

生猪出栏高速增长，完全成本降至 15 元

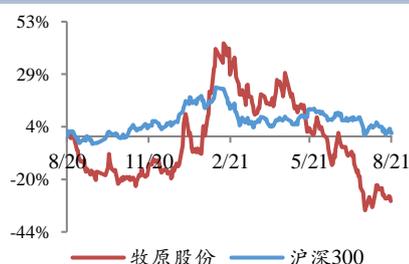
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2021-08-27

收盘价 (元)	43.56
近 12 个月最高/最低 (元)	89.22/40.91
总股本 (百万股)	5,263
流通股本 (百万股)	3,550
流通股比例 (%)	67.45
总市值 (亿元)	2,293
流通市值 (亿元)	1,546

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

1. 牧原股份 (002714) 点评：生猪出栏高速增长，成本降幅超预期 2021-07-16
2. 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

● 1H2021 归母净利润 95.3 亿元，同比下跌 11.67%。

公司公布 2021 年半年报：归母净利润 95.3 亿元，同比下降 11.67%；其中，Q1、Q2 归母净利润分别为 69.6 亿元、25.6 亿元，同比分别增长 68.5%、-61.5%。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 15-16 元/公斤。

1H2021 公司生猪出栏量 1743.7 万头（含向牧原食品及其子公司销售 98.2 万头），同比增长 157.1%，上半年出栏量居行业第一位，其中，商品猪 1469.6 万头、仔猪 252.2 万头、种猪 21.9 万头。2021Q2 公司生猪出栏量 971.7 万头，环比增长 25.9%，同比增 130.4%，生猪出栏量快速增长；其中，Q2 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%，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 15-16 元/公斤，6-7 月完全成本已降至 15 元/公斤左右；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 12 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，公司完全成本有望进一步降低。

● 轮回二元育种成公司重要后盾，6 月底能繁母猪存栏 275.6 万头。

公司打破传统的金字塔纯种生产二元母猪的模式，自 2002 年开始创新轮回二元育种体系，公司从核心群留选公猪直接应用至父母代母猪，进行多品系轮回杂交生产。采用轮回杂交生产父母代母猪，不需要纯种母猪，可降低养猪成本，并降低因引种带来的疾病风险，在非疫情影响下，该繁育方法优势突显，为公司快速发展奠定坚实基础。截止今年 6 月末，公司能繁母猪存栏 275.6 万头，季环比小幅下降，由于猪价持续低迷，我们判断 2021 年公司种猪存栏主基调是稳步上升。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 866.12 亿元、1159.43 亿元、1631.55 亿元，同比分别增长 53.9%、33.9%、40.7%，对应归母净利润 142.95 亿元、107.38 亿元、247.61 亿元，同比增 -47.9%、-24.9%、130.6%，对应 EPS 2.72 元、2.04 元、4.7 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 2022 年头部市值底部估值 5000 元，出栏量 6000 万头，对应市值 3000 亿元，合理估值 57 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	86612	115943	163155
收入同比 (%)	178.3%	53.9%	33.9%	40.7%
归属母公司净利润	27451	14295	10738	24761
净利润同比 (%)	349.0%	-47.9%	-24.9%	130.6%
毛利率 (%)	60.7%	26.0%	17.2%	22.8%
ROE (%)	54.5%	22.1%	14.2%	24.7%
每股收益 (元)	7.46	2.72	2.04	4.70
P/E	14.78	16.04	21.35	9.26
P/B	8.05	3.54	3.04	2.29
EV/EBITDA	9.06	10.25	13.82	6.17

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	92169	109574	151632	营业收入	56277	86612	115943	163155
现金	14594	23356	6648	16608	营业成本	22128	64115	95964	125907
应收账款	19	30	40	56	营业税金及附加	51	78	104	147
其他应收款	56	87	116	164	销售费用	292	670	897	1263
预付账款	2495	7229	10820	14196	管理费用	3156	4733	6153	7384
存货	21179	61365	91847	120506	财务费用	688	1435	1620	1595
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	87	116	163
固定资产	58530	78530	96030	103030	营业利润	30424	16431	12342	28461
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	202310	242675	297193	利润总额	30373	16431	12342	28461
流动负债	43543	99995	130217	158474	所得税	-2	0	0	0
短期借款	16533	27533	25533	23533	净利润	30375	16431	12342	28461
应付账款	14623	42370	63417	83205	少数股东损益	2923	2136	1605	3700
其他流动负债	12387	30092	41268	51737	归属母公司净利润	27451	14295	10738	24761
非流动负债	12979	19779	17579	15379	EBITDA	33854	18491	14618	30456
长期借款	10338	17338	15338	13338	EPS(元)	7.46	2.72	2.04	4.70
其他非流动负债	2641	2441	2241	2041					
负债合计	56522	119773	147796	173853					
少数股东权益	15698	17834	19439	23139	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	50938	61676	86437	营业收入	178.3%	53.9%	33.9%	40.7%
归属母公司股东权	50407	64702	75440	100201	营业利润	381.8%	-46.0%	-24.9%	130.6%
负债和股东权益	122627	202310	242675	297193	归属于母公司净利	349.0%	-47.9%	-24.9%	130.6%
					获利能力				
					毛利率(%)	60.7%	26.0%	17.2%	22.8%
					净利率(%)	48.8%	16.5%	9.3%	15.2%
					ROE(%)	54.5%	22.1%	14.2%	24.7%
					ROIC(%)	31.0%	12.5%	8.7%	16.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	46.1%	59.2%	60.9%	58.5%
					净负债比率(%)	85.5%	145.1%	155.8%	141.0%
					流动比率	0.89	0.92	0.84	0.96
					速动比率	0.35	0.24	0.05	0.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.43	0.48	0.55
					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	2.72	2.04	4.70
					每股经营现金流	4.41	3.97	2.79	5.91
					每股净资产	9.58	12.29	14.33	19.04
					估值比率				
					P/E	14.78	16.04	21.35	9.26
					P/B	8.05	3.54	3.04	2.29
					EV/EBITDA	9.06	10.25	13.82	6.17

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。