疫成本控制及产能投放速度上获得明显优势，由于生物安全防控体系及育种体系的建立需要长期积淀，公司的龙头地位短期内难以被逾越，市占率将加速提升。

自繁自养：封闭式管理防控优势显著，工业化养殖产能投放迅速

考虑到尚未出现有效控制非瘟的疫苗，且根据历史及国际经验，建立生物安全防控体系仍是防控非瘟的最佳方式，公司采取的封闭式自繁自养一体化养殖模式在防控非瘟上优势显著。一方面，牧原股份的猪舍建造技术全球领先，其对猪舍设计进行十余次迭代，研发出的“三防猪舍”实现防病防臭防非瘟功能，已于 2020 年正式投入使用，同时，公司通过严格的现场管理，猪场的生物安全等级体系行业领先；而“公司+农户”模式由于农户的专业素质低、公司管理难度高，在防控非瘟的成效上逊色于自繁自养模式。另一方面，工业化养殖有规模优势，产能投放更加迅速，目前行业内猪企仍以“公司+农户”模式为主，公司在自繁自养体系的建立上有先发优势，更能把握住非瘟提升行业集中度的机遇，迅速铺开产能，抢占先机。

图 27：牧原股份“三防猪舍”实现防病防臭防非瘟功能



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

育种：前瞻性布局二元育种体系，为产能快速高质扩张保驾护航

独有的轮回二元育种体系，助力公司在非洲猪瘟的大背景下，实现快速地高质量扩张。二元母猪的生产效率明显高于三元母猪。据涌益咨询统计的数据显示，二元母猪在配种成功率、乳猪成活率、胎龄、PSY 等指标上都较三元母猪拥有显著的领先优势。由于非瘟导致我国二元母猪存栏锐减，猪企面临二元母猪资源稀缺且价格高涨的困境，能繁母猪中三元母猪的比例在非瘟后由 10% 逐步增大至 45% 左右且仍居高不下，行业整体 PSY 下滑，断奶仔猪成本升高，为企业的生猪规模扩张增加难度。相比之下，公司独特的轮回二元育种体系具备肉、种兼用的特点，可以直接留种作为种猪使用，不仅有效保障了公司的母猪供应，

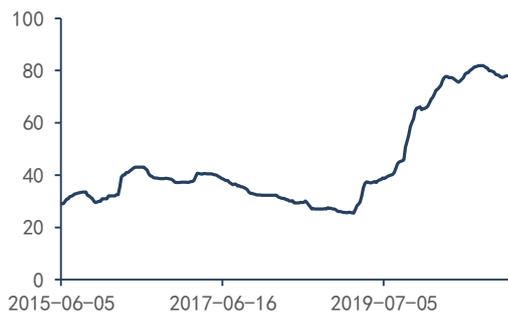
还控制了种猪成本，为公司实现高速扩张奠定种猪基础。据公司公告披露，非瘟后公司后备母猪的选留标准未发生变化，2020 年公司 PSY 仍能保持在 24 左右，明显领先行业，公司未来出栏高增长的确定性较强。

表 7: 二元母猪的生产效率明显高于三元母猪

指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率（断奶前）	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8 胎	3 胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY(每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数)	21	14
非瘟成活率	87%	87%

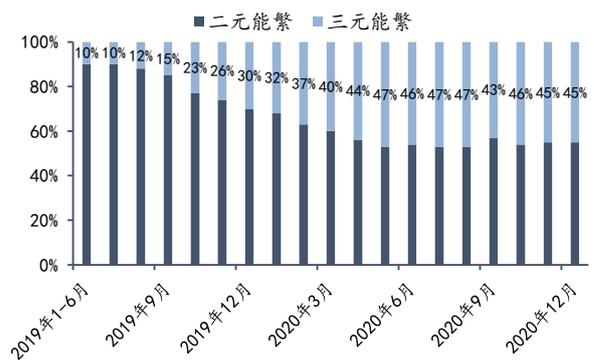
资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理及预测

