

## 业务全产业链覆盖， 受益猪价拐点周期

### 事件

1月15日，公司发布2018年4季度运营快报。

2018年Q1/Q2/Q3/Q4公司生猪出栏量分别为57.0/68.9/67.1/62.0万头，同比增速分别为16.8%/32.4%/13.8%/-1.3%。

2018年4季度公司商品猪均价为11.43元/公斤。

### 我们的分析与判断

#### 中粮旗下，业务全产业链覆盖

公司为中粮旗下的肉类业务平台，并于2016年11月在联交所主板上市。

公司主要业务包括饲料生产、生猪养殖及屠宰分割、生鲜猪肉及肉制品生产、经销与销售，以及肉类产品（包括猪肉、牛肉、禽肉及羊肉）进口分销。

分业务来看，

生猪养殖包括饲料生产、种猪繁育及生猪饲养业务，公司在吉林、内蒙、天津、河北、江苏、湖北等省市建有现代化生猪养殖基地及配套饲料厂。

生鲜猪肉包括生猪屠宰分割、生鲜猪肉的经销及销售，产品主要为冷鲜猪肉。公司在江苏、湖北拥有两座屠宰加工基地，大力开展品牌化运作，通过“家佳康”品牌覆盖上海及长三角、北京、武汉等主要城市及地区的猪肉消费市场。

肉制品包括各类肉制品（主要为西式低温肉制品）的生产、经销及销售，公司在江苏、湖北、广东拥有3座现代化肉制品加工基地，通过“家佳康”、“万威客”两大品牌覆盖国内主要一线城市的肉制品消费市场。

肉类进口包括进口肉类产品（包括猪肉、牛肉、禽肉及羊肉）及副产品，并于国内分销。

#### 生猪养殖跟随周期波动，肉制品、进口业务快速增长

2018年上半年，公司实现营业收入32.64亿元（RMB，下同），

## 中粮肉食(1610.HK)

首次评级

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

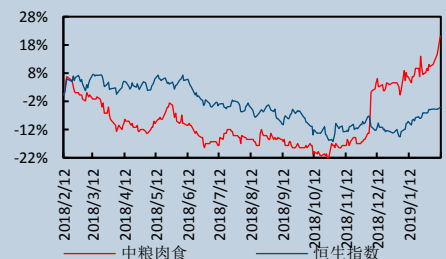
010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

发布日期：2019年2月12日

当前股价：1.45元

### 股价表现



### 相关研究报告

18.09.28 农林牧渔行业深度：猪价底部，期待拐点

较上年同期小幅下降 1.1%。其中，

生猪养殖收入 14.98 亿元，同比下降 7.9%，占比 45.89%，实现业绩-1.03 亿元，同比下降 130.2%；生猪出栏量为 125.9 万头，商品猪出栏体重 109.5 公斤；据公司经营快报，2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司生猪出栏量分别为 57.0/68.9/67.1/62.0 万头，同比增速分别为 16.8%/32.4%/13.8%/-1.3%。公司商品猪均价为 11.83/10.38/12.71/11.43 元/公斤。

生鲜猪肉收入 12.96 亿元，同比下降 6.3%，占比 39.71%，实现业绩 0.65 亿元，同比增长 42.5%；生鲜猪肉销量 9.1 万吨，其中品牌猪肉销量 2 万吨。

肉制品收入 1.75 亿元，同比增长 6.2%，占比 5.36%，实现业绩 0.89 亿元。

肉类进口收入 9.59 亿元，同比增长 10.9%，占比 29.38%，实现业绩 0.31 亿元。

### 完善产能布局，优化渠道结构

对于生猪养殖业务，公司在行情下行期加速布局，战略性储备产能，提升规模效益。截至 2018 年 6 月末，公司已经形成饲料产能 90 万吨，饲料自给率已经提升至 45.3%，2018 年下半年东台新饲料厂将实现量产，饲料自给率将进一步提高。

对于公司生鲜猪肉业务，湖北武汉 50 万头工厂已经连续 6 年满产，2018 年上半年公司在湖北黄冈市选址并与政府签署协议，计划下半年开工建设年屠宰产能 100 万头的新厂，全面覆盖华中市场，华北扩产方案也在筹备过程中。

肉制品业务方面，2018 年上半年广东鹤山工厂完成搬迁后续工作，江苏东台新工厂正式投产，聚焦进口牛肉深加工业务及餐饮服务。公司产能布局完善的同时为肉制品渠道转型奠定良好基础，2018 年上半年公司餐饮渠道销量同比增长 107%。

### 非洲猪瘟疫情催化叠加猪周期，猪价触底反转可期

2018 年国内生猪价格表现为触底回升的走势，年初至 5 月份持续下跌，由年初 15 元/公斤左右最低跌至 10.01 元/公斤，下半年由于非洲猪瘟疫情的发生，禁运政策使得国内主产区与主销区生猪价格走势分化，主产区由于供给大幅增加，价格持续低迷，主销区由于供给紧张，价格不断上涨，进而拉动全国均价上升。2019 年 1 月开始，随着国内疫情省份不断解封，调运量逐渐加大，产区价格表现稳定，销区由于供给增加价格不断回落。

展望后市，我们认为 2018Q4 由于生猪疫情导致农户补栏减少客观存在，当前能繁母猪、仔猪价格仍不断下跌，进一步反应当前养殖户补栏积极性较低，我们认为目前北方猪价稳定，南方高价区经过前期下跌调整后，跌幅与下跌范围均在减小，虽然春节之后是传统淡季，但是当前生猪生产形势依然严峻，母猪生产绩效下降，生猪交易重量下降，中大猪存栏快速下滑，猪价触底反转可期。

### 投资建议：

基于图表 1 假设条件，我们预计 2018-2019 年公司营业收入分别为 74.34 亿元和 87.92 亿元（RMB），同比增长分别为 6.80%和 18.28%；净利润分别为 0.49 亿元和 4.28 亿元（假设 2018 年生物性资产减值损失 1 亿元），同比增长分别为-89.15%和 773.47%，EPS 分别为 0.01 元/股和 0.11 元/股，公司现价 1.45 元/股，对应的 P/E 分别为 115.5x 和 13.2x。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示：

生猪价格波动风险；疫情大幅扩散风险。

**图表 1：中粮肉食估值假设（单位：百万元 RMB）**

	2016A	2017A	2018E	2019E
营业总收入	6616.07	6960.57	7434.00	8792.70
同比(%)	30.86	5.21	6.80	18.28
净利润	951.91	451.63	49	428
同比(%)	530.81	-52.56	-89.15	773.47
EPS	0.24	0.12	0.01	0.11
PE	5.9	12.5	115.5	13.2
<b>生猪养殖</b>				
收入	3150	3293	3060	4200
同比(%)		4.54	-7.08	37.25
业绩	1010	554	-50	300
同比(%)		-45.15	-109.03	700.00
出栏量(万头)	171	223	255	300
销售均价(元/头)	1840	1479	1200	1400
<b>生鲜猪肉</b>				
收入	2738	2914	2332.8	2449.44
同比(%)		6.43	-19.95	5.00
<b>肉制品</b>				
收入	336	350	315	330.75
同比(%)		4.17	-10.00	5.00
<b>肉类进口</b>				
收入	2034	1916	1726.2	1812.51
同比(%)		-5.80	-9.91	5.00

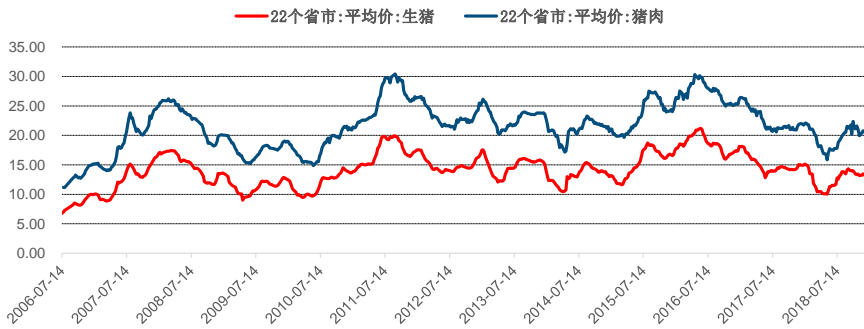
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

**图表 2：中粮肉食主要财务数据**

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018H1
主营业务收入(亿元 RMB)	37.47	50.56	66.16	69.61	32.64
同比(%)	0.28	34.94	30.86	5.21	-1.05
归母净利润(亿元 RMB)	-3.85	1.51	9.52	4.52	-2.43
同比(%)	-59.32	139.18	530.81	-52.56	-207.39
销售毛利率(%)	3.20	2.33	0.73	0.84	0.99
销售净利率(%)	-10.97	2.98	14.39	6.39	-7.61
净资产收益率(%) (摊薄)	-16.56	5.71	21.46	9.21	-4.85
销售费用率(%)	5.20	4.42	3.99	3.91	4.06
管理费用率(%)	4.65	3.53	2.78	3.31	2.83
财务费用率(%)	3.67	2.64	1.67	1.16	1.80
费用率合计(%)	13.53	10.59	8.44	8.38	8.69

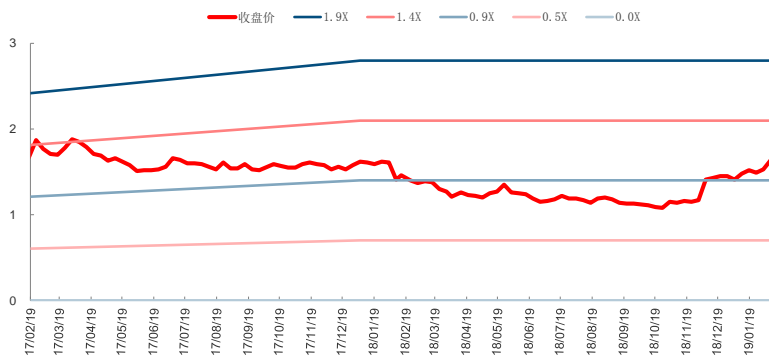
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3：国内 22 省市生猪及猪肉均价（元/公斤）



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 4：中粮肉食 PB Band



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**花小伟：**中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

**孙金琦：**金融硕士，3 年行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

## 报告贡献人

**王泽选：**中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859