

养殖成本仍有改善空间，轻装上阵静待周期启航

2022 年 01 月 30 日

➤ **事件概述**：公司发布 2021 年业绩预告：预计 2021 年归母净利润亏损 9.8-11.5 亿元，同比下滑 203.12%-221.01%；扣非归母净利润预计亏损 8.8-10.5 亿元，同比下滑 195.72%-214.21%。

➤ **猪价进入下行周期，养殖业务深度亏损**。因 2021 年下半年以来国内猪价低迷，饲料、防疫成本维持高位，且前期采购高价仔猪苗导致育肥成本异常波动，公司生猪业务利润同比大幅下滑，出现深度亏损。公司 2021 年销售生猪 154.23 万头，同比增长 50.6%；生猪头均销售收入约为 1667 元，同比下降 33.4%，其中肥猪销售价格同比下降约 51%。

➤ **充分计提减值准备，2022 年轻装上阵**。1) 因猪价周期性波动、猪厂改扩建、低效母猪淘汰，公司共计提资产减值、资产处置损失约 3.7 亿元；2) 因报告期内禽类产品价格低迷，并购企业山东和美与湖南吉泰农牧利润大幅下滑，公司计提了商誉减值准备；同时，利息支出也因扩产贷款增加而提升，财务及减值费用合计约 3 亿元。我们认为，公司 2021 年所计提减值项目充分考虑了当期经营情况和未来猪价走势，有助于 2022 年公司轻装上阵。

➤ **逆周期稳健扩张，养殖成本仍有改善空间**。随着 2021 年底高价仔猪苗出栏完毕，公司育肥成本有望趋稳。展望 2022 年，公司多举并行降本增效，前期引进的新丹系种猪投产将显著提升母猪生产效率；公司计划 2022-2023 年分别出栏生猪 200、350 万头，其中自繁自养产能龙华农牧出栏量占比预计约为 30%、40%，将有效摊薄头均成本。

➤ **本轮周期应当特别关注兼具财务稳健和业绩弹性的企业**。养殖股业绩最差的时间点已过，企业产能的快速提升将整体抬升板块的估值底，若只关注周期而忽略成长极易导致踏空风险。当前猪价仍然处于震荡磨底期，我们反复强调应当特别关注兼具财务稳健和业绩弹性的企业。

➤ **投资建议**：2021 年公司业绩受猪价下行拖累亏损，故我们下调公司 2021-2023 归母净利润至 -10.67/2.26/11.11 亿元，对应 EPS 分别为 -0.89/0.19/0.93 元/股。但考虑到未来公司养殖成本将持续减少，伴随 2022 年下半年猪价运行中枢提升，公司盈利水平有望得到改善，**故维持“推荐”评级**。

➤ **风险提示**：公司业绩不及预期风险；政策调控导致猪价反弹不及预期风险；生猪产能去化不及预期风险；猪瘟疫病传播风险；天气灾害导致原材料价格波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	18,514	20,244	23,284	28,104
增长率 (%)	20.7	9.3	15.0	20.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	950	-1,067	226	1,111
增长率 (%)	369.6	-212.2	121.2	392.0
每股收益 (元)	1.07	-0.89	0.19	0.93
PE	7.65	/	43.48	8.84
PB	1.5	1.7	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 01 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

8.19 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

相关研究

1、唐人神 (002567.SZ)：深耕主业的老牌饲企，稳健成长的养殖新星

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	18,514	20,244	23,284	28,104
营业成本	16,046	18,529	20,873	23,859
营业税金及附加	29	31	36	44
销售费用	392	587	675	815
管理费用	569	873	980	1,155
研发费用	206	225	259	313
EBIT	1,211	-1	460	1,918
财务费用	63	125	213	295
资产减值损失	-122	-568	63	-137
投资收益	12	13	15	18
营业利润	1,112	-801	376	1,567
营业外收支	-16	-21	-21	-20
利润总额	1,096	-822	355	1,548
所得税	27	41	34	134
净利润	1,069	-863	321	1,414
归属于母公司净利润	950	-1,067	226	1,111
EBITDA	1,615	466	1,034	2,583

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,053	3,139	4,904	5,521
应收账款及票据	307	269	323	409
预付款项	461	322	413	524
存货	1,844	2,022	2,278	2,775
其他流动资产	46,593	49,628	56,113	66,078
流动资产合计	4,131	6,249	8,479	9,890
长期股权投资	58	23	4	-22
固定资产	3,234	4,944	6,264	7,512
无形资产	534	555	585	620
非流动资产合计	6,149	7,838	8,874	9,920
资产合计	10,280	14,086	17,353	19,809
短期借款	1,117	800	900	1,000
应付账款及票据	758	809	931	1,078
其他流动负债	116,714	156,237	188,065	212,003
流动负债合计	3,042	3,171	3,712	4,198
长期借款	1,294	3,694	6,694	7,694
其他长期负债	8,374	88,034	48,034	28,034
非流动负债合计	1,377	4,574	7,174	7,974
负债合计	4,420	7,745	10,886	12,172
股本	979	1,199	1,199	1,199
少数股东权益	523	727	822	1,126
股东权益合计	5,860	6,341	6,467	7,637
负债和股东权益合计	10,280	14,086	17,353	19,809

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.67	9.35	15.02	20.70
EBIT 增长率	191.59	-100.12	33160.38	316.57
净利润增长率	369.64	-212.23	121.17	391.99
盈利能力 (%)				
毛利率	13.33	8.47	10.36	15.10
净利润率	5.77	-4.26	1.38	5.03
总资产收益率 ROA	9.24	-7.57	1.30	5.61
净资产收益率 ROE	17.81	-19.00	4.00	17.06
偿债能力				
流动比率	1.36	1.97	2.28	2.36
速动比率	0.60	1.23	1.56	1.57
现金比率	0.35	0.99	1.32	1.32
资产负债率 (%)	42.99	54.99	62.73	61.45
经营效率				
应收账款周转天数	4.46	4.37	4.42	4.42
存货周转天数	41.95	47.00	40.41	43.12
总资产周转率	1.80	1.44	1.34	1.42
每股指标 (元)				
每股收益	1.07	-0.89	0.19	0.93
每股净资产	5.45	4.68	4.71	5.43
每股经营现金流	1.07	0.33	0.79	1.79
每股股利	0.23	0.13	0.17	0.21
估值分析				
PE	8	/	43	9
PB	1.5	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA	0.94	3.67	3.09	1.44
股息收益率 (%)	2.81	1.60	2.04	2.55

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,069	-863	321	1,414
折旧和摊销	404	468	574	665
营运资金变动	-686	-116	-192	-477
经营活动现金流	1,046	392	943	2,142
资本开支	-1,900	-2,556	-1,528	-1,818
投资	-40	13	-2	-1
投资活动现金流	-1,913	-2,530	-1,516	-1,801
股权募资	1	1,502	0	0
债务募资	1,688	3,060	2,847	945
筹资活动现金流	1,354	4,224	2,337	276
现金净流量	487	2,086	1,764	617

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001