

出栏持续扩张，业绩符合预期

——牧原股份（002714）三季度点评

2017年10月18日

强烈推荐/维持

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	研究助理	
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458

事件：

牧原股份公布2017年三季度报，公司2017年前三季度实现营业收入71.57亿元，同比增长83.21%，其中第三季度实现营业收入29.26亿元，同比增长81.11%；前三季度共实现净利润18.12亿元，同比增长2.85%，EPS为1.64元，同比下降3.53%。公司同时发布2017年全年业绩预告，预计全年实现归属于上市公司股东的净利润为23.5-26亿，同比增长区间为1.21%-11.98%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	912.23	1372.08	1615.85	1705.75	1967.84	2262.81	2926.48
增长率（%）	82.48%	119.59%	96.70%	61.34%	115.72%	64.92%	81.11%
毛利率（%）	46.07%	54.90%	46.63%	37.20%	40.47%	29.05%	27.10%
期间费用率（%）	7.64%	5.39%	5.15%	6.35%	6.49%	8.75%	7.25%
营业利润率（%）	38.64%	49.72%	41.42%	30.73%	34.12%	23.40%	21.20%
净利润（百万元）	367.96	704.47	689.50	559.97	680.04	520.23	611.94
增长率（%）	-1922.03%	951.02%	196.99%	76.73%	84.81%	-26.15%	-11.25%
每股盈利（季度，元）	0.71	1.36	0.67	0.54	0.66	0.45	0.53
资产负债率（%）	51.41%	50.45%	53.31%	56.22%	56.79%	47.59%	48.78%
净资产收益率（%）	9.46%	15.33%	13.52%	9.89%	10.72%	5.71%	6.29%
总资产收益率（%）	4.60%	7.60%	6.31%	4.33%	4.63%	2.99%	3.22%

观点：

- **出栏迅速扩张，业绩符合预期。**2017前三季度公司销售生猪524万头，同比增长156.37%，头均盈利346元，其中第三季度出栏229万头，同比增长151.93%，头均盈利267元。三季度公司销售均价13.97元/公斤，前三季度销售均价14.54元/公斤，第三季度出栏均重87.79公斤，预计是由于6月以来仔猪价格止跌，公司销售仔猪比例增加所致。公司出栏数量和营收维持了高速增长，以量补价的逻辑持续兑现，整体表现符合市场预期。四季度猪价有望迎来季节性反弹，受益于“自繁自养”模式的成本把控，预计全年头均盈利能够维持在300元以上。
- **产能扩张持续，估值中枢抬升。**公司2017前三季度固定资产和在建工程相比2016年末分别增长39.71%

和60.31%。公司产能扩张稳步推进，在中原、华北、东北地区等粮食主产区投建项目逐步投产。三项费用同比出现了大幅增长，销售费用、管理费用、财务费用同比分别增长198.94%，244.02%和74.38%，主要是由于出栏量同比大幅增长所致，对单位养殖成本影响不大。我们预计公司17-19年实现生猪出栏分别为750、1200、1800万头。我们认为，公司借行业整合规模化程度提升的时机扩张产能，抢占优势资源，积蓄产能力量，有利于公司市场占有率的提升，在周期上行阶段获得更大的盈利弹性。

- **融资能力优异，助力穿越周期。**公司第三期员工持股计划完成，非公开发行优先股计划于9月获得证监会通过。猪价季节性反弹不改整体周期的下行趋势，而现金流状况是养殖企业能否穿越周期，实现规模逆势扩张的决定性因素。公司采用多元融资方式，充足的现金流足以支撑公司完成产能的扩张，应对猪周期下行的压力。

结论：

我们看好公司优良的成本控制能力，出栏量持续扩张，以量补价的大逻辑。我们预计公司2017-19年营收分别为111、166和252亿元，归母净利润分别为25.37，29.35和38.34亿元，EPS分别为2.19，2.53和3.31元，对应PE约18X，16X和12X，维持“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	10250	16132	25238	营业收入	3003	5606	11100	16560	25200
货币资金	836	984	2519	3333	5396	营业成本	2264	3044	7875	12600	19800
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	6	11	17	26
其他应收款	0	0	1	1	1	营业费用	6	14	42	51	87
预付款项	8	46	96	214	370	管理费用	102	150	466	646	1021
存货	1156	2618	5397	9735	14433	财务费用	127	172	265	410	531
其他流动资产	513	70	2237	2850	5039	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	2445	2842	3741
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	21661	27809	37242	利润总额	596	2322	2537	2935	3834
流动负债合计	2888	5194	10733	14287	19961	所得税	0	0	0	0	0
短期借款	1773	2500	6050	7373	10199	净利润	596	2322	2537	2935	3834
应付账款	513	1109	2294	4098	6104	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	4	14	22	43	68	归属母公司净利润	596	2322	2537	2935	3834
一年内到期的非流	214	587	700	700	700	EBITDA	1024	3094	3335	3904	4972
非流动负债合计	657	2076	2985	3085	3585	BPS (元)	1.23	2.25	2.19	2.53	3.31
长期借款	547	995	1495	1995	2495	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	13718	17372	23546	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%	98.01%	49.19%	52.17%
实收资本(或股本)	517	1034	1158	1158	1158	营业利润增长	2309.6	340.81	9.74%	16.21%	31.67%
资本公积	1456	939	939	939	939	归属于母公司净利润	9.28%	15.66%	9.28%	15.66%	30.65%
未分配利润	1405	3343	5119	7173	9857	获利能力					
归属母公司股东权	3522	5661	7943	10437	13696	毛利率(%)	24.62%	45.69%	29.05%	23.91%	21.43%
负债和所有者权	7068	12931	21661	27809	37242	净利率(%)	19.84%	41.42%	22.86%	17.72%	15.21%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	915	1282	325	1180	891	偿债能力					
净利润	596	2322	2537	2935	3834	资产负债率(%)	50%	56%	63%	62%	63%
折旧摊销	390.85	693.79	0.00	619.20	667.39	流动比率	0.87	0.72	0.95	1.13	1.26
财务费用	127	172	265	410	531	速动比率	0.47	0.21	0.45	0.45	0.54
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款增加	0	0	9	20	25	总资产周转率	0.54	0.56	0.64	0.67	0.77
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	6.52	5.18	4.94
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	2.19	2.53	3.31
筹资活动现金流	1779	2671	4033	573	2220	每股净现金流(最新)	0.74	0.09	1.33	0.70	1.78
应付债券增加	0	0	408	-400	0	每股净资产(最新摊)	6.81	5.48	6.86	9.01	11.82
长期借款增加	0	0	500	500	500	估值比率					
普通股增加	275	517	125	0	0	P/E	32.50	17.76	18.25	15.78	12.08
资本公积增加	718	-517	0	0	0	P/B	5.87	7.30	5.83	4.44	3.38
现金净增加额	384	88	1536	813	2063	EV/EBITDA	21.84	14.68	16.02	13.84	11.12

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。

研究助理简介

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。

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。