

## 买入

2021年9月8日

### 低成本扩张势头不减，产能逐步释放稳定前行

► **公司发布 2021 半年度业绩：**公司 2021 年上半年实现营收 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，同比增长 64.98%，归母净利润 25.63 亿元，同比下降 61.48%，期内全国生猪供给持续增加以及生猪价格大幅回落是公司业绩同比出现下滑的主要原因。

► **出栏持续释放，成本控制能力继续稳坐行业前列：**期内，公司共销售生猪 1743.7 万头，同比增长 157%，其中商品猪 1469.6 万头（其中向牧原肉食及其子公司销售 98.2 万头）、仔猪 252.2 万头、种猪 21.9 万头，横向对比行业内其他主要产能公司出栏规模优势依然显著。值得注意的是，从 21Q2 开始在猪价下降压制补栏需求的背景下公司有意识的对出栏量进行了收缩并计划在猪价脱离当前底部区域后再提高产能利用率，因此导致公司近来月度出栏量出现环比下降，但我们相信公司依然能够完成我们此前预计的年内 4180 万头的出栏目标。成本方面，根据我们测算目前公司完全成本已低于 15 元/公斤，维持在行业内独一档的水平，虽然期内原料价格的明显上涨和人员扩张下管理效率的下降都对公司成本控制能力提出挑战，但公司通过生物安全防护逐步优化、母猪效率提升，叠加饲料原料采购和配方上的调整等方式积极应对了挑战并有显著成果，因此我们认为在今年剩下的时间里公司应能达成其 14 元/公斤的成本目标且继续保持小幅下降趋势。

► **产能建设稳步推进，可转债落地夯实出栏量提升基础：**2021 年上半年公司固定资产达到 813 亿元，同比大幅增长 171.80%，上半年在建工程转固 251 亿元，在建工程 143 亿元，环比略有下降，期内公司继续购建固定资产，年内累计资本开支已达 223.2 亿元，目前公司全产能（在建+现有）已超过 8000 万头，维持了较快的扩张步伐。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，此次成功发行将有效帮助公司舒缓现金流压力。从财务角度出发，公司中报速动比率 0.15，同比下降 81.3%，偿债能力快速下降，而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。同时，可转债将为公司“逆周期”扩张产能提供动力，进一步扩大产能，夯实公司一体化规模养殖龙头的地位。

► **此轮猪价超行业预期下跌主要原因总结：**1) 出栏量高于年初预计值，当时猪价已在 30 元以上的超价格区间连续运行了 6 个季度，重赏之下必有勇夫；2) 出栏均重远超预期，虽然对于在高猪价预期下出栏均重上升有一定预期，但对于实际涨幅仍有低估；3) 低估了低效母猪大批量被淘汰时给市场带来的短期增量。我们认为，经过此次超常规猪周期的演绎后，未来一两个猪周期猪价波动可能会比当前周期小，且有可能周期跨度会略有缩短，因此成本优势在近未来将继续成为行业内最重要的第一性原理，不具备成本优势的企业将会面临较大的挑战。

► **下调目标价至 80.0 元，维持买入评级：**综上所述，我们调整公司 2021-2023 年盈利预期，预计公司 2021-2023 年的收入分别为 930.0 亿/1706.2 亿/2231.2 亿元，归属于母公司的净利润分别为 229.3 亿/283.5 亿/477.7 亿元。下调公司未来 12 个月目标价格至 80.0 元，较目前价格有 70.8% 的上涨空间，为 2022 年每股预测收益 10.7 倍市盈率，维持买入评级。

黄海慈

+852-2532-1539

Tom.Huang@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

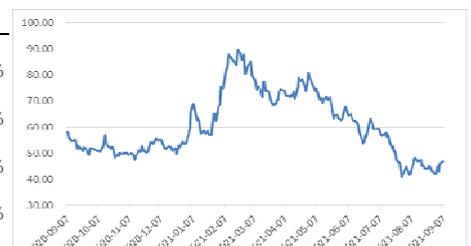
行业	畜牧
股价	46.84 元
目标价	80.0 元 (+70.8%)
股票代码	002714.SZ
已发行股本	52.63 亿股
市值	2465.22 亿元
52 周高/低	92.1/39.0 元
每股净资产	10.14 元
主要股东	秦英林 (39.64%)

### 盈利摘要

截止12月31日	2019年实际	2020年实际	2021年预测	2022年预测	2023年预测
收入 (百万人民币)	20221.3	56277.1	93000.2	170621.1	223118.4
变动 (%)	51.0%	178.3%	65.3%	83.5%	30.8%
毛利润 (百万人民币)	7270.2	34148.6	32374.5	43748.9	69060.1
变动 (%)	453.2%	369.7%	-5.2%	35.1%	57.9%
归母净利润 (百万人民币)	6114.4	27451.4	22934.0	28348.0	47769.8
变动 (%)	1075.4%	349.0%	-16.5%	23.6%	68.5%
EPS (元/股)	2.8	7.3	6.1	7.5	12.7
变动 (%)	1011.7%	163.3%	-16.5%	23.6%	68.5%
市盈率@46.84 元 (倍)	16.89	6.41	7.68	6.21	3.69

