

买入

2022年12月13日

上调 2022 年出栏预期区间，出栏量稳步上升

- 公司上调 2022 年生猪出栏量区间：**公司将 2022 年生猪预计出栏量区间上调为 6100 万头-6200 万头，高于此前在 2021 年度报告中披露的出栏量区间 5000 万头-5600 万头。上调主要原因源于公司生猪成活率提高以及仔猪销售节奏变化，截至今年 3 季度末，公司能繁母猪存栏量约 259.8 万头，环比增长 5.1%，将有效支撑公司未来出栏量继续稳步增长。
- 11 月出栏量稳步增长，生产效率持续提升：**公司披露 11 月生猪销售情况简报，11 月公司商品猪销量约 517.1 万头（其中仔猪 8.8 万头），环比增长 8.2%，同比增长约 33.5%；实现收入 148.42 亿元，同比增长 119%，收入大幅增长源于猪价同比上涨明显及出栏规模扩大；月内销售均价约 23.3 元/公斤，测算出栏均重约 120 公斤，估算头均盈利约 900-1000 元/头。2022 年 1-11 月，公司累计出栏量约 5517.4 万头，同比增长 56.6%。
- 生产成本继续领跑行业，盈利有望维持较高增长：**公司目前完全成本应在 15 元/kg 左右，在上市公司中维持领先地位。预计随公司饲料配方、内部管理等进一步优化，后续成本有望阶段性降至 15 元/kg 以下的水平。在明年猪价整体仍处景气期叠加公司出栏增速可观情况下，公司明年盈利相较今年或呈高增长趋势。公司生猪屠宰业务目前已投产产能 2900 万头，公司预计年底产能会增加至超 3000 万头。随着后续屠宰产能投产增加，运营水平的提升、销售渠道拓展，预计屠宰业务将逐步实现盈利。
- 当前行业产能依然恢复偏缓，后续猪价有望迎来反弹：**伴随近期全国降温以及防疫政策的优化，腌腊需求有望逐步释放，推动猪价反弹。在产能恢复速度上，养殖户预期相对谨慎，叠加行业资金普遍仍较紧张，整体产能增长速度偏慢。据农业农村部数据，10 月能繁母猪存栏量环比增长仅约 0.4%。综合考虑供需，预计 23 年行业有望继续保持处于盈利区间。
- 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 1176.5 亿/1561.1 亿/1817.5 亿元，归属于母公司的净利润分别为 138.9 亿/258.2 亿/367.6 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 63% 的上涨空间，为 2023 年每股预测收益 10 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	49.08 元
目标价	80.0 元 (+63.0%)
股票代码	002714.SZ
已发行股本	54.72 亿股
市值	2685.8 亿元
52 周高/低	65.99/45.59 元
每股净资产	9.96 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	117,652.2	156,110.4	181,749.3
变动 (%)	-28.7%	40.2%	49.1%	32.7%	16.4%
毛利润 (百万人民币)	34,148.6	13,210.0	26,503.6	44,005.3	58,188.5
变动 (%)	158.5%	-61.3%	100.6%	66.0%	32.2%
归母净利润 (百万人民币)	27,451.4	6,903.8	13,885.8	25,817.5	36,756.4
变动 (%)	297.6%	-74.9%	101.1%	85.9%	42.4%
EPS (元/股)	7.30	1.31	2.64	4.91	6.98
变动 (%)	0.0%	-82.0%	101.1%	85.9%	42.4%
市盈率@49.08元 (倍)	6.72	37.41	18.60	10.00	7.03
每股股息 (元)	0.91	1.70	1.38	3.18	5.75

股价表现


来源：公司资料，第一上海预测

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	117,652.2	156,110.4	181,749.3	盈利能力					
销售成本	(22,128.4)	(65,679.9)	(91,148.6)	(112,105.1)	(123,560.8)	毛利率(%)	60.7%	16.7%	22.5%	28.2%	32.0%
毛利	34,148.6	13,210.0	26,503.6	44,005.3	58,188.5	EBITDA 利率(%)	60.1%	20.6%	24.4%	29.0%	33.3%
行政及分销开支	(3,859.5)	(4,950.1)	(6,922.1)	(9,895.5)	(11,206.1)	净利率(%)	48.8%	8.8%	11.8%	16.5%	20.2%
其他营运收入/(成本)	(51.4)	(57.7)	10.0	10.0	10.0	营运表现					
EBITDA	33,835.0	16,279.2	28,694.7	45,335.2	60,557.8	SG&A/收入(%)	6.9%	6.3%	5.9%	6.3%	6.2%
折旧	(3,579.1)	(8,090.3)	(9,225.9)	(11,370.8)	(13,758.5)	实际税率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
摊销	(17.4)	(21.1)	(21.6)	(21.6)	(21.6)	固定资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
财务收入	922.6	2,218.5	4,210.8	5,570.5	6,362.5	库存周转率	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3
财务开支	(249.9)	(83.0)	(86.9)	(132.2)	(142.7)	应付账款周转率	3.4	2.2	2.2	2.2	2.2
税前盈利	30,372.5	7,610.6	15,333.3	28,514.5	40,567.8	应收账款周转率	741.8	197.3	634.1	547.7	467.4
所得税	2.3	28.0	33.0	56.1	105.4	财务状况					
少数股东应占利润	(2,923.3)	(734.8)	(1,480.4)	(2,753.1)	(3,916.8)	权益负债率	46.1%	61.3%	68.6%	69.5%	70.0%
归母净利润	27,451.4	6,903.8	13,885.8	25,817.5	36,756.4	收入/总资产	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
增长						ROA	22.4%	3.9%	5.7%	9.2%	11.8%
总收入(%)	178.3%	40.2%	49.1%	32.7%	16.4%	ROE	54.5%	12.7%	22.8%	36.9%	48.0%
EBITDA(%)	322.6%	-51.9%	76.3%	58.0%	33.6%						
净利润(%)	349.0%	-74.9%	101.1%	85.9%	42.4%						
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	37,437.3	38,098.0	43,429.8	税前盈利	30,372.5	7,610.6	15,333.3	28,514.5	40,567.8
应收账款	75.9	399.9	185.5	285.0	388.8	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	47,556.1	59,262.5	60,712.0	营运资金变化	(7,306.9)	11,338.9	6,329.9	5,907.1	4,444.6
其他流动资产	3,097.8	1,678.3	5,842.6	6,555.6	6,841.5	其他	2.3	28.0	(740.6)	(1,729.5)	(3,119.5)
总流动资产	38,946.5	48,752.7	91,022.0	104,201.6	111,372.8	营运现金流	26,664.4	27,089.0	30,170.0	44,084.4	55,673.0
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	242,026.7	281,752.7	310,361.6	负债变化	21,065.9	8,423.9	34,064.6	11,260.2	15,140.0
短期负债	19,384.4	30,040.9	64,105.5	75,365.7	90,505.7	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	43,472.8	54,095.4	56,209.8	股息	(3,413.8)	(8,967.0)	(7,256.5)	(16,745.2)	(30,263.2)
其他	7,592.8	11,521.8	25,480.0	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	133,058.3	159,284.5	176,411.2	融资活动现金流	23,097.2	6,491.8	26,808.1	(5,484.9)	(15,123.2)
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)	25,239.7	660.7	5,331.8
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	37,437.3	38,098.0
总负债	56,522.0	108,661.6	166,086.5	195,772.7	217,196.4	期末持有现金	14,593.6	12,197.6	37,437.3	38,098.0	43,429.8
股东权益	122,627.3	177,265.8	242,026.7	281,752.7	310,361.6						

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的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。