

研究所

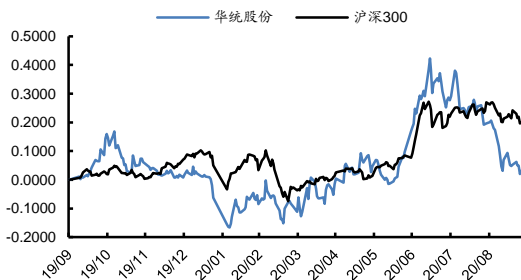
证券分析师：  
021-68591576  
联系人：  
021-61981322

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn  
赵宁宁 S0350120070040  
zhaonn@ghzq.com.cn

## 浙江区域屠宰龙头企业，屠宰主业受益生猪后周 期

### ——华统股份（002840）调研简报

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华统股份	-13.7	-6.0	3.4
沪深300	-5.7	10.4	18.6

#### 市场数据 2020-09-25

当前价格（元）	10.29
52周价格区间（元）	10.14 - 20.19
总市值（百万）	4596.91
流通市值（百万）	4470.06
总股本（万股）	44673.61
流通股（万股）	43440.81
日均成交额（百万）	61.37
近一月换手（%）	17.29

#### 相关报告

《华统股份（002840）调研简报：屠宰主业受益生猪后周期，后继养殖再增盈利贡献》——  
2020-05-28

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 投资要点：

■ **浙江区域屠宰龙头，近年来收入和利润保持稳健增长** 华统股份是浙江区域屠宰龙头企业，公司以畜禽屠宰业务为核心，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，主要产品包括“饲料、生鲜猪肉、生鲜禽肉、金华火腿等”。目前公司已经在屠宰加工领域具备一定的竞争力和品牌知名度，且生鲜肉品是公司收入和利润的主要来源。此外，公司养殖业也加快面向市场，有望在2021年开始生猪陆续出栏。而饲料加工、肉制品深加工也处在快速布局和发展阶段。从公司经营情况来看，近几年来，公司收入和净利润都保持稳定增长。

■ **公司屠宰主业后继有望受益生猪后周期** 公司分业务品类中冷鲜肉收入占比91.55%，短期内是相对比较纯粹的屠宰业务公司。由于猪肉市场价格变动灵敏度低于生猪市场，猪肉价格调整滞后于生猪价格。所以当生猪和猪肉价格下降时，价差扩大，毛利率提升。此外，在猪价下跌时，生猪供应一般较为充足，公司屠宰量扩大，平均固定费用摊销和单位人工成本开支减少，也有利于毛利率提升。

我国屠宰行业正迎来历史性机遇。一是国家环保趋严，尤其是非洲猪瘟影响下，政府管理更加严苛，小屠宰场陆续退出；二是规模化养殖下导致猪周期时间更长振幅更大，小屠宰场缺乏资金实力，难以对抗风险而面临逐渐被淘汰的局面。

公司的屠宰利润一般比北方屠宰企业平均每头高出约10元左右。主要原因：一是浙江地区主要卖热鲜肉，当天晚上6点至次日凌晨2-3点屠宰完毕，直接运输到市场，无需排酸和冷链运输，成本费用低，同时热鲜肉的价格相比冷鲜肉卖的更高；二是浙江规模屠宰企业比较少，一些市场相对封闭，屠宰厂有议价权。

公司目前屠宰产能约1000万头，其中省内约700万头，省外约300多万头。目前的产能利用率约3-4成，后继随着生猪供应量的增加，产能利用率会大幅度提升，对公司盈利有较大的弹性。

■ **布局养殖，平抑猪周期成本影响，提高资金使用效率** 近年来，为平抑猪周期对公司成本影响，同时也便于逆周期扩张，提高资金使用

效率，公司在上游也布局了养殖业。目前公司生猪养殖主要布局在浙江地区，此外，和温氏合作部分。公司生猪出栏量预计 2021 年开始陆续释放。公司整体养殖业布局规模是参照屠宰产量的 1/5 或 1/6，以对冲猪周期的波动。

- **盈利预测和投资评级：维持“买入”评级** 华统股份是一家布局养殖、屠宰和肉类加工的全产业链企业，前期屠宰业务是核心，有望受益生猪后周期猪价下跌和生猪屠宰量增加的利好影响，后期养殖业务有望再增添盈利贡献。

因股权激励费用摊销需根据当时股票市场价测算，故暂不考虑股权激励费用摊销的情况下，预测公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.50/1.46/2.03 元，对应 PE 分别为 20.63/7.04/5.06 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**猪周期猪价预测不准确；疫情管控不确定；业务扩张不确定；食品安全；。

