

研究所

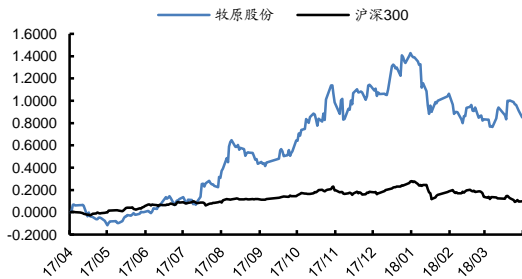
证券分析师：  
021-68930026

王伟 S0350517090001  
wangw06@ghzq.com.cn

## 猪价下跌压缩利润，成本优势助力成长

### ——牧原股份（002714）一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
牧原股份	1.6	-23.0	76.9
沪深 300	-3.5	-14.1	8.6

#### 市场数据 2018-04-23

当前价格（元）	47.43
52 周价格区间（元）	22.37 - 62.88
总市值（百万）	54945.92
流通市值（百万）	28441.28
总股本（万股）	115846.35
流通股（万股）	59964.76
日均成交额（百万）	256.83
近一月换手（%）	15.37

#### 相关报告

《牧原股份（002714）年报点评：成本优势显著，出栏快速增长》——2018-02-13

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 事件：

牧原股份发布 2018 年一季报。报告期内，公司实现营业收入 27.56 亿元，同比增长 40.03%；归母净利润 1.36 亿元，同比减少 80.00%。由于生猪价格暴跌，公司业绩低于市场预期。同时，公司预告 2018 年上半年归母净利润 1.00-4.00 亿元，同比减少 91.67%-66.67%。

#### 投资要点：

- 猪价颓势难改，头均盈利收窄。** 由于规模化养殖场去年扩栏生猪开始集中出栏，2018 年生猪价格一路下行。4 月 23 日全国生猪均价报 10.23 元/公斤，较年初大幅下跌 31.94%。尽管由于需求季节性回暖，我们预计生猪价格将在二季度出现反弹，但鉴于供需难以扭转，我们认为反弹力度较为有限。同时，考虑到目前母猪胎龄较新且养殖场对于亏损容忍度提升，我们预计养殖场大面积淘汰母猪的可能性较低，年内生猪周期难言见底。因此，我们下调公司全年商品猪销售均价至 12.50 元/公斤，头均盈利相应降至 100 元/头。
- 年内出栏依旧高增长，但明后两年扩栏压力加大。** 公司凭借成本优势，市占率持续提升，一季度公司共销售生猪 221.5 万头，同比增长 78.48%。随着新建猪场陆续投产，当前资金人力储备也足以保障年内生产，我们预计公司 2018 年公司出栏量仍将维持在 1200 万头左右。但由于猪价暴跌导致利润明显减少，明后两年扩张难度加大，我们下调公司未来两年出栏量预期至 1400/1700 万头。
- 盈利预测和投资评级：** 鉴于目前生猪供给严重过剩，我们下调公司 2018-19 年盈利预测至 11.95/7.85 亿元，但由于行业深亏或导致下一轮猪周期反弹力度超出我们此前预期，我们上调公司 2020 年盈利预测至 36.15 亿元，2018-20 年 EPS 分别为 1.03/0.68/3.12 元，对应当前 P/E 估值分别为 46.0/70.0/15.2 倍。不过，行业深亏将加速养殖规模化进程推进，公司凭借成本优势市占率有望持续提升，长期成长空间进一步打开。鉴于此前股价调整已反应利润下滑预期，依然维持增持评级。
- 风险提示：** 生猪价格波动风险，产能投放进度低于预期，原材料价格大幅上涨，禽畜疫病风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	10042	14157	15871	22078
增长率(%)	79%	41%	12%	39%
净利润(百万元)	2366	1195	785	3615
增长率(%)	2%	-50%	-34%	361%
摊薄每股收益(元)	2.12	1.03	0.68	3.12
ROE(%)	18.57%	7.66%	4.95%	21.20%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 牧原股份盈利预测表

