

以量补价逻辑兑现，高成长性可持续

2018年02月12日

强烈推荐/维持

牧原股份

财报点评

——牧原股份（002714）2017 年报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
		zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
程诗月	研究助理		
		chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458

事件：

2月10日，牧原股份公布了2017年年度报告。2017年，公司实现营业收入100.42亿元，同比增长79.14%，实现归属于母公司股东的净利润23.66亿元，同比增长1.88%；基本每股收益2.12元。公司拟10转8派6.9元(含税)。其中，四季度实现营业收入28.85亿元，同比增长69.15%，实现净利润5.53亿元，同比降低1.19%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	1372.08	1615.85	1705.75	1967.84	2262.81	2926.48	2885.28
增长率（%）	119.59%	96.70%	61.34%	115.72%	64.92%	81.11%	69.15%
毛利率（%）	54.90%	46.63%	37.20%	40.47%	29.05%	27.10%	25.89%
期间费用率（%）	5.39%	5.15%	6.35%	6.49%	8.75%	7.25%	9.27%
营业利润率（%）	49.72%	41.42%	30.73%	34.12%	23.40%	21.20%	19.70%
净利润（百万元）	704.47	689.50	559.97	680.04	520.23	611.94	553.32
增长率（%）	951.02%	196.99%	76.73%	84.81%	-26.15%	-11.25%	-01.19%
每股盈利（季度，元）	1.36	0.67	0.54	0.66	0.45	0.53	0.48
资产负债率（%）	50.45%	53.31%	56.22%	56.79%	47.59%	48.78%	47.03%
净资产收益率（%）	15.33%	13.52%	9.89%	10.72%	5.71%	6.29%	4.34%
总资产收益率（%）	7.60%	6.31%	4.33%	4.63%	2.99%	3.22%	2.30%

观点：

➤ 营收高增利润稳定，以量补价逻辑兑现。

公司2017年度实现营业收入100.42亿元，同比增长79.14%，实现净利润23.66亿元，同比增长1.88%。2017年全年累计销售生猪723.7万头（其中商品猪524.32万头，仔猪193.82万头，种猪5.60万头），同比增长132.4%，头均盈利约320元。在猪价下行，业内公司盈利普遍下降的背景下，公司通过产能和销量的迅速扩张，实现了营收的大幅增长和净利的微增，以量补价逻辑兑现。

➤ **产能扩张步伐不停，高成长性可持续。**

2017年公司新成立养殖板块全资子公司41个，于中原八省抢占最适宜生猪养殖的土地资源，开展规模化、标准化生产，形成成本、管理及技术上的竞争优势，重视智能化养猪布局，巩固行业地位。目前养猪生产类全资子公司数量已经达到80个。2017年重要在建工程项目本期增加额43.88亿，同比增加76.06%，公司固定资产及在建工程余额为120.95亿元，同比增长64.54%。生产性生物资产扩张迅速，同比增长42.58%。我们判断随着前期产能布局的逐步落地投产，公司出栏量的高速扩张仍将持续，预计2018年出栏生猪1200万头，同比增长66%。

➤ **成本优势明显，下行周期仍存盈利空间。**

公司自繁自养的养殖模式极具成本优势。种猪PSY显著高于行业平均水平；地处粮食生产大省河南，具备原料采购优势，此外公司还设立了“牧原粮贸”来满足日益增长的采购需求，降低采购成本；人均饲养量3000头以上，人工成本优势明显。我们仍维持2018年全年猪价下行的判断不变。但环保要求日趋严厉，客观上延缓了总产能的恢复，预计猪价下降幅度有限，预计全年均价中枢14元/公斤。公司养殖完全成本在11.5元左右，低成本优势将确保公司在猪价下行周期中仍能维持一定的盈利空间。

