

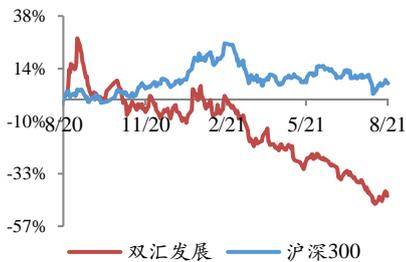
猪价快速下行影响业绩，展望下半年盈利回正

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-13

收盘价(元)	27.24
近12个月最高/最低(元)	61.49/25.54
总股本(百万股)	3,465
流通股本(百万股)	1,489
流通股比例(%)	42.97
总市值(亿元)	944
流通市值(亿元)	406

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

分析师：王萌

执业证书号：S0010521020001

电话：13919804701

邮箱：wangmeng@hazq.com

相关报告

1. 肉制品业务打开成长空间，屠宰业务迎来行业变局 2021-05-06

主要观点：

● 事件：

公司发布2021年中报，实现营业总收入349.10亿元，同比减少4.02%；归母净利润25.37亿元，同比减少16.57%。其中，2021Q2实现营业收入165.92亿元，同比减少11.66%；归母净利润10.96亿元，同比减少30.47%。

● 收入受猪价下降影响，利润主要受进口肉和国产冻品肉盈利下降影响：

公司H1收入下降4.02%主要是受猪价、肉价下降较大的影响；利润下降16.57%主要原因是2020年同期低成本冻品盈利基数较高、中外价差收窄进口肉盈利下降、员工及市场费用的投入增加。Q2收入下降11.66%，主要是Q2猪价降幅较大导致；利润下降30.47%，主要受（1）上年同期疫情支持政策较多；（2）上年同期有股权转让收益；（3）Q2国产和进口肉计提减值；（4）员工薪酬增加；（5）市场费用增加。剔除上述影响后，Q2利润下降在10%以内，主要受进口肉和国产冻品肉盈利下降，以及Q2肉制品销售规模下降等因素影响。

● 肉制品端销量基本持平，利润受费用影响下滑：

肉制品端，H1实现营收136.57亿元，同比减少2.45%，实现毛利率28.46%。实现销量77.32万吨（+0.02%），吨利3409元（-10.16%）。销量基本持平，利润方面虽猪肉原材料价格下降，但其他原材料成本、员工薪酬及营销开支增加而有所下降。单Q2肉制品业务实现营收65.07亿元，同降11.56%，实现销量37.85万吨（-8.8%），吨利3168元（-16.84%）。

● 屠宰端生猪屠宰量大幅上升，利润明显下滑：

屠宰端，H1实现营收209.91亿元，同比减少12.19%，实现毛利率6.75%。屠宰头数503.7万头（+53.8%），头利46.03元（-78.6%）。生猪屠宰量大幅上升主要是供应从非洲猪瘟导致的低位逐步恢复以及猪肉下跌拉动消费者需求恢复，尽管生猪价格下行对屠宰增量有利，但由于库存减值影响，以及库存肉、进口肉贡献较上年同期减少，利润出现明显下滑。单Q2屠宰业务实现营收100.50亿元，同降18.0%，屠宰头数224万头（+39%），头利-23.70元（-113%）。

● 展望下半年盈利回正，长期破局可期：

展望下半年，预计Q3肉制品产销量同比维持稳定，屠宰端产销量大幅提升，整体利润降幅收窄；Q4产销规模增长，整体利润恢复正增长。2022年预计屠宰业务将保持大幅增长，肉制品销量个位数增长，整体实现双位数利润增速。长期来看，公司在肉制品端加强新品研发与推广，持续推动产品结构升级；屠宰端受益上下游产业链变革带来的行业规模化，公司龙头优势凸显，发展空间广阔。

● 盈利预测与估值：

下调公司2021~2023年归母净利润55.46/61.01/66.20亿元(前值64.96/71.54/78.49亿元)，同比增长-11.3%/10.0%/8.5%，对应EPS为1.60/1.76/1.91元。当前股价对应2021~2032年的PE为17/15/14倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