图 28: 非瘟后二元母猪均价（元/kg）高涨，增加行业平均成本



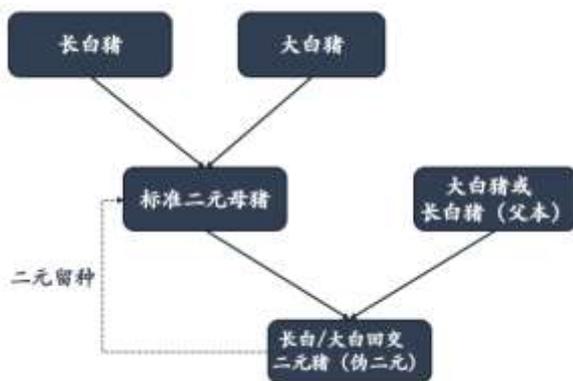
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 非瘟后我国能繁母猪中的三元占比保持高位



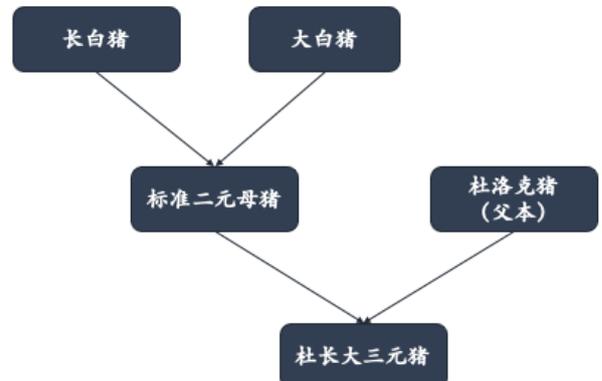
资料来源：涌益咨询、国信证券经济研究所整理

图 30: 牧原的轮回二元育种体系兼顾肉用及种用优势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 外三元育种体系的生殖效率低下



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我们认为未来公司的低成本及高扩张护城河将继续拓宽，一方面是由于公司的

软实力优秀，凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化，能充分调动员工的责任心与学习能力，推进养殖环节降本增效。另一方面，公司的硬实力领先，在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕，为产能高速扩张奠定良好基础。

软实力优势：企业管理优秀，成本持续改善

精细化管理持续加强，养殖全环节降本增效

公司秉持“成本领先”战略，通过加大兽医研发投入、持续精进疫病防治水平、推进养殖环节智能化升级，公司充分发挥主观能动性，养殖效率大幅提升。

疫病防治水平行业领先，养殖死亡率控制到最低

公司重视兽医研发投入，形成了以兽医总监杨瑞华等业务骨干为核心的专职兽医及防疫队伍，在内部建立了完整的疫病防控管理体系，疫病防治水平处于国内领先水平。此外，公司秉承“养重于防，防重于治，综合防治”的理念，建立了完善的生物安全防疫措施及严格的防疫制度，在猪场选址、场区布局、防疫预警等多方面加强管理，确保公司防疫体系安全、有效。在公司生产经营历史上，从未发生过对公司造成重大损失的疫情。

图 32：公司拥有全面完善的疫病防治措施



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

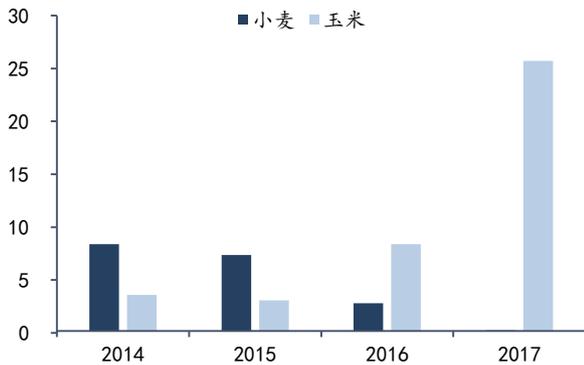
养殖过程精细化，饲料配方技术引领行业

精准营养供给，提升料肉比。为了保证猪只健康成长，猪在生长的不同阶段都应有相适应的饲料配方，但更换饲料也需要科学过渡，否则容易引起猪的应激反应。牧原在猪群营养供给上持续研发，针对不同品种、不同类型、不同生长阶段生猪，建立设计了 6 大类 59 种动态营养模型，实现一日一配方、精准营养供给，能保证猪只健康成长，有助于提高出栏生猪质量，节省养殖成本。

