

牧原股份 (002714)

证券研究报告

2018年07月11日

猪价下行，上半年业绩预亏

事件 1: 公司披露半年度业绩下修预告, 公司原预计 1-6 月净利润 1-4 亿元, 现由于 4-6 月生猪销售价格低于原预计水平, 下修 1-6 月净利润为亏损 7500-8500 万元, 同比下降 106.25%-107.08%, 超出我们在农业中报前瞻中预估的-1.5 亿的预期。**事件 2:** 公司公告 6 月份生猪销售月报, 6 月份生猪销量 81.5 万头, 收入 9.35 亿元, 商品猪价格 11.19 元/公斤, 1-6 月合计出栏量 474.4 万头, 实现收入 54.84 亿元。

1、猪价下行，公司上半年业绩预亏。

根据公告, 报告期内, 公司生猪出栏 474.4 万头, 同比增长 61%; 但公司生猪销售均价同比大幅下降, 上半年销售均价 11.2 元/公斤, 较去年同期 15.0 元/公斤下降了 25%, 其中二季度仅 10.4 元/公斤; 假设育肥猪出栏体重 115 公斤/头, 仔猪出栏均重 15 公斤/头, 则我们推算上半年仔猪出栏量约占 15%, 上半年, 育肥猪头均亏损约 23 元/头, 仔猪头均盈利约 82 元/头。二季度, 育肥猪头均亏损约 102 元/头, 仔猪头均盈利 52-53 元/头。猪价下行, 公司业绩转亏。我们认为公司产能持续释放, 出栏维持高速增长。我们预计, 2018 年-2020 年, 公司生猪出栏规模 1200、1700、2100 万头, 上半年年出栏量已达到今年出栏量预期的 40%。

2、猪价即将进入快速反弹阶段，公司成本控制优势凸显，具配置价值。

长期来看, 本轮猪周期有望在 2019 年见底。而预期反映在股价要提前于基本面价格的反转, 公司自繁自养一体化龙头, 具有领先于行业的成本控制优势, 能够有效抵抗猪价下行, 是下行周期的优选标的。短期来看, 猪价将迎季节性反弹, 我们认为本轮猪价在 5 月中旬快速反弹, 从 10 元/公斤左右的均价上涨至当前 11.84 元/公斤左右的均价, 按照当前猪价, 生猪养殖产业整体仍处于亏损状态, 根据 Wind 统计数据, 上周自繁自养生猪头均亏损约 127 元, 外购仔猪养成生猪头均亏损 167 元, 我们预计在这种养殖亏损之下, 生猪存栏将进一步去化, 出栏均重也有望继续下行, 叠加消费端的回升, 猪价有望在 7 月份再度迎来快速上涨。而公司自 5 月底以来, 受市场及雏鹰农牧事件影响, 股价持续下行, 公司市值从 5 月 25 日的 640 亿跌破 500 亿, 截止 7 月 9 日收盘市值为 495 亿, 对应头均市值由 5333 元/头跌至 4125 元/头, 公司在当前位置具有很强的配置价值。

3、投资建议: 今年上半年, 猪价跌幅超预期, 说明生猪供给较此前预期更多。我们预计 2018-2020 年生猪均价 12.1/11.9/14.8 元/公斤, 猪价下修, 将公司 2018/2019 年净利润 41.2/42.1 亿元调整至 12.3/13.5 亿元, 2020 年净利润预计 78 亿元, 则 2018-2020 年净利润同增-48%/10.4%/479%, 对应 EPS 分别为 0.59/0.65/3.76 元; 下行周期, 公司的成本控制力是抵抗猪价下行的最有力武器, 给予“买入”评级。

风险提示: 猪价反弹不及预期及底部拉长; 原材料价格上涨; 疫病风险;

