

牧原股份 (002714.SZ)

猪价下行拖累业绩，静待猪价周期反转

核心观点：

- **猪价下行拖累业绩，基本符合市场预期。**公司发布 2021 年业绩预告，预计 2021 年公司实现营收 770~800 亿元，同比增长 36.8%~42.2%；净利润约 70~85 亿元，同比下滑 72%~77%；归母净利润 65~80 亿元，同比下滑 70.9%~76.3%，猪价同比大跌导致公司业绩下滑。单 4 季度，预计公司实现营收 207~237 亿元，净利润约为-12~-27 亿元，归母净利润约-7~-22 亿元，亏损幅度环比略有扩大。
- **4 季度成本略有波动，继续保持行业领先。**4 季度，公司肉猪出栏量约 1416 万头，同比增长 127%，保持高增长；根据公司净利润情况，估算完全成本约 14.7~15.7 元/公斤，继续保持行业领先水平。2021 年，公司累计出栏肉猪约 4026.3 万头，同比增长 122%，其中商品猪/仔猪/种猪分别出栏 3688.7/309.5/28.1 万头。
- **行业产能去化大幕开启，4 季度公司能繁母猪存栏环比回升。**截止 12 月底，公司能繁母猪存栏约 283.1 万头，环比上升 15.6 万头。行业进入低谷期，公司能繁母猪存栏结构优化、降本增效，并适当补充优质产能，有望助力公司健康发展。
- **盈利预测与投资建议：“买入”评级。**生猪行业开启产能去化，公司生产成本持续保持领先，控股股东全额参与定增，助力公司度过行业“寒冬”。我们预计公司 2021-22 年 EPS 分别为 1.43/1.7 元/股。参考行业平均估值以及公司的竞争优势，考虑周期反转预期，继续维持合理价值 65.2 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**猪价波动风险、疫情风险、食品安全等。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	20,221	56,277	77,105	88,217	116,800
增长率 (%)	51.0	178.3	37.0	14.4	32.4
EBITDA (百万元)	8,014	33,854	13,424	16,019	31,141
归母净利润 (百万元)	6,114	27,451	7,546	8,945	20,954
增长率 (%)	1075.4	349.0	-72.5	18.5	134.3
EPS (元/股)	2.77	7.30	1.43	1.70	3.98
市盈率 (x)	32.01	10.56	38.91	32.83	14.01
ROE (%)	26.5	54.5	19.3	22.0	37.5
EV/EBITDA (x)	24.12	9.06	24.42	20.59	10.11

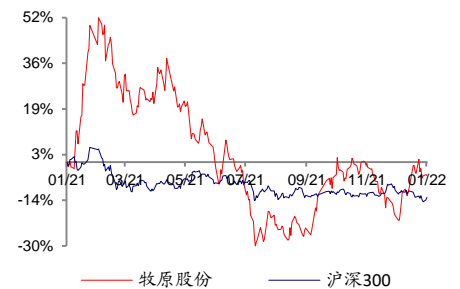
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	55.80 元
合理价值	65.2 元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-18

相对市场表现



分析师：

王乾



SAC 执证号：S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：

钱浩



SAC 执证号：S0260517080014



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

牧原股份 (002714.SZ) : 增发补充流动资金，增强过冬能力	2021-10-19
牧原股份 (002714.SZ) : 周期下行导致季度亏损，上游种猪环节优势明显	2021-10-17
牧原股份 (002714.SZ) : 成本维持领先优势，产能逐步释放	2021-04-30

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	19,592	38,946	47,572	54,478	65,646
货币资金	10,933	14,594	10,000	12,000	14,000
应收及预付	523	2,514	3,252	3,691	4,293
存货	7,166	21,179	33,673	38,138	46,685
其他流动资产	970	659	647	649	668
非流动资产	33,294	83,681	100,876	100,019	99,572
长期股权投资	153	184	184	184	184
固定资产	18,864	58,530	83,183	82,336	81,889
在建工程	8,599	14,835	14,835	14,835	14,835
无形资产	432	768	753	743	743
其他长期资产	5,246	9,364	1,921	1,921	1,921
资产总计	52,887	122,627	148,448	154,497	165,218
流动负债	18,169	43,543	74,222	75,672	68,249
短期借款	4,256	16,533	23,618	25,047	11,736
应付及预收	8,678	16,566	36,687	34,580	37,729
其他流动负债	5,235	10,445	13,917	16,045	18,784
非流动负债	3,006	12,979	18,779	21,279	21,779
长期借款	1,117	10,338	15,338	17,338	17,338
应付债券	1,790	1,593	2,393	2,893	3,393
其他非流动负债	99	1,048	1,048	1,048	1,048
负债合计	21,175	56,522	93,000	96,950	90,027
股本	2,205	3,759	3,759	3,759	3,759
资本公积	9,847	10,005	10,005	10,005	10,005
留存收益	10,648	36,718	25,468	26,894	42,209
归属母公司股东权益	23,108	50,407	39,182	40,608	55,923
少数股东权益	8,604	15,698	16,266	16,940	19,268
负债和股东权益	52,887	122,627	148,448	154,497	165,218

