兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

1610.HK 中粮肉食

一季度出栏量超预期，业绩弹性较大

审慎增持 (维持)

2019 年 4 月 13 日

事件点评

市场数据

日期	2019.04.12
收盘价（港元）	3.28
总股本（亿股）	39.02
流通股本（亿股）	39.02
总市值（亿港元）	128.00
流通市值(亿港元)	128.00
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

中粮肉食 (1610.HK)_旺季来临利好猪价，业绩向上空间大_20190327

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

limingyjy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

事件：

公司公布 2019 年一季度运营数据：一季度生猪出栏量为 81.4 万头，同比和环比分别增长 42.7%和 31.3%，超出预期。同时，一季度生鲜猪肉销量为 4.5 万吨，按年上升 6.1%。此外，生鲜猪肉业务中品牌收入占比 30.5%，上升 0.1 个百分点。

点评：

- **我们的观点：**一季度出栏量超出我们的预期，预计全年出栏量有望超过 300 万头。从价格来看，猪周期叠加非洲猪瘟将使得今年猪肉价格上行，预计年中由供给端下降驱动的涨价将较为强劲且持续时间较长，价格有望向上涨至 20 元/公斤，带动公司养殖业务量价齐升。从估值来看，公司的估值水平在业内仍处于低位，当前公司 2019E 和 2020E 头均市值分别为 4,740 元和 3,146 元，对比同行业的温氏、牧原、天邦和正邦 (头均市值分别为 6,925 元、10,143 元、6,118 元和 6,431 元，2019E)，仍有较大空间。从 PE 来看，公司目前股价对应 2019-2020 年 PE 分别为 13.6x 和 5x；PB 分别为 2.0x 和 1.4x，估值较为吸引。
- **公司一季度生猪出栏量 81.4 万头，同比和环比分别增长 42.7%和 31.3%，录得超预期表现。**在非洲猪瘟背景下，公司出栏节奏保持高增长，超出预期。2019 年第一季度实现生猪出栏量 81.4 万头，预期全年的出栏量有希望超过 300 万头。从盈利来看，期内集团育肥猪平均售价为 11.41 元/公斤。按出栏体重 110 公斤、造肉成本 12.5 元/公斤测算，预计一季度生猪养殖业务仍处于亏损状态。
- **预期二三季度猪价上行趋势明显，且持续性较强，养殖业务将逐渐录得利润，且利润增长弹性较大。**三月以来生猪价格上涨后稳定在 15 元/公斤附近。3 月 18 日农业农村部宣布，要求各地在 5 月 1 日前组织对生猪屠宰企业进行全面清理。这使得屠宰企业在生猪采购和屠宰加工上较为谨慎，叠加消费淡季，生猪采购量和价格受到一定压制，短期调整后将加速上行。产能方面，根据农业农村部数据，三月能繁母猪存栏同比减少 21.0%，环比减少 2.3%，行业产能持续去化，随着屠宰企业整顿工作的逐步完成，预计年中生猪价格将迎来第二轮加速上涨。
- **生鲜猪肉业务平稳发展。**生鲜猪肉分部实现销量 4.5 万吨，同比增长 6.1%，环比下降 13.4%。生鲜猪肉业务中品牌收入占比为 30.5%，同比小幅增加 0.1%。随着湖北和河北屠宰产能扩张计划的落实，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，降低业绩波动性。

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

报告正文

- **一季度生猪出栏量 81.4 万头，同比和环比分别增长 42.7%和 31.3%，录得超预期表现。**在非洲猪瘟背景下，公司出栏节奏保持高增长，超出预期。2019 年第一季度实现生猪出栏量 81.4 万头，预期全年的出栏量有希望超过 300 万头。从盈利来看，期内集团育肥猪平均售价为 11.41 元/公斤。按出栏体重 110 公斤、造肉成本 12.5 元/公斤测算，预计一季度生猪养殖业务仍处于亏损状态。

- **预期二三季度猪价上行趋势明显，且持续性较强，养殖业务将逐渐录得利润，且利润增长弹性较大。**三月以来生猪价格上涨后稳定在 15 元/公斤附近。3 月 18 日农业农村部宣布，要求各地在 5 月 1 日前组织对生猪屠宰企业进行全面清理。这使得屠宰企业在生猪采购和屠宰加工上较为谨慎，叠加消费淡季，生猪采购量和价格受到一定压制，短期调整后将加速上行。产能方面，根据农业农村部数据，三月能繁母猪存栏同比减少 21.0%，环比减少 2.3%，行业产能持续去化，随着屠宰企业整顿工作的逐步完成，预计年中生猪价格将迎来第二轮加速上涨。

