

2019年03月27日

牧原股份 (002714.SZ)

业绩下滑，疫情影响但不改公司成长性！

■事件1：3月26日，公司公布2018年年报：报告期内实现营业收入133.88亿元，同比增长33.32%；实现归母净利润5.2亿元，同比下滑78.01%。向全体股东每10股派发现金0.50元（含税）；不以资本公积金转增股本。

■事件2：公司公告2019年计划出栏生猪1300万头至1500万头。

■事件3：公司公告2019年一季度预计归母净利润为-5.6~-5.2亿元，去年同期为1.36亿元。

我们的分析与判断：

1. 2018年出栏维持高增速，受猪周期下行及非洲猪瘟影响利润下滑。

2018年公司生猪出栏维持高增速，实现出栏总量1101.1万头，同比增长52.1%，其中商品猪出栏1010.9万头、仔猪86.4万头、种猪3.8万头，与2017年相比商品猪占总出栏量比重明显提升。但受到猪周期下行和非洲猪瘟的影响，生猪价格较2017年明显下降：2018年全年销售均价为11.62元/公斤，较2017年（约14.5元/公斤）下降约19.7%；价格下降是导致2018年净利润下降的主要原因。

2. 价格与成本或是2019年一季度亏损的主因。公司公告2019年一季度预计归母净利润为-5.6~-5.2亿元，去年同期为1.36亿元。公司2019年1-2月销售经营数据显示期间出栏量为202.61万头，同比上升66.3%，均价9.6元/公斤，同比下滑29.7%，销售收入同比略有增长，增幅在7.6%左右；根据公司2019年全年出栏量指引来看，全年出栏增速约18~36%，假设3月出栏量同比略有增长，由于1-2月出栏量大、价格低，预计2019年一季度公司生猪出栏价格同比下降10~15%、完全成本上升0.5~1元/千克，价格同比下降及成本提升或是造成公司一季度业绩亏损的原因。

3. 生产性生物资产稳定，公司财务结构有望继续改善。根据年报数据，截止2018年底，公司生产性生物资产14.6亿元，较2017年底略有上升；公司拟非公开发行股票募集不超过50亿元，公司财务结构有望进一步改善，同时生猪出栏规划有望得到支撑。截止2018年底，公司生猪出栏量占全国总出栏量不到2%，我们认为公司管理水平高，成本控制能力强，有望在生猪行业规模化趋势中率先收益！

■投资建议：我们预计2019-2021年归属于上市公司净利润分别为

公司快报

证券研究报告

畜牧养殖

投资评级 **买入-A**

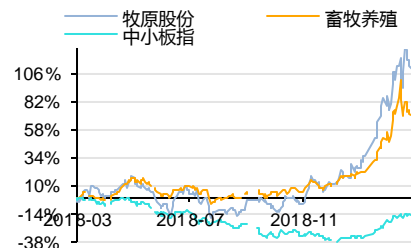
维持评级

6个月目标价：**66.00元**
股价（2019-03-26）**55.10元**

交易数据

总市值(百万元)	114,896.41
流通市值(百万元)	65,654.17
总股本(百万股)	2,085.23
流通股本(百万股)	1,191.55
12个月价格区间	21.21/58.28元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.09	62.61	127.97
绝对收益	15.81	91.65	114.41

李佳丰

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516040001
lijf3@essence.com.cn
021-35082017

沙弋惠

报告联系人
shayh@essence.com.cn

相关报告

牧原股份：业绩符合预期，
预计出栏量高速增长/李佳丰 2018-02-11

26.1/62.1/141.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.25/2.98/6.81 元/股。

■风险提示：非洲猪瘟疫情导致公司出栏大幅下降、疫情影响消费导致价格下滑。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	10,042.4	13,388.2	21,299.3	30,217.8	41,549.5
净利润	2,365.5	520.2	2,606.5	6,207.2	14,192.5
每股收益(元)	1.13	0.25	1.25	2.98	6.81
每股净资产(元)	6.11	5.89	5.68	8.09	13.96