饲料配方技术引领行业，灵活应对原材料价格波动。公司在拥有“玉米+豆粕”型、“小麦+豆粕”型配方技术的基础上，研发了大麦、原料加工副产品的应用技术，实现了对原料的充分应用；同时应用净能、真可消化氨基酸体系设计低蛋白日粮配方，充分利用晶体氨基酸降低了豆粕用量，丰富了替代玉米原料的选择，

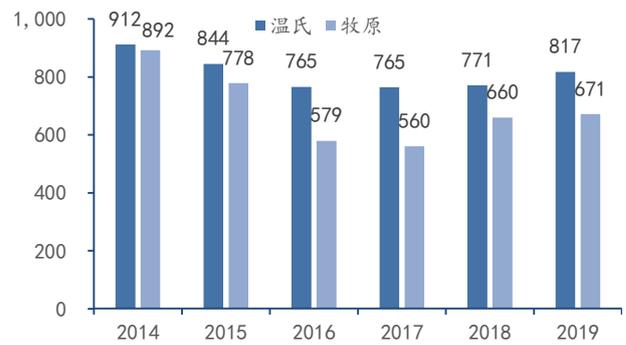
不仅降低了传统饲料对玉米、豆粕的依赖，也大幅降低了氮排放，环境更加友好。基于强大的饲料配方技术，公司可以根据原材料的性价比及时调整饲料配方中的主要材料，有效控制饲料成本，从而形成较强的成本优势。

图 33: 公司饲料原材料成本(亿元)中, 小麦和玉米的使用比例灵活切换



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 34: 牧原头均饲料成本明显低于同行



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

饲料“加工-生产-饲喂”全环节实现自动化精细化管理。公司在饲料加工生产环节实现了生产自动化，不仅配料精准，同时确保饲料生产安全，保证猪群健康和猪肉食品安全源头无风险。公司研发并应用 85°C 以上、20 分钟饲料高温灭菌技术，保证饲料生物安全、猪群健康。此外，公司建立了营养信息化系统，实现对猪群生长性能、采食情况和饲料质量的监控，在此基础上指导饲喂管理，减少饲料浪费，保证饲料品质。

智能养猪实现无人值守，生产成本大幅降低

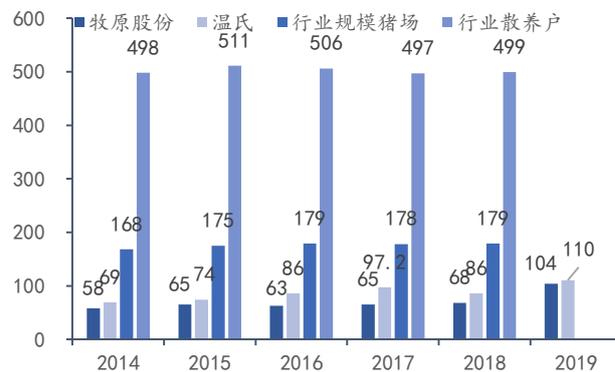
养猪机器人顺利落地，公司迈入智能养猪时代。牧原集团智能化团队自主研发制造的养猪智能机器人已在内乡楼房养猪项目顺利落地，通过智能运转实现生产无人值守，大大节省了人工费用。此外，公司通过人工智能技术建立猪病预测模型，实现疫病实时监测与有效控制、养殖过程数据自动采集与分析、对部分猪病进行提前预警、辅助兽医进行远程诊断，有效保证了猪只存活率，降低生产成本。此外，公司将大数据分析、预测及物联网等新技术与产业相结合，搭建了覆盖饲料加工、生猪育种和生猪销售等产业链环节的智能化数字平台，通过科学管理，提升生产效率。

图 35: 公司通过智能养猪平台实现科学管理



资料来源: 牧原招聘公众号、国信证券经济研究所整理

图 36: 牧原人均人工成本明显低于同行



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

企业文化优秀，员工责任心高

公司在培养和管理员工上重视责任文化与师徒文化。公司通过评定星级饲养员及设立师徒传帮带制度，帮助新员工快速掌握业务技能，大幅提升了公司在快速扩张中的生产效率。

表 8: 牧原股份的愿景使命价值观

企业价值观	具体内容
身份	高品质猪肉的生产者
愿景	让人们吃上放心猪肉，享受丰盛人生。让公司成为一家受人尊重的企业
使命	为大众生产安全健康的猪肉食品
产品观	用生命守护品质
核心价值观	创造价值，服务社会； 内方外正，推进社会进步