➤ **多样融资支撑公司逆势扩张。**

公司通过发行债券、定向增发和发行优先股等融资方式补充公司现金流，2017年度筹资活动产生的现金流量包括取得借款60.74亿，发行债券30.91亿，合计约80.91亿元人民币。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，充足的现金流为产能扩张提供了充足的资金支撑，助力公司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，出栏量持续扩张的高成长性。我们预计公司2018-20年营收分别为155、217和320亿元，归母净利分别为27.70、26.76和45.51亿元，EPS分别为2.39、2.31和3.93元，对应PE约20X、21X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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3718	8742	13664	20260	29389	营业收入	5606	10042	15481	21731	31982
货币资金	984	4197	4594	7765	10459	营业成本	3044	7049	11612	17418	25064
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	6	17	25	35	52
其他应收款	0	8	13	18	27	营业费用	14	39	60	85	128
预付款项	46	84	187	312	512	管理费用	150	454	697	978	1471
存货	2618	4190	8444	11510	17394	财务费用	172	312	340	556	743
其他流动资产	70	263	426	655	997	资产减值损失	0.01	0.46	0.23	0.34	0.29
非流动资产合计	9213	15302	15978	16426	16688	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	114	150	150	150	投资净收益	8.12	21.52	25.00	30.00	35.00
固定资产	6500	10597	10098	9555	9275	营业利润	2228	2390	2772	2688	4559
无形资产	233	354	439	495	526	营业外收入	96.65	18.79	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	406	1088	1200	1500	1800	营业外支出	2.76	42.80	22.78	32.79	27.79
资产总计	12931	24045	29642	36685	46077	利润总额	2322	2366	2770	2676	4551
流动负债合计	5194	8323	11445	15625	20734	所得税	0	0	0	0	0
短期借款	2500	3560	7978	10841	14306	净利润	2322	2366	2770	2676	4551
应付账款	1109	1520	2386	3642	5196	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	14	12	24	31	48	归属母公司净利润	2322	2366	2770	2676	4551
一年内到期的非流	587	286	300	300	300	EBITDA	3094	3936	4146	4332	6431
非流动负债合计	2076	2985	3521	4512	5608	BPS (元)	2.25	2.12	2.39	2.31	3.93
长期借款	995	1534	2034	3034	4534	主要财务比率					
应付债券	992	1393	1400	1400	1000	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	7270	11308	14966	20137	26343	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	86.65%	79.14%	54.16%	40.37%	47.17%
实收资本(或股本)	1034	1158	1158	1158	1158	营业利润增长	340.81	7.25%	16.02%	-3.03%	69.58%
资本公积	939	3865	3865	3865	3865	归属于母公司净利润	17.08%	-3.39%	17.08%	-3.39%	70.10%
未分配利润	3343	4869	6365	7809	10267	获利能力					
归属母公司股东权	5661	12737	12216	14088	17274	毛利率(%)	45.69%	29.81%	24.99%	19.85%	21.63%
负债和所有者权	12931	24045	29642	36685	46077	净利率(%)	41.42%	23.56%	17.89%	12.31%	14.23%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A						
经营活动现金流						偿债能力					
1282	1787	-1646	2197	1616	营业收入增长	86.65%	79.14%	54.16%	40.37%	47.17%	
净利润	2322	2366	2770	2676	4551	资产负债率(%)	56%	47%	50%	55%	
折旧摊销	693.79	1234.6	0.00	1043.7	1079.7	流动比率	0.72	1.05	1.19	1.30	
财务费用	172	312	340	556	743	速动比率	0.21	0.55	0.46	0.56	
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款增加	0	0	12	7	17	总资产周转率	0.56	0.54	0.58	0.66	
投资活动现金流	-3866	-6441	-1696	-1520	-1375	应收账款周转率	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.91	7.64	7.93	7.21	
长期股权投资减少	0	0	-36	0	0	每股指标(元)					
投资收益	8	22	25	30	35	每股收益(最新摊薄)	2.25	2.12	2.39	2.31	
筹资活动现金流	2671	8052	3738	2495	2453	每股净现金流(最新)	0.09	2.93	0.34	2.74	
应付债券增加	0	0	7	0	-400	每股净资产(最新摊)	5.48	10.99	10.54	12.16	
长期借款增加	0	0	500	1000	1500	估值比率					
普通股增加	517	125	0	0	0	P/E	21.69	23.02	20.41	21.13	
资本公积增加	-517	2926	0	0	0	P/B	8.91	4.44	4.63	4.01	
现金净增加额	88	3398	397	3171	2694	EV/EBITDA	17.63	15.02	15.35	14.85	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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。