东兴证券
DONGXING SECURITIES

出栏扩张显著，业绩逆势乘风

——牧原股份（002714）半年报点评

2017 年 07 月 21 日

强烈推荐/首次

牧原股份 | 财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
程诗月	联系人	
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn 010-66555458	

事件：

牧原股份公布 2017 年半年报，公司 2017 年 H1 实现营业收入 42.31 亿元，同比增长 85.21%；实现净利润 12 亿元，同比增长 11.92%，EPS 为 1.12 元，同比增长 7.69%。公司同时发布 2017 年前三季度业绩预告，预计前三季度实现归属于上市公司股东净利润为 18-20 亿，同比增长区间为 2.16%-13.51%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	1057.27	912.23	1372.08	1615.85	1705.75	1967.84	2262.81
增长率（%）	22.79%	82.48%	119.59%	96.70%	61.34%	115.72%	64.92%
毛利率（%）	32.20%	46.07%	54.90%	46.63%	37.20%	40.47%	29.05%
期间费用率（%）	6.54%	7.64%	5.39%	5.35%	6.17%	6.49%	8.75%
营业利润率（%）	25.65%	38.64%	49.72%	41.42%	30.73%	34.12%	23.40%
净利润（百万元）	316.85	367.96	704.47	689.50	559.97	680.04	520.23
增长率（%）	308.85%	-1922.03%	951.02%	196.99%	76.73%	84.81%	-26.15%
每股盈利（季度，元）	0.61	0.71	1.36	0.67	0.54	0.66	0.45
资产负债率（%）	50.17%	51.41%	50.45%	53.31%	56.22%	56.79%	47.59%
净资产收益率（%）	9.00%	9.46%	15.33%	13.52%	9.89%	10.72%	5.71%
总资产收益率（%）	4.48%	4.60%	7.60%	6.31%	4.33%	4.63%	2.99%

观点：

- **受益出栏大幅扩张，业绩实现逆势增长。**2017H1公司销售生猪295.13万头，同比增长156.12%，其中商品猪196.83万头，仔猪94.80万头，种猪3.5万头。农业部数据显示，17年上半年全国出栏肉猪均价为16.19元，同比下降16.1%。公司17年上半年商品猪销售均价为14.98元，同比下降22.12%，商品猪头均盈利维持在400元以上。**我们认为，得益于“自繁自养”模式对成本的严格把控，公司在猪价下行周期中依然能够保持较为稳定的盈利空间。6月猪价企稳略有反弹，伴随前期市场对压栏生猪的消化，预计三季度猪价反弹有望持续，下半年均价在14.5元-15元左右。**

- **乘行业变革之风，扩生猪养殖之势。**公司在17年上半年新建27个子公司，现共有全资子公司66个，分布于中原、华北、东北地区等粮食主产区。公司2017H1固定资产和在建工程同比分别增长26.68%和29.74%，

生产性生物资产同比增加37.86%。公司产能扩张稳步推进，前期投建项目逐步投产，预计公司全年实现生猪出栏700万头以上。**我们认为，公司作为行业龙头，借环保改革行业规模化深化的时机，大势扩张产能。特别是在东北地区的强势布局有利于公司进一步扩大成本优势。此举有利于公司出栏量的持续扩张，从而实现以量补价，穿越周期。**

- **员工持股计划出炉，公司发展信心彰显。**公司6月公告了第三期员工持股计划，计划募集资金不超过3亿元，主要通过二级市场购买获得，7名董监事高管参与其中，合计认购金额不超过4000万元。**我们认为，公司三期员工持股计划完善了员工激励机制，促进了管理层、股东和员工的利益协同，同时也彰显了公司对自身发展的充足信心。**

结论：

我们看好公司优良的成本控制能力，以及把握时机实现出栏量逆势增长的能力。我们预计公司2017-19年营收分别为105、138和168亿元，归母净利润分别为27.93，26.07和28.01亿元，EPS分别为2.41，2.25和2.42元，对应PE约12X，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