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 37: 良好的企业文化培养了员工的高度责任心



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

企业管理者专业且专注，对员工的号召力极强

公司管理团队专业，坚持技术驱动策略。优秀的成长性公司离不开伟大企业家的领导。公司董事长及总经理秦英林是行业内少有的专注养猪三十年，且科班出身的企业家。凭借在养猪业多年专业知识的积淀，董事长对行业有着深刻的

理解,在非瘟爆发后坚持强化生物安全防控体系,帮助公司顺利度过非瘟侵袭,2019年净利润实现同比增长1100%。另外,公司管理层有卓越的战略目光及产业大局观,坚持技术驱动策略,不断推进养殖管理体系向自动化、标准化、智能化升级,助力公司降本增效,带动公司从资本密集型企业向技术密集型企业转型。

重视创业文化,激励制度得当,充分调动员工的主观能动性。公司是生猪行业最早实行股权激励制度的企业之一。截止到目前,公司员工持股计划及股权激励所认购的股权比例合计超公司总股本10%,位于行业领先地位,展现了公司与员工利益共享的决心。同时,公司股权激励解锁条件制定的业绩考核目标切实有效,以2019年限制性股票计划为例,公司从公司业绩和个人业绩两方面设立解锁条件:在公司层面,要求以2019年生猪销售量为基数,2020年生猪销售量增长率不低于70%,2021年生猪销售量增长率不低于150%的第一期与第二期解锁条件;个人层面的业绩考核以绩效考核为准,达到A或B等级即满足个人层面的解锁条件。目前2019年限制性股票激励计划已达到第一期解锁条件,于2020年11月23日授予995人1184.09万股。公平到位的业绩考核和科学的激励条件使得牧原员工管理猪场的积极主动性与执行力显著增强,为公司业绩持续增长保驾护航。

表 9: 牧原股份员工持股计划及股权激励所认购的股权比例合计超公司总股本 10%

草案公告日期	项目	参与对象	认购数量-万股	占公告日股本总额比例
2015/9/26	第一期员工持股计划	公司董事(不包括独立董事)、监事、高级管理人员、公司及子公司员工等500人	2235.37	3.86%
2016/8/9	第二期员工持股计划	公司员工,不包括董事、监事、高管等432人	4053.51	3.50%
2017/6/30	第三期员工持股计划	公司董事(不包括独立董事)、监事、高级管理人员、公司及子公司员工等5000人	2669.24	2.30%
2019/12/2	限制性股票	核心管理和技术人员等911人	5338.81	2.47%

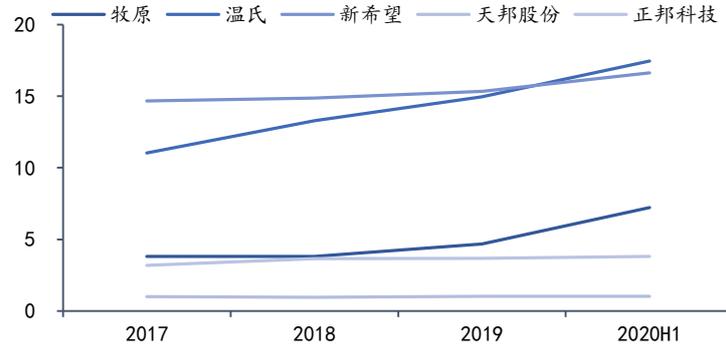
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

硬实力优势: 土地、资金、人才储备充裕, 奠定快速扩张基础

土地储备充足, “楼房养猪”提升养殖容纳体量

公司土地储备足够8000万头产能, 远高于同业。对于生猪养殖企业而言, 土地资源是限制产能扩张的第一难关, 养殖用地申请的难度一直较高, 首先, 我国(尤其是南方地区)人口密度大, 合适的大面积养殖用地较为稀缺; 其次, 环保政策趋严, 畜禽养殖污染的监管加强, 大部分小型养猪场无法实现粪尿污水等排放的净化处理, 被强制关停; 此外, 考虑到国家规定从事牲畜、家禽饲养的企业免征企业所得税, 因此地方政府对通过养殖用地申请的积极性也不是很高。在拿地方面, 牧原2011年就前瞻性布局400人以上的战略发展部, 专门负责养殖用地环节的推进, 提前储备了充足的土地资源, 同时, 牧原将生猪养殖与脱贫攻坚相结合, 在贫困县优先产业投资, 获得当地政府的大力支持, 土地储备得以顺利进行, 目前公司已建成和在建部分的项目足够支撑8000万头产能, 预计到2020年底产能达5000万头。

