

Q3 完全成本降至 15 元，拟向控股股东募资

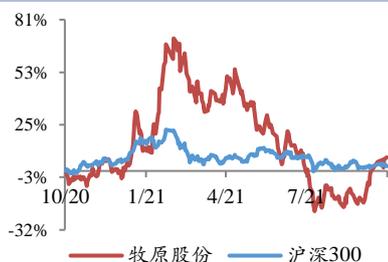
投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-18

主要观点：

收盘价 (元)	56.01
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)	2,948
流通市值 (亿元)	1,988

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，完全成本降至 15 元 2021-08-27
2. 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

● 受猪价大跌影响，Q3 公司亏损 8.22 亿元。

公司公布三季报：1-9 月实现收入 562.8 亿元，同比增长 43.7%，归母净利润 87.0 亿元，同比下降 58.5%；其中，Q3 收入 147.4 亿元，同比下降 18.7%，亏损 8.22 亿元，Q3 业绩剧降与猪价大跌直接相关。

● 生猪出栏量同比高速增长，Q3 完全成本降至 15 元/公斤以内。

2021 年 1-9 月，公司生猪出栏量 2610.6 万头，同比增长 119.7%，其中，商品猪 2292.1 万头、仔猪 292.9 万头、种猪 25.6 万头。2021Q3 公司生猪出栏量 867 万头，环比下降 10.8%，同比增 70%；其中，Q3 育肥猪出栏量 822.5 万头，环比下降 4.1%，同比增长 204.4%，仔猪出栏量 40.7 万头，环比下降 60.9%，种猪出栏量 3.7 万头，环比下降 62.6%。2021Q3 公司育肥猪完全成本已降至 15 元/公斤以内，成本有继续下降空间。2021 年 3 季末公司生产性生物资产较年初微降 1%。

● 公司拟向控股股东募资不超过 60 亿元，发行价格 40.21 元。

公司拟向控股股东牧原集团发行不超过 149,216,612 股份，发行价格 40.21 元，募集资金总额不超过 60 亿元，扣除发行费用后将全部用于补充流动资金。随着产能拓展持续投入和经营规模增长，公司资产负债率从 2019 年末 40.04% 提升至今年 9 月末 57.77%，本次募资将有效改善公司资产负债结构，并提高公司养殖业务的综合经营实力。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年主营业务收入 780.45 亿元、939.86 亿元、1448.71 亿元，归母净利 67.87 亿元、-67.33 亿元、85.01 亿元，对应 EPS1.29 元、-1.28 元、1.62 元。公司是我国最大生猪养殖企业，盈利能力业内领先。给予公司头均估值 6000 元，2022 年出栏量 6000 万头，对应市值 3600 亿元，合理估值 68.4 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	78045	93986	144871
收入同比 (%)	178.3%	38.7%	20.4%	54.1%
归属母公司净利润	27451	6787	-6733	8501
净利润同比 (%)	349.0%	-75.3%	-199.2%	-226.3%
毛利率 (%)	60.7%	17.8%	0.1%	13.1%
ROE (%)	54.5%	11.9%	-13.3%	14.4%
每股收益 (元)	7.46	1.29	-1.28	1.62
P/E	14.78	43.44	—	34.68
P/B	8.05	5.15	5.84	5.00
EV/EBITDA	9.06	24.50	-55.20	22.85

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		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	38946	83532	78715	104216	
现金	14594	14731	-21987	-30784	
应收账款	19	27	32	50	
其他应收款	56	78	94	145	
预付账款	2495	7229	10588	14196	
存货	21179	61365	89884	120506	
其他流动资产	603	103	103	103	
非流动资产	83681	110141	133101	145561	
长期投资	184	204	224	244	
固定资产	58530	78530	96030	103030	
无形资产	768	1058	1348	1638	
其他非流动资产	24198	30348	35498	40648	
资产总计	122627	193673	211816	249777	
流动负债	43543	99988	128070	158461	
短期借款	16533	27533	25533	23533	
应付账款	14623	42370	62061	83205	
其他流动负债	12387	30086	40477	51723	
非流动负债	12979	19779	17579	15379	
长期借款	10338	17338	15338	13338	
其他非流动负债	2641	2441	2241	2041	
负债合计	56522	119767	145649	173839	
少数股东权益	15698	16712	15706	16977	
股本	3759	3759	3759	3759	
资本公积	10005	10005	10005	10005	
留存收益	36643	43429	36696	45197	
归属母公司股东权	50407	57194	50460	58961	
负债和股东权益	122627	193673	211816	249777	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	23186	12284	-5313	12364	
净利润	27451	6787	-6733	8501	
折旧摊销	3615	2010	2510	3010	
财务费用	1054	1581	1854	1662	
投资损失	-51	-78	-94	-145	
营运资金变动	-11827	970	-1844	-1934	
其他经营现金流	42220	6831	-5895	11705	
投资活动现金流	-45353	-28392	-25376	-15325	
资本支出	-46062	-28300	-25300	-15300	
长期投资	675	-20	-20	-20	
其他投资现金流	34	-72	-56	-5	
筹资活动现金流	26124	16245	-6028	-5836	
短期借款	12276	11000	-2000	-2000	
长期借款	9221	7000	-2000	-2000	
普通股增加	1555	0	0	0	
资本公积增加	158	0	0	0	
其他筹资现金流	2914	-1755	-2028	-1836	
现金净增加额	3958	137	-36717	-8797	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	56277	78045	93986	144871	
营业成本	22128	64115	93912	125907	
营业税金及附加	51	70	85	130	
销售费用	292	604	727	1121	
管理费用	3156	4733	6153	7384	
财务费用	688	1435	1707	1882	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	51	78	94	145	
营业利润	30424	7801	-7739	9771	
营业外收入	185	200	200	200	
营业外支出	236	200	200	200	
利润总额	30373	7801	-7739	9771	
所得税	-2	0	0	0	
净利润	30375	7801	-7739	9771	
少数股东损益	2923	1014	-1006	1270	
归属母公司净利润	27451	6787	-6733	8501	
EBITDA	33854	9997	-5027	12345	
EPS (元)	7.46	1.29	-1.28	1.62	

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	178.3%	38.7%	20.4%	54.1%
营业利润	381.8%	-74.4%	-199.2%	-226.3%
归属于母公司净利	349.0%	-75.3%	-199.2%	-226.3%
获利能力				
毛利率 (%)	60.7%	17.8%	0.1%	13.1%
净利率 (%)	48.8%	8.7%	-7.2%	5.9%
ROE (%)	54.5%	11.9%	-13.3%	14.4%
ROIC (%)	31.0%	6.5%	-6.8%	8.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.1%	61.8%	68.8%	69.6%
净负债比率 (%)	85.5%	162.1%	220.1%	228.9%
流动比率	0.89	0.84	0.61	0.66
速动比率	0.35	0.15	-0.17	-0.19
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.40	0.44	0.58
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	1.29	-1.28	1.62
每股经营现金流	4.41	2.33	-1.01	2.35
每股净资产	9.58	10.87	9.59	11.20
估值比率				
P/E	14.78	43.44	—	34.68
P/B	8.05	5.15	5.84	5.00
EV/EBITDA	9.06	24.50	-55.20	22.85

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。