

牧原股份 (002714): 增效降本, 以待来时

2022年5月6日

强烈推荐/维持

牧原股份 公司报告

事件: 公司披露 2021 年年报和 2022 年一季报。公司 21 年共实现营收 788.90 亿元, yoy+40.18%, 实现归母净利润 69.04 亿元, yoy-74.85%。22Q1 实现营收 182.78 亿元, yoy-9.30%, 实现归母净利润-51.80 亿元, yoy-174.40%。

猪价下行业绩下滑, 成本逐步优化。 公司 21 年出栏生猪 4026.3 万头, yoy+122.28%; 22Q1 出栏生猪 1381.7 万头, yoy+78.98%。受 21 年至今猪价下行影响, 公司业绩出现较大下滑。在行业低谷期, 公司除严格控制资本开支外, 持续开展增效降本措施, 以减轻亏损和现金流损耗。受饲料原料涨价和冬季疫病影响, 公司 22 年 1-2 月养殖成本略有上涨, 但 Q1 完全成本仍略低于 16 元/kg, 较其他上市猪企仍有优势。公司将提升发展质量作为重点工作, 提升产能利用率, 加强疫病防控, 进一步降低养殖成本。叠加我们判断猪价拐点将近, 公司均亏损有望减轻, 并逐步步入下一轮盈利周期。

产能储备充裕, 22 年目标出栏超 5000 万头。 公司截至 22Q1 末能繁母猪存栏 275.2 万头, 母猪产能基本保持平稳, 能够支撑超 5500 万头的生猪出栏。在栏舍方面, 公司截至 21 年末养殖产能已超过 7000 万头, 产能储备十分充裕。22 年公司目标出栏生猪 5000-5600 万头, 较 21 年增长超 25%, 将进一步拉开公司与行业其他龙头企业的规模差距, 持续巩固公司作为生猪养殖行业绝对龙头的优势地位。我们认为, 公司具备行业领先的成本优势, 叠加公司充足的母猪产能和养殖栏舍储备, 有望在下一轮周期上涨中尽享业绩高速增长, 并在养殖规模化稳步推进的背景下持续提升行业市占率。

屠宰建设稳步推进, 产业链持续延伸。 公司顺应行业由“调猪”转向“调肉”的趋势变化, 积极向下游屠宰板块延伸。公司屠宰业务自 20Q4 开始正式运营, 目前正在稳步推进产能建设和下游销售渠道铺设。21 年公司共屠宰生猪 289.9 万头, 22Q1 共屠宰生猪 174.48 头。截至目前公司已投产屠宰产能达 2200 万头/年, 预计截至 22H1 屠宰总产能将超过 3000 万头/年。渠道方面, 目前公司已服务农批经销商、连锁商超、连锁餐饮、食品加工企业、新零售等 B 端客户超 5000 家, 同时公司客户结构也持续优化, 大客户、商超、新零售等高附加值渠道持续增长。我们认为, 屠宰和肉食业务未来有望成为公司另一增长极, 并与养殖板块协同互补, 更好应对猪周期波动的影响。

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 63.76、339.20 和 243.38 亿元, 对应 EPS 分别为 1.20、6.20 和 4.45 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 43.61、8.43 和 11.74 倍。看好公司成本优化和出栏成长带来的高业绩弹性, 以及公司市占率持续提升、并积极向下游延伸打造新增长极带来的成长性。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 动物疫病风险, 生猪价格波动风险, 生猪产能去化不及预期, 公司产能扩张不及预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,277.07	78,889.87	91,524.00	132,136.60	133,781.00
增长率(%)	178.31%	40.18%	16.01%	44.37%	1.24%
归母净利润(百万元)	27,451.42	6,903.78	6,375.85	33,920.16	24,337.61
增长率(%)	379.37%	-74.85%	-9.99%	434.05%	-28.27%
净资产收益率(%)	54.46%	12.70%	11.19%	41.10%	24.16%
每股收益(元)	7.46	1.28	1.20	6.20	4.45
PE	7.00	40.81	43.61	8.43	11.74
PB	3.90	5.06	4.88	3.46	2.84

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业, 是我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一, 也是我国最大的生猪育种企业之一。

(资料来源: Wind, 东兴证券研究所)

未来 3-6 个月重大事项提示:

2022-05-20 股东大会召开

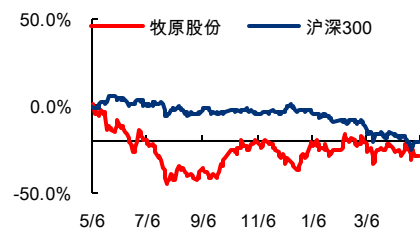
发债及交叉持股介绍:

无

交易数据

52 周股价区间(元)	113.11-40.91
总市值(亿元)	2,779.72
流通市值(亿元)	1,880.82
总股本/流通 A 股(万股)	532,208/532,208
流通 B 股/H 股(万股)	-/-
52 周日均换手率	1.84

52 周股价走势图



资料来源: Wind、东兴证券研究所

分析师: 程诗月

010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050006

研究助理: 孟林

010-66554073 menglin@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480120080038