图 38: 牧原积极储备土地资源, 土地使用权加速增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

楼房养猪助力养殖规模扩大。相比传统的单层猪舍, 楼房猪舍的土地利用率可以提高到 5 倍以上, 在目前规模化养殖场用地越来越紧张的局面下, 更能打开发展局势。公司已在河南南阳内乡县开工建设了楼房养猪模式的肉食产业综合体项目, 占地 2800 亩, 总投资 50 亿元, 可实现年出栏和屠宰 201 万头。该项目下, 公司团队自主研发制造了养猪机器人, 实现饲料加工和饲喂一体化, 自动化设备的研发突破使得楼房养猪模式未来成功推广的确定性较大, 有望提升公司养殖容纳体量。同时, 楼房养猪模式下, 每一层猪舍都是独立的空间, 切断了疾病传播途径, 有助于净化空气、提高疾病控制水平, 在非洲猪瘟常态化的大背景下能有效保证猪群健康。

资金实力强势, 融资渠道多元

融资能力突出, 奠定快速扩张基础。公司善用多种融资工具, 股权融资叠加债券融资的合计募集资金已达 257.5 亿元。股权融资方面, 上市后公司通过非公开发行股票的方式分别于 2015、2017、2019 年募集资金 10 亿元、55.53 亿元、50 亿元, 其中非公开发行优先股 24.76 亿元。债权融资方面, 公司通过公司债券、超短期融资券、中期票据等多元化的方式来募集资金, 且资金成本低于行业平均水平; 2020 年 9 月 14 日, 公司公布公开发行可转换公司债券预案, 拟募集不超过 95.5 亿元资金, 债券期限为 6 年, 2021 年 2 月 18 日公司可转债发行方案已获得中国证监会核准批复, 预计未来 12 个月内将正式公开发行。此外, 公司每年也保持较大规模的银行借款, 截至 2020 年 6 月 30 日, 公司及控股子公司获得主要合作银行授予综合信用额度合计 367 亿元, 已使用 203 亿元。

表 10: 牧原股份股权融资合计募集资金达 121.5 亿元

募集年份	募集方式	募集资金总额 (万元)	尚未使用募集资金总额 (万元)
2014	首次公开发行	66782.12	0.00
2015	非公开发行	99269.44	0.00
2017	非公开发行募集资金	305033.12	0.00
2017	非公开发行优先股	245968.98	0.00
2019	非公开发行募集资金	497743.20	102820.17
合计		1214796.86	102820.17

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 11: 牧原股份债券融资合计募集资金达 136 亿元, 资金成本远低于行业平均水平

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	利率类型	票面利率
20 牧原 MTN002	一般中期票据	2020/5/28	2023/5/28	3	累进利率	4.5
20 牧原 MTN001	一般中期票据	2020/4/22	2023/4/22	5	累进利率	4.11
20 牧原 D1	一般公司债	2020/6/3	2021/6/3	6	固定利率	3
20 牧原 SCP004	超短期融资债券	2020/5/22	2021/2/16	5	固定利率	2.8
20 牧原(疫情防控债)SCP003	超短期融资债券	2020/3/9	2020/12/4	5	固定利率	3.1
20 牧原(疫情防控债)SCP002	超短期融资债券	2020/2/17	2020/11/13	5	固定利率	3.5
20 牧原 SCP001	超短期融资债券	2020/1/17	2020/10/13	5	固定利率	4.5
19 牧原 01	一般公司债	2019/1/22	2022/1/22	8	固定利率	7
18 牧原 MTN001	一般中期票据	2018/8/17	2021/8/17	10	固定利率	7
18 牧原 SCP007	超短期融资债券	2018/12/18	2019/9/14	5	固定利率	5.2
18 牧原 SCP006	超短期融资债券	2018/11/14	2019/8/11	5	固定利率	6
18 牧原 SCP005	超短期融资债券	2018/10/12	2019/7/9	5	固定利率	6
18 牧原 SCP004	超短期融资债券	2018/8/13	2019/5/10	6	固定利率	5.16
18 牧原 SCP003	超短期融资债券	2018/7/27	2019/4/23	5	固定利率	5.73
18 牧原 SCP002	超短期融资债券	2018/3/30	2018/12/25	4	固定利率	5.3
18 牧原 SCP001	超短期融资债券	2018/3/21	2018/12/16	5	固定利率	5.4
17 牧原 MTN001	一般中期票据	2017/4/21	2020/4/21	4	固定利率	5.5
17 牧原食品 SCP005	超短期融资债券	2017/11/29	2018/8/26	9	固定利率	5.7
17 牧原食品 SCP004	超短期融资债券	2017/10/30	2018/7/27	5	固定利率	5
17 牧原食品 SCP003	超短期融资债券	2017/8/25	2018/5/22	2	固定利率	4.7
17 牧原食品 SCP002	超短期融资债券	2017/8/14	2018/5/11	6	固定利率	4.82
17 牧原食品 SCP001	超短期融资债券	2017/3/28	2017/12/23	5	固定利率	4.74
16 牧原 MTN001	一般中期票据	2016/8/19	2019/8/19	10	固定利率	3.78
合计				136		