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	20,221	56,277	77,105	88,217	116,800
营业成本	12,951	22,128	64,688	73,265	85,200
营业税金及附加	27	51	100	104	132
销售费用	111	292	771	882	1,168
管理费用	691	3,156	3,084	3,529	5,022
研发费用	112	412	386	265	584
财务费用	528	688	1,508	2,014	1,831
资产减值损失	0	0	15	10	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	42	51	50	60	20
营业利润	6,315	30,424	8,204	9,708	23,383
营业外收支	5	-51	-90	-90	-100
利润总额	6,319	30,373	8,114	9,618	23,283
所得税	-17	-2	0	0	0
净利润	6,336	30,375	8,114	9,618	23,283
少数股东损益	222	2,923	568	673	2,328
归属母公司净利润	6,114	27,451	7,546	8,945	20,954
EBITDA	8,014	33,854	13,424	16,019	31,141
EPS (元)	2.77	7.30	1.43	1.70	3.98

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,989	23,186	25,644	12,854	28,622
净利润	6,336	30,375	8,114	9,618	23,283
折旧摊销	1,684	3,615	5,347	5,847	6,447
营运资金变动	1,372	-11,827	10,374	-4,885	-3,280
其它	596	1,022	1,809	2,274	2,171
投资活动现金流	-12,799	-45,353	-22,598	-5,030	-6,080
资本支出	-13,036	-46,062	-22,648	-5,090	-6,100
投资变动	211	675	0	0	0
其他	26	34	50	60	20
筹资活动现金流	10,366	26,124	-7,640	-5,824	-20,542
银行借款	-2,778	23,945	12,085	3,429	-13,311
股权融资	14,031	5,642	0	0	0
其他	-887	-3,463	-19,725	-9,253	-7,230
现金净增加额	7,556	3,957	-4,594	2,000	2,000
期初现金余额	2,399	9,951	14,594	10,000	12,000
期末现金余额	9,951	13,909	10,000	12,000	14,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	51.0%	178.3%	37.0%	14.4%	32.4%
营业利润增长	1105.2%	381.8%	-73.0%	18.3%	140.9%
归母净利润增长	1075.4%	349.0%	-72.5%	18.5%	134.3%
获利能力					
毛利率	36.0%	60.7%	16.1%	16.9%	27.1%
净利率	31.3%	54.0%	10.5%	10.9%	19.9%
ROE	26.5%	54.5%	19.3%	22.0%	37.5%
ROIC	21.7%	36.5%	9.0%	10.9%	25.6%
偿债能力					
资产负债率	40.0%	46.1%	62.6%	62.8%	54.5%
净负债比率	16.0%	25.6%	29.8%	31.2%	21.4%
流动比率	1.08	0.89	0.64	0.72	0.96
速动比率	0.66	0.35	0.14	0.17	0.22
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.64	0.57	0.58	0.73
应收账款周转率	2,572.733	2,205.644	2,281.793	2,211.343	3,501.01
存货周转率	2.00	1.56	1.92	1.92	1.83
每股指标 (元)					
每股收益	2.77	7.30	1.43	1.70	3.98
每股经营现金流	4.53	6.17	4.87	2.44	5.44
每股净资产	10.48	13.41	7.45	7.72	10.63
估值比率					
P/E	32.01	10.56	38.91	32.83	14.01
P/B	8.47	5.75	7.49	7.23	5.25
EV/EBITDA	24.12	9.06	24.42	20.59	10.11

广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 周舒玥：研究助理，中国人民大学学士，约翰霍普金斯大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。