

买入

2022年5月9日

市占率持续提升，成本保持领先

- 公司发布 2021 年报和 2022 一季报：**公司 2021 年实现营业收入 788.9 亿元，同比增长 40.2%；实现归母净利润 69.0 亿元，同比下降 74.9%。2022 年一季度实现营业收入 182.8 亿元，同比下降 9.3%；实现归母净利润-51.8 亿元，同比下降 174.4%。
- 出栏增速符合预期，成本仍保持全行业领先：**2021 年以来，伴随着生猪产能释放，猪价下降幅度较大，叠加养殖成本处于高位，生猪养殖企业面临较大的经营压力。从具体数据来看，公司的归母净利润自 2021 年第三季度开始出现亏损，2021Q4 亏损幅度加大。2022 年以来，受俄乌冲突、北美旱情等因素影响，饲料成本进一步走高，叠加猪价处于下跌通道，公司 2022Q1 亏损环比进一步增加。公司 2021 年全年实现生猪销售 4026.3 万头，其中商品猪 3688.7 万头，仔猪 309.5 万头，种猪 28.1 万头，截至 2021 年 12 月底，能繁母猪存栏量为 283.1 万头，全年实现销售收入 750.9 亿元，同比增长 36.4%，公司预计 2022 年出栏生猪 5000-5600 万头。我们测算公司 2022 年一季度商品猪养殖完全成本在 16 元/kg 左右，较去年四季度小幅增长，仍保持全行业领先水平。成本上升主要源于 1) 2021 年以来饲料原料持续涨价的影响在一季度出栏批次中体现；2) 冬季生猪疫病季节性高发对 1-2 月出栏批次养殖成绩有所影响。
- 当前猪价位于低位，产能持续去化，行业拐点将至：**截至 2022 年 1 月，农业农村部数据显示能繁母猪存栏 4290 万头，环比下降 0.9%，同比下降 3.7%，产能进一步去化，但产能去化的过程中存在有结构调整，能繁母猪 PSY 等指标逐步提升，截至 22 年 3 月，全国能繁母猪存栏 4185 万头，环比减少 2%，产能去化持续进行，当前生猪价格仍处于低位，未来预期向上，公司将逐步实现盈利。公司 22 年一季度能繁母猪已达 275.2 万头，2021 年底为 283.1 万头，已经建成的育肥产能达 7000 万头以上，充足的能繁母猪及产能有望支撑公司未来出栏量的高速增长。公司 21 年屠宰 289.9 万头，贡献收入 54.18 亿，毛利率 6.87%，21 年底已建成屠宰产能 1600 万头/年，位居全国前列。随着屠宰量的扩大，其生鲜肉食业务有望贡献新的利润增长点，平滑周期影响。
- 维持目标价 80.0 元，维持买入评级：**综上所述，我们调整公司 2022-2024 年盈利预期，预计公司 2022-2024 年的收入分别为 1018.3 亿/1487.7 亿/1773.9 亿元，归属于母公司的净利润分别为 188.7 亿/363.7 亿/538.2 亿元。维持公司未来 12 个月目标价格至 80.0 元，较目前价格有 34.2% 的上涨空间，为 2023 年每股预测收益 14 倍市盈率，维持买入评级。
- 风险因素：**猪价波动，猪瘟疫情防控，饲料原材料价格波动，食品安全风险

黄海慈

+852-2532-1539

Tom.Huang@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	畜牧
股价	51.4 元
目标价	80.0 元 (+55.6%)
股票代码	002714.SZ
已发行股本	53.22 亿股
市值	2735.55 亿元
52 周高/低	79.5/39.0 元
每股净资产	8.84 元
主要股东	秦英林 (39.2%)

盈利摘要

截止12月31日	2020年实际	2021年实际	2022年预测	2023年预测	2024年预测
收入 (百万人民币)	56,277.1	78,889.9	101,832.5	148,473.3	177,385.2
变动 (%)	-28.7%	40.2%	29.1%	45.8%	19.5%
毛利润 (百万人民币)	34,148.6	13,210.0	18,866.5	36,368.2	53,824.4
变动 (%)	158.5%	-61.3%	42.8%	92.8%	48.0%
归母净利润 (百万人民币)	27,451.4	6,903.8	7,840.8	19,261.1	32,805.6
变动 (%)	297.6%	-74.9%	13.6%	145.7%	70.3%
EPS (元/股)	7.30	1.31	1.49	3.66	6.23
变动 (%)	303.4%	-82.0%	13.6%	145.7%	70.3%
市盈率@51.4元 (倍)	7.04	39.18	34.50	14.04	8.25
每股股息 (元)	0.91	1.70	0.78	2.37	5.13