图 1、公司分季度出栏量

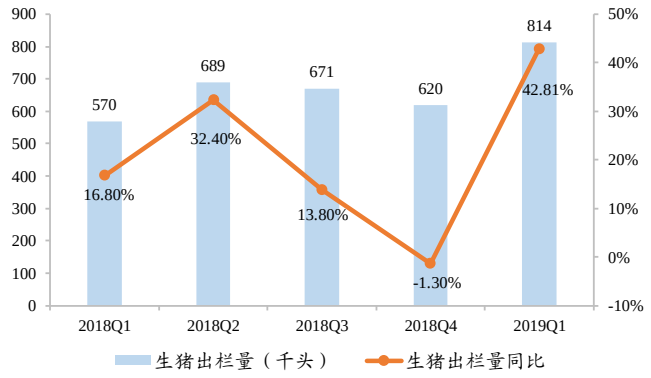
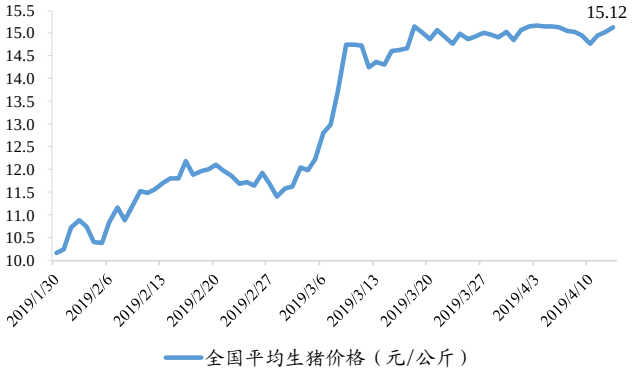


图 2、3 月中旬以来生猪价格稳定在 15 元/公斤附近



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

- **生鲜猪肉业务平稳发展。**生鲜猪肉分部实现销量 4.5 万吨，同比增长 6.1%。生鲜猪肉业务中品牌收入占比为 30.5%，同比小幅增加 0.1%。随着湖北和河北屠宰产能扩张计划的落实，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，降低业绩波动性。

- **我们的观点：**一季度出栏量超出我们预期，预计全年出栏量有望超过 300 万头。从价格来看，猪周期叠加非洲猪瘟将使得今年猪肉价格上行，预计年中由供给端下降驱动的涨价将较为强劲且持续时间较长，价格有望向上涨至 20 元/公斤，带动公司养殖业务量价齐升。从估值来看，公司的估值水平在业内仍处于低位，当前公司 2019E 和 2020E 头均市值分别为 4,740 元和 3,146 元，对比同行业的温氏、牧原、天邦和正邦（头均市值分别为 6,925 元、10,143

元、6,118 元和 6,431 元，2019E)，仍有较大空间。从 PE 来看，公司目前股价对应 2019-2020 年 PE 分别为 13.6x 和 5x；PB 分别为 2.0x 和 1.4x，估值较为吸引。

- **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。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
流动资产	3,084	5,382	8,543	13,233
存货	536	592	832	1,061
生物资产-流动资产	996	1,409	1,967	2,529
应收账款	156	422	656	882
按金，预付款项及其它应收款项-流动资产	210	570	885	1,191
应收关联方款项-流动资产	24	42	42	42
已抵押/有限制之银行存款-流动资产	23	40	40	40
货币资金	1,140	2,308	4,122	7,488
非流动资产	7,176	7,971	9,406	11,089
商誉	101	101	101	101
固定资产-物业，厂房及设备	5,971	6,714	7,943	9,418
预付租金-非流动资产	208	208	208	208
无形资产	2	2	2	1
于合营公司之权益	21	21	21	21
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
应付账款及应付票据	501	1,358	2,110	2,840
应计费用，按金及其他应付款	700	700	700	700
短期借款	2,057	2,777	3,610	4,693
衍生金融负债	2	2	2	2
应付关联方贷款-流动负债	476	676	776	876
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
非流动负债	1,688	2,298	3,008	3,898
长期借款	1,448	2,028	2,636	3,427
来自关联公司的贷款-非流动负债	89	92	94	97
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
股本	1,669	1,669	1,669	1,669
储备	3,007	3,811	6,012	9,582
少数股东权益	98	0	0	0
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

现金流量表

会计年度	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E
净利润	-217	804	2,201	3,570
财务费用	124	178	233	389
权益性投资损益	-1	0	-5	-4
折旧及摊销	195	290	348	417
营运流动资金减少（增加）	175	-309	-802	-802
长期经营性负债增加	7	29	99	96
其他非现金调整	-241	0	0	0
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

利润表 单位：百万元

会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入	7,168	8,950	13,904	18,709
营业成本-公允价值调整前	-6,831	-7,396	-10,396	-13,261
毛利	338	1,554	3,508	5,448
销售费用	-283	-358	-584	-786
管理费用	-231	-268	-431	-580
其他收入-经营	217	96	111	150
其他收益及亏损	-122	0	0	0
应占共同控制实体损益	-1	0	-5	-4
营业利润	-82	1,024	2,600	4,228
财务费用	-124	-178	-233	-389
利润总额	-206	846	2,367	3,839
所得税	-10	-42	-166	-269
净利润	-217	804	2,201	3,570
EPS（元）	-0.05	0.21	0.56	0.91

主要财务比率

会计年度	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.0%	24.8%	55.4%	34.6%
营业利润增长率	NA	NA	153.9%	62.6%
净利润增长率	NA	NA	173.8%	62.2%
盈利能力(%)				
毛利率	4.7%	17.4%	25.2%	29.1%
净利率	-3.0%	9.0%	15.8%	19.1%
ROE	-4.4%	16.4%	44.9%	72.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	53.5%	59.0%	57.2%	53.7%
流动比率	0.81	0.97	1.18	1.44
速动比率	0.67	0.86	1.06	1.33
营运能力(次)				
资产周转率	0.75	0.76	0.89	0.89
存货周转率	13.43	13.12	14.61	14.01
每股资料(元)				
每股收益	-0.05	0.21	0.56	0.91
每股经营现金	0.01	0.25	0.53	0.94
每股净资产	1.22	1.40	1.97	2.88
估值比率(倍)				
PE	NA	13.60	4.97	3.06
PB	2.29	2.00	1.42	0.97

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。