

投资评级：增持

当前价格(元): 22.06

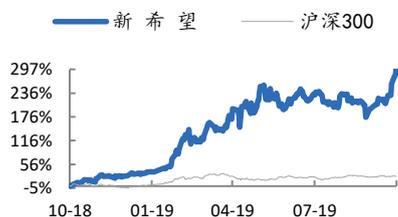
合理价格区间(元): 19.76~25.5

证券分析师
刘敏

资格编号: S0120519040001

电话: 021-68761616-6213

邮箱: liumin@Tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.5	6.9	12.0
相对涨幅 (%)	0.8	6.5	4.1

资料来源: 德邦研究所

相关研究

各版块齐头并进 中国泰森初现 新希望(000876)

投资要点:

事件:公司发布2019年三季度报,实现营业总收入569.17亿元,同比增长12.01%;归母净利润30.71亿元,同比增长111.73%;扣非归母净利润32.42亿元,同比增长98.29%;期间费用率占比6.13%,同比增加0.27个百分点;经营性现金流21.64亿元,同比增加5.4%。

业绩符合预期,各版块齐头并进。公司农牧业务仍以禽业为主,详细拆解数据如下:公司饲料板块销量约1400万吨,同比增长11%,其中禽料950万吨同比增长18%,猪料290万吨同比减少7%,水产料94万吨同比增长10%;猪养殖板块出栏237万头,同比增长31%;禽产业板块种禽出栏3.7亿羽,商品鸡鸭2.4亿羽,禽屠宰133万吨,约5.4亿羽;食品板块,猪屠宰142万头,17万吨同比下降20%,肉制品14万吨,同比增长35%。

生猪产能快速增加,有望持续领先同业。公司生产线生物资产快速增长,同比增长90.27%,环比增长66.5%。目前种猪约22万头,其中祖代猪6.2万头,父母代猪16万头,相较年初3万头种猪实现数倍增长。单三季度公司肉猪养殖板块贡献利润约3.6亿元,折算公司目前完全成本约15.6元/公斤。未来随着公司能繁母猪陆续进栏,产能利用率提高,外购仔猪减少,完全成本还将显著下降。

食品板块异军突起,转型正当时。公司前三季度肉制品和预制菜产品销量达到14万吨,同比增长35%,单季度销量6万吨,比中报增加75%,进入快速增长通道。从美国的发展情况来看,猪肉产业链的主要价值被终端所攫取,养殖端和批发段的收益没有增长且周期震荡。公司通过内部树立消费者思维,不断提高产品直销直供比例,优化产品结构,从饲料到食品的产业雏形已经初现,有望成长为穿越周期的中国“泰森”。

盈利预测和投资建议。鉴于禽产业链发展好于预期,我们上调公司2019-2021年归母净利润分别至45.3/50.5/61.9亿元(原为40.39/48.61/61.61亿元),按照可比农牧公司估值,加上民生银行股价价值,上调价格区间至19.76~25.5元,估值上限对应未来3年PE为23X/21X/17X,维持增持评级。

风险提示。产能释放不及预期风险,公司无法完成预定扩产;大宗商品价格大幅波动风险,公司毛利率下降;食品安全风险。

股票数据

总股本(百万)	4,216.02
流通A股(百万)	4,216.02
52周内股价区间(元)	23.13-5.95
总市值(百万)	97,516.43
总资产(百万)	57,511.03
每股净资产(元)	5.71

