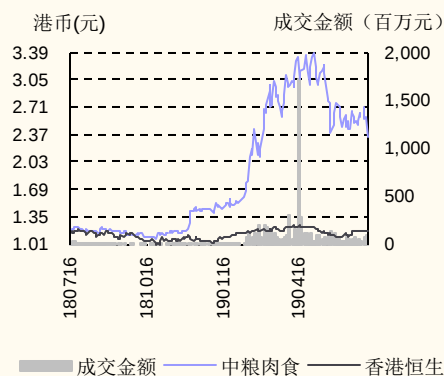


中粮肉食(01610.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市场数据(港币)

收盘价(元)	2.40
目标价(元)	3.00
流通港股(百万股)	3,902.00
总市值(百万元)	9,130.68
年内股价最高最低(元)	3.390/1.080
香港恒生指数	28331.69



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-29.73	58.11	98.31
相对香港恒生	-24.77	52.51	98.98

相关报告

1.《全产业链布局稳步扩张,猪周期反转有望推动量价齐升-中粮肉食深...》, 2019.4.16

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

出栏量稳步增长, 不过仍需防范利润风险点

公司基本情况

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	7168	9042	12078	13969
同比增长	3.0%	26.1%	33.6%	15.7%
母公司股东溢利(百万)	-628	511	1696	1570
同比增长	-4070.3%	181.5%	231.9%	-7.5%
毛利率	0.2%	1.8%	2.3%	1.5%
净利率	-9.0%	5.8%	14.5%	11.6%
每股收益	-0.16	0.13	0.43	0.40
每股经营现金流	0.00	0.09	0.19	0.07
市盈率(倍)	-13.1	16.1	4.8	5.2
市净率(倍)	1.8	1.6	1.2	1.0

事件概述:

- 中粮肉食于7月12日发布2019年2季度运营快报, 二季度公司生猪出栏量为63.8万头, 同比下降7.5%; 生鲜猪肉销量为4.2万吨, 同比下降13.4%; 生鲜猪肉中品牌收入占比为33.0%, 同比提升3.4pct。

业绩点评:

- 上半年生猪出栏量增长符合预期, 品牌生鲜发展速度加快。随着产能的不断扩张以及合作养殖的进一步推进, 上半年公司生猪出栏量有明显提升。据公司披露1、2季度经营数据, 上半年生猪出栏量同比增长15%至145.2万头。叠加生猪价格同比大幅增长, 预计上半年公司的养殖业务有较好增长。此外, 公司品牌生鲜加快发展速度, 1Q19生鲜猪肉业务中品牌收入占比30.5%, 二季度品牌生鲜占比仍在不断提升, 达到33.0%, 持续改善业务结构。尽管二季度生鲜猪肉销量同比有所下降, 但随着猪价上涨以及产品结构优化, 我们预计上半年生鲜猪肉业务仍可以实现中低个位数的增长。
- 猪瘟疫情扰动因素仍未消除, 需防范利润风险点。与2018年下半年相比, 目前我国猪瘟势头有所减缓, 但我们认为, 猪瘟有所减缓的背后是各大企业安全防控措施的加大投入以及因疫情防控而扑杀的大量生猪, 与之相对应的便是持续高涨的成本费用。我们认为, 尽管上半年经营数据较为符合市场预期甚至超过市场预期, 但利润端仍然不能排除受到猪瘟疫情的影响, 当前仍然需要防范利润风险点。
- 公司优势仍然十分显著, 长远来看公司发展依旧可观。虽需警惕利润风险, 但从经营数据不难看出, 公司业务稳健增长, 优势依然突出: 产能扩张+养殖模式驱动+猪价上涨, 生猪养殖业务稳步提升; 品牌生鲜加速发展, 赋予公司“养殖股”以外更强的品牌属性; 背靠中粮集团, 全产业链布局优势尽显。我们认为, 公司发展逻辑非常清晰, 未来发展依旧可观。

盈利预测:

- 我们下调全年出栏量, 同时在预计防疫成本加大的背景下调低公司净利润, 预计19-21年实现营业收入分别为90.4亿元(下调4%)/120.8亿元(下调9%)/139.7亿元(下调8%), 分别同比+26.1%/33.6%/15.7%; 归母净利润分别为5.1亿元(下调31%)/17.0亿元(下调11%)/15.7亿元(下调4%), 分别同比+181.5%/231.9%/-7.5%(21年受猪周期影响, 预计猪价会有所下降, 影响公司利润表现), 折合EPS分别为0.13元/0.43元/0.40元, 对应PE分别为16X/5X/5X, 给予“买入”评级。

