

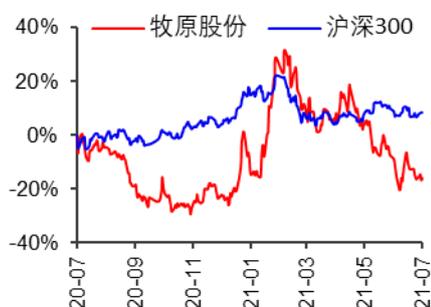
生猪出栏高速增长，成本降幅超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-15

收盘价(元)	56.96
近12个月最高/最低(元)	92.10/47.57
总股本(百万股)	5,287.82
流通股本(百万股)	3,550.11
流通股比例(%)	67.1
总市值(亿元)	2998
流通市值(亿元)	2022

公司价格与沪深300走势比较


分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 《牧原股份(002714)深度报告：轮回二元力保高成长，低成本扩张可持续》2021-02-08
- 《牧原股份(002714)点评：轮回二元力保高成长，以量补价助业绩大增》2021-04-15

主要观点：

● 1H2021 归母净利润 110 亿元-115 亿元，同比下跌 12.83%-5.42%。

公司公布 2021 年半年度业绩预告：归母净利润 110-115 亿元，同比下降 12.83%-5.42%；其中，Q2 归母净利润 40.37 亿元-45.37 亿元。Q2 业绩环比回落是因为猪价大跌：2021 年 4-6 月公司育肥猪出栏价格分别为 21.11 元/公斤、17.65 元/公斤、13.58 元/公斤，而 2020 年 4-6 月出栏价格分别为 29.1 元/公斤、26.2 元/公斤、31.41 元/公斤。

● 生猪出栏量高速增长，Q2 完全成本降至 15 元/公斤以内。

1H2021 公司生猪出栏量 1743.7 万头，同比增长 157.1%，上半年出栏量居行业第一位。2021Q2 公司生猪出栏量 971.7 万头，环比增长 25.9%，同比增长 130.4%，生猪出栏量快速增长；其中，育肥猪出栏量 857.8 万头，环比增长 40.2%，同比增长 248.4%，仔猪出栏量 104.1 万头，环比下降 29.7%，同比下降 37.8%，种猪出栏量 9.9 万头，环比下降 17.5%，同比增长 22.2%。根据我们测算，2021Q2 公司育肥猪完全成本降至 15 元/公斤以内，公司在不同区域成本不同，领先区域完全成本约 14 元/公斤，部分场线不到 13 元/公斤，部分新建子公司成本约 20 元/公斤。随着管理水平提升，以及智能化设备的大规模推广应用，2021Q4 公司有望实现设定的 14 元/公斤成本目标。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 864.68 亿元、1086.5 亿元、1495.43 亿元，同比分别增长 53.6%、25.7%、37.6%，对应归母净利润 234.97 亿元、175.04 亿元、312.8 亿元，同比增长-14.4%、-25.5%、78.7%，对应 EPS4.46 元、3.33 元、5.94 元。公司已成为我国最大生猪养殖企业，种猪资源充足，有望继续低成本快速扩张。我们给予公司 2021 年 15 倍 PE，合理估值 66.9 元，维持“买入”评级。

风险提示

疫情；猪价大跌。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	56277	86468	108650	149543
收入同比(%)	178.3%	53.6%	25.7%	37.6%
归属母公司净利润	27451	23497	17504	31284
净利润同比(%)	349.0%	-14.4%	-25.5%	78.7%
毛利率(%)	60.7%	38.3%	25.5%	29.8%
ROE(%)	54.5%	31.8%	19.1%	25.5%
每股收益(元)	7.46	4.46	3.33	5.94
P/E	14.78	12.64	16.97	9.50
P/B	8.05	4.02	3.25	2.42
EV/EBITDA	9.06	7.81	10.34	5.52

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	38946	91611	112376	155728	营业收入	56277	86468	108650	149543
现金	14594	34269	25475	43124	营业成本	22128	53393	80993	104968
应收账款	19	30	37	52	营业税金及附加	51	78	98	135
其他应收款	56	87	109	150	销售费用	292	669	841	1157
预付账款	2495	6020	9132	11835	管理费用	3156	4733	6153	7384
存货	21179	51102	77519	100465	财务费用	688	1435	1511	1407
其他流动资产	603	103	103	103	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	83681	110141	133101	145561	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	184	204	224	244	投资净收益	51	86	109	150
固定资产	58530	78530	96030	103030	营业利润	30424	27008	20119	35959
无形资产	768	1058	1348	1638	营业外收入	185	200	200	200
其他非流动资产	24198	30348	35498	40648	营业外支出	236	200	200	200
资产总计	122627	201752	245477	301289	利润总额	30373	27008	20119	35959
流动负债	43543	88860	114666	136719	所得税	-2	0	0	0
短期借款	16533	27533	25533	23533	净利润	30375	27008	20119	35959
应付账款	14623	35284	53524	69367	少数股东损益	2923	3511	2615	4675
其他流动负债	12387	26043	35609	43819	归属母公司净利润	27451	23497	17504	31284
非流动负债	12979	19779	17579	15379	EBITDA	33854	29069	22402	37983
长期借款	10338	17338	15338	13338	EPS (元)	7.46	4.46	3.33	5.94
其他非流动负债	2641	2441	2241	2041					
负债合计	56522	108638	132244	152098					
少数股东权益	15698	19209	21825	26500	主要财务比率				
股本	3759	3759	3759	3759	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	10005	10005	10005	10005	成长能力				
留存收益	36643	60140	77643	108927	营业收入	178.3%	53.6%	25.7%	37.6%
归属母公司股东权	50407	73904	91408	122692	营业利润	381.8%	-11.2%	-25.5%	78.7%
负债和股东权益	122627	201752	245477	301289	归属于母公司净利	349.0%	-14.4%	-25.5%	78.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	60.7%	38.3%	25.5%	29.8%
					净利率 (%)	48.8%	27.2%	16.1%	20.9%
					ROE (%)	54.5%	31.8%	19.1%	25.5%
					ROIC (%)	31.0%	19.0%	12.6%	18.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	46.1%	53.8%	53.9%	50.5%
					净负债比率 (%)	85.5%	116.7%	116.8%	101.9%
					流动比率	0.89	1.03	0.98	1.14
					速动比率	0.35	0.39	0.22	0.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.43	0.44	0.50
					应收账款周转率	2902.14	2902.14	2902.14	2902.14
					应付账款周转率	1.51	1.51	1.51	1.51
					每股指标 (元)				
					每股收益	7.46	4.46	3.33	5.94
					每股经营现金流	4.41	6.04	4.29	7.37
					每股净资产	9.58	14.04	17.37	23.31
					估值比率				
					P/E	14.78	12.64	16.97	9.50
					P/B	8.05	4.02	3.25	2.42
					EV/EBITDA	9.06	7.81	10.34	5.52

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。