证券代码:	002714.SZ				股价:	47.43	投资评级:	增持	日期:	2018-04-23
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	19%	8%	5%	21%	EPS	2.12	1.03	0.68	3.12	
毛利率	30%	16%	13%	23%	BVPS	10.99	13.46	13.68	14.72	
期间费率	8%	8%	8%	7%	<b>估值</b>					
销售净利率	24%	8%	5%	16%	P/E	22.37	46.00	70.03	15.20	
<b>成长能力</b>					P/B	4.31	3.52	3.47	3.22	
收入增长率	79%	41%	12%	39%	P/S	5.47	3.88	3.46	2.49	
利润增长率	2%	-50%	-34%	361%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
总资产周转率	0.42	0.49	0.50	0.64	<b>营业收入</b>	<b>10042</b>	<b>14157</b>	<b>15871</b>	<b>22078</b>	
应收账款周转率	1206.82	1206.82	1206.82	1206.82	营业成本	7049	11858	13804	16923	
存货周转率	1.68	2.19	2.33	2.33	营业税金及附加	17	23	26	36	
<b>偿债能力</b>					销售费用	39	42	48	55	
资产负债率	47%	46%	50%	51%	管理费用	454	496	524	662	
流动比	1.05	0.90	0.77	0.76	财务费用	312	564	713	812	
速动比	0.55	0.35	0.28	0.20	其他费用 / (-收入)	21	26	34	30	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>营业利润</b>	<b>2390</b>	<b>1200</b>	<b>790</b>	<b>3620</b>	
现金及现金等价物	4197	3026	2804	1915	营业外净收支	(24)	(5)	(5)	(5)	
应收款项	8	12	13	18	<b>利润总额</b>	<b>2366</b>	<b>1195</b>	<b>785</b>	<b>3615</b>	
存货净额	4190	5435	5947	7293	所得税费用	0	0	0	0	
其他流动资产	347	489	548	763	<b>净利润</b>	<b>2366</b>	<b>1195</b>	<b>785</b>	<b>3615</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>8742</b>	<b>8961</b>	<b>9312</b>	<b>9988</b>	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	10597	15037	17834	19750	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2366</b>	<b>1195</b>	<b>785</b>	<b>3615</b>	
在建工程	1498	1698	1398	1698	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
无形资产及其他	354	469	472	455	<b>经营活动现金流</b>	<b>1787</b>	<b>1016</b>	<b>1853</b>	<b>4060</b>	
长期股权投资	114	114	114	114	净利润	2366	1195	785	3615	
<b>资产总计</b>	<b>24045</b>	<b>29018</b>	<b>31869</b>	<b>34744</b>	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	3560	5060	7060	8060	折旧摊销	889	1095	1551	1831	
应付款项	1587	1698	1787	1959	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	12	17	19	27	营运资金变动	(1467)	(1507)	(664)	(1744)	
其他流动负债	3164	3164	3164	3164	<b>投资活动现金流</b>	<b>(6441)</b>	<b>(4640)</b>	<b>(2496)</b>	<b>(2217)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>8323</b>	<b>9939</b>	<b>12030</b>	<b>13210</b>	资本支出	(4744)	(4640)	(2496)	(2217)	
长期借款及应付债券	2927	3427	3927	4427	长期投资	(67)	0	0	0	
其他长期负债	58	58	58	58	其他	(1630)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>2985</b>	<b>3485</b>	<b>3985</b>	<b>4485</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3483</b>	<b>3663</b>	<b>1975</b>	<b>(919)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>11308</b>	<b>13424</b>	<b>16015</b>	<b>17695</b>	债务融资	2000	2000	2500	1500	
股本	1158	1158	1158	1158	权益融资	5511	2462	0	0	
股东权益	12737	15594	15854	17049	其它	(4028)	(799)	(525)	(2419)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24045</b>	<b>29018</b>	<b>31869</b>	<b>34744</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(1172)</b>	<b>38</b>	<b>1332</b>	<b>924</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【农林牧渔组介绍】

王玮，高级分析师、农林牧渔组组长，上海交通大学工学学士、管理学硕士。  
3年行业研究经验，2017年加入国海证券负责农林牧渔行业研究。  
新财富分析师农林牧渔行业2016年第五名、2015年第三名团队成员。

## 【分析师承诺】

王玮，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。