

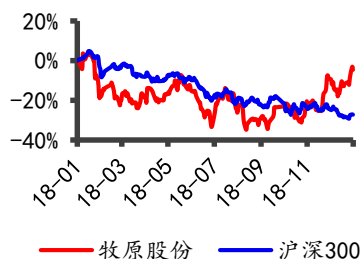
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	31.07
52周最高(元)	34.39
52周最低(元)	20.40
总市值(亿元)	648
流通市值(亿元)	370
总股本(亿股)	20.85
流通股本(亿股)	11.92
每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	55.55

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

《牧原股份(002714.SZ)：生猪价格触底反弹，龙头个股存阶段性机会》-2018.6.1

《牧原股份(002714.SZ)：定增缓解资金压力，改善公司经营预期》-2018.12.6

受行业周期与猪瘟疫情影响，公司下修全年业绩

——牧原股份(002714)

事件：

1月7日晚间，公司发布2018年度业绩预告修正公告：2018年度修正后归母净利润为5-5.5亿元，同比下降78.86%-76.75%。

公司之前在季报中给出的2018年归母净利润预告区间为7-10亿元。

核心观点

● **2018全年业绩低于预期，主要受行业周期与疫情影响。**相比三季报公告业绩区间中位数，此次业绩下修比率达38.2%，全年业绩低于此前市场一致预期。牧原股份作为生猪养殖龙头，业绩下滑并非个例，同期温氏股份亦发布全年业绩大幅下滑预告，两大生猪龙头年度业绩同比大幅下滑，主要受上半年行业周期性低迷及下半年非洲猪瘟疫情影响所致。我们认为，养猪龙头短期业绩下滑更多受行业周期及疫病影响，并不影响公司竞争力，也不影响生猪养殖行业加速整合、龙头集中度提升的成长逻辑，如果股价出现阶段性大幅下挫，不失为中期布局良机。

● **公司目前生猪出栏行业第二，成本控制能力出众。**公司现为我国最大的生猪养殖企业之一，年出栏量位居行业第二位，一方面充分受益于生猪养殖行业“大行业、小公司”背景下的集中度提升趋势；另一方面，公司采用自育自繁自养模式，对生猪从育种、养殖、屠宰加工全生命流程进行规模化、标准化控制，综合成本控制能力强，养殖成本处在全行业较低水平。

● **定增已获股东大会审议通过，进入证监会反馈阶段。**自繁自养的重资产模式导致在猪价下行周期中，公司的现金流压力较大，影响日常运营与规模扩张。18年12月，公司发布增发预案拟募资不超过50亿元，并于12月19日获股东大会审议通过，目前已收到证监会予以受理的反馈。公司此次募资将主要用于生猪产能扩张项目、偿还金融机构贷款及有息负债，将大幅减轻公司中短期偿债压力，为规模扩张提供动力，改善经营预期。

● **生猪价格处于周期底部，未来两年持震荡上行概率大。**自2006年以来，我国生猪价格变动存在明显的三年周期波动特征，生猪价格常规波动区间为10-20元/公斤，目前时点猪价处于底部周期拐点附近，未来两年震荡上行概率较大。我们对公司2013Q2至今的季度毛利率与生猪价格进行回归发现，两者高度正相关且拟合较好（排除13Q4异常

值),同时考虑到公司规模养殖效率提升的因素,我们认为公司未来两年毛利率将显著提升,业绩释放加速。

● **盈利预测与评级:**假设公司在2019年以目前股价的90%完成定增,股本将增加约1.79亿股,预计公司2018-2020年EPS分别为0.26元、0.88元和2.78元,目前股价对应2018-2020年市盈率分别为118.5倍、35.3倍和11.2倍,给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示:**猪肉价格波动;疫病风险;限售股解禁;增发进度不达预期。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,042	13,401	19,365	26,092
增长率(%)	79.1%	33.4%	44.5%	34.7%
净利润(百万元)	2,366	547	1,995	6,293
增长率(%)	1.9%	-76.9%	265.0%	215.4%
EPS(元)	1.13	0.26	0.88	2.78

财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,197	2,500	3,283	4,188	营业收入	10,042	13,401	19,365	26,092
交易性金融资产	-	-	-	-	营业成本	7,049	11,947	16,306	18,693
应收及预付	84	112	162	219	营业税金及附加	17	21	31	42
其他应收款	8	24	32	44	销售费用	39	53	75	99
存货	4,190	5,617	8,155	11,038	管理费用	454	514	704	790
其他流动资产	263	1,332	3,332	4,332	研发费用	-	95	138	185
流动资产合计	8,742	9,585	14,965	19,821	财务费用	312	573	621	670
长期投资	114	126	126	126	资产减值损失	0	1	1	2
固定资产	10,597	11,322	14,499	15,622	其他收益	197	337	487	656
无形资产	354	473	684	921	投资净收益	22	73	106	143
其他非流动资产	4,237	6,635	5,526	6,140	公允变动收益	-	-	-	-
非流动资产合计	15,302	18,556	20,835	22,809	资产处置收益	-	-0	-1	-1
资产总计	24,045	28,141	35,799	42,630	汇兑净收益	-	-41	-59	-80
短期借款	3,560	4,751	6,179	7,400	营业利润	2,390	565	2,022	6,329
应付及预收	1,599	3,734	4,163	4,570	加: 营业外收入	19	40	58	78
其他流动负债	3,164	2,616	1,705	677	减: 营业外支出	43	59	85	114
流动负债	8,323	11,101	12,046	12,647	利润总额	2,366	547	1,995	6,293
长期借款	1,534	2,047	2,959	3,986	减: 所得税	0	0	0	0
应付债券	1,393	2,387	1,387	987	净利润	2,366	547	1,995	6,293
其他非流动负债	58	138	133	130	减: 少数股东损益	-	-	-	-
非流动负债	2,985	4,572	4,478	5,103	归属母公司净利	2,366	547	1,995	6,293
负债合计	11,308	15,673	16,525	17,750					
股本	1,158	2,085	2,264	2,264					
资本公积	6,325	5,398	10,219	10,219					
留存收益	5,254	4,985	6,791	12,397					
母公司所有者权益	12,737	12,468	19,274	24,879					
少数股东权益	-	-	-	-					
负债和股东权益	24,045	28,141	35,799	42,630					

现金流量表摘要				
会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	1,787	2,572	1,277	5,476
投资现金流净额	-6,441	-5,105	-5,111	-4,035
筹资现金流净额	8,052	761	4,618	-536

主要财务比率				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	29.8%	10.9%	15.8%	28.4%
净利率	23.6%	4.1%	10.3%	24.1%
净资产收益率	18.6%	4.4%	10.4%	25.3%
市盈率 (倍)	25.81	118.51	35.26	11.18
市净率 (倍)	4.81	5.20	3.65	2.83
EPS	1.13	0.26	0.88	2.78
每股净资产 (元/股)	6.11	5.98	8.51	10.99
经营现金流 (元/股)	0.86	1.23	0.56	2.42

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。