

生产效率稳步提高 降成本目标完成可期

——牧原股份 (002714.SZ)

农林牧渔/养殖业

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

2022年8月31日,牧原股份公布2022年H1半年报。公司2022年H1实现营收442.68亿元,同比+6.57%;归母净利润-66.84亿元,同比-170.16%。

猪价回暖亏损收窄 产能修复经营稳健

- 2022年5月以来,随着猪价快速回暖,公司亏损显著收窄,Q2单季度归母净利润-15亿元,较Q1少亏35亿元,亏损集中在4月份,5、6月份基本可实现盈亏平衡。展望后市,Q3猪价持续处于20元/kg以上的高位,预计下半年将实现扭亏为盈。
- 2022年H1公司生猪出栏量3128万头,同比+79.4%。其中,商品猪2697.7万头,同比+83.6%;仔猪409.3万头,同比+62.3%;种猪21.1万头,同比-3.7%。二季度生猪出栏量增长,其中仔猪占比提升明显,主要由于仔猪需求旺盛,价格上涨。公司全年销售计划相对往年有所提前,预计2022年全年生猪出栏量接近年初制定的目标上限5600万头。
- 6月末公司能繁母猪存栏为247万头(Q1为270万头),截至报告发布日,能繁母猪存栏已经有所回升。能繁母猪呈现小幅度波动,主要基于公司自身经营需求,随着生猪市场行情好转,下半年能繁母猪数量将持续回升。

生产效率稳步提高 降成本目标可期

- 公司生猪养殖生产效率稳步提升,截至7月份全程成活率83%(Q1约为80%);PSY约为26(Q1约为24)。生产效率的提高带来总体成本下降。
- 公司Q2生猪养殖完全成本环比改善,目前公司完全成本15.5元/kg(Q1约为16元/kg)。2022年公司完全成本目标为阶段性实现14.5-15元/kg,随着生产效率的改善,公司对完成目标抱有较强信心。

屠宰业务尚未盈利 产能投放将加速

- 2022年H1公司屠宰生猪351.5万头,完成鲜、冻品猪肉销售33.68万吨,屠宰业务实现营业收入50.75亿元。当前已投产的屠宰产能为2200万头,产能利用率仍处于爬坡阶段,各项费用较高,目前屠宰业务尚未实现盈利。预计2022年末屠宰产能将超过3000万头。

投资建议:我们预计公司2022-2024年的营业收入分别为1110.6亿元、1408.4亿元、1401.1元,归母净利润为139.5亿元、249.8亿元、140.8亿元,对应PE为22X、12X、22X。维持“买入”评级。

风险提示:原材料价格上升风险、猪周期反转高度不及预期风险、动物疫病风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,277.1	78,889.9	111,056.8	140,840.8	140,112.4
增长率(%)	178.31%	40.18%	40.77%	26.82%	-0.52%
归母净利润(百万元)	27,451.42	6,903.78	13,952.11	24,976.29	14,078.89
增长率(%)	348.97%	-74.85%	102.09%	79.01%	-43.63%
净资产收益率(%)	54.46%	12.70%	20.79%	28.61%	14.26%
每股收益(元)	7.46	1.28	2.65	4.75	2.68
PE	7.87	45.86	22.14	12.37	21.94
PB	4.38	5.68	4.60	3.54	3.13

资料来源:公司财报,申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入(首次)

2022年09月02日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号:S1660519040001

戴一爽

研究助理

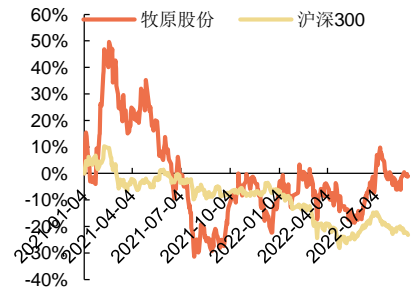
SAC执业证书编号:S1660121120021

交易数据

时间 2022.09.01

总市值/流通市值(亿元)	3140/2125
总股本(万股)	534692
资产负债率(%)	66.48
每股净资产(元)	8.36
收盘价(元)	58.70
一年内最低价/最高价(元)	41.24/65.99

公司股价表现走势图



资料来源:Wind,申港证券研究所

- 《牧原股份(002714.SZ):成本领先行稳致远》2022-04-30
- 《牧原股份公司深度研究:乘风成长 踏浪周期 养殖龙头配置当时》2022-04-14

