

买入

2021年5月12日

出栏预期加速兑现，以量补价逻辑清晰

- 公司发布 2020 财年年度以及 2021 财年一季度业绩：**公司 2020 年实现营业收入 562.77 亿元，同比增长 178.31%，归母净利润 274.51 亿元，同比增长 348.97%；2021Q1 实现营业收入 201.52 亿元，同比增长 149.72%，归母净利润 69.63 亿元，同比增长 68.54%。
- 出栏大幅增加，盈利能力一枝独秀：**2020 年公司销售生猪 1811.5 万头，同比增长 76.67%，其中销售商品猪 1152.4 万头，仔猪 594.8 万头，种猪 64.3 万头；2021 年 1 季度，公司共销售生猪 772 万头，同比增长 201%。自 2020 年 7 月初猪价到达历史高点后回落以来，以量补价便成为了公司业绩提升的主要推力，横向对比同行业公司，公司同期出栏量大幅领先，优势显著；盈利能力与成本方面，公司 21Q1 头均盈利下降至约 900 元/头，虽较 2020 年全年头均盈利水平有所下降，但仍处于行业内独一档的优势地位，受 20 年底以来非瘟疫情复发及饲料上涨影响，我们估算公司 21Q1 完全成本较去年 Q4 大致上升 5 毛，增加至 16 元/kg 左右，而业内其他需外购育肥产能的成本中枢均高于 20 元/kg。
- 资本开支继续超预期，出栏量仍大有可期：**公司 2020 年全年完成资本开支 460.7 亿元，超过我们上期预测的上限值 450 亿元，同时 21Q1 末公司固定资产为 702 亿，较 20 年末增加 116.7 亿。在建工程增加至 160 亿，较 20 年末增加 11.8 亿，可见公司新增产能建设依旧如火如荼。我们预计公司固定资产规模到 21 年底将超过 900 亿元，届时公司生猪产能将轻松超过 7000 万头，奠定了公司未来生猪出栏高增长的基础，我们预计公司 21/22 年生猪出栏量增速都将超越 20 年 77% 的同比增长幅度。
- 成长性大于周期性的结论已经得到证明：**从公司 21Q1 季报可看出，此轮猪价周期最高点并非公司盈利能力的最高点，结合刚刚过去的冬季行业所经历的由各种疫情所带来的产能出清，我们认为今年下半年的猪价反弹空间较大，因此预测公司 21 年全年商品猪销售均价为 27 元/kg，结合公司出栏量的持续高速增长，在此轮超级猪周期进入下半场的情况下公司业绩成长性大于周期性的特质也将进一步显露。
- 维持目标价 150 元，维持买入评级：**我们认为公司再次证明了其在养殖成本上的竞争优势且同时辅以高速扩张，但受行业内疫情反复已经饲料价格大幅上涨影响，其完全成本将有所上调，因此我们调整公司 2021-2023 年盈利预期，预计公司 2021-2023 年的收入分别为 1201.2 亿/1837.5 亿/2499.9 亿元，归属于母公司的净利润分别为 463.0 亿/402.2 亿/470.1 亿元。维持公司未来 12 个月目标价格 150.0 元，较目前价格有 49.7% 的上涨空间，为 2021 年每股预测收益 12 倍市盈率，维持买入评级。

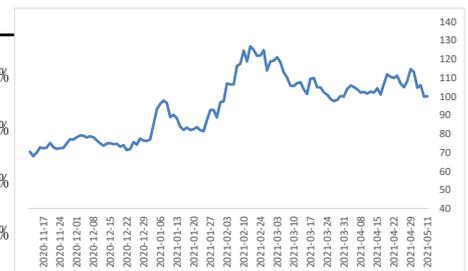
黄海慈
+852-2532-1539
Tom.Huang@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	畜牧
股价	100.17 元
目标价	150.0 元 (+49.7%)
股票代码	002714.SZ
已发行股本	25.36 亿股
市值	3765.72 亿元
52 周高/低	131.00/65.18 元
每股净资产	14.92 元
主要股东	秦英林 (39.64%)

盈利摘要

截止12月31日	2019年实际	2020年实际	2021年预测	2022年预测	2023年预测
收入 (百万人民币)	20221.3	56277.1	120123.7	183745.4	249992.0
变动 (%)	51.0%	178.3%	113.5%	53.0%	36.1%
毛利润 (百万人民币)	7270.2	34148.6	59498.1	56873.2	68747.6
变动 (%)	453.2%	369.7%	74.2%	-4.4%	20.9%
归母净利润 (百万人民币)	6114.4	27451.4	46295.5	40220.5	47012.9
变动 (%)	1075.4%	349.0%	68.6%	-13.1%	16.9%
EPS (元/股)	2.8	7.3	12.3	10.7	12.5
变动 (%)	1011.7%	163.3%	68.6%	-13.1%	16.9%
市盈率@100.17元 (倍)	36.12	13.72	8.13	9.36	8.01
每股股息 (元)	0.40	0.91	1.85	1.49	1.73
现金股利分配率 (%)	14.5%	12.4%	15.0%	14.0%	13.8%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：Wind

附录 1: 主要财务报表

损益表					财务分析						
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	
收入	20,221.3	56,277.1	120,123.7	183,745.4	249,992.0	盈利能力					
销售成本	(12,951.1)	(22,128.4)	(60,625.6)	(126,872.2)	(181,244.3)	毛利率 (%)	60.7%	49.5%	31.0%	27.5%	
毛利	7,270.2	34,148.6	59,498.1	56,873.2	68,747.6	EBITDA 利率 (%)	60.1%	49.3%	30.2%	26.2%	
行政及分销开支	(913.6)	(3,859.5)	(6,486.2)	(10,274.8)	(14,874.1)	净利率 (%)	48.8%	38.5%	21.9%	18.8%	
其他营运收入/(成本)	4.5	(51.4)	10.0	10.0	10.0	营运表现					
EBITDA	8,007.2	33,835.0	59,185.4	55,554.6	65,408.1	SG&A/收入 (%)	4.5%	6.9%	5.4%	5.6%	
折旧	(1,667.0)	(3,579.1)	(6,309.8)	(9,154.5)	(11,796.9)	实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
摊销	(11.1)	(17.4)	(19.2)	(19.2)	(19.2)	固定资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	
财务收入	560.0	923.0	1,736.3	2,079.2	1,845.9	库存周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	
财务开支	(42.0)	(250.0)	(96.1)	(192.3)	(263.7)	应付账款周转率	2.4	3.4	3.4	3.4	
税前盈利	6,319.4	30,372.5	51,226.0	44,504.0	52,019.7	应收账款周转率	854.1	741.8	1251.3	1193.0	
所得税	17.1	2.3	0.0	0.0	0.0	财务状况					
少数股东应占利润	(222.1)	(2,923.3)	(4,930.5)	(4,283.5)	(5,006.9)	权益负债率	40.0%	46.1%	44.6%	50.7%	
归母净利润	6,114.4	27,451.4	46,295.5	40,220.5	47,012.9	收入/总资产	0.4	0.5	0.6	0.7	
增长						ROA	11.6%	22.4%	23.4%	13.4%	
总收入 (%)	178.3%	113.5%	53.0%	36.1%	25.0%	ROE	26.5%	54.5%	51.6%	32.3%	
EBITDA (%)	315.2%	322.6%	74.9%	-6.1%	17.7%						
净利润 (%)	1075.4%	349.0%	68.6%	-13.1%	16.9%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	
现金	10,933.2	14,593.6	40,342.1	69,567.9	81,144.4	税前盈利	6,319.4	30,372.5	51,226.0	44,504.0	
应收账款	23.7	75.9	96.0	154.0	210.1	折旧及摊销	1,678.1	3,596.5	6,329.0	9,173.7	
存货	7,166.2	21,179.2	31,439.8	70,208.3	103,456.8	营运资金变化	1,133.6	(7,306.9)	4,176.2	15,651.8	
其他流动资产	1,469.3	3,097.8	8,641.9	12,228.1	16,127.6	其他	17.1	2.3	(739.4)	(598.0)	
总流动资产	19,592.3	38,946.5	80,519.7	152,158.4	200,938.9	营运现金流	9,148.2	26,664.4	60,991.8	68,731.4	
固定资产	18,864.2	58,530.5	95,187.5	128,406.4	153,508.3	资本开支	(13,120.6)	(46,070.8)	(40,000.0)	(40,000.0)	
无形资产	431.8	768.0	748.8	729.6	710.4	其他投资活动	(19.8)	(30.4)	0.0	0.0	
其他	5,246.0	9,363.6	9,363.6	9,363.6	9,363.6	投资活动现金流	(13,140.4)	(46,101.2)	(40,000.0)	(40,000.0)	
总资产	52,886.6	122,627.3	197,871.3	300,336.1	372,300.5	负债变化	(1,399.9)	21,065.9	11,701.0	6,110.6	
短期负债	5,566.3	19,384.4	31,085.3	37,195.9	18,969.8	股本变化	14,031.4	5,641.9	0.0	0.0	
应付账款、应付票据	8,457.4	16,566.2	24,950.1	60,776.7	87,964.0	股息	(883.8)	(3,413.8)	(6,944.3)	(5,616.1)	
其他	4,145.4	7,592.8	19,209.8	41,447.8	59,609.8	其他融资活动	399.5	(196.8)	0.0	0.0	
总短期负债	18,169.1	43,543.4	75,245.3	139,420.4	166,543.6	融资活动现金流	12,147.2	23,097.2	4,756.7	494.4	
长期银行贷款	1,116.7	10,337.9	10,337.9	10,337.9	10,337.9	现金变化	8,154.9	3,660.4	25,748.5	29,225.8	
其他负债	99.3	1,047.6	1,047.6	1,047.6	1,047.6	期初持有现金	2,778.3	10,933.2	14,593.6	40,342.1	
总负债	21,175.0	56,522.0	88,223.9	152,399.0	179,522.2	期末持有现金	10933.2	14593.6	40342.1	69567.9	
股东权益	52,886.6	122,627.3	197,871.3	300,336.1	372,300.5						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。