

牧原股份 (002714)

证券研究报告

2018年10月23日

猪价反弹，盈利扭亏为盈

事件：10月22日，公司公布2018年3季报。报告期内，公司实现营业收入91.81亿元，同比增长28.28%，归属上市公司股东净利润3.5亿元，同比下降80.68%，EPS 0.171元。其中，三季度公司实现净利润4.29亿元，同比下降29.92%。同时，公司预计2018年全年净利润区间为7-10亿元，同比下降57.73%-70.41%。我们认为：

1、猪价反弹，三季度扭亏为盈

根据公告，1-9月份，公司共销售生猪764.60万头，其中商品猪684.82万头，仔猪76.47万头，种猪3.31万头，出栏量同比增长45.92%，是公司收入增长的主要原因。但是，1-9月份，公司生猪销售均价仅11.84元/公斤，去年同期为14.56元/公斤，猪价的下跌是公司净利润同比下降的主要原因。尤其是上半年，持续低迷的猪价使得公司业绩在上半年一度出现亏损。

但是随着三季度猪价的反弹，公司盈利实现扭亏为盈。根据公司销售月报，3季度，公司共出栏生猪290.2万头，实现销售收入35.33亿元，销售均价12.98元/公斤，环比二季度提高2.4元/公斤，实现头均盈利147.78元，完全成本约为11.4元/公斤。

2、产能建设略有放缓，资金压力小

受资金收紧以及非洲猪瘟疫情影响下，公司产能扩张速度略有放缓。截止9月30日，公司生产性生物资产14.24亿元，环比下降约0.8亿元。但公司在建工程仍在增加，达到27.38亿元，环比增加7.52亿元。但公司资本结构仍相对健康，资产负债率仅55.5%，环比略增1.85个百分点。

3、非洲猪瘟加速行业产能去化

9月以来，为了防止非洲猪瘟疫情扩散，农业农村部加强了对生猪及生猪产品调运的限制，这导致国内不同地区猪价价差快速扩大。从影响来看，一方面，北方疫区主产区，如东北三省，猪价的低迷使得亏损延续，地区内产能淘汰加速。另一方面，南方非疫区地区，大部分受环保政策的影响，产能扩张能力相对有限。这就使得当前行业母猪补栏大幅放缓。考虑到母猪每年必须的25%-30%的自然淘汰率，**预计2018年能繁母猪存栏规模将略低于2017年水平，则2019年猪价有望高于2018年。**随着猪价的改善，则公司盈利能力将得到大幅改善。

投资建议：由于融资环境趋紧及非洲猪瘟疫情影响，我们预计，2018-2020年，公司生猪出栏量为1150万/1550万/1900万头，在猪价12.25元/13元/15元/公斤假设下，将公司盈利预测由此前12.3/13.5/78.3亿元，调整至9.12亿/22.44亿/64.76亿元，同比增长-61.43%/145.89%/188.66%，对应EPS分别为0.44/1.08/3.11元，继续维持“买入”评级。

风险提示：政策风险；猪价不达预期风险；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	14,087.52	20,150.03	28,500.05
增长率(%)	86.65	79.14	40.28	43.03	41.44
EBITDA(百万元)	2,867.35	3,393.88	2,002.18	3,975.27	8,703.48
净利润(百万元)	2,321.90	2,365.53	912.42	2,243.53	6,476.21
增长率(%)	289.68	1.88	(61.43)	145.89	188.66
EPS(元/股)	1.11	1.13	0.44	1.08	3.11
市盈率(P/E)	21.80	21.39	55.47	22.56	7.81
市净率(P/B)	8.94	3.97	4.05	3.62	2.77
市销率(P/S)	9.03	5.04	3.59	2.51	1.78
EV/EBITDA	9.61	18.41	29.45	16.08	7.30

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	24.27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)	50,608.63
流通A股市值(百万元)	26,074.06
每股净资产(元)	4.51
资产负债率(%)	53.70
一年内最高/最低(元)	62.88/20.40

