

# 【广发海外】中粮肉食(01610.HK)

一季度生猪出栏量 81 千头，生猪价格继续上涨

<b>公司评级</b>	<b>买入</b>
当前价格	3.33 元
合理价值	3.61 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-04-16

## 核心观点:

### ● 一季度生猪出栏量 81 千头，生鲜肉销量稳步增长

2019 年 4 月 12 日公司发布一季度运营快报：公司 2019 年 1 季度生猪出栏为 814 千头，同比增长 42.7%；生鲜猪肉销量 45 千吨，同比增长 6.1%；生鲜猪肉品牌业务占比 30.5%，同比增长 0.1 个百分点。

### ● 2019 年 3 月生猪滚动价格为 15.0 元/公斤，猪瘟疫情仍然持续

2019 年 1 季度中粮公司商品猪均价为 11.41 元/公斤，我们认为主要原因是公司北方养殖厂所在地区 1 月和 2 月猪价较低。2019 年 3 月行业生猪滚动均价为 15.0 元/公斤。4 月 11 日农村农业部消息，新疆维吾尔自治区喀什地区发生非洲猪瘟疫情，疫情扩散仍在持续。我们预计猪价上涨将持续，公司养殖收入将增加。

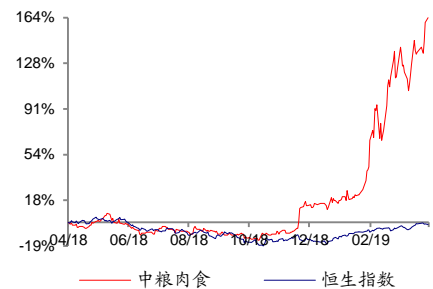
### ● 预计 2019-2021 年业绩分别为 0.18 元/股、0.34 元/股和 0.47 元/股

受益于猪价上行、公司产能扩张和生鲜猪肉产品结构改善，预计公司营业收入将会迎来快速增长。考虑到持续的猪瘟疫情，我们上调全年平均猪价，下调全年出栏量假设，相应调整 2019-2021 年的 EPS 预测为 0.18、0.34 和 0.47 人民币元每股。当前价格对应 2019-2021 年 PE 倍数为 16.01、8.33 和 5.97 倍，我们维持合理价值判断，即 3.61HKD 每股对应 2020 年 9 倍 PE，继续维持“买入”评级。

### ● 风险提示

猪瘟疫情存在不确定性；饲料成本大幅上涨；食品安全问题；合作养殖规模不及预期

## 相对市场表现



分析师:

刘峤



SAC 执证号: S0260519010006

SFC CE No. BLO687



020-8757-9850



liujiao@gf.com.cn

## 相关研究:

【广发海外】中粮肉食 2019-03-26

(01610.HK):业绩符合预期，猪价上涨将推动公司收入增长

【广发海外】中粮肉食 2019-03-21

(01610.HK):猪周期底部已现，全产业链布局助力持续发展

联系人: 罗捷 020-38880307

gfluojie@gf.com.cn

## 盈利预测 (单位人民币): 盈利转亏损不再计算增长率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,961	7,168	11,020	14,271	16,943
增长率(%)	5.2	3.0	53.7	29.5	18.7
EBITDA(百万元)	767	-82	1,127	1,831	2,371
净利润(百万元)	452	-198	684	1,314	1,834
增长率(%)	-	--	445.8	92.2	39.6
EPS(元/股)	0.12	-0.05	0.18	0.34	0.47
市盈率(P/E)	24.23	-55.35	16.01	8.33	5.97
市净率(P/B)	2.23	2.34	2.04	1.64	1.29
EV/EBITDA	16.32	--	12.18	7.24	5.16

