

牧原股份 (002714)

成本控制良好 Q2 业绩好转略超预期

	钟凯锋 (分析师)	鲁家瑞 (分析师)	李晓渊 (分析师)
	021-38674876	021-38677618	021-38674936
	zhongkaifeng@gtjas.com	lujiarui@gtjas.com	lixiaoyuan@gtjas.com
证书编号	S0880517030005	S0880518070001	S0880518070003

本报告导读:

随着消费的逐渐回暖以及前期抛猪对于价格压制的边际改善,猪价迎来报复性快速上行行情,猪价上涨速度超预期,利好生猪板块,公司作为行业龙头优先受益。

投资要点:

投资建议:猪周期确定反转,价格上涨利好公司业绩,我们上调公司业绩预测,2019-2021年EPS分别为2.03、5.76和6.67元(前期预测2019-2020年EPS为1.01、1.91元)。考虑到公司成本控制力优秀,估值享受溢价,给37倍PE,上调目标价为76元。

成本控制良好,业绩环比好转略超预期。公司2019Q1亏损5.4亿,Q2伴随猪价反转,单季度实现扭亏。我们拆分Q2成本如下:1)商品猪:销售均价14.4元/公斤,完全成本13.5元/公斤,出栏230万头,对应净利润2.1亿元;2)外售仔猪:销售均价48元/公斤,完全成本22元/公斤,出栏45万头,对应净利润为1.8亿元。从Q2单季度表现来看,业绩表现略超预期,公司成本管控仍然处于行业领先,后续将充分受益周期反转。**猪价迎来报复性上涨,迎接超级猪周期。**根据新牧网的调研结果来看,截至2019年6月底全国各省份产能去化幅度中位数为50%。此外,农业部官方6月份生猪存栏和能繁母猪存栏在环比和同比均出现历史性下滑,超级猪周期已然启动。

生猪板块调整到位,公司仍有可观空间。我们认为生猪板块调整到位,主要原因:1)高位换筹基本结束;2)猪价启动报复性上涨,上涨速度超预期,板块将迎来强催化剂。考虑到公司2020年出栏量有望达到1600万头,对应至少120亿净利润,当前PE仅为11倍左右,对应猪周期高位仍有可观空间。

风险提示:上市公司对于非洲猪瘟疫情不可控造成出栏量大幅下滑。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,042	13,388	20,171	34,302	41,102
(+/-)%	79%	33%	51%	70%	20%
经营利润 (EBIT)	2,484	647	4,004	11,940	13,792
(+/-)%	4%	-74%	519%	198%	16%
净利润 (归母)	2,366	520	4,240	12,018	13,912
(+/-)%	2%	-78%	715%	183%	16%
每股净收益 (元)	1.13	0.25	2.03	5.76	6.67
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	24.7%	4.8%	19.9%	34.8%	33.6%
净资产收益率 (%)	18.6%	4.2%	30.1%	46.1%	34.8%
投入资本回报率 (%)	16.4%	3.3%	18.0%	49.0%	54.7%
EV/EBITDA	18.92	34.31	35.22	(0.27)	(1.18)
市盈率	57.50	261.47	32.08	11.32	9.78
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **76.00**

上次预测: 32.82

当前价格: 65.23

2019.07.14

交易数据

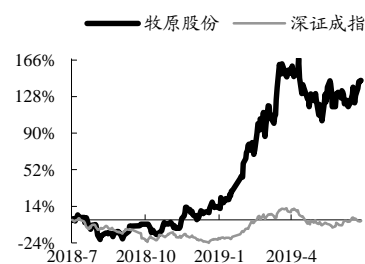
52周内股价区间 (元)	20.40-74.45
总市值 (百万元)	136,020
总股本/流通A股 (百万股)	2,085/1,192
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	57%
日均成交量 (百万股)	16.82
日均成交值 (百万元)	1046.88

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	11,748
每股净资产	5.63
市净率	11.6
净负债率	64.70%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.07	-0.26
Q2	-0.10	0.18
Q3	0.21	0.86
Q4	0.08	1.25
全年	0.25	2.03

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	-4%	154%
相对指数	4%	5%	155%

相关报告

《拟募集不超过50亿元,迎接周期成长双击》
2018.12.03

《三季度业绩扭亏为盈,长期成长价值显著》
2018.10.23

《业绩符合预期,未来成长价值显著》
2018.08.15

《出栏持续高增长,长期成长价值显著》
2018.04.20

《价、量、成本皆有超预期空间,长期看好》
2018.02.10

模型更新时间: 2019.07.14

股票研究

必需消费
农业

牧原股份 (002714)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **76.00**

上次预测: 32.82

当前价格: 65.23

公司网址

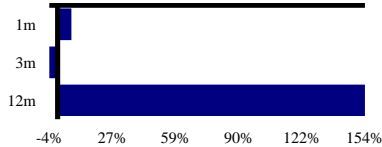
www.muyuanfoods.com

公司简介

公司是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业,是我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一,也是我国最大的生猪育种企业之一。

主营业务为种猪和商品猪的养殖与销售,主要产品为种猪、商品猪。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

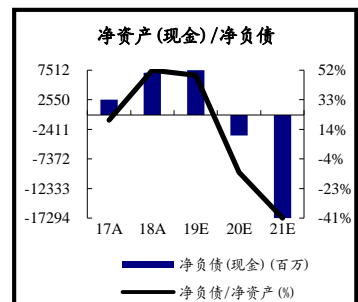
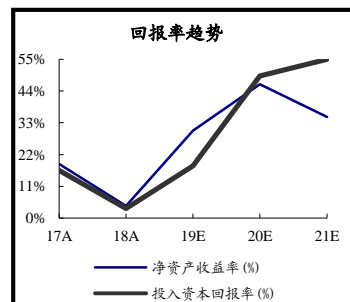
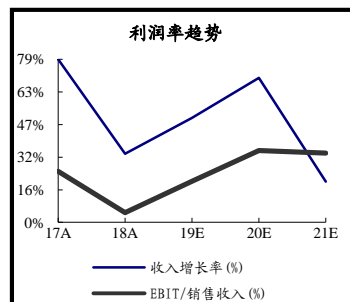
20.40-74.45

市值 (百万)

136,020

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	10,042	13,388	20,171	34,302	41,102
营业成本	7,049	12,074	15,140	20,578	25,189
税金及附加	17	22	32	55	66
销售费用	39	54	77	137	164
管理费用	380	500	756	1,317	1,562
EBIT	2,484	647	4,004	11,940	13,792
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	22	70	80	70	60
财务费用	312	538	131	161	80
营业利润	2,390	524	4,303	12,199	14,122
所得税	0	-2	0	0	0
少数股东损益	0	8	64	182	210
归母净利润	2,366	520	4,240	12,018	13,912
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,197	2,778	-885	9,215	22,000
其他流动资产	4,545	7,002	7,471	9,768	11,713
长期投资	114	133	133	133	133
固定资产合计	10,597	13,545	14,495	15,870	17,645
无形资产及其他资产	4,591	6,383	4,674	4,774	3,274
资产合计	24,045	29,842	25,888	39,760	54,765
流动负债	8,323	13,588	9,146	10,759	11,610
非流动负债	2,985	2,547	1,189	1,249	1,279
股东权益	12,737	13,708	15,552	27,752	41,875
投入资本(IC)	15,170	19,903	22,199	24,358	25,227
现金流量表					
NOPLAT	2484	649	4004	11940	13792
折旧与摊销	889	1,285	50	125	225
流动资金增量	1,446	-421	371	685	593
资本支出	-6,276	-5,038	-38	-1,599	-499
自由现金流	-1,457	-3,525	4,388	11,151	14,111
经营现金流	1,787	1,358	1,461	11,724	13,843
投资现金流	-6,441	-5,781	785	-1,529	-439
融资现金流	8,052	2,647	-5,910	-94	-620
现金流净增加额	3,398	-1,776	-3,664	10,101	12,785
财务指标					
成长性					
收入增长率	79.1%	33.3%	50.7%	70.1%	19.8%
EBIT 增长率	3.8%	-74.0%	519.2%	198.2%	15.5%
净利润增长率	1.9%	-78.0%	715.1%	183.4%	15.8%
利润率					
毛利率	29.8%	9.8%	24.9%	40.0%	38.7%
EBIT 率	24.7%	4.8%	19.9%	34.8%	33.6%
归母净利润率	23.6%	3.9%	21.0%	35.0%	33.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.6%	4.2%	30.1%	46.1%	34.8%
总资产收益率(ROA)	9.8%	1.7%	16.4%	30.2%	25.4%
投入资本回报率(ROIC)	16.4%	3.3%	18.0%	49.0%	54.7%
运营能力					
存货周转天数	176	151	150	150	150
应收账款周转天数	0	0	0	0	0
总资产周转天数	672	735	504	349	420
净利润现金含量	75.5%	261.0%	34.5%	97.6%	99.5%
资本支出/收入	62.5%	37.6%	0.2%	4.7%	1.2%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	54.1%	39.9%	30.2%	23.5%
净负债率	20.2%	51.6%	48.3%	-12.5%	-41.3%
估值比率					
PE(现价)	57.50	261.47	32.08	11.32	9.78
PB	8.65	4.88	9.67	0.00	0.00
EV/EBITDA	18.92	34.31	35.22	-0.27	-1.18
P/S	7.52	10.16	6.74	3.97	3.31
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gtjas.com		