

猪价回暖，盈利改善

——牧原股份（002714）三季度报点评

2018年10月24日

强烈推荐/维持

牧原股份

财报点评

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：

牧原股份公布了2018年三季度报，2018年前三季度公司实现营业收入91.81亿元，同比增长28.28%，实现归属于母公司股东的净利润3.5亿元，同比变动-80.68%。其中第三季度实现营收36.68亿元，同比增长25.35%，实现归属于母公司股东的净利润4.29亿元，同比变动-29.92%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	1967.84	2262.81	2926.48	2885.28	2755.53	2757.43	3668.48
增长率（%）	115.72%	64.92%	81.11%	69.15%	40.03%	21.86%	25.35%
毛利率（%）	40.47%	29.05%	27.10%	25.89%	13.07%	-0.36%	17.46%
期间费用率（%）	6.49%	8.75%	6.84%	9.68%	10.61%	10.37%	6.05%
营业利润率（%）	34.12%	23.40%	21.20%	19.70%	5.24%	-7.99%	11.96%
净利润（百万元）	680.04	520.23	611.94	553.32	136.04	-214.69	428.85
增长率（%）	84.81%	-26.15%	-11.25%	-01.19%	-80.00%	-141.27%	-29.92%
每股盈利（季度，元）	0.66	0.45	0.53	0.48	0.12	-0.19	0.21
资产负债率（%）	56.79%	47.59%	48.78%	47.03%	51.59%	53.70%	55.55%
净资产收益率（%）	10.72%	5.71%	6.29%	4.34%	1.06%	-1.81%	3.49%
总资产收益率（%）	4.63%	2.99%	3.22%	2.30%	0.51%	-0.84%	1.55%

观点：

- **出栏维持高速，受累猪价业绩略亏。**公司2018前三季度累计销售生猪764.6万头（其中商品猪684.82万头，仔猪76.47万头，种猪3.31万头），同比增长45.92%。其中三季度销售生猪290.2万头，公司出栏量持续高增，使得公司营收在猪价低迷的背景下依旧保持了28.28%的同比增长。三季度生猪价格出现反弹，公司第三季度销售均价回升至12.69元/公斤，受益于良好的成本控制能力，三季度业绩实现扭亏。预计前三季度公司养殖成本11.4元/公斤左右，公司成本控制能力业内领先。
- **调运受限影响猪价，产能扩张略有放缓。**短期来看，非洲猪瘟疫情发生后，公司主要产区河南省暂停生猪外调。河南省作为养殖大省和生猪净流出省，猪价承压，致使公司三季度销售价格低于全国均价。四季度来看，省内销售仍存一定压力，公司有望继续通过调整出栏结构等方式来应对，预计全年出栏量有

望达到1100万头。公司固定资产，在建工程以及生产性生物资产同比增长率分别为39.65%，100.74%和13.46%，明年产能持续扩张可期。

- **疫情抑制行业补栏，周期拐点有望提前。**全国范围内的生猪调运受阻，屠宰与养殖产能错配以及冷链运力的限制共同抑制了养殖户的补栏意愿和补栏能力。而主产外调区价格的持续承压也对养殖户的资金链提出了更大的挑战，从而加速落后产能淘汰。从周期角度来看，有望促使周期拐点提前；从长期趋势看，生猪养殖行业集中度较低，具备成本控制能力的龙头企业依旧具备市占率提升的巨大空间和极高的成长性。

结论：

我们看好18年下半年猪价回暖带来的公司业绩改善，以及明年猪价预期反转带来的趋势性投资机会。我们预计公司2018-20年归母净利分别为8.27，18.15和59.31亿元，EPS分别为0.40，0.87和2.84元，对应PE约58X，27X和8X，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	11923	17636	24860	营业收入	5606	10042	12449	18683	28528
货币资金	984	4197	3694	6676	9329	营业成本	3044	7049	10597	15276	20410
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	6	17	20	30	46
其他应收款	0	8	10	15	24	营业费用	14	39	49	73	114
预付款项	46	84	178	287	451	管理费用	150	454	685	1028	1426
存货	2618	4190	7706	10094	14164	财务费用	172	312	294	479	627
其他流动资产	70	263	335	564	892	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	16808	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	830	1828	5939
无形资产	233	354	439	495	546	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	27901	34062	41668	利润总额	2322	2366	827	1815	5931
流动负债合计	5194	8323	9538	13938	16895	所得税	0	0	0	0	0
短期借款	2500	3560	6292	9625	11481	净利润	2322	2366	827	1815	5931
应付账款	1109	1520	2178	3194	4231	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	14	12	22	27	43	归属母公司净利润	2322	2366	827	1815	5931
一年内到期的非流	587	286	300	300	300	EBITDA	3094	3936	2157	3394	7696
非流动负债合计	2076	2985	4121	4612	5108	EPS (元)	2.25	2.12	0.40	0.87	2.84
长期借款	995	1534	2034	3034	4034	主要财务比率					
应付债券	992	1393	2000	1500	1000	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	7270	11308	13659	18549	22003	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%	23.96%	50.08%	52.70%
实收资本(或股本)	1034	1158	2085	2085	2085	营业利润增长	340.81	7.25%	-65.29	120.31	224.97
资本公积	939	3865	3865	3865	3865	归属于母公司净利润	-65.05	119.50	-65.05	119.50	226.84
未分配利润	3343	4869	5315	6295	9498	获利能力					
归属母公司股东权	5661	12737	11782	13053	17204	毛利率(%)	45.69%	29.81%	14.87%	18.24%	28.46%
负债和所有者权	12931	24045	27901	34062	41668	净利率(%)	41.42%	23.56%	6.64%	9.71%	20.79%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
经营活动现金流	1282	1787	-3015	1702	4203	偿债能力					
净利润	2322	2366	827	1815	5931	资产负债率(%)	56%	47%	49%	54%	53%
折旧摊销	693.79	1234.6	1034.1	1087.6	1129.2	流动比率	0.72	1.05	1.25	1.27	1.47
财务费用	172	312	294	479	627	速动比率	0.21	0.55	0.44	0.54	0.63
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款增加	0	0	10	6	15	总资产周转率	0.56	0.54	0.48	0.60	0.75
投资活动现金流	-3866	-6441	-1696	-1520	-1495	应收账款周转率	0	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	6.73	6.96	7.68
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	0.40	0.87	2.84
筹资活动现金流	2671	8052	4207	2801	-54	每股净现金流(最新)	0.09	2.93	-0.24	1.43	1.27
应付债券增加	0	0	607	-500	-500	每股净资产(最新摊)	5.48	10.99	5.65	6.26	8.25
长期借款增加	0	0	500	1000	1000	估值比率					
普通股增加	517	125	927	0	0	P/E	10.30	10.93	58.44	26.62	8.15
资本公积增加	-517	2926	0	0	0	P/B	4.23	2.11	4.10	3.70	2.81
现金净增加额	88	3398	-503	2982	2653	EV/EBITDA	9.06	7.47	25.61	16.53	7.25

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，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。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法律责任。

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。