证券研究报告

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元										
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
营业收入	56277	78890	111057	140841	140112	流动资产合计	38946	48753	69672	100404	128738						
营业成本	22128	65680	88250	105240	116958	货币资金	14594	12198	16659	37046	58533						
营业税金及附加	51	92	130	165	164	应收账款	19	136	115	145	145						
营业费用	292	700	985	1249	1243	其他应收款	56	264	372	472	470						
管理费用	3156	3442	4846	6338	6305	预付款项	2495	1090	5707	6806	7563						
研发费用	412	808	977	1026	1077	存货	21179	34476	45938	54782	60882						
财务费用	688	2178	2837	2269	1816	其他流动资产	603	589	881	1152	1145						
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	83681	128513	123315	118836	113959						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	184	307	0	0	0						
投资净收益	51	-13	1	2	2	固定资产	58530	99551	96360	92887	89192						
营业利润	30424	7668	15435	27590	15576	无形资产	768	863	842	822	802						
营业外收入	185	323	254	288	271	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	236	380	308	344	326	其他非流动资产	1430	1001	888	1127	1121						
利润总额	30373	7611	15381	27533	15520	资产总计	122627	177266	192987	219240	242698						
所得税	-2	-28	-57	-101	-57	流动负债合计	43543	78232	83084	86477	97049						
净利润	30375	7639	15437	27635	15577	短期借款	16533	22292	9902	0	0						
少数股东损益	2923	735	1485	2658	1498	应付账款	14623	31989	49956	59574	66208						
归属母公司净利润	27451	6904	13952	24976	14079	预收款项	0	0	0	0	0						
EBITDA	35459	18799	23098	34751	22312	一年内到期的非流动负债	2852	7749	3970	3970	3970						
EPS (元)	7.46	1.28	2.65	4.75	2.68	非流动负债合计	12979	30430	27054	27054	27054						
主要财务比率						长期借款	10338	13923	15723	15723	15723						
2020A						2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	1593	8626	4003	4003	4003		
成长能力						负债合计	56522	108662	110138	113532	124104	少数股东权益	15698	14252	15737	18396	19894
营业收入增长	178.31%	40.18%	40.77%	26.82%	-0.52%	实收资本(或股本)	3759	5262	5262	5262	5262	资本公积	10005	9123	9123	9123	9123
营业利润增长	381.79%	-74.80%	101.28%	78.75%	-43.55%	未分配利润	35425	36352	46991	66037	76772	归属母公司股东权益合计	50407	54352	67112	87312	98699
归属于母公司净利润增长	348.97%	-74.85%	102.09%	79.01%	-43.63%	负债和所有者权益	122627	177266	192987	219240	242698	现金流量表					
获利能力						单位:百万元					2020A						
毛利率(%)	60.68%	16.74%	20.54%	25.28%	16.53%	经营活动现金流	23186	16295	27677	37747	26036	净利润	30375	7639	15437	27635	15577
净利率(%)	53.97%	9.68%	13.90%	19.62%	11.12%	折旧摊销	3596	8111	4826	4892	4920	折旧摊销	3596	8111	4826	4892	4920
总资产净利润(%)	22.39%	3.89%	7.23%	11.39%	5.80%	财务费用	688	2178	2837	2269	1816	财务费用	688	2178	2837	2269	1816
ROE(%)	54.46%	12.70%	20.79%	28.61%	14.26%	应付账款减少	-4	-116	21	-31	1	应付账款减少	-4	-116	21	-31	1
偿债能力						预收账款增加	-221	0	0	0	0	预收账款增加	-221	0	0	0	0
资产负债率(%)	46%	61%	57%	52%	51%	投资活动现金流	-45353	-35968	373	-413	-42	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
流动比率	0.89	0.62	0.84	1.16	1.33	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资减少	-30	-123	307	0	0
速动比率	0.41	0.18	0.29	0.53	0.70	长期股权投资减少	-30	-123	307	0	0	投资收益	51	-13	1	2	2
营运能力						筹资活动现金流	26124	14171	-23589	-16947	-4507	应付债券增加	-197	7033	-4623	0	0
总资产周转率	0.64	0.53	0.60	0.68	0.61	应付债券增加	-197	7033	-4623	0	0	长期借款增加	9221	3585	1800	0	0
应收账款周转率	3206	1018	888	1084	967	长期借款增加	9221	3585	1800	0	0	普通股增加	1555	1503	0	0	0
应付账款周转率	5.71	3.38	2.71	2.57	2.23	普通股增加	1555	1503	0	0	0	资本公积增加	158	-882	0	0	0
每股指标(元)						资本公积增加	158	-882	0	0	0	现金净增加额	3957	-5502	4461	20387	21487
每股收益(最新摊薄)	7.46	1.28	2.65	4.75	2.68	现金净增加额	3957	-5502	4461	20387	21487						
每股净现金流(最新摊薄)	1.05	-1.05	0.85	3.87	4.08												
每股净资产(最新摊薄)	13.41	10.33	12.75	16.59	18.76												
估值比率																	
P/E	7.87	45.86	22.14	12.37	21.94												
P/B	4.38	5.68	4.60	3.54	3.13												
EV/EBITDA	6.69	18.58	14.11	8.50	12.28												

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，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。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，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、发布、转载和引用者承担。

行业评价体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上