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>						
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	56,277.1	78,889.9	101,832.5	148,473.3	177,385.2	盈利能力					
销售成本	(22,128.4)	(65,679.9)	(82,966.0)	(112,105.1)	(123,560.8)	毛利率 (%)	60.7%	16.7%	18.5%	24.5%	30.3%
毛利	34,148.6	13,210.0	18,866.5	36,368.2	53,824.4	EBITDA 利率 (%)	60.1%	20.6%	21.6%	25.7%	31.8%
行政及分销开支	(3,859.5)	(4,950.1)	(5,991.4)	(9,411.4)	(10,937.0)	净利率 (%)	48.8%	8.8%	7.7%	13.0%	18.5%
其他营运收入/ (成本)	(51.4)	(57.7)	10.0	10.0	10.0						
EBITDA	33,835.0	16,279.2	22,006.4	38,190.4	56,467.7	营运表现					
折旧	(3,579.1)	(8,090.3)	(9,225.9)	(11,370.8)	(13,758.5)	SG&A/收入 (%)	6.9%	6.3%	5.9%	6.3%	6.2%
摊销	(17.4)	(21.1)	(21.6)	(21.6)	(21.6)	实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
财务收入	922.6	2,218.5	4,188.9	5,655.0	6,627.9	固定资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
财务开支	(249.9)	(83.0)	(78.1)	(120.1)	(137.6)	库存周转率	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3
税前盈利	30,372.5	7,610.6	8,658.1	21,273.1	36,207.3	应付账款周转率	3.4	2.2	2.2	2.2	2.2
所得税	2.3	28.0	18.6	41.9	94.1	应收账款周转率	741.8	197.3	634.1	547.7	467.4
少数股东应占利润	(2,923.3)	(734.8)	(835.9)	(2,053.9)	(3,495.8)	财务状况					
归母净利润	27,451.4	6,903.8	7,840.8	19,261.1	32,805.6	权益负债率	46.1%	61.3%	68.6%	71.3%	72.0%
增长						收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
总收入 (%)	178.3%	40.2%	29.1%	45.8%	19.5%	ROA	22.4%	3.9%	3.4%	6.9%	10.6%
EBITDA (%)	322.6%	-51.9%	35.2%	73.5%	47.9%	ROE	54.5%	12.7%	13.5%	29.7%	46.4%
净利润 (%)	349.0%	-74.9%	13.6%	145.7%	70.3%						
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>						
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金	14,593.6	12,197.6	32,403.4	36,234.2	42,387.0	税前盈利	30,372.5	7,610.6	8,658.1	21,273.1	36,207.3
应收账款	75.9	399.9	160.6	271.1	379.5	折旧及摊销	3,596.5	8,111.4	9,247.5	11,392.4	13,780.1
存货	21,179.2	34,475.7	43,286.9	59,262.5	60,712.0	营运资金变化	(7,306.9)	11,338.9	5,219.7	7,352.0	4,283.5
其他流动资产	3,097.8	1,678.3	5,057.0	6,234.9	6,677.3	其他	2.3	28.0	(418.2)	(1,290.3)	(2,784.2)
总流动资产	38,946.5	48,752.7	80,908.3	102,003.2	110,156.4	营运现金流	26,664.4	27,089.0	22,707.0	38,727.2	51,486.8
固定资产	58,530.5	99,550.9	118,225.2	143,301.7	164,726.5	资本开支	(46,070.8)	(35,852.3)	(31,681.2)	(37,868.1)	(35,133.9)
无形资产	768.0	863.0	841.5	819.9	798.3	其他投资活动	(30.4)	(123.4)	(57.9)	(70.6)	(84.0)
其他	9,363.6	16,688.6	16,688.6	16,688.6	16,688.6	投资活动现金流	(46,101.2)	(35,975.7)	(31,739.1)	(37,938.7)	(35,217.9)
总资产	122,627.3	177,265.8	231,913.0	279,554.2	309,145.2	负债变化	21,065.9	8,423.9	33,334.7	15,535.0	16,894.3
短期负债	19,384.4	30,040.9	63,375.6	78,910.6	95,804.9	股本变化	5,641.9	2.2	0.0	0.0	0.0
应付帐款、应付票据	16,566.2	36,668.9	39,570.2	54,095.4	56,209.8	股息	(3,413.8)	(8,967.0)	(4,097.5)	(12,492.7)	(27,010.3)
其他	7,592.8	11,521.8	23,192.6	29,823.5	29,695.7	其他融资活动	(196.8)	7,032.7	0.0	0.0	0.0
总短期负债	43,543.4	78,231.6	126,138.4	162,829.4	181,710.4	融资活动现金流	23,097.2	6,491.8	29,237.2	3,042.4	(10,116.0)
长期银行贷款	10,337.9	13,923.3	13,923.3	13,923.3	13,923.3	现金变化	3,660.4	(2,395.9)	20,205.8	3,830.8	6,152.8
其他负债	1,047.6	7,881.0	10,479.1	13,939.0	18,236.2	期初持有现金	10,933.2	14,593.6	12,197.6	32,403.4	36,234.2
总负债	56,522.0	108,661.6	159,166.5	199,317.5	222,495.6	期末持有现金	14,593.6	12,197.6	32,403.4	36,234.2	42,387.0
股东权益	122,627.3	177,265.8	231,913.0	279,554.2	309,145.2						

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，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、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，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

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。此档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。