天风证券 TF SECURITIES

华统股份（002840）

证券研究报告
2020 年 07 月 13 日

屠宰业务有望量利齐升，产业链一体化快速推进

公司是我国浙江省屠宰龙头企业，持续快速成长

公司围绕畜禽屠宰核心主业，全力打造产业链一体化经营模式，主营业务覆盖“饲料加工、畜禽养殖、畜禽屠宰加工、肉制品深加工”四大环节，是农业产业化国家重点龙头企业，同时是浙江省规模化畜禽屠宰龙头企业。2016-2018 年，公司自营生猪屠宰量分别为 171.58 万头、246.01 万头、270.39 万头，继续位居浙江省领先地位。近年来，公司持续进行主业的快速扩张，2016 年公司生猪屠宰产能仅 40.85 万吨，到 2019 年达到 88.92 万吨，三年时间产能增长了 118%。

受益于生猪养殖后周期，公司屠宰业务有望量利齐升

公司生猪屠宰业务盈利主要有两个方面的影响因素：一是猪价，猪价上涨时会导致公司屠宰原材料采购价格偏高，并会对下游的猪肉消费需求产生不利影响，从而会导致屠宰利润率下行；二是产能利用率，产能利用率越高，公司屠宰成本越低，屠宰盈利越高。近两年来看，一方面由于非洲猪瘟导致猪价快速上涨，另一方面公司快速扩张遭遇上游生猪产业产能收缩，产能利用率下滑，从而导致公司屠宰业务盈利较低。往未来看：

一方面，2019 年四季度能繁母猪产能已经开始恢复，我们预计未来猪价或趋于下行，公司屠宰业务盈利有望回升。

另一方面，生猪行业产能恢复将使得公司屠宰量提升，另外公司通过合作以及自建的方式进行上游生猪养殖产能的建设，也将为公司的屠宰业务提供猪源，我们预计公司屠宰量有望快速增长，产能利用率将快速提升。

我们预计 2020-2022 年公司生猪屠宰量达到 300 万头，400 万头和 500 万头，持续快速增长，且盈利能力也将显著提升，迎来量利齐升阶段。

携手温氏股份加快上游生猪养殖布局，推进产业链一体化，打造新的增长点，提升抗周期风险能力

公司通过自建和和合作的方式快速推进上游生猪养殖产业的扩张，推进产业链一体化的快速发展。当前，温氏投资已经持有公司 5%股权，成为公司第三大股东，且公司与温氏股份成立了温氏华统，目标三年内实现浙江省出栏 100 万头以上，江苏省出栏 100 万头以上。公司生猪养殖产业的布局，一方面能够为公司带来新的增长点；另一方面也能够完善公司产业链布局，增强公司抗周期风险能力。

给予“买入”评级：

我们预计 2020-2022 年公司实现收入 115.43/120.98/120.69 亿，同比增长 49.80%/4.81%/-0.25%，实现归母净利润 1.85/4.81/6.47 亿元同比增长 40.30%/160.53%/34.40%，对应 EPS 分别为 0.41/1.08/1.45 元，对应 PE 为 31/12/9 倍，我们给予公司 2021 年利润 16 倍 PE，目标价 17.28 元，给予“买入”评级。

风险提示：猪价波动；养殖疫病；食品安全风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,118.04	7,705.78	11,543.01	12,098.38	12,068.50
增长率(%)	8.54	50.56	49.80	4.81	(0.25)
EBITDA(百万元)	3.14	276.98	447.05	951.27	1,293.59
净利润(百万元)	150.21	131.65	184.71	481.23	646.75
增长率(%)	26.81	(12.35)	40.30	160.53	34.40
EPS(元/股)	0.34	0.29	0.41	1.08	1.45
市盈率(P/E)	38.34	43.74	31.18	11.97	8.90
市净率(P/B)	4.44	3.88	3.03	2.41	1.90
市销率(P/S)	1.13	0.75	0.50	0.48	0.48
EV/EBITDA	1,161.99	18.47	17.04	9.02	7.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.89 元
目标价格	17.28 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	446.74
流通 A 股股本(百万股)	434.41
A 股总市值(百万元)	5,758.43
流通 A 股市值(百万元)	5,599.52
每股净资产(元)	5.58
资产负债率(%)	46.57
一年内最高/最低(元)	20.19/11.54

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com
刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com
魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司是我国浙江省屠宰龙头企业，持续成长 3
1.1. 公司是我国浙江省屠宰龙头企业 3
1.2. 公司经营持续快速发展 4
2. 受益于生猪养殖后周期，公司屠宰业务有望量利齐升 6
2.1. 生猪养殖产能恢复，猪价或进入下行周期，公司盈利有望提升 6
2.2. 屠宰行业集中度低，或加速集中，公司屠宰量有望快速增长 7
3. 产业链一体化，打造新的增长点，提升抗周期风险能力 9
4. 盈利预测及投资建议 10
5. 风险提示 12

图表目录

图 1：公司子公司、控股子公司和参股公司情况 3
图 2：公司股权结构 4
图 3：截止 2020 年 6 月 15 日，公司股权结构 4
图 4：公司营业收入持续快速增长（亿） 4
图 5：此处录入标题 4
图 6：公司毛利率和和净利率情况 5
图 7：公司收入分项目构成情况（亿） 5
图 8：公司毛利分项目构成情况（亿） 5
图 9：公司主要业务毛利率情况 5
图 10：公司生鲜猪肉业务毛利率与猪价反相关 6
图 11：公司生猪屠宰产能及利用率情况 6
图 12：我国生猪存栏数据在 2019 年 11 月份触底出现拐点（万头） 6
图 13：我国能繁母猪存栏在 2019 年 10 月份触底出现拐点（万头） 6
图 14：生猪养殖产业链 7
图 15：我国生猪出栏均价（元/公斤） 7
图 16：我国定点生猪屠宰企业在全国屠宰量比重仅 30%-35% 8
图 17：公司近两年一期生鲜猪肉业务经营情况 8
图 18：屠宰趋向于产业链一体化 9
图 19：公司发行可转债主要用于衢州生猪养殖产能的建设 9
图 20：2020 年一季度末，公司主要的在建工程（万元） 10
图 21：公司收入和毛利预测 11
图 22：公司主要财务指标 11
图 23：公司历史估值水平 12
图 24：华统股份与可比公司 PE 水平比较 12