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

供应链资产支持专项计划顺利推进, 融资渠道进一步拓宽。2020 年 4 月公司董事会审议通过, 以上游供应商对公司及下属子公司的应收账款债权及其附属权益为基础资产, 开展应付账款资产支持票据计划, 拟发行不超过 30 亿元的资产支持票据。该计划不仅拓宽了公司的融资渠道, 降低融资成本, 还提高资金使用效率, 促进公司与上游企业的协同发展。

表 12: 牧原股份的资产支持专项计划顺利推进

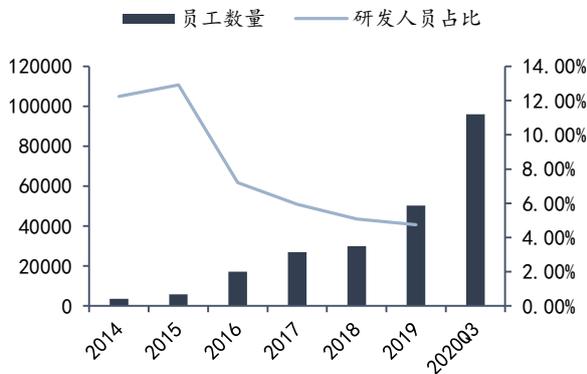
资产支持证券名称	专项计划设立日	预期到期日	发行规模 (亿元)
华能贵诚-招商-牧原惠融供应链 1 期资产支持专项计划	2020/6/2	2021/6/2	1.23
华能贵诚-招商-牧原惠融供应链 2 期资产支持专项计划	2020/8/4	2021/8/4	2.55
合计			3.78

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

重视人才储备，为产能快速扩张奠定人才基础

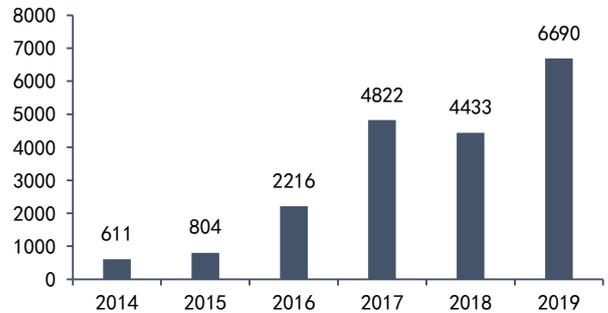
在头部企业加速产能布局的形势下，优秀人才成为全行业的稀缺资源。公司在人才储备上的优势明显，其近几年员工数量持续快速提升，截至2020年9月末公司员工数量达9.6万人，较2020年初增长91%，其中，以负责生产的员工增加为主。同时，公司员工素质也不断增强，2019年本科以上学历的员工人数达6690人，同比增长51%，占总员工人数比例13%，且公司2020上半年新招聘应届大学生6500人左右。此外，随着公司推进生猪养殖的智能化升级，2020年开始公司已开始大力招揽智能化领域的相关人才，为未来公司产能快速扩张以及推进猪场智能化硬件升级奠定了坚实的人才基础。