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-半年报点评:受猪价低迷影响,2018H1业绩同比下降!猪价反弹,三季度有望盈利!》2018-08-15
- 《牧原股份-公司点评:猪价下行,上半年业绩预亏》2018-07-11
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	983.91	4,197.06	1,127.00	1,612.00	1,710.00	营业收入	5,605.91	10,042.42	14,087.52	20,150.03	28,500.05
应收账款	0.26	8.32	3.71	13.50	10.85	营业成本	3,044.44	7,048.99	12,132.52	16,352.53	20,045.03
预付账款	45.79	84.13	90.24	185.55	146.32	营业税金及附加	6.24	16.56	19.46	27.83	41.91
存货	2,618.05	4,189.89	8,643.95	9,143.57	11,645.55	营业费用	13.56	38.85	52.12	70.53	96.90
其他	70.17	262.75	281.94	204.95	249.88	管理费用	149.54	454.23	521.24	644.80	826.50
流动资产合计	3,718.17	8,742.15	10,146.84	11,159.58	13,762.59	财务费用	172.24	312.05	516.90	866.21	1,053.31
长期股权投资	47.33	114.42	164.42	214.42	264.42	资产减值损失	0.01	0.46	0.16	0.21	0.27
固定资产	7,483.22	11,998.83	16,278.64	20,941.12	25,576.67	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	850.97	1,498.19	2,599.28	3,039.71	3,215.88	投资净收益	8.12	21.52	10.32	13.32	15.05
无形资产	232.84	354.49	343.77	333.05	322.33	其他	(16.25)	(239.82)	(20.65)	(26.64)	(30.11)
其他	598.80	1,336.55	709.60	815.85	852.84	营业利润	2,228.01	2,389.57	855.45	2,201.26	6,451.18
非流动资产合计	9,213.15	15,302.48	20,095.71	25,344.15	30,232.15	营业外收入	96.65	18.79	69.01	61.48	49.76
资产总计	12,931.32	24,044.63	30,242.55	36,503.73	43,994.74	营业外支出	2.76	42.80	12.03	19.20	24.68
短期借款	2,500.00	3,560.33	7,010.54	11,110.99	14,192.78	利润总额	2,321.90	2,365.56	912.43	2,243.54	6,476.26
应付账款	1,703.16	1,959.94	5,034.45	4,918.50	6,949.98	所得税	0.00	0.03	0.00	0.01	0.05
其他	990.79	2,802.74	2,768.57	2,061.72	3,415.08	净利润	2,321.90	2,365.53	912.42	2,243.53	6,476.21
流动负债合计	5,193.95	8,323.01	14,813.56	18,091.22	24,557.83	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	995.35	1,534.30	2,067.45	3,277.03	0.00	归属于母公司净利润	2,321.90	2,365.53	912.42	2,243.53	6,476.21
应付债券	992.32	1,392.62	794.98	1,059.97	1,082.52	每股收益(元)	1.11	1.13	0.44	1.08	3.11
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	2,947.97	4,414.30	1,156.17						
负债合计	7,269.87	11,308.03	17,761.53	22,505.52	25,714.00						
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	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	939.29	3,864.90	4,538.23	4,570.01	4,564.71	成长能力					
留存收益	4,627.70	9,118.35	10,395.78	11,912.98	16,195.51	营业收入	86.65%	79.14%	40.28%	43.03%	41.44%
其他	(939.29)	(1,405.10)	(4,538.23)	(4,570.01)	(4,564.71)	营业利润	340.81%	7.25%	-64.20%	157.32%	193.07%
股东权益合计	5,661.45	12,736.61	12,481.02	13,998.21	18,280.74	归属于母公司净利润	289.68%	1.88%	-61.43%	145.89%	188.66%
负债和股东权益总	12,931.32	24,044.63	30,242.55	36,503.73	43,994.74	获利能力					
						毛利率	45.69%	29.81%	13.88%	18.85%	29.67%
						净利率	41.42%	23.56%	6.48%	11.13%	22.72%
						ROE	41.01%	18.57%	7.31%	16.03%	35.43%
						ROIC	47.67%	29.51%	9.82%	14.73%	27.46%
						偿债能力					
						资产负债率	56.22%	47.03%	58.73%	61.65%	58.45%
						净负债率	3.10%	9.51%	2.71%	45.72%	27.54%
						流动比率	0.72	1.05	0.68	0.62	0.56
						速动比率	0.21	0.55	0.10	0.11	0.09
						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	2.20	2.27	2.74
						总资产周转率	0.56	0.54	0.52	0.60	0.71
						每股指标(元)					
						每股收益	1.11	1.13	0.44	1.08	3.11
						每股经营现金流	0.62	0.86	0.53	1.19	4.58
						每股净资产	2.72	6.11	5.99	6.71	8.77
						估值比率					
						市盈率	21.80	21.39	55.47	22.56	7.81
						市净率	8.94	3.97	4.05	3.62	2.77
						EV/EBITDA	9.61	18.41	29.45	16.08	7.30
						EV/EBIT	11.48	24.94	42.96	20.84	8.46

现金流量表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,321.90	2,365.53	912.42	2,243.53	6,476.21
折旧摊销	467.11	889.47	629.83	907.80	1,199.00
财务费用	178.54	324.56	516.90	866.21	1,053.31
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)	(954.04)	(1,532.71)	842.30
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	1,094.79	2,471.52	9,555.76
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	10,235.12	15,859.61	15,628.48
股权融资	(172.24)	5,198.08	(1,376.60)	(834.43)	(1,058.60)
其他	(2,230.96)	(3,918.71)	(7,081.35)	(10,993.23)	(18,047.99)
筹资活动现金流	2,671.38	8,052.40	1,777.17	4,031.94	(3,478.11)
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	(3,070.05)	485.00	98.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 10 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-50165671 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com