

## 买入

## 出栏量逐季提升 养殖效率已处较高水平

中粮肉食 (1610.HK)

2020-10-19 星期一

## 投资要点

目标价: **4.1 港元**  
 现价: 2.77 港元  
 预计升幅: 48.0%

➤ Q3 生猪出栏量继续环比提升，全年出栏有望超 200 万头：

2020Q3，公司生猪出栏量 63.7 万头，同比大幅增长 140.0%，环比+29.2%；前三季度，生猪出栏量合计 143.8 万头，同比下降 16.3%；考虑到生猪出栏环比持续改善的预期，公司全年超过 200 万头出栏指引的可能性极高；而公司将以利润最大化为原则，采取灵活的出栏策略，最终出栏量也取决于仔猪的销售情况。

## 重要数据

| 日期        | 2020-10-19 |
|-----------|------------|
| 收盘价 (港元)  | 2.77       |
| 总股本 (亿股)  | 39.02      |
| 总市值 (亿港元) | 108.09     |
| 净资产 (百万元) | 7,877      |
| 总资产 (百万元) | 24,434     |
| 每股净资产 (元) | 2.02       |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 预期猪价温和下行，养殖效率已处于较高水平：

2020Q3，公司商品猪销售均价 35.14 元/公斤，同比+58.1%，环比+14.7%；考虑到复产节奏、非洲猪瘟及进口量等影响，预期短期内生猪供应仍然偏紧，猪价将处于温和下行通道。截至三季度末，公司母猪存栏 25 万头以上，其中能繁超过 20 万头，后备接近 5 万头，已达到现有设计产能规模，养殖效率亦处于历史较高水平，综合头均利润超过 2100 元。预期伴随出栏量的持续提升，成本将继续被摊薄，头均利润有望处于业内领先水平。

➤ 品牌生鲜占比持续提升，建议更名大力发展品牌业务：

9 月公司发布公告建议公司名称由「中粮肉食控股有限公司」更名为「中粮家佳康食品有限公司」，凸显其大力发展品牌业务的决心。2020Q3 生鲜猪肉业务中品牌收入占比达 38.2%，同比+7.6%，环比+1.3%，公司生鲜猪肉家佳康品牌已逐渐获得市场认可。现阶段作为规模养殖的黄金发展期，产业链利润将更多向下游转移，伴随公司对家佳康品牌的持续投入及市场认可度的持续提高，品牌生鲜有望为公司带来可观利润。

➤ 维持“买入”评级，目标价 4.1 港元：

我们持续看好在有效的成本和防疫管控下，养殖效率已处较高水平的中粮肉食有望获得领先行业的头均利润及收益表现。我们预期 2020-2021 年 EPS 分别为 1.04/1.06 元，目标价 4.1 港元，对应 2021 年 3.5 倍 PE，较现价有 48.0% 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

中粮肉食更新报告-20200710

中粮肉食更新报告-20200826

## 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        | 7,168.5 | 11,078.7 | 22,165.2 | 25,014.9 | 26,193.4 |
| 同比增长       | 3.0%    | 54.5%    | 100.1%   | 12.9%    | 4.7%     |
| 调整前净利润     | -216.7  | 373.4    | 4050.9   | 4153.0   | 3524.6   |
| 同比增长       | NA      | NA       | 984.9%   | 2.5%     | -15.1%   |
| 净利润率       | -3.0%   | 3.4%     | 18.3%    | 16.6%    | 13.5%    |
| 每股盈利(元)    | -0.05   | 0.10     | 1.04     | 1.06     | 0.90     |
| PE@2.77HKD | -47.67  | 26.05    | 2.40     | 2.34     | 2.76     |

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

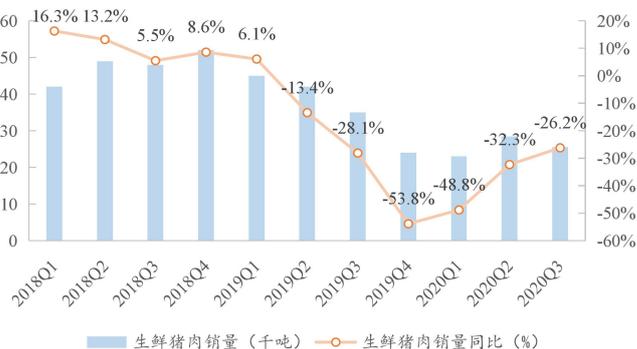
### Q3 生猪出栏量继续环比提升，略超预期：

2020Q3，公司生猪出栏量 63.7 万头，同比大幅增长 140.0%，环比+29.2%，略超预期；前三季度，生猪出栏量合计 143.8 万头，同比下降 16.3%；考虑到生猪出栏环比持续改善的预期，公司全年超过 200 万头出栏指引的可能性极高；而公司以利润最大化为原则，采取灵活的出栏策略，最终出栏量也取决于仔猪的销售情况。

