

成本管控出栏稳增, 行业低景气仍盈利

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年上半年实现营业收入52.8亿元, 同比增长58.4%, 归母净利润为-2.8亿元, 同比减少0.64%, 扣非后归母净利润为-3亿元, 同比增长10.2%。
- 报告期内各板块保持稳定发展, 利润波动主要系养殖行业周期影响。** 公司在综合考虑原材料采购成本上升、禽类及生猪市场景气度低等因素后, 依会计准则对存栏消耗性生物资产全面测算, 合理计提减值准备4亿元, 加回后整体仍为盈利状态, 在行业低迷时公司表现出了较强的成本管控和出栏增长能力。公司养鸡产业区域扩张战略顺利推进, 加大对西南、华南、华中地区的开发力度, 持续释放产能, 报告期内销售肉鸡1.7亿羽, 同比增长24.6%, 商品鸡销售收入45.2亿元, 同比增长53.7%。生猪养殖方面, 公司推进中长期发展规划, 调整建设进度, 常州新北孟河、武进遥观楼房养猪项目完工投产, 报告期内销售生猪14.8万头, 同比上升357.5%, 实现销售收入4.1亿元, 同比上升240.9%, 受生猪价格下行的影响, 养猪板块毛利率较去年同期下降约11个百分点。
- 公司潜心钻研精进养殖业务, 同时顺应市场行情, 结合实际情况进行长远布局, 追求稳健发展。** 需求端来看, 随着新冠疫情得到有效控制, 家庭消费的刚性以及餐饮业的恢复使得黄鸡需求迅速恢复。从供给端看, 2020年初为防控新冠疫情, 鸡苗的获取难度加大, 商品代成鸡无法运输, 一季度供应量减少, 但二季度有所回升。养殖成本居高不下, 公司从多角度把控成本: 1) 紧盯大宗商品价格变化, 通过积极参与政府储备粮拍卖的方式, 降低价格; 2) 针对不同品种、不同生长阶段的商品鸡, 构建差异化饲料配方一体化管理体系; 3) 借助高校、科研院所的力量, 利用自身种源优势, 通过培育更高效的品种, 降低成本。生猪业务公司仍将持续发展, 提升存栏母猪性能, 淘汰部分低效母猪, 从而缓解下行周期带来的不利影响。
- 公司将发行20亿元可转债, 扩张产能的同时开拓冰鲜业务。** 发行公司可转债所募集的20亿元资金将会有4.6亿投入到屠宰类项目建设中, 8.8亿将投入到养鸡类项目建设中, 主要包含有徐州、湘潭、安顺等年出栏3500万羽的一体化养鸡项目以及饲料厂、孵化场等。除禽类养殖外, 现有生猪养殖项目完成后也将带来30万头的产能扩张, 长期来看生猪养殖拥有宿迁等计划最终产能分别为100万头的养殖场规划, 皆表明未来公司计划持续扩产。在政府计划逐步关闭活禽市场的背景下, 积极开拓冰鲜业务, 打开未来发展局面。相较于活禽业务而言, 冰鲜毛利率更高, 现公司已在线下设立多家冰鲜鸡屠宰加工子公司, 并在江苏、上海等大城市开启门店模式; 线上与商超以及盒马鲜生等电商平台合作。未来在产能与冰鲜新业务的双重促进下, 公司业绩有望增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.10元、2.82元、3.68元, 对应PE分别为25/10/8倍。同行业2021年平均PE为16倍, 考虑公司产品质量及成本控制能力强, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 黄羽鸡价格情况不及预期、冰鲜业务拓展不及预期、产能扩张不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8620.97	9500.47	10792.54	12188.91
增长率	-2.81%	10.20%	13.60%	12.94%
归属母公司净利润(百万元)	254.08	443.18	1138.66	1486.21
增长率	-87.07%	74.43%	156.93%	30.52%
每股收益EPS(元)	0.63	1.10	2.82	3.68
净资产收益率ROE	3.80%	6.28%	14.06%	15.89%
PE	44	25	10	8
PB	1.68	1.59	1.38	1.20

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 刘佳宜
电话: 021-68415832
邮箱: liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.04
流通A股(亿股)	1.20
52周内股价区间(元)	26.11-45.6
总市值(亿元)	112.04
总资产(亿元)	103.54
每股净资产(元)	15.71

相关研究

- 立华股份(300761): 步入正轨, 未来可期 (2021-04-26)
- 立华股份(300761): 顺利走出逆境, 未来步入正轨 (2021-03-08)
- 立华股份(300761): 业绩逐季度改善, 未来供需缺口或将增大 (2020-10-23)
- 立华股份(300761): 黄鸡需求或迎来回升, 龙头企业从中受益 (2020-10-09)

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑受疫情影响，整体黄鸡消费需求被打压，但由于其刚性消费属性，在疫情平稳后整体需求或将回升迅速。我们预计公司 2021-2023 年鸡业务销量增速为 7%/7%/10%。
- 2) 公司布局生猪产业，并不断建设产能，未来有望持续放量。我们预计公司 2021-2023 年生猪养殖板块出栏量增速为 40%/40%/30%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
鸡	收入	7,420.34	7,939.76	8,733.74	9,607.11
	增速	-12.02%	7.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	8.39%	18.00%	20.00%	22.00%
猪	收入	857.27	1,200.18	1,680.25	2,184.32
	增速	156.41%	40.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	12.07%	10.00%	13.00%	13.00%
鹅	收入	72.80	76.44	80.26	84.28
	增速	-25.50%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-14.81%	20.00%	22.00%	22.00%
其他	收入	270.57	284.10	298.30	313.22
	增速	7020.26%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	8.79%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	8,621.0	9,500.5	10,792.6	12,188.9
	增速	-2.81%	10.20%	13.60%	12.94%
	毛利率	8.58%	16.77%	18.65%	20.08%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：可比公司盈利预测相对估值