风险提示:

- 疫情扰动风险/猪价上涨不达预期/产能扩张速度不达预期/食品安全问题

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	3298	3851	4869	6040	
现金及现金等价物	1140	1628	2416	3492	
交易用投资	-	-	-	-	
应收款项	180	296	339	396	
其他应收款	210	297	380	404	
存货	536	648	740	980	
非流动资产	6962	7657	8160	8355	
可供出售投资	-	-	-	-	
联营和共同控制实体的投资	21	20	20	19	
投资物业	-	-	-	-	
固定资产	5971	6664	7162	7351	
在建工程	-	-	-	-	
土地使用权	-	-	-	-	
无形资产	103	105	111	117	
总资产	10260	11507	13029	14395	
流动负债	3797	4518	4292	4039	
短期借款	2057	2596	1737	1093	
应付款项	1038	1182	1594	1845	
预收账款	-	-	-	-	
其他	703	740	960	1100	
非流动负债	1688	1688	1688	1688	
长期借款	1448	1448	1448	1448	
其他	240	240	240	240	
负债合计	5486	6206	5980	5727	
股本	1669	1669	1669	1669	
储备	3007	3007	3007	3007	
保留溢利	-	511	2207	3776	
非控制性股东权益	98	114	167	215	
总权益	4774	5301	7049	8667	
总负债和总权益	10260	11507	13029	14395	

综合现金流量表		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
除所得税后溢利	-636	-337	-315	-685	
折旧和摊销	300	514	590	649	
利息费用	60	76	60	31	
营运资本的变动	251	-143	32	47	
经营活动产生现金流量	-350	370	737	291	
资本性支出	-1044	-1209	-1095	-844	
投资、贷款于联营和共同控制实体	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-312	-345	969	1460	
借款变动	1205	539	-859	-644	
发行股份	-	-	-	-	
支付的股利和利息	-60	-76	-60	-31	
融资活动产生现金流量	617	463	-918	-675	
现金净变动	-45	488	788	1077	
现金的期初余额	1185	1140	1628	2416	
现金的期末余额	1140	1628	2416	3492	

来源：公司年报、国金证券研究所

综合收益表		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业额	7168	9042	12078	13969	
销售成本	7157	8879	11800	13760	
毛利	11	163	278	210	
销售、一般性和行政开支	514	624	833	964	
研究发展费用	-	-	-	-	
其他营业收入	-	-	-	-	
EBITDA	-499	1153	2484	2394	
折旧和摊销	13	514	590	649	
EBIT	-512	638	1894	1745	
融资收入净额	-124	-76	-60	-31	
分占联营和共同控制实体的溢利	-1	-1	-1	-1	
除所得税前溢利	-636	563	1834	1714	
所得税开支	10	36	86	96	
除所得税后溢利	-647	527	1748	1618	
非控制性股东应占溢利	-19	16	52	49	
股息	-	-	-	-	
母公司股东应占溢利	-628	511	1696	1570	
EPS	-0.16	0.13	0.43	0.40	

主要财务比率		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
成长性					
营业额增长率	3.0%	26.1%	33.6%	15.7%	
EBIT 增长率	-847.4%	224.7%	196.7%	-7.9%	
净利润增长率	-4070.3%	181.5%	231.9%	-7.5%	
盈利能力					
EBIT/营业额	-7.1%	7.1%	15.7%	12.5%	
EBITDA/营业额	-7.0%	12.7%	20.6%	17.1%	
毛利率	0.2%	1.8%	2.3%	1.5%	
净利率	-9.0%	5.8%	14.5%	11.6%	
ROE	-13.4%	9.9%	24.6%	18.6%	
偿债能力					
资产负债率	53.5%	53.9%	45.9%	39.8%	
流动比率	0.87	0.85	1.13	1.50	
速动比率	0.46	0.53	0.81	1.13	
营运能力					
资产周转率	0.70	0.79	0.93	0.97	
应收账款周转率	37.30	38.00	38.00	38.00	
应付账款周转率	7.87	8.15	8.70	8.12	
存货周转率	14.08	15.00	17.00	16.00	
每股资料					
每股收益	-0.16	0.13	0.43	0.40	
每股经营现金流	0.00	0.09	0.19	0.07	
每股净资产	1.20	1.33	1.76	2.17	
估值比率(倍)					
PE	-13.09	16.08	4.84	5.23	
PB	1.76	1.58	1.19	0.97	
EV/EBITDA	-17.01	10.73	4.66	4.58	

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH