

持有**猪价下跌，盈利承压，全年出栏目标不变****中粮家佳康 (1610.HK)**

2021-09-01 星期三

投资要点

目标价: **2.8 港元**
 现价: 2.4 港元
 预计升幅: 16.7%

➤ **21H1 净利润同比+12.8%，主要是生猪养殖分部贡献：**

21H1 公司实现营业收入 75.03 亿元人民币，同比-18.2%；其中，生猪养殖/生鲜猪肉/肉制品/肉类进口销售收入分别为 33.7/18.3/3.8/19.2 亿元，同比分别变动+42.4%/+5.3%/+23.3%/-59.6%；实现生物资产公允价值调整前净利润 15.6 亿元，同比+12.8%，主要是生猪养殖分部贡献。

重要数据

日期	2021-08-31
收盘价 (港元)	2.3
总股本 (亿股)	39.02
总市值 (亿港元)	89.7
净资产 (百万元)	9,582
总资产 (百万元)	20,561
每股净资产 (元)	2.46

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **生猪养殖为公司收入/利润主要来源，期货套保已锁定部分利润：**

21H1 生猪生产持续恢复，公司生猪出栏 167.2 万头，同比+108.7%；但因供给增加，生猪出栏均价同比-28.2%至 23.4 元/公斤；出栏均重 115.7 公斤/头，最终实现生猪养殖业务收入 33.7 亿元，同比+42.4%。展望下半年，预期猪价会有阶段性反弹，但整体下行趋势确立；公司上半年进行期货套保，在较高价位出售一定比例的生猪，已提前锁定部分利润，预期该利润会在下半年有所体现。

➤ **产能稳健扩张，养殖成本有望持续下降：**

截至 6 月底，公司种猪存栏 33 万头，其中能繁母猪超 24 万头，后备种猪超 8 万头，将支撑后续生猪出栏量，预计全年可实现 400 万头的出栏。公司生猪养殖产能已达 602.1 万头，近年将保持 100 万头/年的速度稳步扩张。因饲料成本上升，上半年完全成本介于 16-17 元/公斤，伴随养殖效率、产能利用率的提升、以及出栏量增加对固定成本的摊薄，养殖成本有望持续下降。

主要股东

中粮集团 (29.1%)

相关报告

中粮家佳康首发报告-20191220
 中粮家佳康更新报告-20200324
 中粮家佳康更新报告-20200710
 中粮家佳康更新报告-20200826
 中粮家佳康更新报告-20201020
 中粮家佳康更新报告-20210309

➤ **给予“持有”评级，下调目标价至 2.8 港元：**

我们认为步入猪周期的后期，猪价将持续低迷一段时间，盈利的关键取决于对成本的控制能力，公司在成本控制、非瘟防疫等方面具备经验和优势的，头均利润有望处于业内第一梯队。因上半年猪价下行幅度较大，我们下调原盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 0.31/0.26 元，下调目标价至 2.8 港元，对应 21/22 年 7.6/9 倍 PE，给予“持有”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	11,078.7	18,922.1	13,677.7	16,721.7	19,638.0
同比增长	54.5%	70.8%	-27.7%	22.3%	17.4%
调整前净利润	373.4	2910.5	1195.4	1009.8	2427.0
同比增长	NA	679.4%	-58.9%	-15.5%	140.3%
净利润率	3.37%	15.38%	8.74%	6.04%	12.36%
每股盈利(元)	0.10	0.75	0.31	0.26	0.62
PE@2.3HKD	20.03	2.57	6.26	7.41	3.08

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 陈欣
 SFC: BLO515
 电话: 0755-21516057
 Email: chenxin@gyzq.com.hk

报告正文

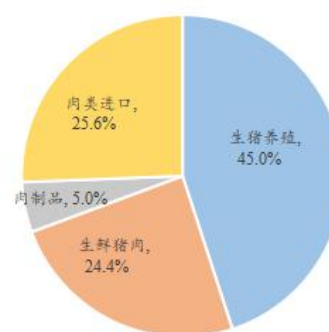
21H1 净利润同比+12.8%，主要是生猪养殖分部贡献：

21H1 公司实现营业收入 75.03 亿元人民币，同比-18.2%；其中，生猪养殖/生鲜猪肉/肉制品/肉类进口销售收入分别为 33.7/18.3/3.8/19.2 亿元，同比分别变动 +42.4%/+5.3%/+23.3%/-59.6%；实现生物资产公允价值调整前净利润 15.6 亿元，同比+12.8%，主要是生猪养殖分部贡献。

图 1：公司收入及净利润



图 2：公司收入构成



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 3：各业务分部收入增速

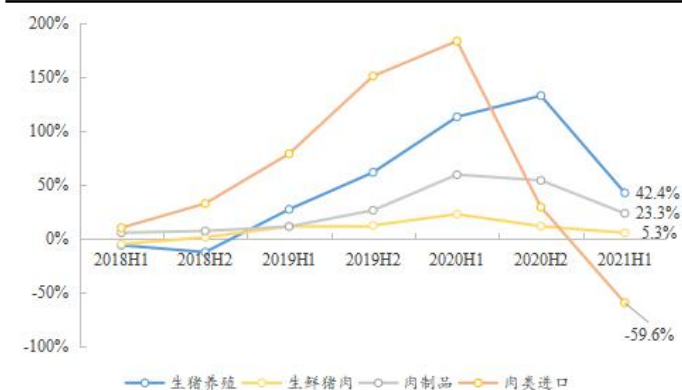


图 4：各业务分部营业利润

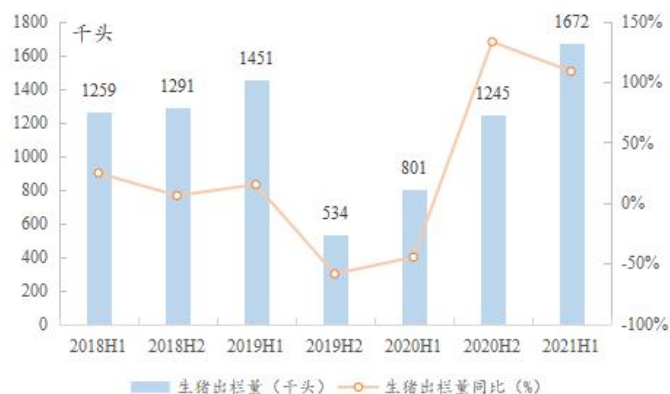


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

生猪养殖为公司收入和利润的主要来源，下半年期货套保锁定部分利润：

21H1 生猪生产持续恢复，公司生猪出栏 167.2 万头，同比+108.7%；但因供给增加，生猪出栏均价同比-28.2%至 23.4 元/公斤；出栏均重 115.7 公斤/头，最终实现生猪养殖业务收入 33.7 亿元，同比+42.4%；展望下半年，预期猪价会有阶段性反弹，但整体下行趋势确立；公司上半年进行期货套保，在较高价位出售一定比例的生猪，已提前锁定部分利润，预期利润会在下半年有所体现。

图 5：公司生猪出栏量（千头）


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司产能稳健扩张，养殖成本有望持续下降：

截至6月底，公司种猪存栏33万头，其中能繁母猪超24万头，后备种猪超8万头，将支撑后续生猪出栏量，预计全年能实现400万头的出栏。公司生猪养殖产能已达602.1万头，近年将保持100万头/年的速度稳步扩张。因饲料成本上升，上半年完全成本介于16-17元/公斤，伴随养殖效率、产能利用率的提升，以及出栏量增加对固定成本的摊薄，养殖成本有望持续下降。

品牌生鲜增长良好，持续提升品牌知名度：

21H1公司生鲜猪肉销量同比+26.8%至6.5万吨，其中品牌盒装猪肉销量2,148万盒，同比+37.2%，日均销售11.8万盒；品牌生鲜收入占比达35%，相比去年同期下降5.7个百分点，主要因20Q1疫情导致非品牌肉销售较少，品牌肉占比有非正常的提升，同期基数较高。期内，公司持续夯实“安全+健康”的品牌定位，聚焦亚麻籽猪产品开展全域营销，品牌认知度和影响力持续提升。

图 6：公司生鲜猪肉销量


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

强化风险控制，进口业务扭亏为盈：

上半年因国内猪肉价格走低，公司主动压缩进口节奏及规模，肉类进口分部销量 7.5 万吨，同比减少 57.1%，实现收入 19.2 亿元，同比-59.6%。受益于公司强化风险控制的理念，提高背对背锁单比例，进口业务实现扭亏为盈，上半年分部营业利润 1.32 亿元，去年同期为 1 亿元亏损。

