

买入

生猪出栏逐季回升，公司进入盈利释放期

中粮肉食 (1610.HK)

2020-07-10 星期五

投资要点

目标价: **4.0 港元**
 现价: 3.11 港元
 预计升幅: 28.6%

➤ **2020Q2 生猪出栏环比大幅提升，猪肉价格受需求影响略有波动：**

2020年2季度，公司生猪出栏量同比下降22.8%至49.3万头，环比大幅增长59.9%，呈现逐季回升态势；生鲜猪肉销量同比下降32.3%至2.8万吨，环比增长23.3%；生鲜猪肉业务中品牌收入占比同比提升3.9个百分点至36.9%，环比减少7.7%。期内，公司商品猪销售均价30.62元/公斤，同比增加120.2%，环比下降12.6%。

重要数据

日期	2020-07-09
收盘价 (港元)	3.11
总股本 (亿股)	39.02
总市值 (亿港元)	121.35
净资产 (百万元)	6,160
总资产 (百万元)	16,123
每股净资产 (港元)	2.24

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **出栏量增加，猪价预期维持高位，头均利润可期：**

公司一季度生猪养殖成本约16.5元/公斤，出栏量逐季增加将有助固定费用的摊薄，预期完全成本环比也将呈现逐季下降的趋势。我们预期第二季度的生猪养殖成本在16元/公斤上下，年底有望达到15元/公斤左右的水平。从猪价来看，6月份猪价已呈现持续回升的态势，考虑到供给缺口仍存，南方洪灾可能对供给端造成的影响，我们预期猪价有望维持高位震荡，全年头均利润可期。

➤ **计提2亿存货跌价损失，已增加锁单比例降低敞口风险：**

5月份，公司考虑到市场波动，对进口肉的库存计提2亿多的存货跌价损失，猪肉和牛肉分别按照2.1万元/吨及3.4万元/吨进行拨备，参照历史价格已处于较低水平，拨备较为充足，不排除后续冻肉价格如若回升会有部分冲回的可能。同时，公司也加强风险管控，对一季度后新成交的订单进行100%锁单，降低敞口风险。

➤ **维持“买入”评级，上调目标价至4.0港元：**

公司生猪出栏量逐季回升趋势好于预期，按能繁母猪数量计算，全年实现出栏量指引的概率极高。考虑到猪价有望维持高位，养殖成本预期随出栏量的增加将逐季下降，我们上调原盈利预测，预期公司2020-2021年每股收益分别为0.78/1.06元，上调目标价至4.0港元，对应2020年4.6倍PE，较现价有28.6%的涨幅，维持“买入”评级。

主要股东

中粮集团 (29.1%)

相关报告

中粮肉食首发报告-20191220

中粮肉食更新报告-20200324

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	7,168	11,078	18,398.9	20,395.9	21,193.1
同比增长	3.0%	54.5%	66.08%	10.85%	3.91%
净利润	-217	373	3059.1	4125.6	3311.5
同比增长	NA	NA	719.25%	34.86%	-19.73%
净利润率	-3.0%	3.4%	16.6%	20.2%	15.6%
每股盈利(元)	-0.05	0.10	0.78	1.06	0.85
PE@3.11HKD	NA	29.25	3.57	2.65	3.30

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

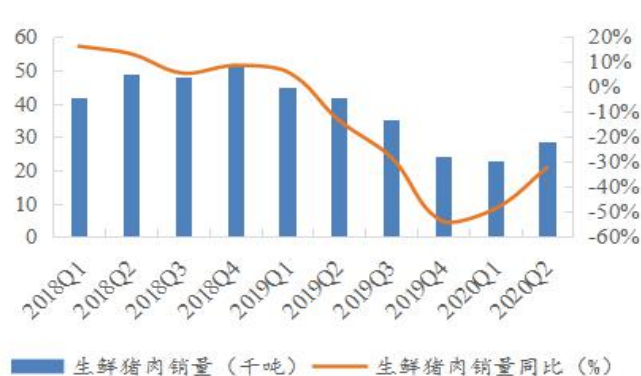
2020Q2 生猪出栏环比大幅提升，猪肉价格受需求影响略有波动：

2020 年 2 季度，公司生猪出栏量同比下降 22.8%至 49.3 万头，环比大幅增长 59.9%，呈现逐季回升态势；生鲜猪肉销量同比下降 32.3%至 2.8 万吨，环比增长 23.3%；生鲜猪肉业务中品牌收入占比同比提升 3.9 个百分点至 36.9%，环比减少 7.7%。期内，公司商品猪销售均价 30.62 元/公斤，同比增加 120.2%，环比下降 12.6%。