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,605.91	10,042.42	15,100.82	21,039.23	32,323.25
增长率(%)	86.65	79.14	50.37	39.33	53.63
EBITDA(百万元)	2,867.35	3,393.88	2,317.33	3,116.98	10,092.88
净利润(百万元)	2,321.90	2,365.53	1,225.31	1,352.90	7,833.70
增长率(%)	289.68	1.88	(48.20)	10.41	479.03
EPS(元/股)	1.11	1.13	0.59	0.65	3.76
市盈率(P/E)	21.31	20.92	40.38	36.58	6.32
市净率(P/B)	8.74	3.89	3.90	3.63	2.63
市销率(P/S)	8.83	4.93	3.28	2.35	1.53
EV/EBITDA	9.61	18.41	24.95	20.39	6.17

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/畜禽养殖
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	24.57 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,085.23
流通 A 股股本(百万股)	1,074.33
A 股总市值(百万元)	51,234.20
流通 A 股市值(百万元)	26,396.36
每股净资产(元)	8.99
资产负债率(%)	51.59
一年内最高/最低(元)	62.88/21.37

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

刘哲铭 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070002
liuzheming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《牧原股份-季报点评:养猪龙头以量补价, 三季度业绩增长基本符合预期》2017-10-19
- 《牧原股份-半年报点评:半年报公告点评:量增实现利增, 养殖龙头快速壮大》2017-07-20
- 《牧原股份-公司点评:第三期员工持股计划点评:员工持股, 彰显信心!》2017-07-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	983.91	4,197.06	1,208.07	1,683.14	1,939.40
应收账款	0.26	8.32	4.58	13.39	14.22
预付账款	45.79	84.13	97.93	203.24	161.97
存货	2,618.05	4,189.89	9,209.56	10,214.27	12,662.99
其他	70.17	262.75	281.94	204.95	249.88
流动资产合计	3,718.17	8,742.15	10,802.06	12,318.99	15,028.45
长期股权投资	47.33	114.42	164.42	214.42	264.42
固定资产	7,483.22	11,998.83	16,278.64	20,941.12	25,576.67
在建工程	850.97	1,498.19	2,599.28	3,039.71	3,215.88
无形资产	232.84	354.49	343.77	333.05	322.33
其他	598.80	1,336.55	709.60	815.85	852.84
非流动资产合计	9,213.15	15,302.48	20,095.71	25,344.15	30,232.15
资产总计	12,931.32	24,044.63	30,897.77	37,663.15	45,260.59
短期借款	2,500.00	3,560.33	7,089.93	11,637.37	14,258.17
应付账款	1,703.16	1,959.94	5,342.70	5,525.84	7,534.76
其他	990.79	2,802.74	2,841.25	2,175.52	3,514.51
流动负债合计	5,193.95	8,323.01	15,273.88	19,338.73	25,307.43
长期借款	995.35	1,534.30	2,055.19	3,571.46	0.00
应付债券	992.32	1,392.62	794.98	1,059.97	1,082.52
其他	88.26	58.10	85.54	77.30	73.65
非流动负债合计	2,075.92	2,985.01	2,935.71	4,708.73	1,156.17
负债合计	7,269.87	11,308.03	18,209.60	24,047.45	26,463.60
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,033.75	1,158.46	2,085.23	2,085.23	2,085.23
资本公积	939.29	3,864.90	4,538.23	4,570.01	4,564.71
留存收益	4,627.70	9,118.35	10,602.94	11,530.46	16,711.76
其他	(939.29)	(1,405.10)	(4,538.23)	(4,570.01)	(4,564.71)
股东权益合计	5,661.45	12,736.61	12,688.18	13,615.69	18,797.00
负债和股东权益总	12,931.32	24,044.63	30,897.77	37,663.15	45,260.59