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002982	湘佳股份	39.55	1.71	2.19	3.15	38.14	17.62	12.27
300498	温氏股份	13.46	1.17	0.99	1.09	15.65	13.65	12.32
行业均值						26.90	15.64	12.30
300761	立华股份	27.74	0.63	1.10	2.82	44	25	10

数据来源：wind，西南证券整理

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.10 元、2.82 元、3.68 元，对应 PE 分别为 25/10/8 倍。同行业 2021 年平均 PE 为 16 倍，考虑公司产品质量及成本控制能力强，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8620.97	9500.47	10792.54	12188.91	净利润	254.08	443.18	1138.66	1486.21
营业成本	7881.61	7907.59	8779.87	9741.53	折旧与摊销	419.17	412.99	412.99	412.99
营业税金及附加	9.58	10.44	11.89	13.44	财务费用	9.04	63.05	96.13	86.37
销售费用	109.24	190.01	194.27	243.78	资产减值损失	-9.86	400.00	0.00	0.00
管理费用	400.41	589.03	679.93	731.33	经营营运资本变动	-297.50	130.15	-88.51	-61.50
财务费用	9.04	63.05	96.13	86.37	其他	-169.92	-505.43	-120.01	-125.95
资产减值损失	-9.86	400.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	205.01	943.94	1439.26	1798.12
投资收益	63.96	68.20	70.10	73.50	资本支出	-1281.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	64.70	43.95	49.04	51.77	其他	1061.59	325.53	-14.83	34.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-219.59	325.53	-14.83	34.17
营业利润	271.69	452.49	1149.59	1497.73	短期借款	100.11	3318.43	-591.14	-813.61
其他非经营损益	-17.49	-9.19	-10.58	-11.03	长期借款	433.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	254.20	443.30	1139.01	1486.69	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.12	0.12	0.35	0.48	支付股利	-403.88	-52.24	-91.12	-234.13
净利润	254.08	443.18	1138.66	1486.21	其他	7.82	-103.50	-96.13	-86.37
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	137.04	3162.69	-778.40	-1134.11
归属母公司股东净利润	254.08	443.18	1138.66	1486.21	现金流量净额	122.46	4432.16	646.04	698.19
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	318.07	4750.23	5396.27	6094.46	成长能力				
应收和预付款项	327.68	244.77	302.31	334.62	销售收入增长率	-2.81%	10.20%	13.60%	12.94%
存货	1678.48	1677.29	1864.15	2069.87	营业利润增长率	-86.22%	66.55%	154.06%	30.28%
其他流动资产	1770.04	1583.14	1755.24	1888.37	净利润增长率	-87.07%	74.43%	156.93%	30.52%
长期股权投资	75.30	75.30	75.30	75.30	EBITDA 增长率	-69.05%	32.67%	78.64%	20.40%
投资性房地产	9.97	9.83	10.37	10.15	获利能力				
固定资产和在建工程	3626.99	3269.56	2912.13	2554.71	毛利率	8.58%	16.77%	18.65%	20.08%
无形资产和开发支出	240.31	234.94	229.57	224.20	三费率	6.02%	8.86%	8.99%	8.71%
其他非流动资产	1203.67	1153.48	1103.29	1053.10	净利率	2.95%	4.66%	10.55%	12.19%
资产总计	9250.52	12998.54	13648.63	14304.76	ROE	3.80%	6.28%	14.06%	15.89%
短期借款	100.11	3418.54	2827.39	2013.79	ROA	2.75%	3.41%	8.34%	10.39%
应付和预收款项	834.28	885.44	973.67	1075.83	ROIC	3.38%	5.75%	13.66%	16.67%
长期借款	493.13	493.13	493.13	493.13	EBITDA/销售收入	8.12%	9.77%	15.37%	16.38%
其他负债	1143.40	1148.74	1254.20	1369.70	营运能力				
负债合计	2570.92	5945.84	5548.39	4952.44	总资产周转率	0.97	0.85	0.81	0.87
股本	403.88	403.88	403.88	403.88	固定资产周转率	3.42	3.44	4.50	5.97
资本公积	1487.86	1487.86	1487.86	1487.86	应收账款周转率	2303.01	1971.20	2358.80	2227.12
留存收益	4770.02	5160.96	6208.50	7460.58	存货周转率	5.60	4.70	4.94	4.93
归属母公司股东权益	6679.60	7052.70	8100.24	9352.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.57%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	6679.60	7052.70	8100.24	9352.32	资产负债率	27.79%	45.74%	40.65%	34.62%
负债和股东权益合计	9250.52	12998.54	13648.63	14304.76	带息债务/总负债	23.07%	65.79%	59.85%	50.62%
					流动比率	2.11	1.55	1.90	2.40
					速动比率	1.25	1.24	1.52	1.92
					股利支付率	158.96%	11.79%	8.00%	15.75%
					每股指标				
					每股收益	0.63	1.10	2.82	3.68
					每股净资产	16.54	17.46	20.06	23.16
					每股经营现金	0.51	2.34	3.56	4.45
					每股股利	1.00	0.13	0.23	0.58
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	699.90	928.53	1658.71	1997.09					
PE	44.10	25.28	9.84	7.54					
PB	1.68	1.59	1.38	1.20					
PS	1.30	1.18	1.04	0.92					
EV/EBITDA	13.23	8.98	4.20	2.68					
股息率	3.60%	0.47%	0.81%	2.09%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1

用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn