

11月养殖增亏，全年出栏目标下修

华泰研究

2023年12月06日 | 中国内地

公告点评

农林牧渔

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

51.20

研究员 熊承慧, PhD
SAC No. S0570522120004 xiongchenghui@htsc.com
SFC No. BPK020 + (86) 10 6321 1166
联系人 张正芳
SAC No. S0570123010003 zhangzhengfang@htsc.com
+ (86) 10 6321 1166

成本壁垒坚固、融资优势明显，维持“买入”评级

行业现金流压力加剧，母猪产能去化有望加深，局部地区疫病抬头或催化产能加速去化。考虑到23Q4猪价旺季不旺，我们下修盈利预测，预计公司23-25年归母净利润分别为-14.47/178.53/398.83亿元（调整前预测为1.28/186.20/399.29亿元），对应BVPS分别为12.13/15.35/22.44元，参考可比公司2024年3.19x PB均值（Wind一致预期），考虑到公司成本控制、资金优势明显，龙头地位稳固，我们给予公司24年3.34x PB，维持目标价51.2元，维持“买入”评级。

11月养殖亏损环比加剧，全年出栏目标下修

公司11月出栏生猪529.5万头，同比+2%、环比+9%；其中商品猪528.1万头、商品猪销售均价13.7元/公斤（环比-6%），我们估算肥猪出栏均重约121公斤/头左右，环比10月略有提升。我们估算11月公司头均亏损或超100元、单月养殖亏损环比加剧，预计若非12月商品猪销售均价上涨至18元/公斤以上，则公司2023年或首次出现年度亏损。公司同步预告下修2023年目标出栏量到6250~6400万头（2022年年报目标为6500~7100万头），即12月单月出栏量在532~682万头。我们分析，2023年出栏目标的下修或主要系猪价低迷、行业补栏积极性差的背景下公司放缓仔猪销售，叠加MSY等生产指标提升进度不及预期所致。

短期供给压力仍边际上升，母猪产能去化有望加深

从牧原的最新出栏计划来看，我们认为，1) 12月的行业生猪供给压力或仍边际上升，年前旺季的猪价反弹幅度或明显弱于往年；2) 我们认为行业MSY提升进度或同样存在不及预期的可能，产能去化幅度或略大于我们前期预期；3) 行业补栏积极性仍然偏弱，仔猪销售不畅。猪价旺季不旺、养殖持续亏损或导致行业现金流压力加剧、养殖端信心进一步遭受打击，叠加局部地区疫病抬头，行业母猪产能去化有望加深，明年有望迎来周期拐点。

储备资金应对寒冬，成本优势领先

公司拟向银行等金融机构申请不超过1300亿元的授信、拟发行不超过50亿元超短期融资、拟发行不超过30亿元中期票据、拟以融资租赁方式融资不超过30亿元资金。我们认为这一方面从侧面反映出公司的融资能力仍然偏强、龙头优势明显，另一方面反映出行业现金流压力整体加剧，预计周期去化有望加深。建议积极布局养殖板块，推荐低成本壁垒坚固、融资优势明显的牧原股份。

风险提示：生猪出栏量不达预期，猪价不达预期，爆发大规模动物疾病等。

经营预测指标与估值

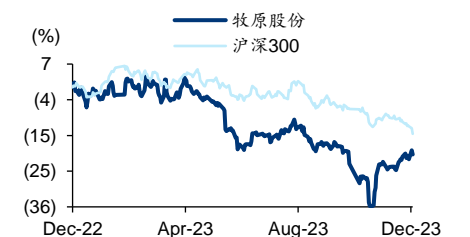
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	78,890	124,826	112,171	131,240	159,839
+/-%	40.18	58.23	(10.14)	17.00	21.79
归属母公司净利润(人民币百万)	6,904	13,266	(1,447)	17,853	39,883
+/-%	(74.85)	92.16	(110.90)	1,334	123.39
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.26	2.43	(0.26)	3.27	7.30
ROE(%)	11.13	16.96	(2.04)	18.55	28.76
PE(倍)	31.11	16.19	(148.49)	12.03	5.39
PB(倍)	3.95	2.99	3.24	2.56	1.75
EV EBITDA(倍)	14.51	9.11	24.90	8.48	4.19

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	51.20
收盘价(人民币 截至12月5日)	39.30
市值(人民币百万)	214,788
6个月平均日成交额(人民币百万)	755.61
52周价格范围(人民币)	31.64-50.90
BVPS(人民币)	11.93

股价走势图



资料来源：Wind

图表1: 可比公司 PB 估值 (取自 Wind 一致预期, 截至 2023 年 12 月 5 日)

可比公司	证券代码	2024 年 PB 估值
温氏股份	300498 CH	2.85
巨星农牧	603477 CH	3.79
神农集团	605296 CH	2.93
平均		3.19

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

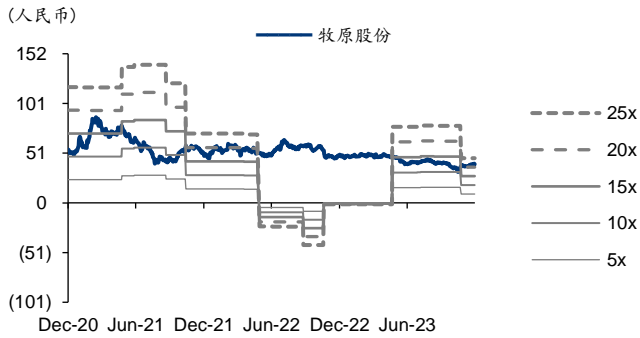
图表2: 盈利预测核心假设调整前后对比

		调整前			调整后		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入	百万元	126016	146189	178439	112171	131240	159839
归母净利润	百万元	128	18620	39929	-1447	17853	39883
出栏量	万头	7000	8000	9000	6300	7000	8000
生猪均价	元/公斤	14.72	16	17.3	14.5	16	17.3
肥猪单重成本	元/公斤	13.9	13	12.5	13.9	13	12.5

注: 盈利预测调整主要由出栏量预测及 2023 年生猪均价调整导致。

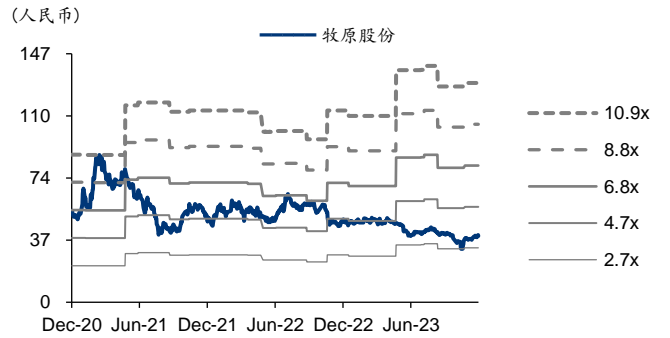
资料来源: 华泰研究预测

图表3: 牧原股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 牧原股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	48,753	62,578	57,760	63,481	98,403
现金	12,198	20,794	18,685	21,862	53,447
应收账款	135.55	176.59	103.91	224.27	175.42
其他应收账款	264.39	492.78	187.63	608.44	361.11
预付账款	1,090	2,102	766.01	2,589	1,497
存货	34,476	38,252	37,314	37,432	42,206
其他流动资产	589.82	762.17	702.17	765.26	715.92
非流动资产	128,513	130,369	137,661	142,379	152,060
长期投资	307.15	581.85	704.50	848.69	1,019
固定投资	99,551	106,359	112,244	114,749	121,826
无形资产	863.03	952.35	1,039	1,149	1,271
其他非流动资产	27,792	22,476	23,673	25,632	27,945
资产总计	177,266	192,948	195,420	205,860	250,463
流动负债	78,232	78,167	87,985	81,908	88,884
短期借款	22,292	29,165	34,207	41,198	29,165
应付账款	31,989	25,186	34,220	24,542	38,066
其他流动负债	23,951	23,816	19,558	16,168	21,652
非流动负债	30,430	26,710	25,096	23,191	21,667
长期借款	13,923	10,646	9,033	7,128	5,604
其他非流动负债	16,507	16,064	16,064	16,064	16,064
负债合计	108,662	104,877	113,081	105,100	110,551
少数股东权益	14,252	16,287	16,052	16,893	17,255
股本	5,262	5,472	5,465	5,465	5,465
资本公积	9,123	17,631	17,631	17,631	17,631
留存公积	37,965	49,744	48,230	65,055	101,276
归属母公司股东权益	54,352	71,783	66,287	83,867	122,657
负债和股东权益	177,266	192,948	195,420	205,860	250,463

