

公司研究

出栏高增，成本控制优异

——牧原股份（002714.SZ）2021年中报点评

要点

事件：公司发布2021年中期报告，实现营收415.38亿元，同比增长97.49%；归母净利润95.26亿元，同比下降11.67%。其中二季度单季实现营收213.86亿元，同比增长64.98%，归母净利润25.63亿元，同比下降61.48%。公司出栏增长迅速，二季度由于生猪价格大幅下跌，业绩同环比下降。

点评：出栏迅速增长，屠宰布局顺利

出栏增长迅速。上半年公司共销售生猪1743.7万头，其中商品猪1469.6万头（同比+270.5%）、仔猪252.2万头（同比-7.7%）、种猪21.9万头（同比+163.9%）。公司规划今年出栏生猪3600-4500万头，预计下半年出栏数量将有所增加。

加快下游屠宰业务布局。截至上半年，公司已在河南、山东、安徽、东北等生猪养殖产能较为集中的地区成立20家屠宰子公司，已投产内乡、正阳两家屠宰厂，产能合计为400万头/年。

养殖成本下降迅速

公司成本降幅超预期。公司一季度的养殖成本在16元/kg左右，二季度以来的成本呈现下降趋势，公司6月份商品猪完全成本略高于15元/公斤，主要原因是二季度以来猪群生长速度加快以及商品猪出栏均重相比一季度和去年有明显上升。公司预计下半年可以时点或阶段性达到14元/公斤的成本目标，明年的成本目标是维持在14元/公斤以下。

盈利预测、估值与评级：

生猪进入下行周期，预计2022年有望达本轮周期低点，2023年猪价将有所回升。我们维持2021年净利润预测为189亿，下调2022年净利润预测为122亿（下调38%），同时新增2023年净利润预测为286亿，对应2021-2023年EPS分别为3.58元、2.32元和5.43元。生猪养殖龙头，出栏快速增长，成本控制优异，维持“买入”评级。

风险提示：生猪价格波动的风险，原材料价格波动风险，产能建设缓慢风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	20,221	56,277	94,506	109,069	146,207
营业收入增长率	51.04%	178.31%	67.93%	15.41%	34.05%
净利润（百万元）	6,114	27,451	18,852	12,221	28,553
净利润增长率	1075.37%	348.97%	-31.33%	-35.17%	133.63%
EPS（元）	2.77	7.30	3.58	2.32	5.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.46%	54.46%	29.56%	17.39%	30.02%
P/E	15	6	12	18	8
P/B	4.1	3.2	3.5	3.2	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-27

注：公司2019年总股本为22.05亿股，2020年为37.59亿股，2021年及以后为52.63亿股。

买入（维持）

当前价：42.92元

作者

分析师：王琦

执业证书编号：S0930517120001

021-52523836

wangqi16@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	52.63
总市值(亿元)	2292.59
一年最低/最高(元)	55.49/131.00
近3月换手率	51.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.38	-42.36	-51.34
绝对	2.90	-31.47	-30.47

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	20,221	56,277	94,506	109,069	146,207
营业成本	12,951	22,128	68,793	89,331	107,904
折旧和摊销	1,678	3,596	5,827	6,986	7,882
税金及附加	27	51	113	109	146
销售费用	111	292	473	600	804
管理费用	691	3,156	5,481	5,999	8,041
研发费用	112	412	662	654	877
财务费用	528	688	1,122	1,115	960
投资收益	42	51	75	76	85
营业利润	6,315	30,424	19,077	12,431	28,728
利润总额	6,319	30,373	19,032	12,371	28,653
所得税	-17	-2	0	0	0
净利润	6,336	30,375	19,032	12,371	28,653
少数股东损益	222	2,923	180	150	100
归属母公司净利润	6,114	27,451	18,852	12,221	28,553
EPS(元)	2.77	7.30	3.58	2.32	5.43

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,989	23,186	32,585	16,638	33,891
净利润	6,114	27,451	18,852	12,221	28,553
折旧摊销	1,678	3,596	5,827	6,986	7,882
净营运资金增加	-2,648	11,375	964	6,675	10,951
其他	4,845	-19,237	6,943	-9,244	-13,495
投资活动产生现金流	-12,799	-45,353	-17,674	-9,724	-12,315
净资本支出	-13,036	-46,062	-18,000	-10,000	-12,000
长期投资变化	153	184	0	0	0
其他资产变化	84	525	326	276	-315
融资活动现金流	10,366	26,124	-10,604	-4,002	-14,149
股本变化	119	1,555	1,504	0	0
债务净变化	-643	22,842	-3,990	2,823	-9,477
无息负债变化	5,684	12,505	21,534	9,037	10,521
净现金流	7,552	3,958	4,308	2,913	7,428

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.0%	60.7%	27.2%	18.1%	26.2%
EBITDA 率	41.9%	61.6%	27.5%	18.8%	25.6%
EBIT 率	33.6%	55.2%	21.3%	12.3%	20.2%
税前净利润率	31.3%	54.0%	20.1%	11.3%	19.6%
归母净利润率	30.2%	48.8%	19.9%	11.2%	19.5%
ROA	12.0%	24.8%	12.4%	7.2%	14.5%
ROE (摊薄)	26.5%	54.5%	29.6%	17.4%	30.0%
经营性 ROIC	20.6%	33.1%	18.9%	11.6%	22.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	40%	46%	48%	50%	44%
流动比率	1.08	0.89	0.95	1.02	1.30
速动比率	0.68	0.41	0.38	0.38	0.49
归母权益/有息债务	2.73	1.61	2.33	2.33	4.60
有形资产/有息债务	6.17	3.88	5.59	5.68	9.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	52,887	122,627	153,711	172,232	198,217
货币资金	10,933	14,594	18,901	21,814	29,241
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	16	19	68	49	66
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	8	56	47	55	73
存货	7,166	21,179	34,741	46,452	59,347
其他流动资产	962	603	909	982	1,167
流动资产合计	19,592	38,946	58,106	73,818	95,291
其他权益工具	143	143	143	143	143
长期股权投资	153	184	184	184	184
固定资产	18,864	58,530	69,726	72,689	75,726
在建工程	8,599	14,835	13,151	11,738	11,054
无形资产	432	768	730	693	658
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,063	1,430	1,621	1,621	1,621
非流动资产合计	33,294	83,681	95,605	98,414	102,926
总负债	21,175	56,522	74,066	85,925	86,969
短期借款	4,256	16,533	12,195	14,667	4,790
应付账款	5,098	14,623	34,397	42,879	51,794
应付票据	3,359	1,943	3,440	3,573	4,316
预收账款	221	0	236	196	219
其他流动负债	799	1,111	1,225	1,298	1,484
流动负债合计	18,169	43,543	60,888	72,597	73,541
长期借款	1,117	10,338	10,538	10,688	10,788
应付债券	1,790	1,593	1,593	1,593	1,593
其他非流动负债	99	259	259	259	259
非流动负债合计	3,006	12,979	13,179	13,329	13,429
股东权益	31,712	66,105	79,645	86,306	111,248
股本	2,205	3,759	5,263	5,263	5,263
公积金	10,381	11,299	11,133	11,133	11,133
未分配利润	10,114	35,425	47,446	53,958	78,799
归属母公司权益	23,108	50,407	63,766	70,278	95,119
少数股东权益	8,604	15,698	15,878	16,028	16,128

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.55%	0.52%	0.50%	0.55%	0.55%
管理费用率	3.42%	5.61%	5.80%	5.50%	5.50%
财务费用率	2.61%	1.22%	1.19%	1.02%	0.66%
研发费用率	0.55%	0.73%	0.70%	0.60%	0.60%
所得税率	0%	0%	0%	0%	0%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.55	1.46	1.08	0.71	1.63
每股经营现金流	4.53	6.17	6.19	3.16	6.44
每股净资产	10.48	13.41	12.12	13.35	18.07
每股销售收入	9.17	14.97	17.96	20.72	27.78

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	15	6	12	18	8
PB	4.2	3.2	3.6	3.3	2.4
EV/EBITDA	13.5	6.4	11.1	14.2	7.5
股息率	1.3%	3.4%	2.5%	1.6%	3.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE