

1610.HK 中粮肉食

审慎增持 (维持)

目标价: 4.00 港元

现价: 2.59 港元

预期升幅: 54.4%

旺季来临利好猪价, 业绩弹性较大

2019年3月27日

市场数据

日期	2019.03.26
收盘价(港元)	2.59
总股本(亿股)	39.02
总市值(亿港元)	101.06
净资产(亿元)	47.74
总资产(亿元)	102.6
每股净资产(元)	1.22

数据来源: Wind

相关报告

中粮肉食 (1610.HK)_寒冬储能, 静待拐点_20190130

港股消费投资策略_猪年大吉, 看好年中猪价蓄力反转_20190211

中粮肉食 (1610.HK)_节后猪价企稳, 寒冬储能一朝迸发_20190216

中粮肉食 (1610.HK)_猪价持续上行, 业绩向上空间大_20190311

海外消费研究

分析师: 张忆东
兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 李明

limingyijy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,168.5	8,949.8	13,903.8	18,709.1
同比增长	2.99%	24.85%	55.35%	34.56%
调整前净利润(百万元)	-216.7	804.0	2201.3	3570.2
同比增长	NA	NA	173.78%	62.19%
毛利率	4.71%	17.36%	25.23%	29.12%
净利率	-3.02%	8.98%	15.83%	19.08%
净资产收益率	-4.42%	16.40%	44.91%	72.84%
每股收益(元)	0.0523	0.2061	0.5641	0.9150

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **我们的观点:** 猪周期叠加非洲猪瘟将使得今年猪肉价格上行, 预计清明节后市场将进入旺季, 猪价将稳步向上, 带动公司养殖业务量价齐升。我们预计 2019-2020 年生猪价格分别为 16 元/公斤及 20 元/公斤, 公司生猪出栏量分别为 270 万头和 350 万头, 养殖业务的收入增速达到 41% 和 62%。此外, 随着屠宰与养殖产能的进一步匹配将促进品牌生鲜肉业务的发展, 提升公司利润水平。预测公司 2019-2021 年将实现营业收入 8950/ 13904/ 18709 百万元, 同比增长 24.9%/55.4%/34.6%, 实现调整前净利润 804/ 2201/ 3570 百万元, 给予目标价 4.00 港元, 相当于 2020 年 6 倍 PE, 维持审慎增持评级。
- **受益于出栏量增长及屠宰产能利用率提升, 全年收入保持平稳, 但 18 年猪价低迷, 非洲猪瘟抑制产区价格, 盈利承压。** 18 年全国生猪平均价同比下降 15.4%。在此背景下, 公司实现营收 71.68 亿元, 同比增长 3%, 生物资产公允价值调整前净利润为 -2.17 亿元。全年销管费用率持平为 7.2%, 财务费用率同比增加 0.57 个百分点至 1.73%。
- **生猪养殖业务 18 年录得收入 30.43 亿元, 全年出栏量 255 万头, 未来产能将进一步提升。** 18H2 在非洲猪瘟背景下, 公司生猪出栏节奏并未放缓, 实现出栏量 129.1 万头, 环比小幅增长 2.54%。18 年底, 养殖产能从去年同期的 349 万头提升至 408.9 万头。随着产能释放, 预计 19/20 年公司生猪出栏量将分别达到 270 万头和 350 万头, 有望实现量价齐升。
- **屠宰/生鲜猪肉业务创新高, 18 年实现分部收入 28.4 亿元, 销量 190 千吨, 同比增长 10.6%, 产能利用率稳步提升, 品牌业务快速发展。** 全年产能利用率为 89.1%, 同比提升 7.9 个百分点, 品牌业务贡献整体生鲜肉的比重同比提升 5.6 个百分点至 30.8%。今年下半年养殖与屠宰产能有望进一步匹配, 品牌生鲜猪肉业务占比提升, 推动毛利率提升。

风险提示: 猪价持续下行、猪瘟疫情波及上市公司存栏生猪、产能扩张速度不及预期、食品安全风险等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

- 受益于出栏量增长及屠宰产能利用率提升，全年收入保持平稳，但 18 年猪价低迷，非洲猪瘟抑制产区价格，盈利承压。18 年全国生猪平均价为 12.7 元/公斤，同比下降 15.4%。在此背景下，公司实现营收 71.68 亿元，同比增长 3%，生物资产公允价值调整前净利润为 -2.17 亿元，毛利率同比下降 10.8 个百分点至 4.71%。全年销管费用率持平为 7.2%，由于养殖以及屠宰产能扩张，财务费用率同比增加 0.57 个百分点至 1.73%。

图 1、2015 年以来公司营业收入与净利润

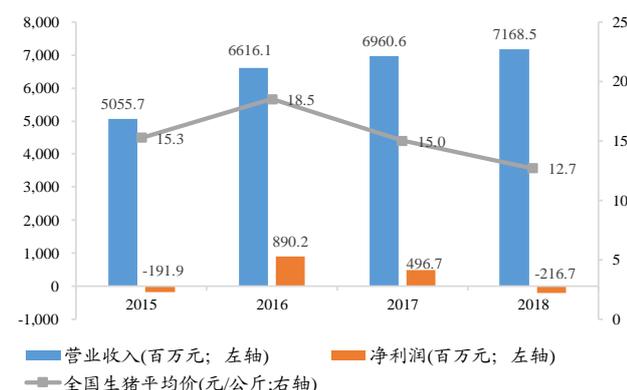


图 2、中粮肉食分业务营业收入（分部抵消前）

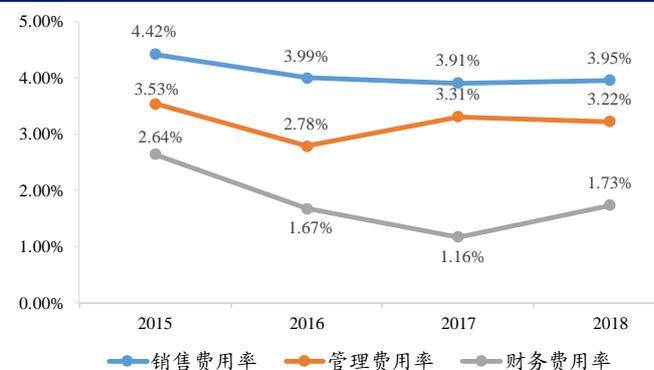


数据来源: Wind、公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理 数据来源: Wind、公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2018 年分业务营业利润

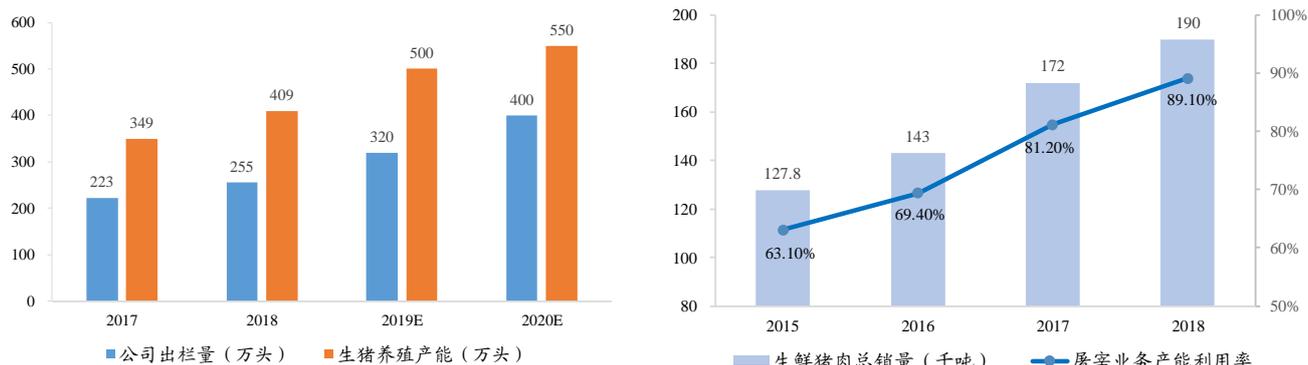


图 4、公司销管费用率保持稳定，财务费用率小幅上涨



数据来源: Wind、公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理 数据来源: Wind、公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 生猪养殖业务 18 年录得收入 30.43 亿元，全年出栏量 255 万头，未来产能将进一步提升。18H2 在非洲猪瘟背景下，公司生猪出栏节奏并未放缓，实现出栏量 129.1 万头，环比小幅增长 2.54%。受益于自供比例从 17 年的 43.9% 提升至 55.9%，饲料成本有所下降。18 年底，养殖产能从去年同期的 349 万头提升至 408.9 万头。随着产能释放，预计 19/20 年公司生猪出栏量将分别达到 270 万头和 350 万头，有望实现量价齐升。

图 5、2018 公司出栏量为 255 万头，稳步提升 14.3% 图 6、18 年屠宰业务产能利用率同比提升 7.9 个百分点


数据来源: Wind、公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理 数据来源: Wind、公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

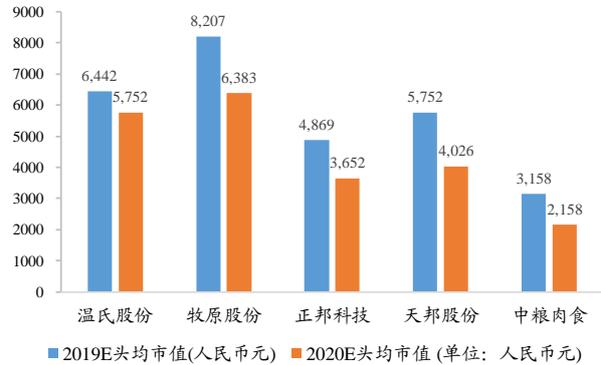
- **屠宰/生鲜猪肉业务创新高，18 年实现分部收入 28.4 亿元，销量 190 千吨，同比增长 10.6%，产能利用率稳步提升，品牌业务快速发展。**全年产能利用率为 89.1%，同比提升 7.9 个百分点，品牌业务贡献整体生鲜肉的比重同比提升 5.6 个百分点至 30.8%。未来随着河北与湖北屠宰产能扩张计划的进一步落实，今年下半年养殖与屠宰产能有望进一步匹配，品牌生鲜猪肉业务占比提升，推动毛利率提升。
- **肉制品和进出口业务保持稳定，分别实现收入 3.8 亿元和 23.2 亿元，同比提升 7.5%和 20%。**全年肉制品销量为 1.25 万吨，同比提升 16.8%。在贸易战背景下，肉类进口业务实现分部销量 9.3 万吨，同比增 8.6%，其中进口牛肉销量为 3.8 万吨。未来肉类进出口业务有望受益于中美贸易谈判以及国内生猪价格上涨。
- **我们的观点：**猪周期叠加非洲猪瘟将使得今年猪肉价格上行，预计清明节后市场将进入旺季，猪价将稳步向上，带动公司养殖业务量价齐升。我们预计 2019-2020 年生猪价格分别为 16 元/公斤及 20 元/公斤，公司生猪出栏量分别为 270 万头和 350 万头，养殖业务的收入增速达到 41%和 62%。此外，随着屠宰与养殖产能的进一步匹配将促进品牌生鲜肉业务的发展，提升公司利润水平。预测公司 2019-2021 年将实现营业收入 8950/ 13904/ 18709 百万元，同比增长 24.9%/55.4%/34.6%，实现调整前净利润 804/ 2201/ 3570 百万元。
- **从估值来看，**公司估值在行业内处于较低水平。当前公司 2019E 和 2020E 头均市值分别为 3,158 元和 2,158 元，对比同行业的温氏、牧原、天邦和正邦 (2019E 头均市值分别为 6,442 元、8,207 元、4,869 元和 5,752 元)，仍有较大空间。保守估计公司 19 年和 20 年 ROE 分别达到 16.4%和 44.9%。另外，公司 PE 和 PB 水平(2019E)仅为 10.68 倍和 1.58 倍，远低于生猪养殖行业平均水平(33.6x PE 和 5.8x PB)，从业绩和估值而言弹性较大。我们给予公司目标价 4.00 港元，相当于 2020 年 6 倍 PE，维持审慎增持评级。