1. 公司是我国浙江省屠宰龙头企业，持续成长

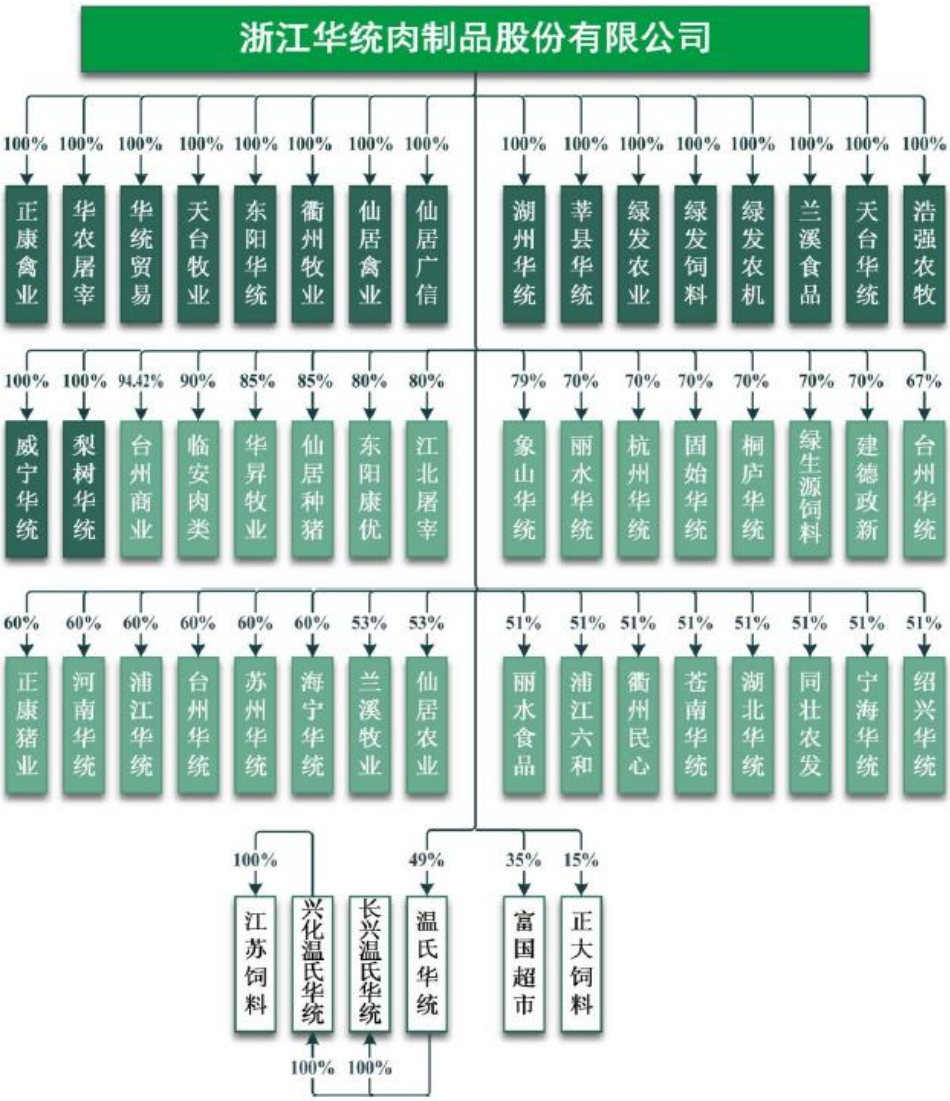
1.1. 公司是我国浙江省屠宰龙头企业

公司围绕畜禽屠宰核心主业，全力打造产业链一体化经营模式，主营业务覆盖“饲料加工、畜禽养殖、畜禽屠宰加工、肉制品深加工”四大环节，是农业产业化国家重点龙头企业，同时是浙江省规模化畜禽屠宰龙头企业。2016-2018 年，公司自营生猪屠宰量分别为 171.58 万头、246.01 万头、270.39 万头，继续位居浙江省领先地位。

凭借先进的生产技术、完善的质量控制体系及良好的市场声誉，公司 2010 年成功通过中央储备冻肉冷库资质审定，获得中央储备冻猪肉收储资格。2011 年 6 月，华统股份被商务部确定为全国第一批“市场应急保供骨干企业”（其中肉类企业 20 家，食糖类企业 6 家）。

截止 2020 年 4 月份，公司下辖 47 家控股子公司、6 家参股公司，其基本情况如下：

图 1：公司子公司、控股子公司和参股公司情况



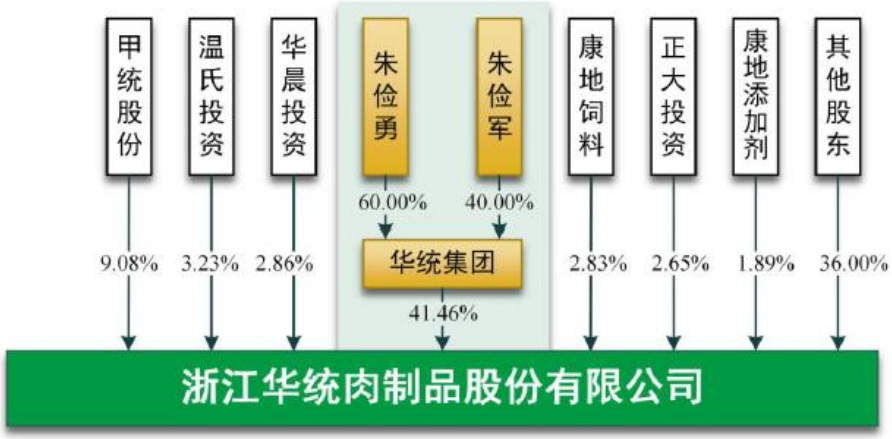
资料来源：公司公告，天风证券研究所

从股权结构来看，截止到 2020 年一季度末，公司实际控制人是朱俭勇、朱俭军兄弟，其通过华统集团控制公司 41.46%的股份，通过华晨投资控制公司 2.86%的股份，两人合计控制公司 44.32%的股份。

此外，在公司股东之中，还存在正大投资和康地饲料两位战略投资者，能够为公司的发展

起到战略协同。

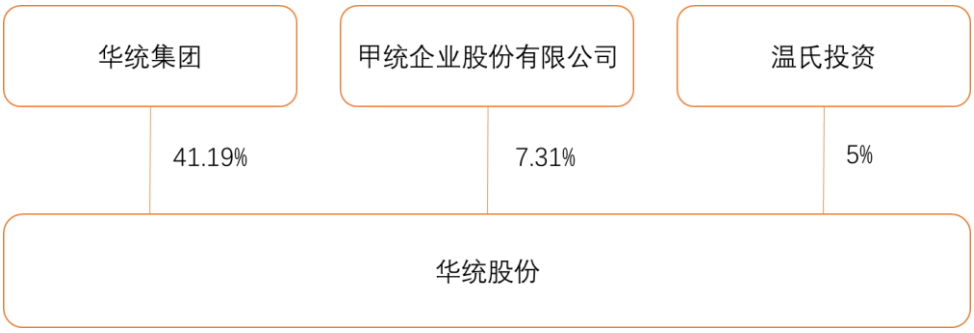
图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年，温氏投资对公司进行了战略投资，截止 2020 年 6 月 15 日，温氏投资持有公司 5%股权，成为公司第三大股东。

图 3：截止 2020 年 6 月 15 日，公司股权结构

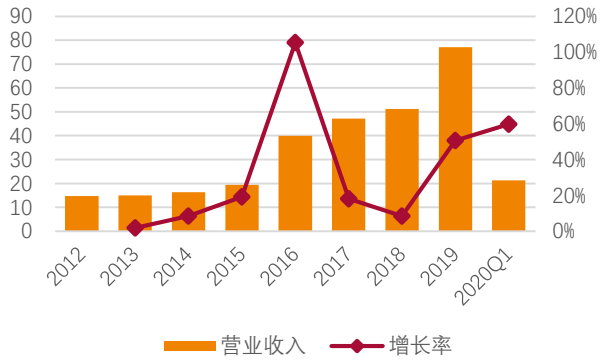


资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 公司经营持续快速发展

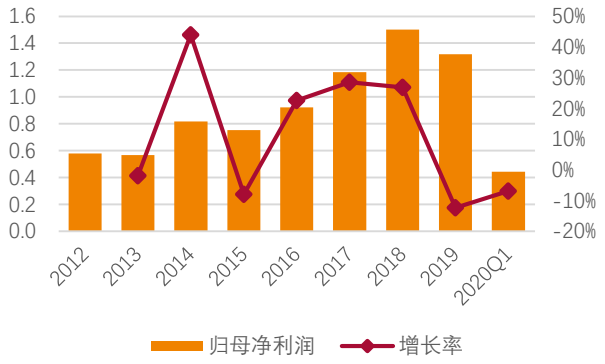
2012 年以来，公司收入持续快速增长；归母净利润受非洲猪瘟导致的上游生猪产能大幅下滑以及猪价大幅上涨影响，在 2019 年和和 2020 年一季度出现下滑。

图 4：公司营业收入持续快速增长（亿）



资料来源：wind，天风证券研究所

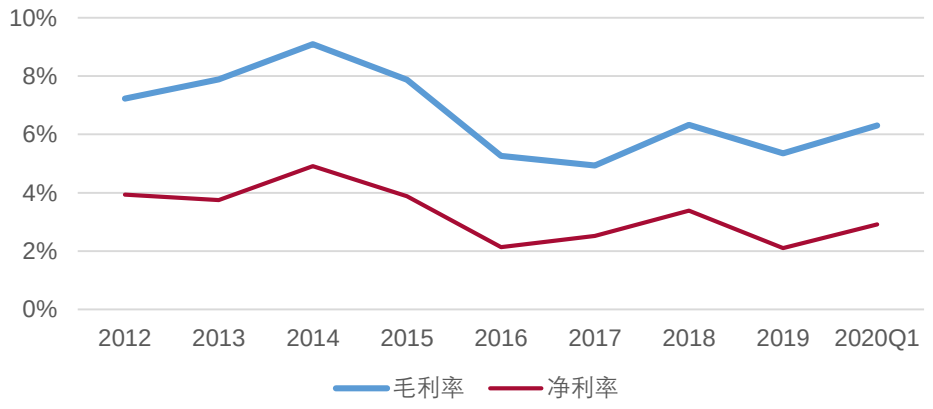
图 5：公司归母净利润情况（亿）



资料来源：wind，天风证券研究所

盈利能力方面，公司毛利率和和净利率会受到猪价以及产能利用率的影响。由于猪肉的消费属性，使得猪肉的价格弹性小于生猪的价格弹性，因此在上游生猪价格较高的时候屠宰业务的毛利率会降低，反之则反是。此外，公司的成本也会受到产能利用率的影响，一般而言在猪价较高时，公司上游生猪供应偏少，公司产能利用率也往往较低，也会导致公司盈利能力下滑。

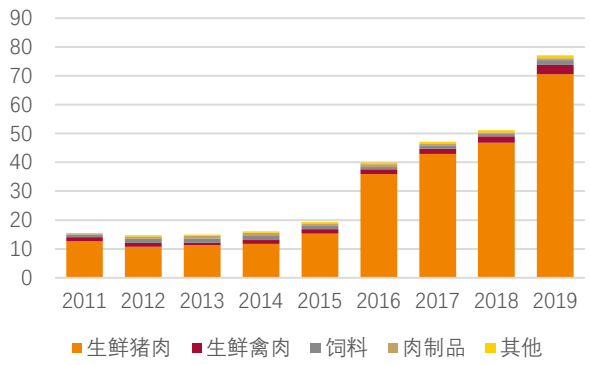
图 6：公司毛利率和和净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

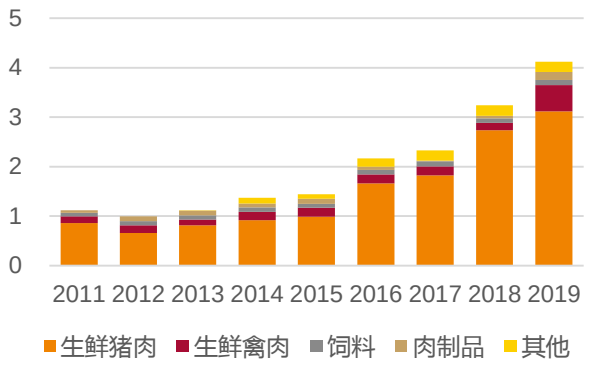
从公司的业务构成来看，公司收入和利润的主要来源是生鲜猪肉，2019 年生鲜猪肉收入占比达到 91.54%，毛利占比达到 75.63%。

图 7：公司收入分项目构成情况（亿）



资料来源：wind，天风证券研究所

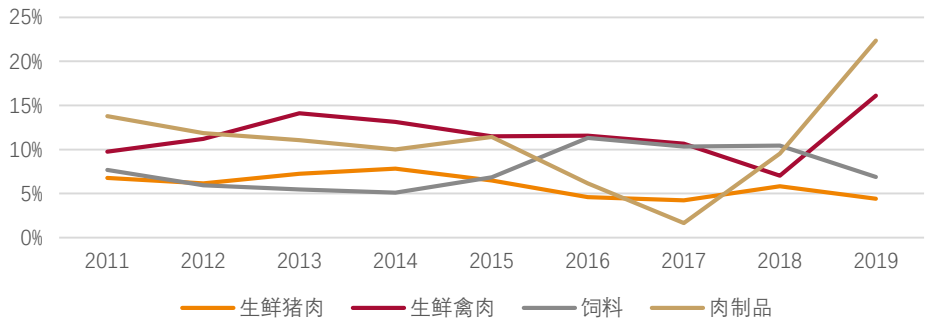
图 8：公司毛利分项目构成情况（亿）



资料来源：wind，天风证券研究所

从公司各项业务毛利率变动来看，生鲜猪肉毛利率由于猪价波动和产能利用率下降等因素影响导致近年来毛利率走低。

图 9：公司主要业务毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

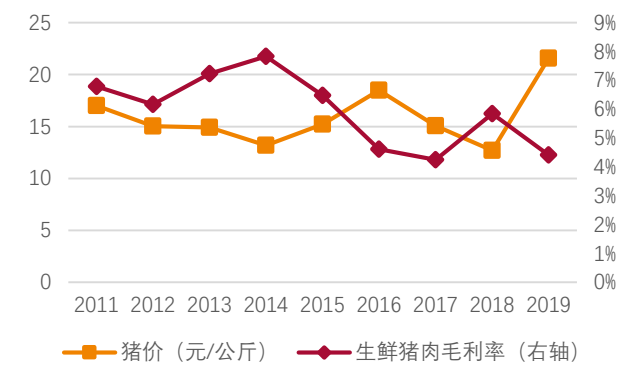
2. 受益于生猪养殖后周期，公司屠宰业务有望量利齐升

2.1. 生猪养殖产能恢复，猪价或进入下行周期，公司盈利有望提升

“猪周期”导致公司采购单价波动。一方面，肉品销售价格变动与畜禽采购价格变动存在一定时滞，当畜禽采购价格持续上涨时，若公司不能及时调整产品销售价格，将对公司的经营业绩产生不利影响；另一方面，畜禽产品销售价格的上涨促使消费者增加对替代产品（如牛肉、羊肉等）的消费，市场需求下降会导致公司业绩出现下滑。

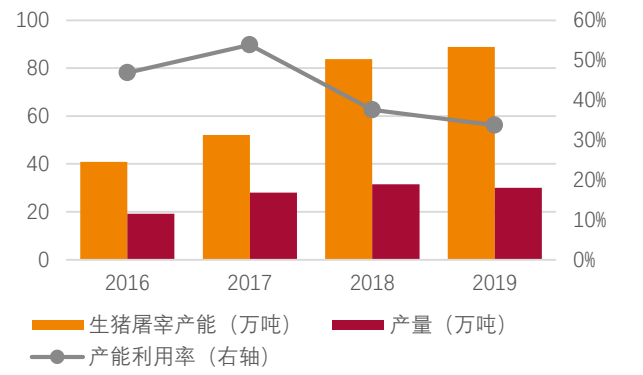
从公司历史数据来看，公司生猪屠宰（生鲜猪肉）业务毛利率与猪价呈现明显的反相关；近年来公司生猪屠宰产能出现显著增加，但是产能利用率持续下滑，导致了公司近年来毛利率水平降低。

图 10：公司生鲜猪肉业务毛利率与猪价反相关



资料来源：wind，天风证券研究所

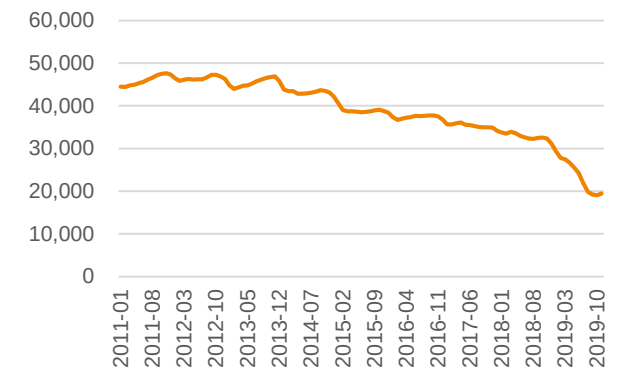
图 11：公司生猪屠宰产能及利用率情况



资料来源：公司信用评级跟踪报告，天风证券研究所

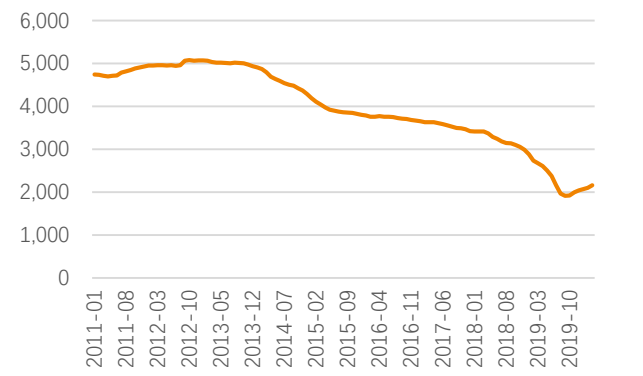
2018 年，非洲猪瘟爆发以来，我国生猪产能持续大幅下跌，经过近两年的防疫升级，生猪养殖产业尤其是头部养殖企业对于非洲猪瘟疫情的防控能力显著提升，行业产能在 2019 年四季度开始出现触底回升。

图 12：我国生猪存栏数据在 2019 年 11 月份触底出现拐点（万头）



资料来源：wind，天风证券研究所

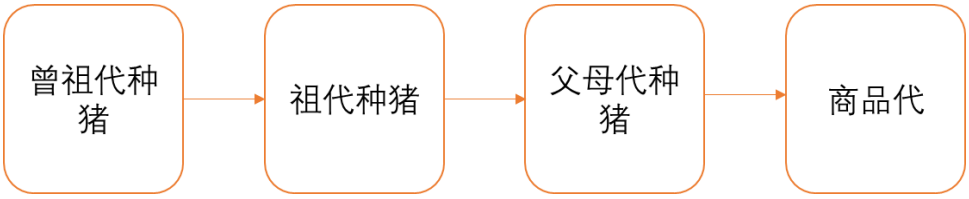
图 13：我国能繁母猪存栏在 2019 年 10 月份触底出现拐点（万头）



资料来源：wind，天风证券研究所

生猪养殖从流程上分为曾祖代种猪、祖代种猪、父母代种猪和商品代几个环节，正常从父母代种猪到商品代需要经过约 4 个月的怀孕期以及约 6 个月的育肥期，总共需要大约 10 个月左右的时间。因此，按照推演，能繁母猪拐点之后推 10 个月会出现生猪存栏的持续性增长。

图 14：生猪养殖产业链



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019 年四季度，生猪出栏均价超过 40 元/公斤，之后持续震荡下行，我们预计 2020 年三季度猪价或依然高位维持，四季度或继续走低，2021-2022 年均为猪价持续下行周期。

图 15：我国生猪出栏均价（元/公斤）

资料来源：wind，天风证券研究所

公司下游生猪屠宰业务，有望显著受益于生猪价格下行，公司屠宰业务盈利能力有望显著提升。

2.2. 屠宰行业集中度低，或加速集中，公司屠宰量有望快速增长

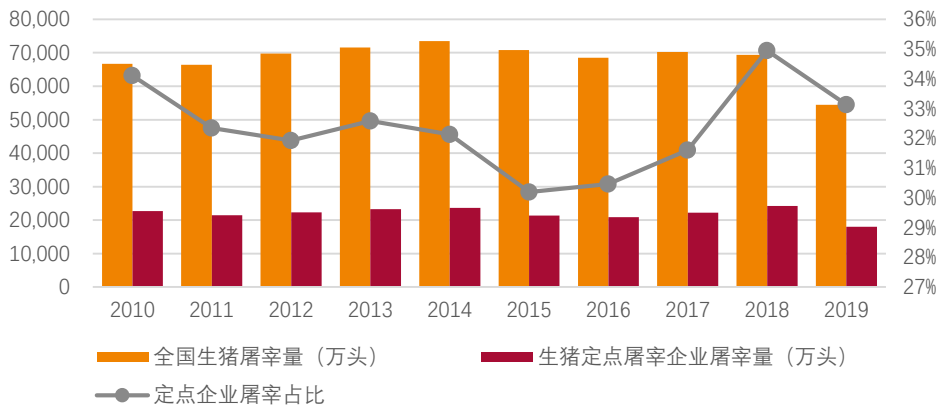
我国畜禽屠宰加工企业主要有三类，一是纳入国家统计局统计范围的规模以上企业（指年销售额 2,000 万元以上的企业），这些企业一般都是机械化、现代化的屠宰加工厂；二是由县以上各级政府批准的畜禽定点屠宰企业，目前多为半机械化屠宰加工和手工屠宰加工企业；三是农民自宰自食和非法屠宰加工企业。

目前，我国肉品市场上仍存在数量众多的个体屠宰户和小作坊，行业内企业竞争激烈；受传统生鲜消费习惯及流通渠道影响，肉品销售半径较短，屠宰加工企业规模化扩张受到制约；其次，长期以来各地肉品市场主要由当地屠宰加工企业控制，风味产品消费具有一定的区域性特点。因而，相比西方发达国家，我国肉品加工企业规模相对较小，地域性明显，行业集中度不高。

历史数据来看，我国定点生猪屠宰企业的屠宰量在全国屠宰量的比重仅 30%-35%左右。

屠宰及肉类加工行业的竞争格局在市场和政策的推动下正在发生迅速变化，虽然规模化企业同小型企业的竞争仍在持续，但行业产业集中度日趋提高，规模化屠宰加工企业之间的竞争已成为行业主流。目前，行业内已形成了一批规模化生产的龙头企业，如双汇发展、雨润食品、新希望，在行业内占据重要地位。未来，行业优势企业还将利用自身优势持续扩大产能，围绕畜禽资源、成本控制、产品开发、品牌塑造、经营管理等方面展开新一轮竞争。

图 16：我国定点生猪屠宰企业在全国屠宰量比重仅 30%-35%



资料来源：wind，天风证券研究所

随着一批品牌龙头企业的异军突起，屠宰及肉类加工业长期区域分散的格局逐渐被打破。《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015 年）》指出，国家将在生猪主产区培育一批年屠宰量在 100 万头以上的大型定点屠宰厂（场），进一步提升屠宰及肉类加工行业市场集中度。《全国生猪生产发展规划（2016-2020 年）》指出，当时全国规模以上屠宰企业 2,937 家，比“十一五”末增长 17.9%；规模以上企业屠宰量占全国的 68%；前 50 名屠宰企业屠宰量占全国的 18%。

顺应屠宰集中度加速的趋势，近年来，公司也加大了屠宰产能的扩张。2016 年公司生猪屠宰产能仅 40.85 万吨，到 2019 年达到 88.92 万吨，三年时间产能增长了 118%。

2019 年公司加快屠宰产业横向布局，通过并购、新设方式向省外扩张，产能略有提升，但多重因素叠加影响下，公司产能利用率持续下降，对屠宰业务毛利率产生负面影响，短期内难有改善迹象，且未来收入及盈利水平受猪肉价格波动影响可能存在波动公司继续加快对屠宰产业的横向布局，浙江省内，2019 年相继在宁海、桐庐、海宁、临安等地通过收并购方式布局定点屠宰场；浙江省外，2019 年相继在湖北麻城市、贵州威宁县、山东莘县以及吉林梨树县等区域设立子公司，加快向全国生猪养殖主产区进行产业布局，全年生猪鲜肉产能同比提升 6.08%。

短期来看，2019 年受本轮猪周期叠加非洲猪瘟等因素影响，国内生猪供给不足，导致生猪及下游猪肉价格大幅上涨，对采购和需求形成一定抑制，订单量的下降使得生猪产量和销量均有所下降。从销售情况来看，2019 年公司生鲜猪肉销售量同比下降 4.07%，销量大于产量系公司直接采购白条猪进行销售。

图 17：公司近两年一期生鲜猪肉业务经营情况（吨）

类型	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
产能	228,735.00	889,200.00	838,212.00
产量	39,720.97	299,752.37	314,917.60
销量	47,356.98	334,845.69	349,066.60
产能利用率	17.37%	33.71%	37.57%
产销率	119.22%	111.71%	110.84%

注：销量数据均包含公司采购、销售的成品猪肉。

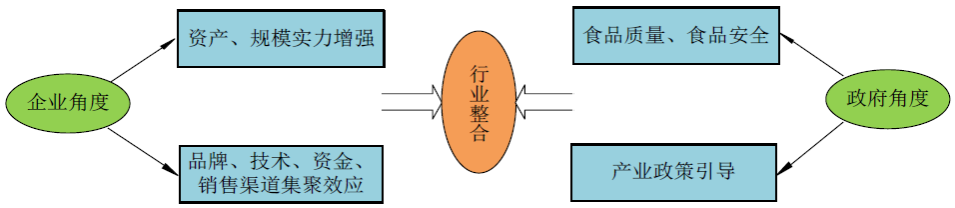
资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们预计，随着上游生猪养殖产能的恢复，以及公司产能的持续扩张，公司未来几年的屠宰量以及产能利用率有望持续快速提升。