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	48.6	220.9	44.1	18.5	8.1
市净率(倍)	9.0	9.3	9.7	6.8	3.9
净利润率	23.6%	3.9%	12.2%	20.5%	34.2%
净资产收益率	18.6%	4.2%	22.0%	36.8%	48.8%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.5%	1.0%	1.7%
ROIC	29.5%	7.6%	18.2%	29.5%	57.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,042.4	13,388.2	21,299.3	30,217.8	41,549.5	成长性					
减:营业成本	7,049.0	12,074.0	16,849.9	21,333.8	24,597.3	营业收入增长率	79.1%	33.3%	59.1%	41.9%	37.5%
营业税费	16.6	21.8	31.2	47.7	64.7	营业利润增长率	7.3%	-78.1%	396.7%	140.2%	129.0%
销售费用	38.8	54.1	59.6	75.5	103.9	净利润增长率	1.9%	-78.0%	401.0%	138.1%	128.6%
管理费用	454.2	500.3	894.6	1,510.9	2,077.5	EBITDA 增长率	18.4%	-39.3%	153.1%	81.4%	82.7%
财务费用	312.0	538.3	876.6	1,011.4	400.6	EBIT 增长率	4.4%	-68.9%	346.5%	108.7%	102.6%
资产减值损失	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	12.6%	-60.5%	226.3%	108.7%	102.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	52.7%	37.1%	28.5%	4.3%	8.6%
投资和汇兑收益	21.5	42.0	15.5	12.3	8.1	净资产增长率	125.0%	7.6%	-3.2%	38.3%	67.3%
营业利润	2,389.6	524.0	2,602.6	6,250.3	14,313.2	利润率					
加:营业外净收支	-24.0	2.1	16.9	-1.7	5.8	毛利率	29.8%	9.8%	20.9%	29.4%	40.8%
利润总额	2,365.6	526.1	2,619.5	6,248.6	14,319.0	营业利润率	23.8%	3.9%	12.2%	20.7%	34.4%
减:所得税	0.0	-2.0	-	-	-	净利润率	23.6%	3.9%	12.2%	20.5%	34.2%
净利润	2,365.5	520.2	2,606.5	6,207.2	14,192.5	EBITDA/营业收入	33.8%	15.4%	24.5%	31.3%	41.6%
						EBIT/营业收入	24.9%	5.8%	16.3%	24.0%	35.4%
						运营效率					
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	349	363	293	250	200
货币资金	4,197.1	2,778.3	1,703.9	2,417.4	4,473.5	流动营业资本周转天数	12	2	24	29	23
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	223	249	198	152	136
应收账款	8.3	9.9	6.4	23.7	19.6	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	122	134	144	119	99
预付账款	84.1	92.7	193.0	162.8	233.1	总资产周转天数	663	724	561	436	355
存货	4,189.9	5,812.7	11,227.6	8,723.4	14,028.5	投资资本周转天数	415	445	370	300	232
其他流动资产	262.7	1,087.0	473.3	607.7	722.7	投资回报率					
可供出售金融资产	143.0	143.0	143.0	143.0	143.0	ROE	18.6%	4.2%	22.0%	36.8%	48.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.8%	1.8%	7.2%	17.0%	31.7%
长期股权投资	114.4	133.5	133.5	133.5	133.5	ROIC	29.5%	7.6%	18.2%	29.5%	57.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	11,998.8	15,005.8	19,618.9	22,348.6	23,745.4	销售费用率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	1,498.2	3,680.3	1,840.1	920.1	460.0	管理费用率	4.5%	3.7%	4.2%	5.0%	5.0%
无形资产	354.5	350.5	340.4	330.2	320.0	财务费用率	3.1%	4.0%	4.1%	3.3%	1.0%
其他非流动资产	1,193.6	748.0	838.1	932.0	831.2	三费/营业收入	8.0%	8.2%	8.6%	8.6%	6.2%
资产总额	24,044.6	29,841.9	36,518.3	36,742.4	45,110.5	偿债能力					
短期债务	3,560.3	4,714.9	9,779.9	8,415.7	-	资产负债率	47.0%	54.1%	63.7%	50.1%	31.9%
应付账款	1,959.9	3,196.4	6,314.0	4,432.2	7,827.1	负债权益比	88.8%	117.7%	175.1%	100.2%	46.9%
应付票据	66.6	749.0	957.8	592.0	1,388.0	流动比率	1.05	0.72	0.69	0.70	1.50
其他流动负债	2,736.2	4,927.3	2,799.0	3,528.6	3,780.5	速动比率	0.55	0.29	0.12	0.19	0.42
长期借款	1,534.3	1,069.5	2,057.4	-	-	利息保障倍数	8.03	1.45	3.97	7.18	36.73
其他非流动负债	1,450.7	1,477.1	1,336.1	1,421.3	1,411.5	分红指标					
负债总额	11,308.0	16,134.2	23,244.2	18,389.7	14,407.1	DPS(元)	0.38	-	0.28	0.56	0.94
少数股东权益	-	1,418.4	1,431.4	1,472.8	1,599.2	分红比率	33.8%	0.0%	22.8%	18.8%	13.9%
股本	1,158.5	2,085.2	2,085.2	2,085.2	2,085.2	股息收益率	0.7%	0.0%	0.5%	1.0%	1.7%
留存收益	9,118.3	7,744.1	9,757.4	14,794.7	27,019.0						
股东权益	12,736.6	13,707.6	13,274.1	18,352.7	30,703.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,365.5	528.1	2,606.5	6,207.2	14,192.5	EPS(元)	1.13	0.25	1.25	2.98	6.81
加:折旧和摊销	889.5	1,285.3	1,737.2	2,200.5	2,573.5	BVPS(元)	6.11	5.89	5.68	8.09	13.96
资产减值准备	0.5	0.7	-	-	-	PE(X)	48.6	220.9	44.1	18.5	8.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.0	9.3	9.7	6.8	3.9
财务费用	324.6	581.1	876.6	1,011.4	400.6	P/FCF	-151.4	-49.6	55.9	59.3	30.3
投资损失	-21.5	-70.5	-25.0	-25.0	-25.0	P/S	11.4	8.6	5.4	3.8	2.8
少数股东损益	-	7.9	13.0	41.4	126.5	EV/EBITDA	18.4	32.4	24.5	13.1	6.6
营运资金的变动	-354.5	-771.4	-2,795.5	650.2	-1,193.7	CAGR(%)	38.2%	200.4%	4.1%	38.2%	200.4%
经营活动产生现金流量	1,787.1	1,357.7	2,412.8	10,085.8	16,074.3	PEG	1.3	1.1	10.7	0.5	0.0
投资活动产生现金流量	-6,441.4	-5,781.0	-4,475.0	-3,975.0	-3,475.0	ROIC/WACC	2.8	0.7	1.7	2.8	5.5
融资活动产生现金流量	8,052.4	2,647.4	987.9	-5,397.3	-10,543.2	REP	1.6	4.8	3.0	1.7	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034