

**買入**

2021年10月19日

**行業築底進行時，成本及擴張優勢雙管齊下渡週期**

**公司發佈 2021 第三季度業績：**公司 2021 年 Q3 期內實現營收 147.44 億元，同比下降 18.68%，前三季度總實現營收 562.82 億元，同比增長 43.71%；期內歸母淨利潤-8.22 億元，同比下降 108.05%，前三季度總歸母淨利潤為 87.04 億元，同比下降 58.53%。期內全國生豬供給持續增加以及生豬價格大幅回落是公司業績同比出現下滑的主要原因。

**出欄符合預期，成本仍穩步下降：**2021 年前三季度，公司共銷售生豬 2610.6 萬頭，同比增長 120%，其中商品豬 2292.1 萬頭，同比增長 243.7%，仔豬 292.9 萬頭，同比下降 37.4%，種豬 25.6 萬頭，同比下降 52.1%，橫向對比行業內其他主要產能，公司出欄規模優勢依然顯著。第三季度生豬售價降至養殖成本以下。2021Q3 公司歸母淨利潤為虧損 8.22 億元，主要原因是生豬售價持續回落，7-9 月份公司商品豬月度銷售均價分別為 15.04、13.92、11.49 元/公斤，我們估算公司從 8 月開始出現虧損；頭均售價則分別為 2199、2137、2048 元/頭。成本方面，公司作為行業龍頭，憑藉其在育種擴繁上的核心優勢以及豐富的生產管理經驗，在本輪下行豬週期中保持養殖成本低於可比公司，為其穿越豬週期提供了優勢，公司 6-7 月的商品豬完全成本約為 15 元/公斤，完全成本目標是第四季度階段性或時點性降低至 14 元/公斤以下，公司目前成本下降主要來源於生產成績的提高，具體為健康狀況的改善所帶來的頭均成本的降低，現階段公司全程成活率較去年有 2-3 個百分點的提升，未來養殖成本還有繼續降低的空間，穿越週期後業績彈性可期。我們認為隨著產能超預期去化，生豬價格有望超預期反轉，同時成長大勢不改，生豬養殖正在發生著深刻的供給側改革，而公司作為行業內生產成績長期名列前茅的存在，依舊專注於持續增強低成本擴張能力，優化組織結構和公司治理，從而推動公司高品質發展，2022 年有望出欄超過 6000 萬頭，依然是成長確定性首選。

**大股東擬全額認購定增，凸顯長期發展信心：**10 月 18 日公司公告，擬非公開發行股票，募集資金總額不超過 60 億元（含本數），發行價格為 40.21 元/股。本次發行物件為牧原集團 1 名特定發行物件。本次發行在扣除發行費用後擬全部用於補充流動資金，一定程度上優化公司財務結構，降低財務風險，繼續助力公司一貫的低成本擴張穩步前行，為下一輪增長奠定基調，同時彰顯公司長期發展信心與“成長先於週期”的價值觀。

**維持目標價 80.0 元，維持買入評級：**綜上所述，我們調整公司 2021-2023 年盈利預期，預計公司 2021-2023 年的收入分別為 851.6 億/1332.0 億/1872.0 億元，歸屬於母公司的淨利潤分別為 105.7 億/164.3 億/343.9 億元。維持公司未來 12 個月目標價格至 80.0 元，較目前價格有 34.2% 的上漲空間，為 2022 年每股預測收益 13.6 倍市盈率，維持買入評級。

**風險因素：**豬價波動，豬瘟疫情防控，飼料原材料價格波動，食品安全風險

**黃海慈**

+852-2532-1539

Tom.Huang@firstshanghai.com.hk

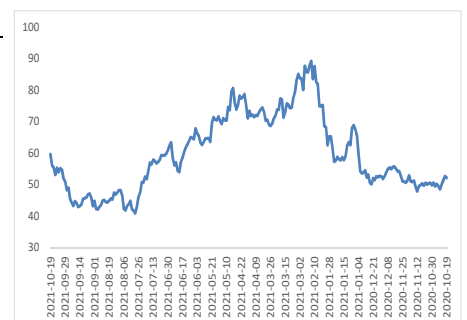
**主要資料**

行業	畜牧
股價	59.6 元
目標價	80.0 元 (+34.2%)
股票代碼	002714.SZ
已發行股本	52.63 億股
市值	3136.79 億元
52 周高/低	92.1/39.0 元
每股淨資產	10.02 元
主要股東	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	85156.8	133198.1	187195.2
变动 (%)	51.0%	178.3%	51.3%	56.4%	40.5%
毛利润 (百万人民币)	7270.2	34148.6	18406.5	28799.7	52798.4
变动 (%)	453.2%	369.7%	-46.1%	56.5%	83.3%
归母净利润 (百万人民币)	6114.4	27451.4	10574.1	16428.1	34394.3
变动 (%)	1075.4%	349.0%	-61.5%	55.4%	109.4%
EPS (元/股)	2.8	7.3	2.8	4.4	9.1
变动 (%)	1011.7%	163.3%	-61.5%	55.4%	109.4%
市盈率@59.6元 (倍)	21.49	8.16	21.19	13.64	6.51
每股股息 (元)	0.11	0.43	0.42	0.36	0.89
现金股利分配率 (%)	4.1%	5.8%	15.0%	8.3%	9.7%