3. 产业链一体化，打造新的增长点，提升抗周期风险能力

产业链趋向一体化。为降低原材料采购成本、从源头上保证原料的品质和稳定供给，进一步拓展产品利润空间，规模化屠宰及肉类加工企业纷纷寻求向产业链上游延伸；另一方面，为保证销售渠道畅通，大型屠宰及肉类加工企业不断拓宽销售网络，建立物流配送体系，铺设专卖店等新型销售终端，以加强对市场的控制力，逐步改变以往单一的批发销售模式，实现与国际通行营销模式的接轨。产业链一体化的经营模式成为屠宰及肉类加工企业未来发展的必然趋势。

图 18：屠宰趋向于产业链一体化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年来，公司在生猪养殖领域持续扩张，2020 年公司发行可转换债券，募集资金 5.5 亿元，主要用于生猪养殖产能的扩张。

图 19：公司发行可转债主要用于衢州生猪养殖产能的建设

单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	衢州华统现代化生态养殖场建设项目	23,246.00	21,700.00
2	衢州华统现代化华垅生猪养殖建设项目	14,397.00	14,217.00
3	衢州华统现代化东方生猪养殖建设项目	14,842.00	14,783.00
4	补充流动资金	4,300.00	4,300.00
合　计		**56,785.00**	**55,000.00**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019 年 3 月，公司与温氏股份签订了战略合作框架协议，双方就生猪养殖、屠宰业务等方面合作达成了战略合作意向。合作内容包括：1、双方拟合资设立生猪养殖业务公司（由温氏股份控股，华统股份参股，出资比例待双方协商一致后另行约定），华统股份将现有生猪养殖业务资产并入合资公司；2、双方拟合资设立生猪屠宰业务公司（由华统股份控股，温氏股份参股，出资比例待双方协商一致后另行约定），在部分区域共同推进生猪屠宰业务合作建设和管理；3、合资养殖业务公司由温氏股份方主导管理，华统股份方派驻财务监督和业务学习人员，合资屠宰业务公司由华统股份方主导管理，温氏股份方派驻财务监督和业务学习人员；4、除业务合作外，双方还将在股权关系上进行多方面的探讨和合作。

2019 年 11 月，公司公告与温氏股份签订了《生猪养殖业务合作协议》，决定拟在浙江省义乌市共同投资设立浙江温氏华统牧业有限公司（以下简称“温氏华统”），温氏华统注册资本为人民币 4 亿元，由温氏股份控股，公司参股。其中温氏股份拟以现金出资 2.04 亿元，持有温氏华统 51%的股权；公司拟以自有资金出资 1.74 亿元，剩余部分拟按江苏华统牧业有限公司 100%股权评估价值作价 2250 万元出资，合计出资 1.96 亿元，持有温氏华统 49%的股权。双方目标在三年内通过温氏华统平台公司实现浙江省内肉猪年出栏达到 100 万头以上以及江苏省内肉猪年出栏达到 100 万头以上。

截止 2020 年 6 月 15 日，温氏股份通过多次增持公司股权，已经持有华统股份股权达到

5%，成为华统股份的第三大股东。

我们认为，温氏股份作为我国领先的生猪养殖产业龙头，养殖经验丰富，技术实力领先，资金实力雄厚；华统股份与温氏股份形成了从股权到业务全方位的战略合作，有利于公司借助温氏股份的力量来快速的实现生猪养殖产业的扩张。

截至 2020 年 3 月末，公司表中在建项目预计总投资 25.79 亿元，尚需投资 22.49 亿元，从公司的在建工程之中可以看出，当前公司主要的扩张项目是生猪养殖产能的扩张。但公司实际在建项目总投资远超表中金额，且与温氏集团合作的温氏华统牧业亦需要较大投入。近年浙江省内对新增养殖项目的支持力度较大，通过财政贴息、政府基金投入等方式支持新建养殖场，同时，公司 2020 年发行的可转换债券募集资金的到位可以在一定程度上缓解部分资金压力。

图 20：2020 年一季度末，公司主要的在建工程（万元）

项目	总投资	已投资	投资进度	用途及产能
衢州华统现代化生态养殖场建设项目	50040	12267	24.50%	生猪养殖出栏20 万头仔猪及20 万头育肥猪
兰溪牧业生猪养殖项目	46411	594	1.28%	瑞溪1 万头母猪，百凤林10 万头肥育猪
华昇牧业平望猪场建设项目	45000	84	0.19%	年出栏仔猪50 万头
华昇牧业下水碓猪场建设项目	43000	704	1.64%	年出栏育肥猪25 万头
丽水农牧里塘母猪场项目	22000	4564	20.75%	1 万头母猪
仙居绿发厂区工程	18390	533	4.28%	种猪7,500 头
仙居华统现代化种猪生态养殖场建设项目（三亩田项目）	17080	10787	63.88%	鸡年出栏量达200 万羽以上，生猪年出栏量控制在10 万头以内
正康禽业正大中央厨房配套现代化家禽项目	8703	1752	17.52%	年出栏肉鸡520 万羽
丽水华统生猪屠宰项目	7272	1665	16.65%	屠宰生猪50 万头，家禽300 万羽，肉制品加工5000 吨
合计	257897	32950	12.78%	

资料来源：2020 年公司信用评级跟踪报告，天风证券研究所

截至 2020 年 3 月末，公司仅正康猪业正大中央厨房配套现代化猪场项目投入运营，设计最大出栏量 25 万头，2020 年一季度首次实现少量出栏，目前仍处于产能爬坡阶段，未来随着生猪出栏量的提升及其他项目的投产，生猪销售收入可能成为公司新的业务增长点。而且，随着公司生猪养殖出栏量的快速放量，也能够为公司的屠宰业务提供充足的猪源，能够大大提升公司屠宰业务的产能利用率，提升其屠宰业务的盈利能力。

4. 盈利预测及投资建议

1、我们假设 2020-2022 年公司生猪屠宰量为 300 万头、400 万头、500 万头，持续快速增长。且随着公司屠宰量的提升，公司屠宰产能利用率提升，屠宰盈利提升；另一方面，随着猪价的下行，公司屠宰的盈利能力也将上行。