图 1：公司季度生猪出栏量



图 2：公司季度生鲜猪肉销量



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司季度品牌肉占比

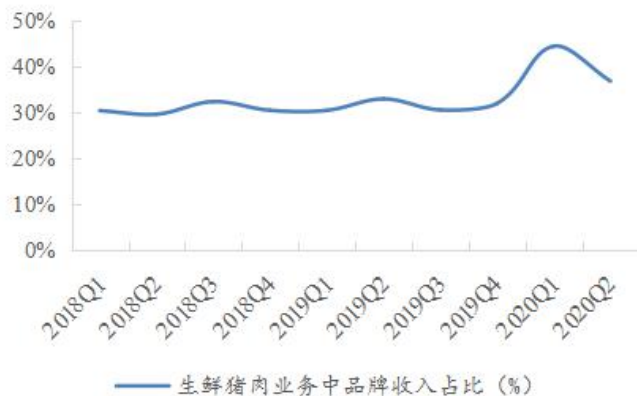
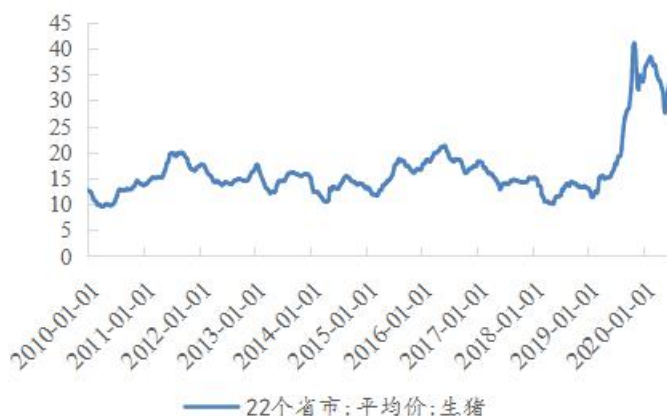


图 4：全国平均生猪价格（元/公斤）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

出栏量增加，猪价预期维持高位，头均利润可期：

公司一季度生猪养殖成本约 16.5 元/公斤，出栏量逐季增加将有助固定费用的摊薄，预期完全成本环比也将呈现逐季下降的趋势。我们预期第二季度的生猪养殖成本在 16 元/公斤上下，年底有望达到 15 元/公斤左右的水平。从猪价来看，6 月份猪价已呈现持续回升的态势，考虑到供给缺口仍存，南方洪灾可能对供给端造成的影响，我们预期猪价有望维持高位震荡，全年头均利润可期。

计提 2 亿存货跌价损失，已增加锁单比例降低敞口风险：

5 月份，公司考虑到市场波动，对进口肉的库存计提 2 亿多的存货跌价损失，猪肉和牛肉分别按照 2.1 万元/吨及 3.4 万元/吨进行拨备，参照历史价格已处于较低水平，拨备较为充足，不排除后续冻肉价格如果回升会有部分冲回的可能。同时，公司也加强风险管控，对一季度后新成交的订单进行 100% 锁单，降低敞口风险。

维持“买入”评级，上调目标价至 4.0 港元：

公司生猪出栏量逐季回升趋势好于预期，按能繁母猪数量计算，全年实现出栏量指引的概率极高。考虑到猪价有望维持高位，养殖成本预期随出栏量的增加将逐季下降，我们上调原盈利预测，预期公司 2020-2021 年每股收益分别为 0.78/1.06 元，上调目标价至 4.0 港元，对应 2020 年 4.6 倍 PE，较现价有 28.6% 的涨幅，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值

	收盘价 (CNY) 2020/7/9	市值 (亿元)	净利润(百万元)				EPS(元)				PE			
			2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
温氏股份	24.65	1,571	3,957	13,906	29,406	25,330	0.75	2.64	4.61	3.97	32.82	9.34	5.34	6.20
牧原股份	90.75	3,401	520	6,114	34,073	32,982	0.17	2.82	9.09	8.80	533.82	32.18	9.98	10.31
正邦科技	19.82	496	193	1,697	9,186	10,788	0.08	0.68	3.67	4.31	247.75	29.15	5.40	4.60
天邦股份	16.13	187	(572)	121	3,550	3,258	-0.49	0.10	3.06	2.81	NA	161.30	5.27	5.74
中粮肉食	3.11	121	(217)	373	3,059	4,126	-0.05	0.10	0.78	1.06	NA	29.25	3.57	2.65