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	38946	48753	60767	72423	86920	营业收入	56277	78890	91524	132137	133781
货币资金	14594	12198	14644	20786	27076	营业成本	22128	65680	79717	88813	101193
应收账款	19	136	58	155	121	营业税金及附加	51	92	107	154	156
其他应收款	56	264	307	443	448	营业费用	292	700	824	1123	1137
预付款项	2495	1090	1488	2820	3832	管理费用	3156	3442	4119	5285	5351
存货	21179	34476	43681	47642	54866	财务费用	688	2178	1147	899	447
其他流动资产	603	589	589	576	576	研发费用	412	808	915	1321	1338
非流动资产合计	83681	128513	128021	132376	136332	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	184	307	329	329	329	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	58530	99551	104323	104696	108668	投资净收益	50.66	-12.67	30.00	30.00	30.00
无形资产	768	863	846	829	812	加:其他收益	824.22	1694.08	2000.00	2000.00	2000.00
其他非流动资产	1430	1001	1007	1007	1007	营业利润	30424	7668	6726	36570	26188
资产总计	122627	177266	188788	204800	223252	营业外收入	185.05	322.58	450.00	450.00	450.00
流动负债合计	43543	78232	89677	77328	75556	营业外支出	236.50	380.29	300.00	300.00	300.00
短期借款	16533	22292	25961	8658	0	利润总额	30373	7611	6876	36720	26338
应付账款	14623	31989	32760	39581	43342	所得税	-2	-28	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	30375	7639	6876	36720	26338
一年内到期的非流动负债	2852	7749	7547	7547	7547	少数股东损益	2923	735	500	2800	2000
非流动负债合计	12979	30430	23919	23919	23919	归属母公司净利润	27451	6904	6376	33920	24338
长期借款	10338	13923	13923	13923	13923	主要财务比率					
应付债券	1593	8626	8699	8699	8699		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	56522	108662	113596	101247	99475	成长能力					
少数股东权益	15698	14252	14752	17552	19552	营业收入增长	178.31%	40.18%	16.01%	44.37%	1.24%
实收资本(或股本)	3759	5262	5322	5471	5471	营业利润增长	381.79%	-74.80%	-12.29%	443.73%	-28.39%
资本公积	10005	9123	11076	11076	11076	归属于母公司净利润增长	348.97%	-74.85%	-7.65%	432.01%	-28.25%
未分配利润	35425	36352	40496	62544	78364	获利能力					
归属母公司股东权益合计	50407	54352	56962	82523	100748	毛利率(%)	60.68%	16.74%	12.90%	32.79%	24.36%
负债和所有者权益	122627	177266	188788	204800	223252	净利率(%)	53.97%	9.68%	7.51%	27.79%	19.69%
现金流量表						总资产周转率	22.39%	3.89%	3.38%	16.56%	10.90%
				单位:百万元	总	ROE(%)	54.46%	12.70%	11.19%	41.10%	24.16%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	23186	16295	11694	42674	31479	资产负债率(%)	46%	61%	60%	49%	45%
净利润	30375	7639	6876	36720	26338	流动比率	0.89	0.62	0.68	0.94	1.15
折旧摊销	3615.29	8113.37	#####	5644.54	6044.20	速动比率	0.41	0.18	0.19	0.32	0.42
财务费用	688	2178	1147	899	447	营运能力					
应收账款减少	-4	-116	78	-97	34	总资产周转率	0.64	0.53	0.50	0.67	0.63
预收帐款增加	-221	0	0	0	0	应收账款周转率	3206	1018	947	1242	970
投资活动现金流	-45353	-35968	-11541	-9999	-9999	应付账款周转率	5.71	3.38	2.83	3.65	3.23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	7	0	0	每股收益(最新摊薄)	7.46	1.28	1.20	6.20	4.45
投资收益	51	-13	30	30	30	每股净现金流(最新摊薄)	1.05	-1.05	0.46	1.12	1.15
筹资活动现金流	26124	14171	2293	-26533	-15190	每股净资产(最新摊薄)	13.41	10.33	10.70	15.08	18.41
应付债券增加	-197	7033	73	0	0	估值比率					
长期借款增加	9221	3585	0	0	0	P/E	7.00	40.81	43.61	8.43	11.74
普通股增加	1555	1503	60	149	0	P/B	3.90	5.06	4.88	3.46	2.84
资本公积增加	158	-882	1954	0	0	EV/EBITDA	6.14	17.56	24.36	7.05	8.84
现金净增加额	3957	-5502	2446	6142	6290						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	牧原股份（002714）：生猪龙头持续扩张，成本优势奠定基石	2022-03-19
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价大幅上涨，产能去化进一步强化反转预期	2022-04-25
行业普通报告	农林牧渔行业：疫情下猪价保持震荡，继续推荐生猪养殖板块	2022-04-17
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价短期震荡，周期拐点仍具较强确定性	2022-04-11
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价止跌转涨，难改产能去化大势	2022-03-27
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价继续下行，产能调减进一步强化反转预期	2022-03-21
行业普通报告	农林牧渔行业：猪肉震荡走跌，继续推荐生猪养殖板块	2022-03-13
行业普通报告	农林牧渔行业：猪肉收储提振有限，政府工作报告强调农产品稳保供给	2022-03-07
行业普通报告	农林牧渔行业：产能二轮去化确定性强，持续推荐生猪养殖板块	2022-03-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

研究助理简介

孟林

北京外国语大学硕士，本科毕业于苏州大学金融学。2020年8月加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526