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	16,295	23,011	25,753	16,441	69,825
净利润	7,639	14,933	(1,682)	18,695	40,245
折旧摊销	8,896	12,132	10,004	10,941	11,929
财务费用	2,178	2,775	2,513	2,518	2,198
投资损失	12.67	(46.89)	(12.56)	(11.03)	(11.03)
营运资金变动	(3,294)	(8,206)	14,921	(15,701)	15,465
其他经营现金	864.54	1,424	10.00	(1.28)	(1.28)
投资活动现金	(35,968)	(15,929)	(17,293)	(15,647)	(21,597)
资本支出	(35,852)	(15,739)	(16,131)	(14,287)	(19,997)
长期投资	(136.35)	(236.35)	(122.65)	(144.19)	(170.37)
其他投资现金	20.97	46.55	(1,039)	(1,215)	(1,430)
筹资活动现金	14,171	2,421	(15,610)	(4,608)	(4,609)
短期借款	5,759	6,874	5,042	6,991	(12,033)
长期借款	3,585	(3,277)	(1,614)	(1,905)	(1,524)
普通股增加	1,503	(0.00)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(882.40)	8,509	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	4,206	(9,685)	(19,038)	(9,694)	8,948
现金净增加额	(5,502)	9,503	(7,150)	(3,815)	43,618

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	78,890	124,826	112,171	131,240	159,839
营业成本	65,680	102,987	107,007	105,846	112,773
营业税金及附加	92.17	185.30	166.01	147.75	151.85
营业费用	699.74	758.74	830.07	931.80	959.03
管理费用	3,442	4,201	3,757	4,029	4,811
财务费用	2,178	2,775	2,513	2,518	2,198
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(12.67)	46.89	12.56	11.03	11.03
营业利润	7,668	14,854	(1,408)	18,655	40,159
营业外收入	322.58	376.91	300.00	300.00	300.00
营业外支出	380.29	300.57	570.00	300.00	300.00
利润总额	7,611	14,930	(1,678)	18,655	40,159
所得税	(27.98)	(3.37)	3.78	(39.88)	(85.85)
净利润	7,639	14,933	(1,682)	18,695	40,245
少数股东损益	734.81	1,667	(235.48)	841.26	362.21
归属母公司净利润	6,904	13,266	(1,447)	17,853	39,883
EBITDA	18,642	29,792	10,817	32,088	54,254
EPS (人民币, 基本)	1.28	2.49	(0.26)	3.27	7.30

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	40.18	58.23	(10.14)	17.00	21.79
营业利润	(74.80)	93.70	(109.48)	1,425	115.28
归属母公司净利润	(74.85)	92.16	(110.90)	1,334	123.39
获利能力 (%)					
毛利率	16.74	17.50	4.60	19.35	29.45
净利率	9.68	11.96	(1.50)	14.24	25.18
ROE	11.13	16.96	(2.04)	18.55	28.76
ROIC	11.24	17.07	0.85	18.37	38.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.30	54.36	57.87	51.05	44.14
净负债比率 (%)	60.51	45.86	46.75	40.18	(3.18)
流动比率	0.62	0.80	0.66	0.78	1.11
速动比率	0.16	0.28	0.22	0.28	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.67	0.58	0.65	0.70
应收账款周转率	1,018	799.80	799.80	799.80	799.80
应付账款周转率	2.82	3.60	3.60	3.60	3.60
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.26	2.43	(0.26)	3.27	7.30
每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	4.21	4.71	3.01	12.78
每股净资产(最新摊薄)	9.94	13.13	12.13	15.35	22.44
估值比率					
PE (倍)	31.11	16.19	(148.49)	12.03	5.39
PB (倍)	3.95	2.99	3.24	2.56	1.75
EV EBITDA (倍)	14.51	9.11	24.90	8.48	4.19

免责声明

分析师声明

本人，熊承慧，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师熊承慧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司