资料来源：公司公告、Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
单位:百万元											
会计年度	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E	会计年度	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	7,168	11,079	18,399	20,396	21,193	成长性(%)					
营业成本-公允价值调整前	-6,831	-10,088	-13,853	-14,549	-16,184	营业收入增长率	3.0%	54.5%	66.1%	10.9%	3.9%
毛利	338	991	4,546	5,846	5,010	营业利润增长率	NA	NA	541.6%	33.9%	-18.8%
销售费用	-283	-345	-644	-714	-742	净利润增长率	NA	NA	719.2%	34.9%	-19.7%
管理费用	-231	-266	-552	-612	-636	盈利能力(%)					
其他收入-经营	217	173	147	163	170	毛利率	4.7%	8.9%	24.7%	28.7%	23.6%
其他收益及亏损	-122	-9	0	0	0	净利率	-3.0%	3.4%	16.6%	20.2%	15.6%
应占共同控制实体损益	-1	0	0	0	0	ROE	-4.4%	7.6%	62.4%	84.2%	67.6%
营业利润	-82	545	3,497	4,684	3,801	偿债能力(%)					
财务费用	-124	-162	-277	-295	-316	资产负债率	53.5%	61.8%	56.6%	49.0%	44.7%
利润总额	-206	383	3,220	4,389	3,486	流动比率	0.81	1.01	0.91	1.03	0.99
所得税	-10	-9	-161	-263	-174	速动比率	0.67	0.62	0.80	0.92	0.88
净利润	-217	373	3,059	4,126	3,312	营运能力(次)					
每股资料(元)						资产周转率	0.75	0.84	1.03	0.93	0.80
EPS (元)	-0.05	0.10	0.78	1.06	0.85	存货周转率	13.43	5.43	6.46	12.81	13.16
每股经营现金	0.01	-0.82	1.33	0.92	0.75						
每股净资产	1.22	1.58	2.36	3.42	4.27						
资产负债表						现金流量表					
会计年度	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E	会计年度	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
流动负债	3,660	7,824	10,102	10,785	11,333	净利润	-217	373	3,059	4,126	3,312
应付账款及应付票据	501	463	2,325	2,577	2,678	财务费用	124	162	277	295	316
应计费用, 按金及其他应付款	563	667	667	667	667	权益性投资损益	-1	0	0	0	0
短期借款	2,057	6,301	6,616	6,947	7,294	折旧及摊销	255	305	366	474	613
衍生金融负债	2	51	51	51	51	营运流动资金减少(增加)	38	-3,464	1,474	-1,349	-1,341
应付关联方贷款-流动负债	476	113	213	313	413	长期经营性负债增加	7	205	12	40	16
应付关联方款项-流动负债	61	230	230	230	230	其他非现金调整	-165	-780	0	0	0
附属公司少数股东贷款-流动负债	0	0	0	0	0	经营活动产生现金流量	42	-3,197	5,188	3,585	2,915
非流动负债	1,688	1,780	1,929	2,045	2,140	固定资产投资	-1,401	-1,416	-2,487	-3,220	-4,170
长期借款	1,448	1,333	1,466	1,539	1,616	投资活动产生现金流量	-1,955	-1,155	-2,476	-3,168	-4,102
来自关联公司的贷款-非流动负债	89	92	94	97	100	负债增加	1,205	4,129	448	404	424
递延收入-非流动负债	150	356	368	408	424	财务费用净额	-124	-162	-277	-295	-316
负债合计	5,348	9,605	12,030	12,829	13,473	融资活动产生现金流量	1,256	3,843	-51	212	211
股本	1,669	1,669	1,669	1,669	1,669	现金的期初余额	1,185	1,140	630	3,291	3,920
储备	3,007	4,388	7,447	11,572	14,884	现金的期末余额	1,140	630	3,291	3,920	2,945
少数股东权益	98	104	104	104	104	估值比率(倍)					
股东权益合计	4,774	6,160	9,219	13,345	16,656	PE	-53.52	29.25	3.57	2.65	3.30
负债及权益合计	10,122	15,765	21,249	26,174	30,129	PB	2.29	1.77	1.18	0.82	0.66

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313