图 1：公司季度生猪出栏量



图 2：公司季度生鲜猪肉销量



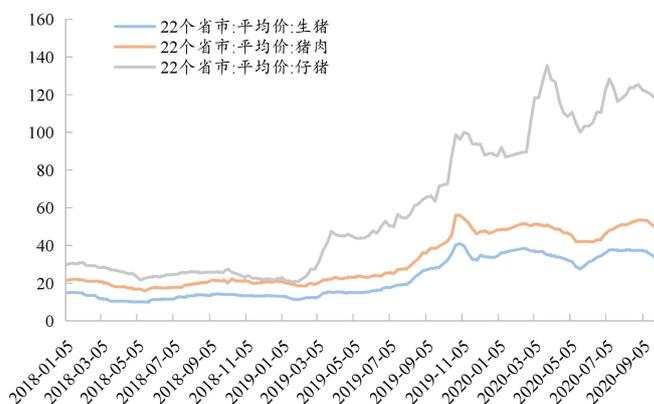
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 预期猪价温和下行，养殖效率已处于较高水平：

2020Q3，公司商品猪销售均价 35.14 元/公斤，同比+58.1%，环比+14.7%；考虑到复产节奏、非洲猪瘟及进口量等影响，预期短期内生猪供应仍然偏紧，预期 Q4 猪价会维持高位震荡下行，明年会处于温和下行通道。截至三季度末，公司母猪存栏 25 万头以上，其中能繁超过 20 万头，后备接近 5 万头，已达到现有设计产能规模，养殖效率亦处于历史较高水平，综合头均利润超过 2100 元。预期伴随出栏量的持续提升，成本将继续被摊薄，头均利润有望处于业内领先水平。

图 3：猪价走势

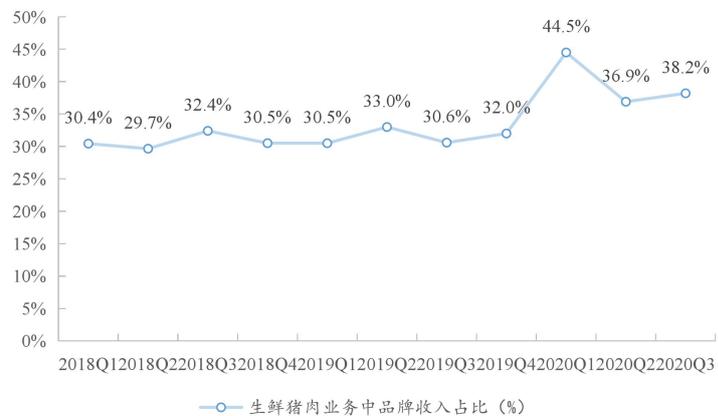


资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

**品牌生鲜占比持续提升，建议更名大力发展品牌业务：**

9月公司发布公告建议公司名称由「中粮肉食控股有限公司」更名为「中粮家佳康食品有限公司」，凸显其大力发展品牌业务的决心。2020Q3 生鲜猪肉业务中品牌收入占比达 38.2%，同比+7.6%，环比+1.3%，公司生鲜猪肉家佳康品牌已逐渐获得市场认可。现阶段作为规模养殖的黄金发展期，产业链利润将更多向下游转移，伴随公司对家佳康品牌的持续投入及市场认可度的持续提高，品牌生鲜有望为公司带来可观利润。

**图 4：品牌肉占比持续提升**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**维持“买入”评级，目标价 4.1 港元：**

我们持续看好在有效的成本和防疫管控下，养殖效率已处较高水平的中粮肉食有望获得领先行业的头均利润及收益表现。我们预期 2020-2021 年 EPS 分别为 1.04/ 1.06 元，目标价 4.1 港元，对应 2021 年 3.5 倍 PE，较现价有 48.0% 的涨幅，维持“买入”评级。

**表 1：可比公司估值**

| 公司          | 收盘价<br>2020/10/19 | 市值(亿)<br>当地货币 | EPS (记账本位币) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-------------|-------------------|---------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             |                   |               | 2018A       | 2019A | 2020E | 2021E | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E |
| 中粮肉食        | 2.77              | 108           | -0.05       | 0.10  | 1.04  | 1.06  | -49.9 | 24.9  | 2.4   | 2.3   |
| 温氏股份        | 19.74             | 1,258         | 0.75        | 2.66  | 3.03  | 2.95  | 26.3  | 7.4   | 6.5   | 6.7   |
| 牧原股份        | 74.20             | 2,781         | 0.17        | 2.82  | 8.51  | 8.70  | 436.5 | 26.3  | 8.7   | 8.5   |
| 正邦科技        | 18.74             | 472           | 0.08        | 0.69  | 3.71  | 4.26  | 234.3 | 27.3  | 5.0   | 4.4   |
| 天邦股份        | 16.03             | 211           | -0.49       | 0.09  | 2.89  | 2.67  | -32.7 | 178.1 | 5.5   | 6.0   |
| <b>行业平均</b> |                   |               |             |       |       |       | 122.9 | 52.8  | 5.6   | 5.6   |