图 39: 公司员工数量持续增加



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 40: 公司员工中本科以上学历人数明显提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 41: 牧原 2020 年开始大力招揽智能化领域人才

招聘岗位	职级	月薪/元
电气工程师 机械工程师 (机器人方向) 算法工程师 (深度学习方向) 算法工程师 (SLAM方向) 算法工程师 (舍饲方向) 算法工程师 (图像算法方向)	正高级工程师	100000+
嵌入式开发工程师 硬件设计工程师 硬件测试工程师	高级工程师	40000+
web前端开发工程师 python开发工程师 .net开发工程师 java开发工程师 C++开发工程师 网络工程师	工程师	20000+
自动化组装工程师 电气调试工程师 装配工程师	助理工程师	10000+

资料来源：牧原招聘公众号、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

生猪出栏预测: 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。

销售均价预测: 2021 年是猪周期下行第一年, 养殖仍处于较好盈利阶段, 且非瘟因素会延缓猪价下行速度, 我们预计 2021/2022 年生猪均价分别为 24 元/公斤及 17 元/公斤。

完全成本预测: 随着产能利用率上升后, 公司折旧费用有望下降, 以及未来股权激励摊销费用也将减少, 同时, 新猪舍投产后猪只的健康状况也将提升, 我们预计 2021-2022 年公司养殖成本将保持下降趋势, 育肥猪完全成本分别为 15 元/kg 及 12.5 元/kg。

销售收入预测: 我们预计 2021-2022 年育肥猪销售收入将分别增加 121%/14%, 仔猪销售收入将分别减少 46%/73%, 种猪销售收入将分别增加 121%/-15%。

表 13: 公司主要业务经营预测

	2020E	2021E	2022E
育肥猪销售收入(亿元)	417	924	1056
YOY		121%	14%
育肥猪销量(万头)	1152	3500	5400
育肥猪均价(元/kg)	30	24	17
育肥猪完全成本(元/kg)	16.6	15	12.5
体重(kg)	120	110	115
仔猪销售收入(亿元)	112	60	16.5
YOY		-46%	-73%
仔猪销量(万头)	595	600	300
仔猪均价(元/头)	1880	1000	550
仔猪完全成本(元/头)	470	410	400
种猪销售收入(亿元)	33	74	63
YOY		121%	-15%
种猪销量(万头)	64	200	300
种猪均价(元/头)	5200	3700	2100
种猪完全成本(元/头)	1750	1270	1250

资料来源: 国信证券经济研究所预测

未来3年盈利预测

表 14: 未来3年利润表预测

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20221	56277	105800	114720
营业成本	12951	24189	57730	75969
营业税金及附加	27	96	180	195
销售费用	111	400	582	688
管理费用	691	2921	4461	4721
财务费用	528	93	237	322
投资收益	42	3	3	3
资产减值及公允价值变动	0	1	1	0
其他收入	359	0	0	0
营业利润	6315	28583	42614	32828
营业外净收支	5	0	0	0
利润总额	6319	28583	42614	32828
所得税费用	(17)	129	(119)	(92)
少数股东损益	222	1005	2800	2157
归属于母公司净利润	6114	27450	39933	30763

按上述假设条件，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 274.5/399.3/307.6 亿元，EPS 分别为 7.30/10.62/8.18 元。

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析

表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测					
营业收入(百万元)	13,388	20,221	56,349	106,035	114,992
(+/-%)	33.3%	51.0%	178.7%	88.2%	8.4%
净利润(百万元)	520	6114	27539	40161	31012
(+/-%)	-78.0%	1075.4%	350.4%	45.8%	-22.8%
摊薄 EPS	0.25	2.77	7.33	10.68	8.25
中性预测					
营业收入(百万元)	13,388	20,221	56,277	105,800	114,720
(+/-%)	33.3%	51.0%	178.3%	88.0%	8.4%
净利润(百万元)	520	6114	27450	39933	30763
(+/-%)	-78.0%	1075.4%	348.9%	45.5%	-23.0%
摊薄 EPS(元)	0.25	2.77	7.30	10.62	8.18
悲观的预测					
营业收入(百万元)	13,388	20,221	56,205	105,566	114,448
(+/-%)	33.3%	51.0%	177.9%	87.8%	8.4%
净利润(百万元)	520	6114	27360	39707	30514
(+/-%)	-78.0%	1075.4%	347.5%	45.1%	-23.2%
摊薄 EPS	0.25	2.77	7.28	10.56	8.12
总股本(百万股)	2,085	2,205	3,759	3,759	3,759