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	62567	69063	77109	85837	96048
(+/-) YoY (%)	2.8%	10.4%	11.7%	11.3%	11.9%
净利润(百万元)	2280	1705	4530	5051	6190
(+/-) YoY (%)	-7.7%	-25.2%	165.8%	11.5%	22.5%
全面摊薄EPS	0.54	0.40	1.07	1.20	1.47
毛利率 (%)	8.1%	8.7%	12.0%	12.1%	12.9%
净资产收益率	10.9%	7.9%	18.6%	18.4%	19.6%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	69063	77109	85837	96048
每股收益	0.40	1.07	1.20	1.47	营业成本	63033	67826	75461	83676
每股净资产	5.12	5.78	6.50	7.50	毛利率%	8.7%	12.0%	12.1%	12.9%
每股经营现金流	0.79	1.18	1.40	1.62	营业税金及附加	138	158	175	196
每股股利	0.15	0.36	0.48	0.48	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	1650	1859	2071	2313
P/E	18.01	20.53	18.41	15.02	营业费用率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
P/B	1.42	3.82	3.39	2.94	管理费用	2052	2178	2380	2586
P/S	0.85	0.76	0.68	0.61	管理费用率%	3.0%	2.8%	2.8%	2.7%
EV/EBITDA	11.42	16.50	14.90	12.03	研发费用	92	100	112	125
股息率%	2.1%	1.6%	2.2%	2.2%	研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
盈利能力指标 (%)					EBIT	2098	4988	5639	7152
毛利率	8.7%	12.0%	12.1%	12.9%	财务费用	341	291	387	438
净利率	2.5%	5.9%	5.9%	6.4%	财务费用率%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
净资产收益率	7.9%	18.6%	18.4%	19.6%	资产减值损失	698	46	96	93
资产回报率	3.6%	8.2%	8.4%	9.2%	投资收益	2182	2255	2441	2563
投资回报率	5.7%	11.3%	10.8%	11.7%	营业利润	3241	6906	7597	9183
盈利增长 (%)					营业外收支	-251	0	0	0
营业收入增长率	10.4%	11.7%	11.3%	11.9%	利润总额	2991	6906	7597	9183
EBIT 增长率	41.2%	137.7%	13.1%	26.8%	EBITDA	3270	6113	6926	8719
净利润增长率	-25.2%	165.8%	11.5%	22.5%	所得税	269	614	678	818
偿债能力指标					有效所得税率%	9.0%	8.9%	8.9%	8.9%
资产负债率%	43.0%	45.7%	44.9%	44.6%	少数股东损益	1017	1762	1868	2175
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	归属母公司所有者净利润	1705	4530	5051	6190
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4					
现金比率	0.3	0.4	0.3	0.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	5451	7971	6154	6679
应收帐款周转天数	3.1	3.5	3.2	3.2	应收款项	632	739	753	842
存货周转天数	30.4	31.0	35.0	40.0	存货	5395	5761	7236	9170
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	其它流动资产	2113	2368	2514	2660
固定资产周转率	8.2	8.7	9.0	8.5	流动资产合计	13591	16838	16656	19351
					长期股权投资	18728	20533	22485	24535
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产	8750	8952	10078	12605
净利润	1705	4530	5051	6190	在建工程	2562	5438	7326	7685
少数股东损益	1017	1762	1868	2175	无形资产	1391	1300	1210	1120
非现金支出	1869	1171	1382	1660	非流动资产合计	34353	38556	43363	48140
非经营收益	-1583	-1776	-1856	-1945	资产总计	47944	55394	60019	67491
营运资金变动	329	-701	-544	-1268	短期借款	8271	12847	12289	11450
经营活动现金流	3337	4986	5901	6812	应付账款	4301	3768	4309	4782
资产	-3403	-3594	-4211	-4364	预收账款	786	868	965	1082
投资	834	-1804	-1952	-2050	其它流动负债	5105	3583	4062	4366
其他	177	451	488	513	流动负债合计	18463	21066	21624	21681
投资活动现金流	-2392	-4947	-5676	-5902	长期借款	1823	1923	2023	2123
债权募资	2728	6573	442	2233	其它长期负债	322	2320	3320	6320
股权募资	17	-336	0	0	非流动负债合计	2146	4243	5343	8443
其他	-1342	-3756	-2484	-2618	负债总计	20608	25309	26967	30124
融资活动现金流	1403	2481	-2043	-385	实收资本	4216	4171	4171	4171
现金净流量	2348	2520	-1817	525	普通股股东权益	21575	24367	27418	31608
					少数股东权益	5761	7522	9391	11566
					负债和所有者权益合计	47944	57199	63776	73298

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 31 日

资料来源: 公司年报 (2018), 德邦研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。