资料来源：公司公告、Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

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  | 22,165  | 25,015  | 26,193  | 成长性(%)       |         |         |         |         |         |
| 营业成本-公允价值调整前    | -6,831  | -10,088 | -16,558 | -19,323 | -20,914 | 营业收入增长率      | 3.0%    | 54.5%   | 100.1%  | 12.9%   | 4.7%    |
| 毛利              | 338     | 991     | 5,607   | 5,692   | 5,280   | 营业利润增长率      | NA      | NA      | 713.2%  | 4.7%    | -15.6%  |
| 销售费用            | -283    | -345    | -687    | -750    | -786    | 净利润增长率       | NA      | NA      | 984.9%  | 2.5%    | -15.1%  |
| 管理费用            | -231    | -266    | -443    | -500    | -786    | 盈利能力(%)      |         |         |         |         |         |
| 其他收入-经营         | 217     | 173     | 177     | 200     | 210     | 毛利率          | 4.7%    | 8.9%    | 25.3%   | 22.8%   | 20.2%   |
| 其他收益及亏损         | -122    | -9      | -222    | 0       | 0       | 净利率          | -3.0%   | 3.4%    | 18.3%   | 16.6%   | 13.5%   |
| 应占共同控制实体损益      | -1      | 0       | 0       | 0       | 0       | ROE          | -4.4%   | 7.6%    | 82.6%   | 84.7%   | 71.9%   |
| 营业利润            | -82     | 545     | 4,432   | 4,642   | 3,918   | 偿债能力(%)      |         |         |         |         |         |
| 财务费用            | -124    | -162    | -256    | -224    | -208    | 资产负债率        | 53.5%   | 61.8%   | 52.5%   | 41.7%   | 37.6%   |
| 利润总额            | -206    | 383     | 4,176   | 4,418   | 3,710   | 流动比率         | 0.81    | 1.01    | 1.01    | 1.19    | 1.28    |
| 所得税             | -10     | -9      | -125    | -265    | -186    | 速动比率         | 0.67    | 0.62    | 0.87    | 1.00    | 1.08    |
| 净利润             | -217    | 373     | 4,051   | 4,153   | 3,525   | 营运能力(次)      |         |         |         |         |         |
| 每股资料(元)         |         |         |         |         |         | 资产周转率        | 0.75    | 0.84    | 1.24    | 1.17    | 1.03    |
| EPS (元)         | -0.05   | 0.10    | 1.04    | 1.06    | 0.90    | 存货周转率        | 13.43   | 5.43    | 7.35    | 13.46   | 12.99   |
| 每股经营现金          | 0.01    | -0.82   | 1.48    | 0.85    | 0.77    |              |         |         |         |         |         |
| 每股净资产           | 1.22    | 1.58    | 2.62    | 3.68    | 4.58    |              |         |         |         |         |         |
| 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   | 9,317   | 8,171   | 8,607   | 净利润          | -217    | 373     | 4,051   | 4,153   | 3,525   |
| 应付账款及应付票据       | 501     | 463     | 2,801   | 3,161   | 3,310   | 财务费用         | 124     | 162     | 256     | 224     | 208     |
| 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   | 5,356   | 3,749   | 3,937   | 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  | 996     | -1,574  | -1,364  |
| 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     | 88      | 57      | 24      |
| 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  | 5,756   | 3,333   | 3,005   |
| 非流动负债           | 1,688   | 1,780   | 1,937   | 2,067   | 2,167   | 固定资产投资       | -1,401  | -1,416  | -2,487  | -3,220  | -4,170  |
| 长期借款            | 1,448   | 1,333   | 1,400   | 1,470   | 1,543   | 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   | -879    | -1,537  | 261     |
| 递延收入-非流动负债      | 150     | 356     | 443     | 500     | 524     | 财务费用净额       | -124    | -162    | -256    | -224    | -208    |
| 负债合计            | 5,348   | 9,605   | 11,255  | 10,238  | 10,774  | 融资活动产生现金流量   | 1,256   | 3,843   | -1,357  | -1,658  | 156     |
| 股本              | 1,669   | 1,669   | 1,669   | 1,669   | 1,669   | 现金的期初余额      | 1,185   | 1,140   | 630     | 2,554   | 1,251   |
| 储备              | 3,007   | 4,388   | 8,439   | 12,591  | 16,116  | 现金的期末余额      | 1,140   | 630     | 2,554   | 1,251   | 1,310   |
| 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   | 10,211  | 14,364  | 17,889  | PE           | -47.67  | 26.05   | 2.40    | 2.34    | 2.76    |
| 负债及权益合计         | 10,122  | 15,765  | 21,466  | 24,602  | 28,662  | PB           | 2.04    | 1.58    | 0.95    | 0.68    | 0.54    |

# 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