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 147-150 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期，可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年公司生猪出栏增速的预测、猪价的预测，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司生猪出栏量的估计偏乐观，导致未来业务收入增速值偏高，从而导致盈利偏乐观的风险；
- 2、可能由于行业生猪产能恢复超预期，猪价下跌幅度较大，公司头均盈利空间压缩，导致盈利预测偏乐观的风险。

原材料价格波动剧烈的风险

饲料成本占养殖成本的比例较大，如果原材料价格上涨幅度过大，将拉低公司的盈利水平。

不可控的动物疫情引发的潜在风险

公司主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成公司的畜禽高死亡率，造成公司严重损失。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	10933	34630	47789	47039	营业收入	20221	56277	105800	114720
应收款项	24	42	124	85	营业成本	12951	24189	57730	75969
存货净额	7166	13234	32328	41781	营业税金及附加	27	96	180	195
其他流动资产	1469	4221	7935	8604	销售费用	111	400	582	688
流动资产合计	19592	52127	88176	97510	管理费用	691	2921	4461	4721
固定资产	27463	64679	118293	149014	财务费用	528	93	237	322
无形资产及其他	432	416	399	383	投资收益	42	3	3	3
投资性房地产	5246	5246	5246	5246	资产减值及公允价值变动	0	1	1	0
长期股权投资	153	173	193	213	其他收入	359	0	0	0
资产总计	52887	122640	212308	252366	营业利润	6315	28583	42614	32828
短期借款及交易性金融负债	5566	32924	46167	48932	营业外净收支	5	0	0	0
应付款项	8457	16111	39386	50944	利润总额	6319	28583	42614	32828
其他流动负债	4145	10938	22621	25298	所得税费用	(17)	129	(119)	(92)
流动负债合计	18169	59973	108174	125174	少数股东损益	222	1005	2800	2157
长期借款及应付债券	2907	2677	2677	2677	归属于母公司净利润	6114	27450	39933	30763
其他长期负债	99	109	124	139					
长期负债合计	3006	2786	2801	2816	现金流量表 (百万元)				
负债合计	21175	62759	110975	127990	净利润	6114	27450	39933	30763
少数股东权益	8604	9598	12314	13824	资产减值准备	1	3	4	2
股东权益	23108	50283	89018	110552	折旧摊销	1678	3300	6400	9294
负债和股东权益总计	52887	122640	212308	252366	公允价值变动损失	0	(1)	(1)	0
					财务费用	528	93	237	322
关键财务与估值指标					营运资本变动	1134	5621	12087	4167
每股收益	2.77	7.30	10.62	8.18	其它	189	991	2712	1508
每股红利	0.40	0.07	0.32	2.45	经营活动现金流	9117	37364	61136	45734
每股净资产	10.48	13.38	23.68	29.41	资本开支	(11906)	(40501)	(60001)	(40001)
ROIC	21%	42%	35%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	26%	55%	45%	28%	投资活动现金流	(11926)	(40521)	(60021)	(40021)
毛利率	36%	57%	45%	34%	权益性融资	14031	0	0	0
EBIT Margin	32%	51%	40%	29%	负债净变化	47	(230)	0	0
EBITDA Margin	40%	57%	47%	37%	支付股利、利息	(884)	(274)	(1198)	(9229)
收入增长	51%	178%	88%	8%	其它融资现金流	(1394)	27358	13242	2766
净利润增长率	1075%	349%	45%	-23%	融资活动现金流	10964	26853	12044	(6463)
资产负债率	56%	59%	58%	56%	现金净变动	8155	23697	13159	(750)
息率	0.4%	0.1%	0.5%	3.9%	货币资金的期初余额	2778	10933	34630	47789
P/E	38.6	14.6	10.1	13.1	货币资金的期末余额	10933	34630	47789	47039
P/B	10.2	8.0	4.5	3.6	企业自由现金流	(2635)	(3037)	1454	6701
EV/EBITDA	31.7	14.5	10.4	12.5	权益自由现金流	(3983)	23998	14458	9143

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

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