数据来源: 2017-2018 年公司财务报表, 广发证券发展研究中心

由于猪瘟疫情持续，我们上调猪价假设，下调出栏量假设。具体调整参见下表。

表1：上次报告中粮肉食盈利预测核心假设

	2018E	2019E	2020E
出栏量，万头	250	350	400
其中内部销售出栏量，万头	100.5	110	150
<b>生猪养殖</b>			
出栏重量，kg	111	110	110
生猪价格，元/kg	11.9	13.5（北方猪价） 15.5（南方猪价）	18
分部业务收入，亿元	20.5	37.75	49.5
<b>生鲜猪肉</b>			
销售量，千吨	184	200	300
猪肉价格	14.84	19.00	21.00
分部业务收入，亿元	26.81	37.24	61.74
<b>肉制品</b>			
分部业务收入，亿元	4.02	4.90	6.53
<b>肉类进口</b>			
分部业务收入，亿元	21.50	23.91	25.50
<b>毛利率</b>	3.27%	12.52%	18.91%
<b>销售费用率</b>	4.11%	4.2%	5%
<b>管理费用率</b>	3.1%	3.2%	3.7%

数据来源：2016-2017 年公司年报、广发证券发展研究中心

注：北方包括内蒙、吉林、河北、天津；南方包括武汉、江苏。

表2：本次报告中粮肉食盈利预测核心假设

	2019E	2020E	2021E
出栏量，万头	330	400	420
其中内部销售出栏量，万头	110	150	150
<b>生猪养殖</b>			
出栏重量，kg	110	110	110
生猪价格，元/kg	15.5（北方猪价） 17.5（南方猪价）	18	20
分部业务收入，亿元	39.4	49.5	59.4
<b>生鲜猪肉</b>			
销售量，千吨	205.2	221.6	234.8
猪肉价格	19.02	25.2	28.00
分部业务收入，亿元	38.26	57.74	64.44
<b>肉制品</b>			
分部业务收入，亿元	4.95	6.60	8.25
<b>肉类进口</b>			
分部业务收入，亿元	28.58	34.30	41.16
<b>毛利率</b>	%	13.84	17.72
<b>销售费用率</b>	%	4.2	4.5
<b>管理费用率</b>	%	3.2	3.7

数据来源：2017-2018 年公司年报、广发证券发展研究中心，

注：北方包括内蒙、吉林、河北、天津；南方包括武汉、江苏。

表 1: 生猪出栏量和猪价对于养殖收入敏感性分析 (万头, 元、公斤、亿元)

亿元		出栏量(万头)						
		270	290	310	330	360	380	400
	12.4	33.45	35.93	38.41	40.89	44.60	47.08	49.56
	13.4	36.15	38.83	41.51	44.19	48.20	50.88	53.56
平均猪价: 元/KG	14.4	38.85	41.73	44.61	47.49	51.80	54.68	57.56
	15.4	41.55	44.63	47.71	50.79	55.40	58.48	61.56
	16.4	44.25	47.53	50.81	54.09	59.00	62.28	65.56
	17.4	46.95	50.43	53.91	57.39	62.60	66.08	69.56