图 7、2019 年 3 月 26 日生猪价为 14.92 元/公斤



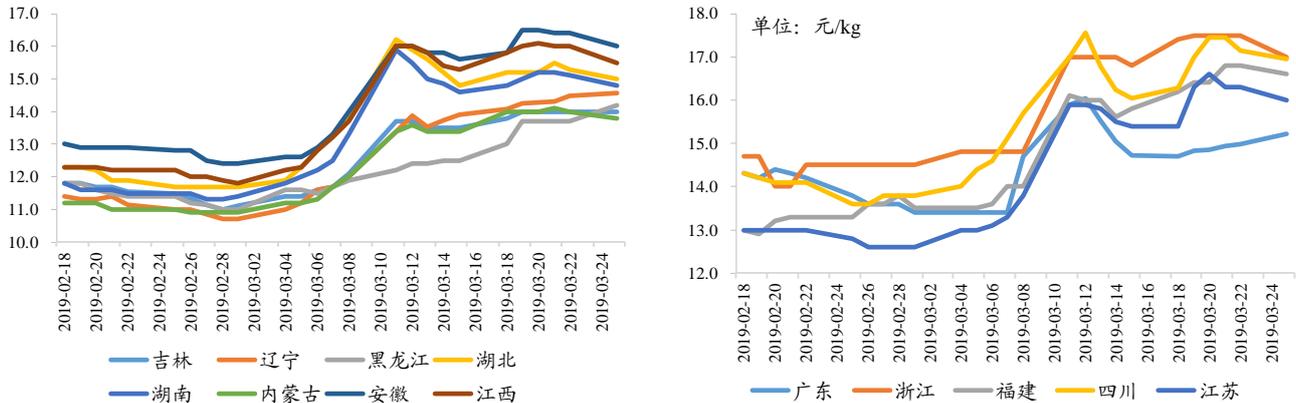
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、上市公司头均市值对比 (基于 3 月 26 日收盘价)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2019 年元宵节以来，产区和销区生猪价格均迎来持续上涨



数据来源: 博亚和讯、Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、可比公司财务指标

	收盘价 2019/3/26	市值 (亿)	EPS(报表单位)				ROE (%)			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
万洲国际	8.42	1,236	0.0779	0.0712	0.0800	0.0886	16.47	13.87	15.00	15.51
双汇发展	24.80	818	1.3091	1.4930	1.5619	1.6700	31.40	29.69	33.35	32.15
温氏股份	37.89	2,013	1.2932	0.8702	1.2503	2.4876	21.65	13.11	16.61	26.63
牧原股份	55.10	1,149	2.1200	0.3938	1.2049	3.2463	28.12	6.36	16.92	33.42
正邦科技	15.40	365	0.2300	0.0707	0.5974	1.8270	8.63	2.57	17.24	35.88
天邦股份	17.36	201	0.3400	-0.0192	0.5342	1.7682	10.15	-1.08	17.99	37.96
中粮肉食	2.59	101	0.1140	-0.0523	0.2061	0.5641	10.13	-4.42	16.40	44.91
养殖行业平均							17.14	5.24	17.19	33.47
总体平均							19.40	10.75	19.52	30.26

资料来源: Wind, Wind 一致预期, 兴业证券经济与金融研究院整理

表2、可比公司估值

	收盘价 2019/3/26	市值 (亿)	PE				PB			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
万洲国际	8.42	1,236	13.95	15.07	13.41	12.11	2.12	1.90	1.77	1.66
双汇发展	24.80	818	18.94	16.61	15.88	14.85	5.60	4.89	5.20	4.52
温氏股份	37.89	2,013	29.30	43.54	30.30	15.23	6.17	5.59	5.02	3.97
牧原股份	55.10	1,149	25.99	139.92	45.73	16.97	9.02	9.15	7.56	5.31
正邦科技	15.40	365	66.96	217.82	25.78	8.43	5.78	5.53	4.60	3.04
天邦股份	17.36	201	76.80	NA	32.50	9.82	6.64	6.56	5.81	3.73
中粮肉食	2.59	101	19.41	NA	10.74	3.92	1.76	1.81	1.58	1.12
养殖行业平均			49.76	133.76	33.58	12.61	6.90	6.71	5.75	4.01
总体平均			38.66	86.59	27.27	12.90	5.89	5.60	4.99	3.71

资料来源：Wind，Wind 一致预期，兴业证券经济与金融研究院整理

- **风险提示：**猪价持续下行、猪瘟疫情波及上市公司存栏生猪、产能扩张速度不及预期、食品安全风险等。

附表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E	会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
流动资产	3,084	5,382	8,543	13,233	营业收入	7,168	8,950	13,904	18,709
存货	536	592	832	1,061	营业成本-公允价值调整前	-6,831	-7,396	-10,396	-13,261
生物资产-流动资产	996	1,409	1,967	2,529	毛利	338	1,554	3,508	5,448
应收账款	156	422	656	882	销售费用	-283	-358	-584	-786
按金,预付款项及其它应收款项-流动资产	210	570	885	1,191	管理费用	-231	-268	-431	-580
应收关联方款项-流动资产	24	42	42	42	其他收入-经营	217	96	111	150
已抵押/有限制之银行存款-流动资产	23	40	40	40	其他收益及亏损	-122	0	0	0
货币资金	1,140	2,308	4,122	7,488	应占共同控制实体损益	-1	0	-5	-4
非流动资产	7,176	7,971	9,406	11,089	营业利润	-82	1,024	2,600	4,228
商誉	101	101	101	101	财务费用	-124	-178	-233	-389
固定资产-物业,厂房及设备	5,971	6,714	7,943	9,418	利润总额	-206	846	2,367	3,839
预付租金-非流动资产	208	208	208	208	所得税	-10	-42	-166	-269
无形资产	2	2	2	1	净利润	-217	804	2,201	3,570
于合营公司之权益	21	21	21	21	BPS (元)	-0.05	0.21	0.56	0.91
可供出售投资-非流动资产	399	399	399	399					
生物资产	468	521	728	936					
收购生物资产按金-非流动资产	0	0	0	0					
收购物业,厂房及设备所支付的按金	6	6	6	6					
资产总计	10,260	13,353	17,950	24,322					
流动负债	3,797	5,575	7,260	9,172	主要财务比率				
应付账款及应付票据	501	1,358	2,110	2,840	会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
应计费用,按金及其他应付款	700	700	700	700	成长性(%)				
短期借款	2,057	2,777	3,610	4,693	营业收入增长率	3.0%	24.8%	55.4%	34.6%
衍生金融负债	2	2	2	2	营业利润增长率	NA	NA	153.9%	62.6%
应付关联方贷款-流动负债	476	676	776	876	净利润增长率	NA	NA	173.8%	62.2%
应付关联方款项-流动负债	61	61	61	61					
附属公司少数股东贷款-流动负债	0	0	0	0	盈利能力(%)				
非流动负债	1,688	2,298	3,008	3,898	毛利率	4.7%	17.4%	25.2%	29.1%
长期借款	1,448	2,028	2,636	3,427	净利率	-3.0%	9.0%	15.8%	19.1%
来自关联公司的贷款-非流动负债	89	92	94	97	ROE	-4.4%	16.4%	44.9%	72.8%
递延收入-非流动负债	150	179	278	374					
负债合计	5,485	7,873	10,268	13,070	偿债能力(%)				
股本	1,669	1,669	1,669	1,669	资产负债率	53.5%	59.0%	57.2%	53.7%
储备	3,007	3,811	6,012	9,582	流动比率	0.81	0.97	1.18	1.44
少数股东权益	98	0	0	0	速动比率	0.67	0.86	1.06	1.33
股东权益合计	4,774	5,480	7,681	11,251					
负债及权益合计	10,260	13,353	17,949	24,321					
					营运能力(次)				
现金流量表					资产周转率	0.75	0.76	0.89	0.89
会计年度	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E	存货周转率	13.43	13.12	14.61	14.01
净利润	-217	804	2,201	3,570	每股资料(元)				
财务费用	124	178	233	389	每股收益	-0.05	0.21	0.56	0.91
权益性投资损益	-1	0	-5	-4	每股经营现金	0.01	0.25	0.53	0.94
折旧及摊销	195	290	348	417	每股净资产	1.22	1.40	1.97	2.88
营运流动资金减少(增加)	175	-309	-802	-802	估值比率(倍)				
长期经营性负债增加	7	29	99	96	PE	NA	10.68	3.90	2.41
其他非现金调整	-241	0	0	0	PB	1.80	1.57	1.12	0.76
经营活动产生现金流量	42	991	2,075	3,666					
投资活动产生现金流量	-1,955	-1,337	-1,580	-1,897					
融资活动产生现金流量	1,256	1,514	1,319	1,597					
现金净变动	-657	1,168	1,814	3,366					
现金的期初余额	1,185	1,140	2,308	4,122					
现金的期末余额	528	2,308	4,122	7,488					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。