

牧原股份 (002714.SZ) 成本比较优势凸显, 大股东增持削弱营运资金压力

2021年10月19日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

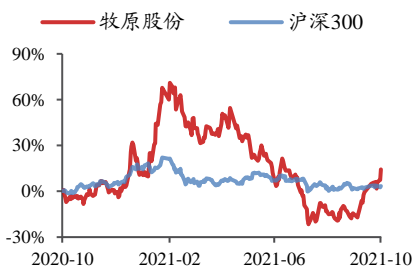
陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

日期	2021/10/19
当前股价(元)	59.60
一年最高最低(元)	131.00/39.01
总市值(亿元)	3,136.79
流通市值(亿元)	2,115.85
总股本(亿股)	52.63
流通股本(亿股)	35.50
近3个月换手率(%)	99.0

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-育肥猪加速出栏, 业绩韧性展现成本优势》-2021.8.27

《公司信息更新报告-疫情趋于稳定, 出栏快速释放》-2021.5.17

《公司信息更新报告-产能快速扩张, 以量补价逻辑清晰》-2021.4.30

● 成本比较优势凸显, 大股东增持削弱营运资金压力, 维持“买入”评级

牧原股份发布2021年三季报: 公司前三季度合计营收562.82亿元(+43.71%), 实现归属上市公司股东净利润87.04亿元(-58.53%)。费用率方面, 报告期公司销售/管理/财务/研发费用率分别为0.94%/4.28%/2.74%/0.83%, 分别同比变动+0.50pct/-0.20pct/+1.48pct/+0.19pct。基于行业生猪出栏量仍保持环比增长, 且冻肉年前抛压较大, 年内猪肉供大于求局面难短期改变, 我们下调2021-2022年预测, 基于生猪价有望于2022年下半年启动周期性反弹, 维持2023年预测, 预计2021-2023年公司归母净利润为86/72/426亿元(前预测值分别为153/92/426亿元), EPS为1.63/1.36/8.10元, 当前股价对应PE为34.4/41.2/6.9倍, 猪价下行期, 公司成本优势凸显, 且维持产能扩增节奏, 维持“买入”评级。

● 固定产能稳定扩增, 生物产能轮新降本, 出栏成本持续下压

公司前三季度销售生猪2610.6万头(+119.73%); 其中商品猪2292.1万头(+243.7%), 仔猪292.9万头(-37.4%), 种猪25.6万头(+52.1%)。截至三季度末, 公司能繁母猪存栏267.5万头, 环比-2.9%, 生产性生物资产环比中报-5.1%, 主要系产能轮新, 主动淘汰高胎龄及低效母猪, 为后期仔猪成本下压提供弹性。生产性生物资产灵活调控, 在建工程体量稳定, 透露公司下行期现金流管理策略。成本端, 根据公司口径, Q3生猪出栏成本15.0元/公斤; Q4饲料原料价格环比回落叠加管理效率优化预计将抵消冬季防疫成本增加, 延续出栏成本下压。

● 大股东60亿定增, 助力缓解公司2022年营运资金压力, 优化财务结构

根据我们的测算, 截至Q3末公司营运资金缺口190.9亿元, 基于公司2022年预达成5000-6000万头出栏目标, 若猪价低迷周期拉长, 公司2022年融资缺口将同比增加50%以上。以营运稳定角度看, 大股东行业低谷期增持将助力公司缓解2022年营运资金压力, 优化财务结构, 后期债务融资对财务费用的增加幅度将边际减弱。此外, 大股东在亏损季度定增亦释放坚定看好公司长期发展向好信号。

● 风险提示: 生猪存栏恢复不及预期, 养殖场免疫密度降低, 行业竞争格局恶化。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20,221	56,277	77,322	86,143	145,731
YOY(%)	51.0	178.3	37.4	11.4	69.2
归母净利润(百万元)	6,114	27,451	8,563	7,162	42,608
YOY(%)	1075.4	349.0	-68.8	-16.4	494.9
毛利率(%)	36.0	60.7	20.7	16.8	40.0
净利率(%)	30.2	48.8	11.1	8.3	29.2
ROE(%)	20.0	45.9	13.7	10.8	40.3
EPS(摊薄/元)	1.16	5.22	1.63	1.36	8.10
P/E(倍)	48.2	10.7	34.4	41.2	6.9
P/B(倍)	14.3	6.1	5.8	5.4	3.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	19592	38946	46697	42621	72023
现金	10933	14594	3182	5318	7497
应收票据及应收账款	16	19	0	0	0
其他应收款	8	56	24	68	87
预付账款	508	2495	0	3026	2100
存货	7166	21179	42888	33606	61736
其他流动资产	962	603	603	603	603
非流动资产	33294	83681	97302	105438	170655
长期投资	153	184	231	278	327
固定资产	22699	65973	74817	82110	117445
无形资产	432	768	865	970	1073
其他非流动资产	10010	16756	21390	22081	51810
资产总计	52887	122627	143999	148060	242678
流动负债	18169	43543	61616	63127	109736
短期借款	4256	16533	22984	22852	46319
应付票据及应付账款	8457	16566	27368	28646	43317
其他流动负债	5456	10445	11264	11629	20100
非流动负债	3006	12979	12149	10272	14024
长期借款	2907	11931	11218	9324	13067
其他非流动负债	99	1048	931	948	957
负债合计	21175	56522	73765	73399	123760
少数股东权益	8604	15698	16757	17642	22908
股本	2205	3759	5263	5263	5263
资本公积	9847	10005	8501	8501	8501
留存收益	10648	36718	44086	50457	88268
归属母公司股东权益	23108	50407	53477	57019	96011
负债和股东权益	52887	122627	143999	148060	242678

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9989	23186	8779	23318	51962
净利润	6336	30375	9621	8047	47874
折旧摊销	1684	3615	4450	5240	6911
财务费用	528	688	2241	2462	3002
投资损失	-42	-51	-46	-52	-48
营运资金变动	1372	-13058	-7493	7627	-5774
其他经营现金流	111	1616	7	-4	-4
投资活动现金流	-12799	-45353	-18032	-13320	-72077
资本支出	13121	46071	13583	8087	65167
长期投资	211	675	-47	-51	-49
其他投资现金流	533	1392	-4496	-5283	-6959
筹资活动现金流	10366	26124	-15953	-6962	-659
短期借款	-459	12276	-7344	769	514
长期借款	447	9024	-713	-1894	3743
普通股增加	119	1555	1504	0	0
资本公积增加	6909	158	-1504	0	0
其他筹资现金流	3350	3110	-7896	-5837	-4916
现金净增加额	7552	3958	-25206	3037	-20773

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	20221	56277	77322	86143	145731
营业成本	12951	22128	61286	71684	87500
营业税金及附加	27	51	77	78	131
营业费用	111	292	696	689	1166
管理费用	691	3156	4098	4307	7287
研发费用	112	412	696	689	1020
财务费用	528	688	2241	2462	3002
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	460	824	1400	1800	2200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	42	51	46	52	48
资产处置收益	6	1	2	2	3
营业利润	6315	30424	9677	8089	47877
营业外收入	61	185	260	300	350
营业外支出	57	236	330	350	400
利润总额	6319	30373	9607	8039	47827
所得税	-17	-2	-14	-8	-48
净利润	6336	30375	9621	8047	47874
少数股东损益	222	2923	1058	885	5266
归母净利润	6114	27451	8563	7162	42608
EBITDA	8125	35339	15369	14879	57011
EPS(元)	1.16	5.22	1.63	1.36	8.10

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	51.0	178.3	37.4	11.4	69.2
营业利润(%)	1105.2	381.8	-68.2	-16.4	491.9
归属于母公司净利润(%)	1075.4	349.0	-68.8	-16.4	494.9
获利能力					
毛利率(%)	36.0	60.7	20.7	16.8	40.0
净利率(%)	30.2	48.8	11.1	8.3	29.2
ROE(%)	20.0	45.9	13.7	10.8	40.3
ROIC(%)	20.4	38.3	12.0	10.4	31.1
偿债能力					
资产负债率(%)	40.0	46.1	51.2	49.6	51.0
净负债比率(%)	-7.4	26.9	49.5	41.3	48.4
流动比率	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.6	0.3	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2572.7	3205.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.2	1.8	2.8	2.6	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	5.22	1.63	1.36	8.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	4.41	1.67	4.43	9.87
每股净资产(最新摊薄)	3.92	9.11	9.69	10.37	17.78
估值比率					
P/E	48.2	10.7	34.4	41.2	6.9
P/B	14.3	6.1	5.8	5.4	3.2
EV/EBITDA	37.0	9.3	22.5	23.1	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn