

中航证券研究所
分析师: 彭海兰
证券执业证书号: S0640517080001
邮箱: penghl@avicsec.com
研究助理: 陈翼
证券执业证书号: S0640121080014
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

牧原股份 (002714.SZ) 2021 年年报和 2022 年一季报点评: 成本有望续下行, 周期回暖起东风

行业分类: 农林牧渔

2022 年 4 月 30 日

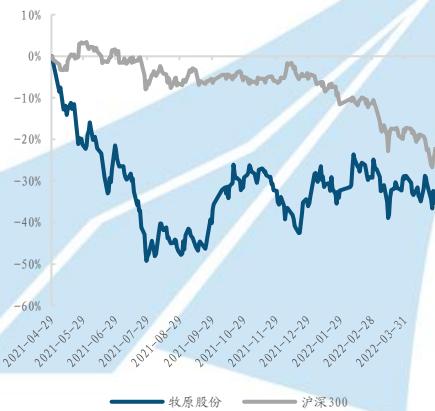
投资评级 **买入**

当前价格 (元/股) 52.23

基本数据 (2022/4/29)

总市值 (亿元)	2779.72
流通市值 (亿元)	1880.82
总股本 (百万股)	5322.08
流通股本 (百万股)	3601.04
12 个月价格区间 (元)	40.91/80.62

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

◆ 事件: 公司发布 2021 年年报和 22 年一季报。2021 年实现营业收入 788.9 亿元, 同比增长 40.17%; 归母净利润 69.04 亿元, 同比下降 74.85%。22 年一季度营业收入为 182.78 亿元, 同比下降 9.29%, 净利润亏损 51.8 亿元, 同比下降 174.4%。

◆ 投资要点:

养殖持续扩张, 成本优势支撑全年盈利。量上: 生猪出栏大幅增加。21 年全年和 22 年 Q1 生猪销量分别为 4026.3 万头和 1381.70 万头, 分别同比增加 122% 和 79%。价上: 21 年公司商品猪平均售价为 16.9 元/公斤, 同比下滑 44.87%。猪价下行公司业绩承压。但成本优势支撑公司全年仍盈利。21 年净利润为 69.04 亿元, 同比缩减 74.85%。21 年牧原养殖成本降至 15 元/kg, 行业领先。22 年 Q1 生猪行情低迷, 我们预计当季公司头均亏损 400-450 元, 影响整体业绩表现。

产能足质优, 屠宰加快延伸。产能充足: 公司产能储备充足, 21 年末已建成产能超 7000 万头, 同比增长 40%, 生猪存栏 3600 万头, 较 20 年 11 月底增加了 64%。母猪方面, 22Q1 能繁母猪 275.2 万头, 较 21 年末下降 2.8%, 部分低效母猪淘汰, 目前 PSY 约为 24, 较行业 17-20 的均值水平有明显优势。屠宰推进: 公司加快向下游屠宰肉食产业链延伸, 大力拓展全国生鲜猪肉销售网络。2021 年末设立了 22 家屠宰子公司, 其中 6 家实现投产, 共屠宰生猪 289.9 万头, 销量达 29.22 万吨。屠宰肉食业务营收实现 54.2 亿元, 占比 6.87%, 同比提升 5.77pcts。截止 22 年 3 月, 公司合计屠宰产能 2200 万头, 较 21 年末 1600 万头增加了 37.5%, 产能利用率约为 70%。预计 22 年年末屠宰总产能将超过 3700 万头, 屠宰肉食业务持续推进。

成本有望续下行, 周期回暖起东风。成本: 公司对产业链各环节进行降本增效, 制定了 22 年阶段性实现 13 元/公斤的成本目标, 较 21 年降低 2 元/公斤, 核心竞争力不断夯实。出栏: 22 年预计出栏 5000-5600 万头, 同比约增加 1000-1500 万头, 市场占有率望进一步提升。周期上, 我们认为, 行业最差时点已过, 生猪周期回暖将带动养殖业绩改善。据涌益咨询, 目前猪价较三月最低点涨了 28.14%, 公司有望在行业上行通道实现量价齐升, 把握周期机遇。

◆ 投资建议

公司是集饲料、育种、饲养、屠宰等业务为一体的龙头猪企, 未来将凭借产能和成本优势, 在周期上行中受益。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 85.82 亿元、381.70 亿元、390.38 亿元。EPS 分别为 1.61 元、7.17 元、7.34 元, 对应 PE 分别为 32、7、7 倍, 给予“买入”评级。

◆ 风险提示: 成本控制不及预期、猪价周期波动、疫情波动等风险。

股市有风险 入市须谨慎

财务报表预测 (数据单位: 亿元)

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	788.90	1019.34	1515.67	1550.43	净利润	76.39	94.96	422.32	431.93
营业成本	656.80	859.71	1007.40	1035.28	折旧与摊销	81.13	66.10	70.24	73.09
营业税金及附加	0.92	1.05	1.67	1.66	财务费用	21.78	0.62	0.67	0.71
销售费用	7.00	10.19	12.13	10.85	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.42	53.01	72.75	71.32	经营营运资本变动	121.43	96.75	22.50	2.80
财务费用	21.78	0.62	0.67	0.71	其他	-137.78	-0.20	-0.20	-0.20
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营性现金流净额	162.95	258.24	515.53	508.33
投资收益	-0.13	0.20	0.20	0.20	资本支出	-373.17	0.00	-30.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	13.49	-20.95	-18.47	-11.44
其他经营损益	0.14	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-359.68	-20.95	-48.47	-61.44
营业利润	76.68	94.96	421.25	430.82	短期借款	57.59	206.94	73.84	13.94
其他非经营损益	-0.58	-0.35	-0.48	-0.47	长期借款	35.85	95.50	-80.00	0.00
利润总额	76.11	94.61	420.77	430.35	股权融资	6.21	59.11	0.00	0.00
所得税	-0.28	-0.35	-1.55	-1.58	支付股利	0.00	-9.21	-9.70	-40.10
净利润	76.39	94.96	422.32	431.93	其他	42.06	-74.85	3.64	1.87
少数股东损益	7.35	9.13	40.63	41.55	筹资性现金流净额	141.71	277.49	-12.22	-24.29
归属母公司股东	69.04	85.82	381.70	390.38	现金流量净额	-55.02	514.78	454.84	422.61
净利润									

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	121.98	636.76	1091.59	1514.20	成长能力				
应收和预付款项	14.89	19.43	24.40	25.03	销售收入增长率	40.18%	29.21%	48.69%	2.29%
存货	344.76	429.86	503.70	517.64	营业利润增长率	-74.80%	23.83%	343.61%	2.27%
其他流动资产	5.90	7.62	11.32	11.58	净利润增长率	-74.85%	24.31%	344.74%	2.28%
长期股权投资	3.07	3.07	3.07	3.07	EBITDA 增长率	-48.28%	-9.97%	204.40%	2.53%
投资性房地产	1.52	1.52	1.52	1.52	获利能力				
固定资产和在建工程	1106.54	1040.68	1000.68	977.83	毛利率	16.74%	15.66%	33.53%	33.23%
无形资产和开发支出	8.63	8.41	8.20	7.98	三费率	8.01%	6.26%	5.64%	5.35%
其他非流动资产	165.37	186.49	205.14	216.75	净利率	9.68%	9.32%	27.86%	27.86%
资产总计	1772.66	2333.83	2849.62	3275.61	ROE	11.13%	11.43%	33.96%	26.41%
短期借款	222.92	429.86	503.70	517.64	ROA	4.31%	4.07%	14.82%	13.19%
应付和预收款项	383.47	501.94	588.32	604.60	ROIC	10.63%	9.86%	46.51%	47.98%
长期借款	139.23	234.73	154.73	154.73	EBITDA/销售收入	22.77%	15.86%	32.47%	32.55%
其他负债	340.99	336.41	359.34	363.29	营运能力				
负债合计	1086.62	1502.93	1606.10	1640.26	总资产周转率	0.53	0.50	0.58	0.51
股本	52.62	53.22	53.22	53.22	固定资产周转率	1.00	1.01	1.51	1.59
资本公积	91.23	149.73	149.73	149.73	应收账款周转率	1018.31	656.16	695.94	588.59
留存收益	379.65	456.26	828.26	1178.54	存货周转率	2.36	2.22	2.16	2.03
归属母公司股东权益	543.52	679.24	1051.23	1401.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.60%	—	—	—
少数股东权益	142.52	151.66	192.28	233.83	资本结构				
股东权益合计	686.04	830.90	1243.52	1635.35	资产负债率	61.30%	64.40%	56.36%	50.07%
负债和股东权益合计	1772.66	2333.83	2849.62	3275.61	带息债务/总负债	41.27%	49.96%	46.37%	46.25%
合计					流动比率	0.62	0.99	1.28	1.58

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	179.59	161.68	492.16	504.62
PE	39.81	32.39	7.28	7.12
PB	4.01	3.35	2.24	1.70
PS	3.48	2.73	1.83	1.79
EV/EBITDA	16.607	16.717	4.517	3.573
股息率	0.000	0.003	0.003	0.014

数据来源: Wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所农林牧渔行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、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他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。