2、考虑到非洲猪瘟的存在，尽管公司当前大力扩张生猪养殖产能，我们保守假设 2020-2022 年公司生猪出栏量为 10 万头、80 万头和 200 万头。

3、我们预计公司饲料业务以及肉制品业务持续稳定发展。

图 21：公司收入和毛利预测

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计	收入（百万）	1943.70	3992.12	4715.43	5118.04	7705.78	11543.01	12098.38	12068.50
	增长率		105.39%	18.12%	8.54%	50.56%	49.80%	4.81%	-0.25%
	毛利（百万）	153.08	210.31	232.83	324.21	412.25	698.41	1341.54	1821.97
	毛利率	7.88%	5.27%	4.94%	6.33%	5.35%	6.05%	11.09%	15.10%
生鲜猪肉	收入（百万）	1,524.17	3,598.12	4,297.31	4,683.57	7,054.30	10800.00	11200.00	11000.00
	增长率		136.07%	19.43%	8.99%	50.62%	53.10%	3.70%	-1.79%
	毛利（百万）	98.77	166.05	182.35	273.58	311.61	486.00	593.60	682.00
	毛利率	6.48%	4.61%	4.24%	5.84%	4.42%	4.50%	5.30%	6.20%
生鲜禽肉	收入（百万）	161.25	157.06	167.19	213.71	328.27	337.50	416.00	475.00
	增长率		-2.60%	6.45%	27.82%	53.61%	2.81%	23.26%	14.18%
	毛利（百万）	18.55	18.15	17.85	15.02	52.85	54.00	66.56	76.00
	毛利率	11.50%	11.56%	10.68%	7.03%	16.10%	16%	16%	16%
饲料	收入（百万）	109.63	82.79	103.76	88.37	157.74	180.00	222.00	277.50
	增长率		-24.48%	25.33%	-14.83%	78.51%	14.11%	23.33%	25.00%
	毛利（百万）	7.50	9.36	10.73	9.22	10.84	13.50	17.76	24.98
	毛利率	6.84%	11.31%	10.34%	10.43%	6.87%	7.50%	8%	9%
肉制品	收入（百万）	91.87	102.89	67.31	52.97	72.49	123.23	147.87	192.24
	增长率		12.00%	-34.59%	-21.30%	36.85%	70%	20%	30%
	毛利（百万）	10.50	6.34	1.11	5.04	16.21	28.34	35.49	48.06
	毛利率	11.43%	6.16%	1.64%	9.52%	22.36%	23%	24%	25%
生猪养殖	收入（百万）						429.00	2600.00	4560.00
	增长率							506%	75%
	毛利（百万）						91.00	600.00	960.00
	毛利率						21%	23%	21%
其他	收入（百万）	56.78	51.26	79.87	79.43	92.98	102.28	112.51	123.76
	增长率		-9.73%	55.82%	-0.54%	17.06%	10%	10%	10%
	毛利（百万）	17.75	10.41	20.80	21.36	20.74	25.57	28.13	30.94
	毛利率	31.27%	20.30%	26.04%	26.89%	22.31%	25%	25%	25%

资料来源：wind，天风证券研究所

预计 2020-2022 年公司实现收入 115.43/120.98/120.69 亿，同比增长 49.80%/4.81%/-0.25%，实现归母净利润 1.85/4.81/6.47 亿元同比增长 40.30%/160.53%/34.40%，对应 EPS 分别为 0.41/1.08/1.45 元，对应 PE 为 31/12/9 倍。

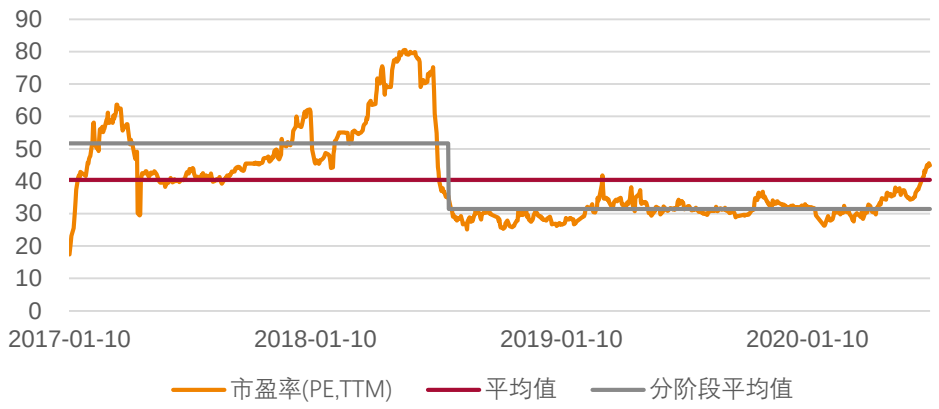
图 22：公司主要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,118.04	7,705.78	11,543.01	12,098.38	12,068.50
增长率(%)	8.54	50.56	49.80	4.81	(0.25)
EBITDA（百万元）	3.14	276.98	447.05	951.27	1,293.59
净利润（百万元）	150.21	131.65	184.71	481.23	646.75
增长率(%)	26.81	(12.35)	40.30	160.53	34.40
EPS（元/股）	0.34	0.29	0.41	1.08	1.45
市盈率（P/E)	38.34	43.74	31.18	11.97	8.90
市净率（P/B）	4.44	3.88	3.32	2.60	2.01
市销率（P/S）	1.13	0.75	0.50	0.48	0.48
EV/EBITDA	1,161.99	18.47	17.04	9.02	7.31

资料来源：wind，天风证券研究所

从公司历史估值来看，一直处于加高水平，基本维持在 20 倍以上 PE，上市以来平均 PE 达到 40.41 倍，2018 年 8 月份以来的平均 PE 也达到 31.45 倍。

图 23：公司历史估值水平



资料来源：wind，天风证券研究所

与同行业比较来看，对应 2021 年利润，可比公司及华统股份的平均 PE 为 17.89 倍，最低的为华统股份 11.97 倍，最高的为双汇发展 23.88 倍。

我们保守给予华统股份 2021 年业绩 16 倍 PE，对应目标价 17.28 元，目标涨幅 34%。

图 24：华统股份与可比公司 PE 水平比较

	2020E	2021E	2022E
双汇发展	26.91	23.88	21.34
龙大肉食	18.94	14.24	8.95
上海梅林	23.20	21.47	—
华统股份	31.18	11.97	8.90
平均值	25.06	17.89	13.06

资料来源：wind，天风证券研究所；双汇发展、龙大肉食、上海梅林为 wind 一直预期，华统股份为天风农业预测

5. 风险提示

1、猪价波动。猪价构成公司屠宰盈利和养殖盈利的重大扰动因素，当前公司依然是以屠宰业务为主，猪价上涨时会对公司屠宰业务盈利产能不利影响；但目前公司生猪养殖业务也在快速发展，若猪价下行则会对生猪养殖业务利润产生不利影响。若未来公司实现产业链一体化运作，猪价波动对公司盈利的扰动会减弱，但当前阶段，猪价仍会对公司盈利起到比较大的影响。

2、养殖疫病。当前非洲猪瘟构成生猪养殖产业的重大灾害，公司作为生猪养殖产业的新进入者，如何有效防范养殖疫病至关重要。若公司疫病防范不当，或使得公司生猪养殖产业发展不达预期。

3、食品安全风险。食品安全风险事件不仅会对公司的正常生产经营产生直接重大冲击，而且会损害公司品牌。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	324.29	346.39	692.58	967.87	1,086.16
应收票据及应收账款	16.85	21.51	29.79	23.98	29.66
预付账款	7.59	70.96	49.53	69.99	72.33
存货	139.70	338.20	866.75	1,224.86	1,906.02
其他	195.04	226.47	251.12	244.54	270.95
流动资产合计	**683.48**	**1,003.54**	**1,889.77**	**2,531.24**	**3,365.12**
长期股权投资	8.55	56.63	56.63	56.63	56.63
固定资产	781.76	1,146.56	2,209.27	3,255.87	4,227.88
在建工程	337.14	388.93	694.46	931.96	1,159.17
无形资产	200.33	205.07	199.50	193.92	188.34
其他	164.36	261.42	255.54	249.66	243.78
非流动资产合计	**1,492.15**	**2,058.60**	**3,415.40**	**4,688.03**	**5,875.80**
资产总计	**2,175.63**	**3,062.15**	**5,305.17**	**7,219.27**	**9,240.92**
短期借款	195.10	719.96	1,211.25	2,024.11	2,648.37
应付票据及应付账款	105.22	142.02	219.47	318.37	478.58
其他	208.49	267.67	409.37	511.50	742.27
流动负债合计	**508.81**	**1,129.65**	**1,840.09**	**2,853.98**	**3,869.22**
长期借款	181.94	174.87	692.00	990.67	1,188.65
应付债券	0.00	0.00	550.00	550.00	550.00
其他	45.73	70.73	70.73	70.73	70.73
非流动负债合计	**227.67**	**245.60**	**1,312.73**	**1,611.40**	**1,809.38**
负债合计	**736.48**	**1,375.25**	**3,152.82**	**4,465.38**	**5,678.59**
少数股东权益	141.28	202.72	248.89	369.20	530.89
股本	268.00	277.40	446.74	446.74	446.74
资本公积	431.31	541.80	541.80	541.80	541.80
留存收益	1,029.87	1,272.02	1,456.73	1,937.95	2,584.70
其他	(431.31)	(607.04)	(541.80)	(541.80)	(541.80)
股东权益合计	**1,439.15**	**1,686.90**	**2,152.36**	**2,753.89**	**3,562.33**
负债和股东权益总	**2,175.63**	**3,062.15**	**5,305.17**	**7,219.27**	**9,240.92**

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	173.05	162.37	184.71	481.23	646.75
折旧摊销	75.95	104.21	137.33	221.49	306.34
财务费用	8.76	23.14	69.22	115.97	162.31
投资损失	0.71	0.64	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	0.67	(260.32)	(315.01)	(159.27)	(318.73)
其它	1.70	97.58	46.18	120.31	161.69
经营活动现金流	**260.85**	**127.62**	**122.42**	**779.73**	**958.36**
资本支出	460.86	562.42	1,500.00	1,500.00	1,500.00
长期投资	(14.64)	48.08	0.00	0.00	0.00
其他	(830.15)	(1,223.97)	(3,000.00)	(3,000.00)	(3,000.00)
投资活动现金流	**(383.93)**	**(613.47)**	**(1,500.00)**	**(1,500.00)**	**(1,500.00)**
债权融资	446.37	937.59	2,496.01	3,607.54	4,429.78
股权融资	(8.55)	31.07	165.36	(115.97)	(162.31)
其他	(153.25)	(460.85)	(937.59)	(2,496.01)	(3,607.54)
筹资活动现金流	**284.56**	**507.82**	**1,723.77**	**995.56**	**659.93**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**161.48**	**21.97**	**346.19**	**275.29**	**118.29**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,118.04**	**7,705.78**	**11,543.01**	**12,098.38**	**12,068.50**
营业成本	4,793.83	7,293.53	10,844.60	10,756.85	10,246.52
营业税金及附加	10.25	9.15	17.31	18.15	18.10
营业费用	69.05	77.51	92.34	120.98	132.75
管理费用	313.44	147.51	230.86	423.44	627.56
研发费用	111.77	33.39	46.17	47.18	54.31
财务费用	8.55	23.59	69.22	115.97	162.31
资产减值损失	2.84	0.59	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.71)	(0.64)	0.00	0.00	0.00
其他	(372.96)	(49.87)	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	**181.97**	**171.02**	**240.51**	**613.81**	**824.94**
营业外收入	1.40	1.37	2.00	2.00	2.00
营业外支出	1.04	2.87	2.00	2.00	2.00
利润总额	**182.33**	**169.53**	**240.51**	**613.81**	**824.94**
所得税	9.28	7.15	9.62	12.28	16.50
净利润	**173.05**	**162.37**	**230.89**	**601.54**	**808.44**
少数股东损益	22.85	30.72	46.18	120.31	161.69
归属于母公司净利润	**150.21**	**131.65**	**184.71**	**481.23**	**646.75**
每股收益（元）	0.34	0.29	0.41	1.08	1.45

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	8.54%	50.56%	49.80%	4.81%	-0.25%
营业利润	45.36%	-6.02%	40.63%	155.22%	34.40%
归属于母公司净利润	26.81%	-12.35%	40.30%	160.53%	34.40%
获利能力					
毛利率	6.33%	5.35%	6.05%	11.09%	15.10%
净利率	2.93%	1.71%	1.60%	3.98%	5.36%
ROE	11.57%	8.87%	9.70%	20.18%	21.33%
ROIC	16.80%	12.94%	14.31%	19.01%	18.59%
偿债能力					
资产负债率	33.85%	44.91%	59.43%	61.85%	61.45%
净负债率	8.48%	35.05%	83.79%	95.85%	93.86%
流动比率	1.34	0.89	1.03	0.89	0.87
速动比率	1.07	0.59	0.56	0.46	0.38
营运能力					
应收账款周转率	261.69	401.70	450.00	450.00	450.00
存货周转率	38.50	32.25	19.16	11.57	7.71
总资产周转率	2.73	2.94	2.76	1.93	1.47
每股指标（元）					
每股收益	0.34	0.29	0.41	1.08	1.45
每股经营现金流	0.58	0.29	0.27	1.75	2.15
每股净资产	2.91	3.32	4.26	5.34	6.79
估值比率					
市盈率	38.34	43.74	31.18	11.97	8.90
市净率	4.44	3.88	3.03	2.41	1.90
EV/EBITDA	1,161.99	18.47	17.04	9.02	7.31
EV/EBIT	-50.58	28.93	24.59	11.76	9.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com