來源：公司資料，第一上海預測

**股價表現**


來源：Wind

## 附錄 1：主要財務報表

損益表					財務分析						
<人民幣> <百萬>, 財務年度截至<12月31日>					<人民幣> <百萬>, 財務年度截至<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	85,156.8	133,198.1	187,195.2	<b>盈利能力</b>					
销售成本	(12,951.1)	(22,128.4)	(66,750.3)	(104,398.4)	(134,396.8)	毛利率 (%)	60.7%	21.6%	21.6%	28.2%	
<b>毛利</b>	<b>7,270.2</b>	<b>34,148.6</b>	<b>18,406.5</b>	<b>28,799.7</b>	<b>52,798.4</b>	EBITDA 利率 (%)	56.1%	23.5%	22.8%	28.5%	
行政及分销开支	(913.6)	(3,859.5)	(4,598.1)	(7,448.3)	(11,137.8)	净利率 (%)	48.8%	12.4%	12.3%	18.4%	
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>	<b>7,104.9</b>	<b>31,585.7</b>	<b>20,027.1</b>	<b>30,367.4</b>	<b>53,265.9</b>	SG&A/收入 (%)	4.5%	6.9%	5.4%	5.6%	
折旧	(770.5)	(1,339.2)	(6,309.8)	(9,154.5)	(11,796.9)	实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
摊销	(5.3)	(8.0)	(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	2,083.3	3,164.4	3,597.1	库存周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	
财务开支	(42.0)	(250.0)	(75.6)	(138.3)	(194.6)	应付账款周转率	2.4	3.4	3.4	3.4	
<b>税前盈利</b>	<b>6,319.4</b>	<b>30,372.5</b>	<b>11,700.2</b>	<b>18,177.6</b>	<b>38,057.3</b>	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)	(1,126.1)	(1,749.6)	(3,663.0)	权益负债率	40.0%	46.1%	59.3%	65.1%	
<b>归母净利润</b>	<b>6,114.4</b>	<b>27,451.4</b>	<b>10,574.1</b>	<b>16,428.1</b>	<b>34,394.3</b>	收入/总资产	0.4	0.5	0.5	0.6	
<b>增长</b>						<b>ROA</b>	11.6%	22.4%	5.7%	6.2%	
总收入 (%)	178.3%	51.3%	56.4%	40.5%	25.0%	<b>ROE</b>	26.5%	54.5%	17.8%	22.1%	
EBITDA (%)	464.2%	344.6%	-36.6%	51.6%	75.4%						
净利润 (%)	1075.4%	349.0%	-61.5%	55.4%	109.4%						
<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	28,598.8	50,430.1	60,761.3	<b>税前盈利</b>	6,319.4	30,372.5	11,700.2	18,177.6	
应收账款	23.7	75.9	68.1	111.7	157.4	折旧及摊销	775.7	1,347.2	6,329.0	9,173.7	
存货	7,166.2	21,179.2	34,616.0	57,771.8	76,715.6	营运资金变化	1,133.6	(7,306.9)	8,004.8	9,558.2	
其他流动资产	1,469.3	3,097.8	6,126.3	8,864.2	12,076.4	其他	17.1	2.3	(168.7)	(145.5)	
<b>总流动资产</b>	<b>19,592.3</b>	<b>38,946.5</b>	<b>69,409.2</b>	<b>117,177.8</b>	<b>149,710.6</b>	<b>营运现金流</b>	<b>8,245.8</b>	<b>24,415.1</b>	<b>25,865.2</b>	<b>36,764.0</b>	
固定资产	18,864.2	58,530.5	95,187.5	128,406.4	153,508.3	资本开支	(3,325.6)	(17,989.3)	(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>	<b>(3,345.5)</b>	<b>(18,019.7)</b>	<b>(40,000.0)</b>	<b>(40,000.0)</b>	
<b>总资产</b>	<b>52,886.6</b>	<b>122,627.3</b>	<b>186,760.7</b>	<b>265,355.6</b>	<b>321,072.2</b>	负债变化	3,107.3	(6,088.1)	29,726.1	26,433.8	
短期负债	5,566.3	19,384.4	49,110.5	75,544.3	71,588.4	股本变化	0.0	5,150.0	0.0	0.0	
应付帐款、应付票据	8,457.4	16,566.2	27,470.7	50,010.8	65,227.3	股息	(252.2)	(1,600.1)	(1,586.1)	(1,366.5)	
其他	4,145.4	7,592.8	21,150.5	34,105.9	44,202.0	其他融资活动	399.5	(196.8)	0.0	0.0	
<b>总短期负债</b>	<b>18,169.1</b>	<b>43,543.4</b>	<b>97,731.7</b>	<b>159,660.9</b>	<b>181,017.7</b>	<b>融资活动现金流</b>	<b>3,254.6</b>	<b>(2,735.0)</b>	<b>28,140.0</b>	<b>25,067.3</b>	
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>	<b>8,154.9</b>	<b>3,660.4</b>	<b>14,005.3</b>	<b>21,831.3</b>	
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	28,598.8	
<b>总负债</b>	<b>21,175.0</b>	<b>56,522.0</b>	<b>110,710.3</b>	<b>172,639.5</b>	<b>193,996.3</b>	期末持有现金	10933.2	14593.6	28598.8	50430.1	
<b>股东权益</b>	<b>52,886.6</b>	<b>122,627.3</b>	<b>186,760.7</b>	<b>265,355.6</b>	<b>321,072.2</b>						

資料來源：公司資料、第一上海預測

**第一上海證券有限公司**

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。