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：Wind

## 附录 1：主要财务报表

损益表					财务分析						
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	
<b>收入</b>	20,221.3	56,277.1	93,000.2	170,621.1	223,118.4	<b>盈利能力</b>					
销售成本	(12,951.1)	(22,128.4)	(60,625.6)	(126,872.2)	(154,058.3)	毛利率 (%)	60.7%	34.8%	25.6%	31.0%	
<b>毛利</b>	7,270.2	34,148.6	32,374.5	43,748.9	69,060.1	EBITDA 利率 (%)	60.1%	36.1%	25.3%	30.2%	
行政及分销开支	(913.6)	(3,859.5)	(5,021.6)	(9,540.9)	(13,275.2)	净利率 (%)	48.8%	24.7%	16.6%	21.4%	
其他营运收入/ (成本)	4.5	(51.4)	10.0	10.0	10.0	<b>营运表现</b>					
<b>EBITDA</b>	8,007.2	33,835.0	33,561.5	43,179.7	67,349.8	SG&A/收入 (%)	4.5%	6.9%	5.4%	5.6%	
折旧	(1,667.0)	(3,579.1)	(6,309.8)	(9,154.5)	(11,796.9)	实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
摊销	(11.1)	(17.4)	(19.2)	(19.2)	(19.2)	固定资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	
财务收入	560.0	923.0	1,945.9	2,816.7	2,926.1	库存周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	
财务开支	(42.0)	(250.0)	(80.2)	(167.7)	(239.8)	应付账款周转率	2.4	3.4	3.4	3.4	
<b>税前盈利</b>	6,319.4	30,372.5	25,376.5	31,367.0	52,857.3	应收账款周转率	854.1	741.8	1251.3	1193.0	
所得税	17.1	2.3	0.0	0.0	0.0	<b>财务状况</b>					
少数股东应占利润	(222.1)	(2,923.3)	(2,442.5)	(3,019.1)	(5,087.5)	权益负债率	40.0%	46.1%	53.1%	61.1%	
<b>归母净利润</b>	6,114.4	27,451.4	22,934.0	28,348.0	47,769.8	收入/总资产	0.4	0.5	0.5	0.6	
<b>增长</b>						ROA	11.6%	22.4%	12.3%	9.6%	
总收入 (%)	178.3%	65.3%	83.5%	30.8%	25.0%	ROE	26.5%	54.5%	32.8%	30.1%	
EBITDA (%)	315.2%	322.6%	-0.8%	28.7%	56.0%						
净利润 (%)	1075.4%	349.0%	-16.5%	23.6%	68.5%						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	
现金	10,933.2	14,593.6	31,232.9	64,598.9	72,421.6	<b>税前盈利</b>	6,319.4	30,372.5	25,376.5	31,367.0	
应收账款	23.7	75.9	74.3	143.0	187.6	折旧及摊销	1,678.1	3,596.5	6,329.0	9,173.7	
存货	7,166.2	21,179.2	31,439.8	70,208.3	87,938.6	营运资金变化	1,133.6	(7,306.9)	6,149.2	14,563.2	
其他流动资产	1,469.3	3,097.8	6,690.6	11,354.7	14,393.9	其他	17.1	2.3	(366.2)	(421.5)	
<b>总流动资产</b>	19,592.3	38,946.5	69,437.6	146,305.0	174,941.6	<b>营运现金流</b>	9,148.2	26,664.4	37,488.5	54,682.4	
固定资产	18,864.2	58,530.5	95,187.5	128,406.4	153,508.3	资本开支	(13,120.6)	(46,070.8)	(40,000.0)	(40,000.0)	
无形资产	431.8	768.0	748.8	729.6	710.4	其他投资活动	(19.8)	(30.4)	0.0	0.0	
其他	5,246.0	9,363.6	9,363.6	9,363.6	9,363.6	<b>投资活动现金流</b>	(13,140.4)	(46,101.2)	(40,000.0)	(40,000.0)	
<b>总资产</b>	52,886.6	122,627.3	186,789.2	294,482.7	346,303.1	负债变化	(1,399.9)	21,065.9	22,590.9	22,641.9	
短期负债	5,566.3	19,384.4	41,975.3	64,617.2	47,660.8	股本变化	14,031.4	5,641.9	0.0	0.0	
应付帐款、应付票据	8,457.4	16,566.2	24,950.1	60,776.7	74,769.7	股息	(883.8)	(3,413.8)	(3,440.1)	(3,958.3)	
其他	4,145.4	7,592.8	19,209.8	41,447.8	50,668.5	其他融资活动	399.5	(196.8)	0.0	0.0	
<b>总短期负债</b>	18,169.1	43,543.4	86,135.3	166,841.7	173,099.0	<b>融资活动现金流</b>	12,147.2	23,097.2	19,150.8	18,683.6	
长期银行贷款	1,116.7	10,337.9	10,337.9	10,337.9	10,337.9	<b>现金变化</b>	8,154.9	3,660.4	16,639.4	33,366.0	
其他负债	99.3	1,047.6	1,047.6	1,047.6	1,047.6	期初持有现金	2,778.3	10,933.2	14,593.6	31,232.9	
<b>总负债</b>	21,175.0	56,522.0	99,113.9	179,820.3	186,077.6	期末持有现金	10933.2	14593.6	31232.9	64598.9	
<b>股东权益</b>	52,886.6	122,627.3	186,789.2	294,482.7	346,303.1						

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、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它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。