

牧原股份 (002714) 2021 年中报点评： 待周期起底，续写辉煌

中航证券研究所
 分析师：彭海兰
 证券执业证书号：S0640517080001
 邮箱：penghl@avicsec.com

行业分类：农林牧渔

2021 年 8 月 27 日

投资评级

买入

当前价格 (元/股)

43.56

基本数据 (2021/8/26)

总市值 (亿元)	2,292.59
流通市值 (亿元)	1,546.43
总股本 (百万股)	5,263.06
流通股本 (百万股)	3,550.11
12 个月价格区间 (元)	40.91/89.21



过去一年公司与沪深 300 走势对比图

资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**公司发布 2021 年中报，2021 年上半年公司实现营业收入 (415.38 亿元,+97.49%), 归属母公司净利润(95.26 亿元,-11.67%), 扣非净利润 (94.36 亿元,-12.72%), 毛利率 (32.83%, -29.57pcts)。

◆ 投资要点：

猪周期下行，公司经营承受压力。今年以来生猪供应快速恢复，供需转向宽松，猪价周期下行，公司经营承受压力。根据公司 7 月份销售简报，出栏价格 15.04 元/公斤，已较年初下降 44.19%，以此引致上半年归母净利润同比下降 11.67%。

可转债落地，将为公司纾困赋能。8 月下旬，公司已成功发行可转换债券，对外募集资 95.50 亿元。本次发行对公司当前意义重大。一是，**可转债能有效帮助牧原股份纾解现金流压力。**从财务数据看，公司 H1 速动比率 0.15，同比降 81.25%，偿债能力快速下降。本次募集资金将用于补充流动性 25.5 亿元，并可置换一部分前期项目出资，将有效缓解公司资金压力。二是，**可转债将为公司“逆周期”扩张产能提供动力。**从近期公司公告看，公司迫于周期压力已经“调整了发展建设节奏”。本次发行将赋能公司募投项目推进，进一步扩大产能，夯实规模养殖龙头的地位。

公司比较优势明显，待周期起底，续写辉煌。生猪养殖已进入全面亏损阶段，截至 8 月 20 日，行业养殖利润(自繁自养)已经跌到亏损 310.52 元/头。我们认为，中期来看，目前能繁母猪存栏仍处于高位，猪肉供给将惯性维持高位，需求端后续难以见到明显的抬升，生猪周期仍难言见底。**横向看，牧原具备明显成本优势。**公司上半年完全成本略高于 15 元/公斤，计划年底阶段性达到 14 元/公斤的目标，较同类头部上市公司成本目标仍有明显优势。按当前生猪价格水平看，预计下半年牧原股份或头均仍有盈利。我们认为公司在量端和成本端不断强化，待周期起底，续写辉煌。

◆ 投资建议

牧原股份是具有明显成本优势的规模养殖龙头。周期下行修内功，扩产能、降成本。待周期起底，有望迎来丰厚业绩。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 182.21 亿元，240.58 亿元和 375.71 亿元，EPS 分别为 3.46 元，4.57 元和 7.14 元，对应 PE 分别为 13、10、6 倍，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**原材料价格波动、猪瘟疫情等风险。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
 产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传 真：010-59562637

财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	562.77	896.51	1168.72	1469.99	净利润	303.75	201.61	266.20	415.72
营业成本	221.28	650.41	842.79	974.13	折旧与摊销	36.15	48.67	56.19	59.02
营业税金及附加	0.51	1.01	1.19	1.57	财务费用	6.88	0.62	0.67	0.71
销售费用	2.92	4.78	6.15	7.79	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	31.56	38.14	51.74	70.01	经营营运资本变动	-42.78	293.86	84.56	56.28
财务费用	6.88	0.62	0.67	0.71	其他	-72.14	-0.20	-0.20	-0.20
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营性现金流净额	231.86	544.56	407.42	531.52
投资收益	0.51	0.20	0.20	0.20	资本支出	-462.55	-22.31	-66.94	-22.31
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	9.01	-21.17	-29.70	-30.15
其他经营损益	0.01	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-453.53	-43.48	-96.64	-52.46
营业利润	304.24	201.74	266.39	415.98	短期借款	122.76	159.88	96.19	65.67
其他非经营损益	-0.51	-0.15	-0.21	-0.29	长期借款	92.21	95.50	-80.00	0.00
利润总额	303.73	201.59	266.18	415.69	股权融资	17.13	15.04	0.00	0.00
所得税	-0.02	-0.01	-0.02	-0.03	支付股利	-12.12	-54.43	-36.13	-47.70
净利润	303.75	201.61	266.20	415.72	其他	41.26	-25.84	3.63	4.98
少数股东损益	29.23	19.40	25.62	40.01	筹资性现金流净额	261.24	190.15	-16.31	22.95
归属母公司股东净利润	274.51	182.21	240.58	375.71	现金流量净额	39.58	691.23	294.47	502.01
资产负债表					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	145.94	837.17	1131.64	1633.66	成长能力				
应收和预付款项	25.71	74.54	96.60	111.81	销售收入增长率	178.31%	59.30%	30.36%	25.78%
存货	211.79	325.21	421.40	487.06	营业利润增长率	381.79%	-33.69%	32.04%	56.16%
其他流动资产	6.03	9.60	12.52	15.75	净利润增长率	379.37%	-33.63%	32.04%	56.17%
长期股权投资	1.84	1.84	1.84	1.84	EBITDA 增长率	307.27%	-27.71%	28.77%	47.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	733.65	708.57	720.60	685.17	毛利率	60.68%	27.45%	27.89%	33.73%
无形资产和开发支出	7.68	7.47	7.26	7.05	三费率	7.35%	4.86%	5.01%	5.34%
其他非流动资产	93.64	113.93	142.76	172.04	净利率	53.97%	22.49%	22.78%	28.28%
资产总计	1226.27	2078.34	2534.62	3114.39	ROE	45.95%	24.49%	25.27%	29.25%
短期借款	165.33	325.21	421.40	487.06	ROA	24.77%	9.70%	10.50%	13.35%
应付和预收款项	182.99	537.30	696.22	804.81	ROIC	57.03%	29.58%	50.40%	85.81%
长期借款	103.38	198.88	118.88	118.88	EBITDA/销售收入	61.71%	28.00%	27.66%	32.36%
其他负债	113.52	193.68	244.78	282.28	营运能力				
负债合计	565.22	1255.07	1481.28	1693.03	总资产周转率	0.64	0.54	0.51	0.52
股本	37.59	52.63	52.63	52.63	固定资产周转率	1.45	1.39	1.64	2.09
资本公积	100.05	100.05	100.05	100.05	应收账款周转率	3205.64	3565.86	3284.65	3233.48
留存收益	367.18	494.96	699.41	1027.41	存货周转率	1.56	2.42	2.26	2.14
归属母公司股东权益	504.07	646.88	851.33	1179.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.23%	—	—	—
少数股东权益	156.98	176.39	202.01	242.02	资本结构				
股东权益合计	661.05	823.27	1053.34	1421.35	资产负债率	46.09%	60.39%	58.44%	54.36%
负债和股东权益合计	1226.27	2078.34	2534.62	3114.39	带息债务/总负债	50.36%	43.03%	37.55%	36.73%
					流动比率	0.89	1.21	1.25	1.47
					速动比率	0.41	0.90	0.93	1.15
					股利支付率	4.42%	29.87%	15.02%	12.70%
					每股指标				
					每股收益	7.30	3.46	4.57	7.14
					每股净资产	17.58	15.64	20.01	27.01
					每股经营现金	6.168	10.347	7.741	10.099
					每股股利	0.322	1.034	0.686	0.906
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	347.27	251.03	323.25	475.70					
PE	6.09	12.84	9.72	6.23					
PB	2.53	2.84	2.22	1.65					
PS	2.97	2.61	2.00	1.59					
EV/EBITDA	5.032	7.688	5.017	2.428					
股息率	0.007	0.023	0.015	0.020					

数据来源: Wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

彭海兰, SAC 执业证书号: S0640517080001, 中航证券研究所农林牧渔行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。