生猪价格波动风险，出栏量不及预期，疫病风险等。

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	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2514	3718	9417	13451	16645	**营业收入**	3003	5606	10500	13800	16800
货币资金	836	984	2383	2777	3597	**营业成本**	2264	3044	7210	10500	13200
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	6	6	12	12
其他应收款	0	0	0	1	1	营业费用	6	14	24	32	38
预付款项	8	46	92	190	294	管理费用	102	150	318	393	494
存货	1156	2618	4941	8112	9622	财务费用	127	172	246	355	353
其他流动资产	513	70	2001	2371	3131	资产减值损失	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	4554	9213	11411	11677	12004	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	47	47	150	150	150	投资净收益	1.33	8.12	4.73	6.43	5.58
固定资产	2976	6500	6079	5660	6063	**营业利润**	505	2228	2701	2514	2709
无形资产	170	233	333	322	313	营业外收入	91.58	96.65	94.11	95.38	94.75
其他非流动资产	185	406	800	1000	1500	营业外支出	1.16	2.76	1.96	2.36	2.16
资产总计	7068	12931	20828	25128	28649	**利润总额**	596	2322	2793	2607	2801
流动负债合计	2888	5194	9809	12248	11981	所得税	0	0	0	0	0
短期借款	1773	2500	5393	6233	4962	**净利润**	596	2322	2793	2607	2801
应付账款	513	1109	2100	3415	4069	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	4	14	22	39	56	归属母公司净利润	596	2322	2793	2607	2801
一年内到期的非流	214	587	700	700	700	EBITDA	1024	3094	3572	3522	3762
非流动负债合计	657	2076	2985	2685	4185	**EPS（元）**	1.23	2.25	2.41	2.25	2.42
长期借款	547	995	1495	1595	3095	**主要财务比率**					
应付债券	0	992	1400	1000	1000		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	3546	7270	12794	14933	16166	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	15.31%	86.65%	87.30%	31.43%	21.74%
实收资本(或股本)	517	1034	1158	1158	1158	营业利润增长	2309.6	340.81	21.24%	-6.92%	7.73%
资本公积	1456	939	939	939	939	归属于母公司净利润	20.31%	-6.66%	20.31%	-6.66%	7.44%
未分配利润	1405	3343	5045	6757	8530	**获利能力**					
归属母公司股东权	3522	5661	8034	10195	12483	毛利率(%)	24.62%	45.69%	31.33%	23.91%	21.43%
负债和所有者权	7068	12931	20828	25128	28649	净利率(%)	19.84%	41.42%	26.60%	18.89%	16.67%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	8.43%	17.96%	13.41%	10.38%	9.78%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	16.92%	41.01%	34.77%	25.57%	22.44%
经营活动现金流	915	1282	991	1595	2506	**偿债能力**					
净利润	596	2322	2793	2607	2801	资产负债率(%)	50%	56%	61%	59%	`
折旧摊销	390.85	693.79	0.00	619.20	667.39	流动比率	0.87	0.72	0.96	1.10	1.39
财务费用	127	172	246	355	353	速动比率	0.47	0.21	0.46	0.44	0.59
应收账款减少	0	0	0	0	0	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	8	17	17	总资产周转率	0.54	0.56	0.62	0.60	0.62
投资活动现金流	-2311	-3866	-2823	-940	-1048	应收账款周转率	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.64	6.91	6.54	5.00	4.49
长期股权投资减少	0	0	40	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	1	8	5	6	6	每股收益(最新摊薄)	1.23	2.25	2.41	2.25	2.42
筹资活动现金流	1779	2671	3230	-262	-638	每股净现金流(最新	0.74	0.09	1.21	0.34	0.71
应付债券增加	0	0	408	-400	0	每股净资产(最新摊	6.81	5.48	6.94	8.80	10.78
长期借款增加	0	0	500	100	1500	**估值比率**					
普通股增加	275	517	125	0	0	P/E	23.10	12.63	11.78	12.62	11.75
资本公积增加	718	-517	0	0	0	P/B	4.17	5.19	4.10	3.23	2.64
现金净增加额	384	88	1399	394	820	EV/EBITDA	16.00	10.81	11.06	11.26	10.39

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

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。

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。

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责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。