数据来源: 广发证券发展研究中心

## 风险提示

### 1、猪瘟疫情存在不确定性

如果猪瘟在全国范围爆发,会导致猪价大幅波动,公司的养殖和生鲜肉业务将会受到影响。如果公司的养殖和屠宰厂发生猪瘟疫情,公司营业收入将大幅减少。

### 2、饲料成本大幅上涨

如果玉米和豆粕价格大幅上涨,公司的养殖成本将提高,影响公司毛利率。

### 3、食品安全问题

公司的产品发现猪瘟,将严重影响公司产品销售和业绩。

### 4、合作养殖规模不及预期

公司合作养殖的规模可能不及预期。如果规模不及预期,可能导致收入不及预期,从而冲击利润表

资产负债表						·现金流量表					
单位: 人民币百万元						单位: 人民币百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,215	3,084	2,990	3,432	3,865	<b>经营活动现金流</b>	586	42	970	1,635	1,947
货币资金	1,185	1,140	852	904	1,026	净利润	445	-647	696	1,351	1,870
应收及预付	397	389	540	719	873	折旧摊销	211	266	317	367	417
存货	481	536	689	852	977	营运资金变动	295	338	-174	-189	-411
其他流动资产	1,152	1,019	908	956	989	其它	-364	84	131	107	71
<b>非流动资产</b>	5,695	7,176	7,545	8,232	8,686	<b>投资活动现金流</b>	-522	-1,955	-686	-1,053	-870
长期股权投资	21	21	20	20	19	资本支出	-993	-1,358	-686	-1,053	-870
固定资产	4,833	5,833	6,516	7,150	7,735	投资变动	401	-709	0	0	0
在建工程	572	606	606	606	606	其他	69	112	0	0	0
无形资产	103	103	103	105	107	<b>筹资活动现金流</b>	-467	1,868	-572	-531	-954
其他长期资产	166	613	298	351	219	银行借款	-349	0	-440	-421	-884
<b>资产总计</b>	8,911	10,260	10,534	11,664	12,551	股权融资	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	2,794	3,797	3,377	3,155	2,172	其他	-118	1,868	-132	-109	-70
短期借款	1,714	2,533	2,092	1,671	787	<b>现金净增加额</b>	-403	-45	-288	52	122
应付及预收	433	501	593	787	923	<b>期初现金余额</b>	1,588	1,185	1,140	852	904
其他流动负债	647	764	692	697	462	<b>期末现金余额</b>	1,185	1,140	852	904	1,026
<b>非流动负债</b>	1,171	1,688	1,688	1,688	1,688						
长期借款	1,027	1,538	1,538	1,538	1,538						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	144	150	150	150	150						
<b>负债合计</b>	3,965	5,486	5,065	4,843	3,860						
股本	1,669	1,669	1,669	1,669	1,669						
资本公积	2,581	2,406	2,406	2,406	2,406						
留存收益	601	601	1,285	2,599	4,432						
归属母公司股东权益	4,901	4,676	5,359	6,673	8,506						
少数股东权益	44	98	111	148	185						
<b>负债和股东权益</b>	8,911	10,260	10,534	11,664	12,551						

利润表					
单位: 人民币百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	6,961	7,168	11,020	14,271	16,943
营业成本	5,881	6,831	9,495	11,742	13,462
其他收入及收益	10	217	124	126	75
销售费用	272	283	463	642	813
管理费用	230	231	353	528	762
财务费用	81	124	132	107	70
其他费用及亏损	6	122	-1	-1	1
投资净收益	-1	-1	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	500	-206	703	1,379	1,908
所得税	3	10	7	28	38
净利润	445	-217	696	1,351	1,871
少数股东损益	-7	-13	12	37	38
<b>归属母公司净利润</b>	452	-204	684	1,314	1,834
EBITDA	767	322	1,127	1,831	2,371
EPS (元)	0.12	-0.05	0.18	0.34	0.47

## 主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	5.2%	3.0%	53.7%	29.5%	18.7%
归属母公司净利润	212.8%	-139.3%	445.8%	92.2%	39.6%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	15.5%	4.7%	13.8%	17.7%	20.5%
净利率	7.1%	-3.0%	6.3%	9.5%	11.0%
ROE	10.3%	-4.2%	12.8%	19.7%	21.6%
ROIC	17.9%	-2.2%	19.5%	31.5%	38.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.5%	53.5%	48.1%	41.5%	30.8%
净负债比率	31.6%	61.4%	50.8%	33.8%	14.9%
流动比率	1.15	0.81	0.89	1.09	1.78
速动比率	0.98	0.67	0.68	0.82	1.33
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.81	0.75	1.06	1.29	1.40
应收账款周转率	36.33	37.15	40.56	39.67	38.83
存货周转率	13.22	13.43	13.77	13.77	13.77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.13	-0.05	0.18	0.34	0.47
每股经营现金流	0.15	0.01	0.25	0.42	0.50
每股净资产	1.26	1.20	1.37	1.71	2.18
<b>估值比率</b>					
P/E	21.7	-55.4	16.01	8.33	5.97
P/B	2.2	2.34	2.04	1.64	1.29
EV/EBITDA	21.5	-169.1	12.18	7.24	5.16

## 广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘峻：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。