



2021-05-04

公司点评报告

增持/维持

牧原股份(002714)

目标价: 124.46

昨收盘: 113.11

农林牧渔

牧原年报及1季报点评：不惧周期，高速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,759/2,536
总市值/流通(百万元)	425,218/286,824
12个月最高/最低(元)	126.90/66.10

相关研究报告：

牧原股份(002714)《牧原股份：Q2业绩表现亮眼，全年出栏规模稳步提升》——2020/07/08

牧原股份(002714)《牧原股份：行业高景气度，把握高成长性&高业绩增速行业龙头》——2020/02/27

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码：

事件：公司发布2020年年报和2021年1季报。2020年，实现营收562.77亿元，同比增178.31%；扣非后归母净利润273.26亿元，同比增360.24%。基本每股收益7.46元，利润分配预案为每10股派发现金红利14.61元（含税），并转增4股。

2021年1季度，实现营收201.52亿元，同比增149.72%；归母净利润69.63亿元，同比增68.54%；扣非后归母净利润69.52亿元，同比增65.99%；每股收益1.89元。点评如下：

1、产能大幅扩张，21/22年生猪出栏或持续高增

20年出栏推动收入高增。2020年，公司销售生猪1811.5万头，同比增76.67%；其中，销售商品猪1152.4万头（包括向全资子公司牧原肉食销售23.9万头），仔猪594.8万头，种猪64.3万头。2021年1季度，公司共销售生猪772万头，同比增201%；其中，销售商品猪611.8万头，仔猪148.1万头，种猪12万头。出栏高增推动了收入的大幅增长，但1季度收入增幅低于生猪销量增幅，主要是因为猪周期见顶，猪价回调所致。

产能扩张，奠定未来两年出栏高增基础。公司不惧周期，继续推进猪舍投建，产能持续扩张。20年末和21年1季度末，固定资产为585.3亿元和702.02亿元，同比增210%和215%；2021年1季度末，在建工程为160.1亿元，环比2020年末增8%。公司21年全年资本开支计划约300亿元，1季度已完成140亿元，剩余160亿元将在余期完成。预计公司固定资产规模到年底将超过900亿元，按照猪舍1200元/头的造价水平来估算，届时猪舍产能将超7000万头。20年末和21年1季度末，生产性生物资产分别为74.42亿元和80.69亿元，同比增94%和68%。产能大举扩张奠定了生猪出栏高增的基础。预计，21/22年生猪出栏量年均增速将保持在50%以上。

2、低成本优势明显，智能化水平提升将加宽成本领先的护城河

2020年，生猪养殖业务毛利率为62.09%，较上年提升25.04个百分点。21年1季度，毛利率为45.58%。近年来，公司生猪养殖毛利率水平始终高于同行其他上市公司，主要得益于其自繁自养一体化生产模式及其在成本控制方面所形成的优势。据测算，2020年，生猪养殖完全成本为15.44元/公斤，明显低于行业平均水平。

公司持续投入智能化技术应用研发，智能化技术团队不断壮大，开发出了精准饲喂系统、精准通风系统、智能环控系统和智能巡检（智能养猪专家）系统等智能化系统。在智能机器研发方面，公司在研产

品 40 余项，部分设备如智能巡检机器、环境控制器、智能饲喂、板下清粪机器人、消毒弥雾机、智能环保设备等已进入大规模应用阶段。信息化建设方面，公司通过应用图像识别、语音处理、LoRaWAN、物联网传感器等相关技术，建立了数字化智能养猪系统，实现生猪全产业链数据采集。智能化技术装备的应用，不仅可以减少人工投入和提高生产效率，还可减少人畜接触，提高猪群健康管理水平。我们认为，随着智能化水平的提升，成本端优势将更加明显。

盈利预测

假设 21/22 年生猪出栏量为 4118 万头/5910 万头，商品猪均价为 25 元/公斤和 17 元/公斤，则 2021 年有望通过以量补价来实现业绩的增长。预计 2021/2022/2023 年归母净利润 389.74/177.72/533.53 亿元，基本每股收益 10.37/4.73/14.19 元。结合行业平均估值水平，给予公司 21 年 12 倍 PE，目标市值 124.46 元，维持“增持”评级。

风险提示

非瘟疫情再次爆发，公司智能化水平提升不及预期等

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	56277	108587	105938	176737
(+/-%)	178.3	93.0	-2.4	66.8
净利润(百万元)	30375	43305	19747	59282
(+/-%)	379%	43%	-54%	200%
摊薄每股收益(元)	7.30	10.37	4.73	14.19
市盈率(PE)	15.49	10.91	23.93	7.97

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	10933	14594	113362	160269	259592	营业收入	20221	56277	108587	105938	176737
应收和预付款项	523	2514	4214	6633	10036	营业成本	12951	22128	57901	79694	107599
存货	7166	21179	45931	45974	80507	营业税金及附加	27	51	217	212	353
其他流动资产	970	659	67	49	147	销售费用	111	292	543	530	884
流动资产合计	19592	38946	163575	212925	350283	管理费用	691	3156	5429	5297	8837
长期股权投资	153	184	198	212	228	财务费用	528	688	1012	285	(524)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	109	106	177
固定资产	18864	58530	68621	68854	73386	投资收益	42	51	28	30	32
在建工程	8599	14835	8434	6374	6049	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	432	768	737	706	662	营业利润	5962	30015	43404	19844	59444
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	5	(51)	(99)	(97)	(162)
其他非流动资产	5246	9364	5614	4308	3724	利润总额	6319	30373	43305	19747	59282
资产总计	52887	122627	247177	293379	434332	所得税	(17)	(2)	0	0	0
短期借款	4256	16533	79281	109122	147331	净利润	6336	30375	43305	19747	59282
应付和预收款项	5319	14623	28981	30878	52489	少数股东损益	222	2923	4330	1975	5928
长期借款	1117	10338	2000	2000	2000	归母股东净利润	6114	27451	38974	17773	53354
其他负债	10484	15028	27091	21807	43658						
负债合计	21175	56522	137353	163807	245478						
股本	2205	3759	3759	3759	3759	预测指标					
资本公积	9847	10005	10005	10005	10005		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	10648	36718	75693	93465	146819	毛利率	36.0%	60.7%	46.7%	24.8%	39.1%
归母公司股东权益	23108	50407	91967	109740	163094	销售净利率	31.3%	54.0%	39.9%	18.6%	33.5%
少数股东权益	8604	15698	20029	22004	27932	销售收入增长率	51.0%	178.3%	93.0%	-2.4%	66.8%
股东权益合计	31712	66105	111996	131743	191025	EBIT 增长率	543%	354%	43%	-55%	193%
负债和股东权益	52887	122627	249349	295550	436504	净利润增长率	1100%	379%	43%	-54%	200%
						ROE	27.9%	62.1%	48.6%	16.2%	36.7%
						ROA	15.3%	34.6%	23.4%	7.3%	16.3%
						ROIC	18.9%	41.1%	36.8%	15.1%	38.3%
						EPS	2.77	7.30	10.37	4.73	14.19
						PE (X)	40.78	15.49	10.91	23.93	7.97
						PB (X)	10.79	8.44	4.62	3.87	2.61
						PS (X)	12.33	7.56	3.92	4.01	2.41
						EV/EBITDA (X)	51.04	13.47	8.51	15.10	6.04

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	9989	23186	58494	22641	73659
投资性现金流	(12799)	(45353)	(11392)	(5290)	(13070)
融资性现金流	10366	26124	51667	29556	38734
现金增加额	7556	3957	98769	46907	99323

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。