肉制品业务发展不及预期，原材料价格波动，食品安全风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73935	76269	79626	84033
收入同比 (%)	22.5%	3.2%	4.4%	5.5%
归属母公司净利润	6256	5546	6101	6620
净利润同比 (%)	15.0%	-11.3%	10.0%	8.5%
毛利率 (%)	17.3%	16.1%	16.7%	16.8%
ROE (%)	26.3%	22.1%	22.6%	22.5%
每股收益 (元)	1.86	1.60	1.76	1.91
P/E	26.00	17.02	15.47	14.26
P/B	6.84	3.76	3.50	3.21
EV/EBITDA	16.86	11.67	10.68	9.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	22074	19142	18448	21027	
现金	8486	7377	7833	10650	
应收账款	236	194	203	214	
其他应收款	55	73	83	77	
预付账款	245	278	285	291	
存货	6378	5259	6021	6568	
其他流动资产	6674	5961	4024	3228	
非流动资产	12630	15238	18572	19491	
长期投资	262	262	262	262	
固定资产	10304	11112	14367	13695	
无形资产	1027	977	947	937	
其他非流动资产	1038	2888	2997	4597	
资产总计	34704	34380	37021	40518	
流动负债	9995	8212	8802	9690	
短期借款	2383	2500	2800	3000	
应付账款	1708	2103	2336	2786	
其他流动负债	5904	3609	3666	3904	
非流动负债	576	575	574	573	
长期借款	15	14	13	12	
其他非流动负债	561	561	561	561	
负债合计	10571	8788	9377	10263	
少数股东权益	370	489	645	841	
股本	3465	3465	3465	3465	
资本公积	8072	8072	8072	8072	
留存收益	12226	13567	15462	17876	
归属母公司股东权	23763	25104	26999	29413	
负债和股东权益	34704	34380	37021	40518	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	8822	5466	6185	7341	
净利润	6256	5546	6101	6620	
折旧摊销	980	850	810	770	
财务费用	99	95	103	112	
投资损失	-394	-248	-223	-197	
营运资金变动	829	-1084	-778	-149	
其他经营现金流	6478	6937	7051	6954	
投资活动现金流	-3652	-2391	-1720	-405	
资本支出	-1137	-3431	-3907	-1425	
长期投资	-2730	742	1941	800	
其他投资现金流	215	298	247	220	
筹资活动现金流	-188	-4186	-4012	-4121	
短期借款	-895	117	300	200	
长期借款	-1	-1	-1	-1	
普通股增加	145	0	0	0	
资本公积增加	6822	0	0	0	
其他筹资现金流	-6260	-4303	-4311	-4320	
现金净增加额	4984	-1109	455	2817	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	73935	76269	79626	84033	
营业成本	61141	64000	66300	69900	
营业税金及附加	341	381	398	420	
销售费用	2661	3394	3583	3613	
管理费用	1392	1564	1672	1765	
财务费用	33	45	57	57	
资产减值损失	-839	-477	-288	-287	
公允价值变动收益	5	-50	-24	-23	
投资净收益	394	248	223	197	
营业利润	8004	6815	7591	8201	
营业外收入	31	270	281	311	
营业外支出	62	39	40	44	
利润总额	7973	7047	7832	8467	
所得税	1603	1381	1574	1651	
净利润	6370	5665	6258	6816	
少数股东损益	114	119	156	196	
归属母公司净利润	6256	5546	6101	6620	
EBITDA	9285	7668	8366	8981	
EPS (元)	1.86	1.60	1.76	1.91	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	22.5%	3.2%	4.4%	5.5%
营业利润	16.8%	-14.8%	11.4%	8.0%
归属于母公司净利	15.0%	-11.3%	10.0%	8.5%
获利能力				
毛利率 (%)	17.3%	16.1%	16.7%	16.8%
净利率 (%)	8.5%	7.3%	7.7%	7.9%
ROE (%)	26.3%	22.1%	22.6%	22.5%
ROIC (%)	25.0%	19.5%	19.8%	19.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.5%	25.6%	25.3%	25.3%
净负债比率 (%)	43.8%	34.3%	33.9%	33.9%
流动比率	2.21	2.33	2.10	2.17
速动比率	1.55	1.66	1.38	1.46
营运能力				
总资产周转率	2.13	2.22	2.15	2.07
应收账款周转率	313.41	392.47	392.47	392.47
应付账款周转率	35.79	30.43	28.38	25.09
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	1.60	1.76	1.91
每股经营现金流薄)	2.55	1.58	1.79	2.12
每股净资产	6.86	7.25	7.79	8.49
估值比率				
P/E	26.00	17.02	15.47	14.26
P/B	6.84	3.76	3.50	3.21
EV/EBITDA	16.86	11.67	10.68	9.66

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

分析师: 文献, 华安证券食品饮料首席分析师, 十二年食品饮料研究经验。

分析师: 王萌, 华安证券食品饮料分析师, 伦敦大学学院商业经济学硕士, 四年卖方研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。