给予“持有”评级，下调目标价至 2.8 港元：

我们认为步入猪周期的后期，猪价将持续低迷一段时间，盈利的关键取决于对成本的控制能力，公司在成本控制、非瘟防疫等方面具备经验和优势的，头均利润有望处于业内第一梯队。因上半年猪价下行幅度较大，我们下调原盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 0.31/ 0.26 元，下调目标价至 2.8 港元，对应 21/22 年 7.6/9 倍 PE，给予持有评级。

报表摘要

利润表						主要财务比率					
会计年度	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E	会计年度	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
单位:百万元											
营业收入	11,079	18,922	13,678	16,722	19,638	成长性(%)					
营业成本-公允价值调整前	-10,088	-14,315	-11,617	-14,772	-16,077	营业收入增长率	54.5%	70.8%	-27.7%	22.3%	17.4%
毛利	991	4,607	2,060	1,950	3,561	营业利润增长率	NA	446.7%	-47.8%	-11.1%	109.5%
销售费用	-345	-399	-356	-418	-491	净利润增长率	NA	679.4%	-58.9%	-15.5%	140.3%
管理费用	-266	-534	-356	-401	-471	盈利能力(%)					
其他收入-经营	173	172	205	251	295	毛利率	8.9%	24.3%	15.1%	11.7%	18.1%
其他收益及亏损	-9	-866	0	0	0	净利率	3.4%	15.4%	8.7%	6.0%	12.4%
应占共同控制实体损益	0	0	0	0	0	偿债能力(%)					
营业利润	545	2,980	1,554	1,381	2,894	资产负债率	61.8%	53.4%	53.4%	53.2%	50.5%
财务费用	-162	-156	-296	-318	-339	流动比率	1.01	1.05	1.09	1.00	1.01
利润总额	383	2,823	1,258	1,063	2,555	速动比率	0.62	0.82	1.00	0.90	0.90
所得税	-9	87	-63	-53	-128	营运能力(次)					
净利润	373	2,910	1,195	1,010	2,427	资产周转率	0.84	1.03	0.63	0.69	0.73
每股资料(元)						存货周转率	5.43	5.20	7.14	13.99	13.03
EPS (元)	0.10	0.75	0.31	0.26	0.62	资产负债表					
每股净资产	1.58	2.46	2.76	3.02	3.64	会计年度	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
						流动负债	7,824	9,710	10,453	11,374	12,292
						应付账款及应付票据	463	508	2,127	2,601	3,054
						应计费用, 按金及其他应付款	667	963	963	963	963
						短期借款	6,301	8,134	6,947	7,294	7,659
						衍生金融负债	51	5	5	5	5
						应付关联方贷款-流动负债	113	3	313	413	513
						应付关联方款项-流动负债	230	98	98	98	98
						非流动负债	1,780	847	1,910	2,051	2,193
						长期借款	1,333	172	1,539	1,616	1,697
						来自关联公司的贷款-非流动负债	92	95	97	100	103
						递延收入-非流动负债	356	581	274	334	393
						负债合计	9,605	10,557	12,363	13,425	14,485
						股本	1,669	1,669	1,669	1,669	1,669
						储备	4,388	7,740	8,936	9,945	12,373
						少数股东权益	104	173	173	173	173
						股东权益合计	6,160	9,582	10,778	11,787	14,215
						负债及权益合计	15,765	20,139	23,141	25,212	28,699
						现金流量表					
						会计年度	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
						净利润	373	2,910	1,195	1,010	2,427
						财务费用	162	156	296	318	339
						折旧及摊销	259	347	449	559	668
						长期经营性负债增加	205	225	-307	61	58
						经营活动产生现金流量	-1,049	1,610	5,809	355	2,175
						固定资产投资	-990	-2,359	-2,545	-2,535	-3,029
						投资活动产生现金流量	4	-2,248	-2,524	-2,473	-2,955
						负债增加	4,129	672	181	424	446
						财务费用净额	-162	-156	-296	-318	-339
						融资活动产生现金流量	1,441	445	-210	209	209
						现金的期初余额	274	630	417	3,492	1,582
						现金的期末余额	630	417	3,492	1,582	1,012
						估值比率(倍)					
						PE	20.03	2.57	6.26	7.41	3.08
						PB	1.21	0.78	0.69	0.63	0.53

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