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,321.90	2,365.53	1,225.31	1,352.90	7,833.70
折旧摊销	467.11	889.47	629.83	907.80	1,199.00
财务费用	178.54	324.56	519.17	898.56	1,085.21
投资损失	(8.12)	(21.52)	(10.32)	(13.32)	(15.05)
营运资金变动	(1,406.88)	(354.46)	(1,147.26)	(1,706.64)	857.20
其它	(270.08)	(1,416.44)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	1,282.47	1,787.14	1,216.72	1,439.30	10,960.05
资本支出	4,734.26	6,270.78	5,972.55	6,008.24	6,003.65
长期投资	0.54	67.10	50.00	50.00	50.00
其他	(8,600.77)	(12,779.27)	(11,964.56)	(12,076.70)	(12,033.30)
投资活动现金流	(3,865.97)	(6,441.40)	(5,942.01)	(6,018.46)	(5,979.65)
债权融资	5,074.58	6,773.03	10,302.25	16,680.41	15,693.87
股权融资	(172.24)	5,198.08	(1,378.87)	(866.78)	(1,090.51)
其他	(2,230.96)	(3,918.71)	(7,187.08)	(10,759.41)	(19,327.51)
筹资活动现金流	2,671.38	8,052.40	1,736.30	5,054.23	(4,724.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	87.87	3,398.14	(2,988.99)	475.07	256.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,605.91	10,042.42	15,100.82	21,039.23	32,323.25
营业成本	3,044.44	7,048.99	12,667.22	17,856.83	22,058.43
营业税金及附加	6.24	16.56	20.86	29.06	47.53
营业费用	13.56	38.85	55.87	73.64	109.90
管理费用	149.54	454.23	679.54	883.65	1,228.28
财务费用	172.24	312.05	519.17	898.56	1,085.21
资产减值损失	0.01	0.46	0.16	0.21	0.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.12	21.52	10.32	13.32	15.05
其他	(16.25)	(239.82)	(20.65)	(26.64)	(30.11)
营业利润	2,228.01	2,389.57	1,168.33	1,310.62	7,808.67
营业外收入	96.65	18.79	69.01	61.48	49.76
营业外支出	2.76	42.80	12.03	19.20	24.68
利润总额	2,321.90	2,365.56	1,225.31	1,352.91	7,833.76
所得税	0.00	0.03	0.01	0.01	0.06
净利润	2,321.90	2,365.53	1,225.31	1,352.90	7,833.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	2,321.90	2,365.53	1,225.31	1,352.90	7,833.70
每股收益(元)	1.11	1.13	0.59	0.65	3.76

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	86.65%	79.14%	50.37%	39.33%	53.63%
营业利润	340.81%	7.25%	-50.10%	6.37%	504.72%
归属于母公司净利润	289.68%	1.88%	-47.18%	4.90%	487.12%
获利能力					
毛利率	45.69%	29.81%	16.12%	15.13%	31.76%
净利率	41.42%	23.56%	8.27%	6.23%	23.81%
ROE	41.01%	18.57%	9.83%	9.63%	41.17%
ROIC	47.67%	29.51%	12.07%	10.72%	29.77%
偿债能力					
资产负债率	56.22%	47.03%	57.85%	65.73%	59.60%
净负债率	3.10%	9.51%	2.66%	46.75%	34.15%
流动比率	0.72	1.05	0.74	0.57	0.55
速动比率	0.21	0.55	0.11	0.08	0.07
营运能力					
应收账款周转率	23,493.03	2,341.14	2,341.14	2,341.14	2,341.14
存货周转率	2.97	2.95	2.25	2.17	2.83
总资产周转率	0.56	0.54	0.56	0.60	0.75
每股指标(元)					
每股收益	1.11	1.13	0.60	0.63	3.69
每股经营现金流	0.62	0.86	0.40	0.98	4.61
每股净资产	2.72	6.11	6.09	6.52	8.96
估值比率					
市盈率	21.31	20.92	39.61	37.75	6.43
市净率	8.74	3.89	3.90	3.64	2.65
EV/EBITDA	9.61	18.41	25.20	21.22	6.45
EV/EBIT	11.48	24.94	34.00	29.76	7.29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com