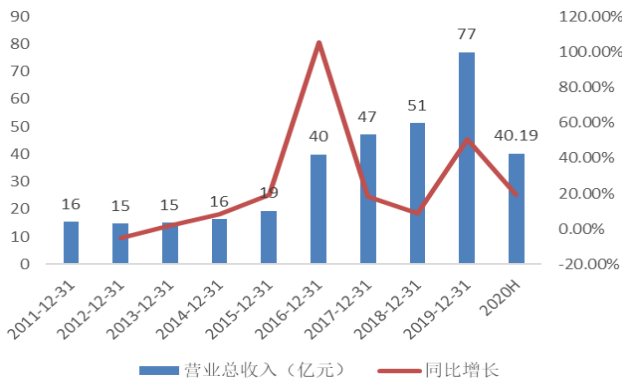
预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	7706	12198	13458	14838
增长率(%)	51%	58%	10%	10%
归母净利润（百万元）	132	223	653	909
增长率(%)	-12%	69%	193%	39%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.50	1.46	2.03
ROE(%)	7.80%	11.35%	23.84%	23.82%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、浙江区域屠宰龙头，近年来收入和利润保持稳健增长

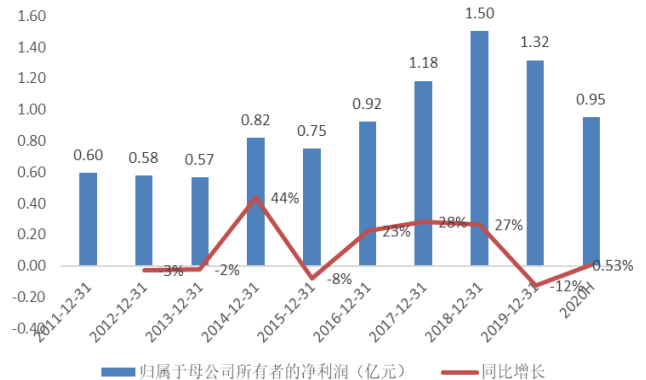
华统股份是浙江区域屠宰龙头企业，公司以畜禽屠宰业务为核心，全力打造产业链一体化经营模式，主营业务覆盖“饲料加工、畜禽养殖、畜禽屠宰加工、肉制品深加工”四大环节，主要产品包括“饲料、生鲜猪肉、生鲜禽肉、金华火腿等”。目前公司已经在屠宰加工领域具备一定的竞争力和品牌知名度，且生鲜肉品是公司收入和利润的主要来源。此外，公司养殖业也加快面向市场，有望在2021年开始生猪陆续出栏。而饲料加工、肉制品深加工也处在快速布局和发展阶段。

图 1：公司历史收入及增长情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：公司历史净利润及增长情况

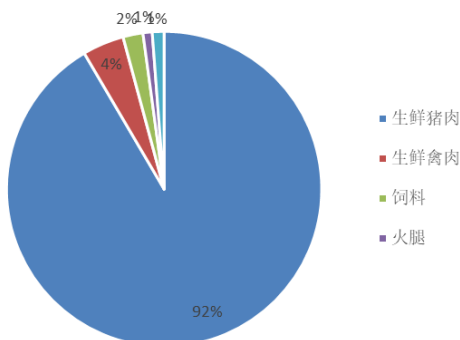


资料来源：wind，国海证券研究所

从公司经营情况来看，近几年来，公司收入和净利润都保持稳定增长，由于收入受猪价波动较大影响，收入增速波动也较大，但净利润的可持续稳定增长更为明显。2019年和2020年中期，由于摊销较高额度的股权激励费用（其中2019年摊销5838万元，2020年全年预计在5600万左右），财报上出现负增长，但实际经营业绩都保持较好的正增长。

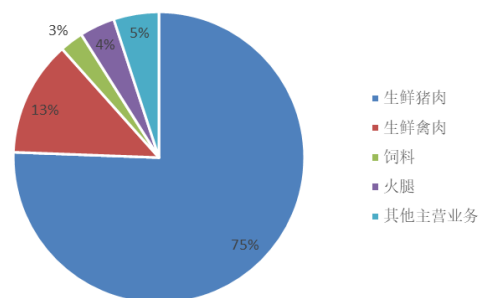
## 2、公司屠宰主业后继有望受益生猪后周期

图 3：2019 年公司分品类收入构成情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2019 年公司分品类毛利构成情况



资料来源：wind，国海证券研究所

公司分业务品类中冷鲜肉收入占比 91.55%，毛利占比 75%，短期内是相对比较纯粹的屠宰业务公司。

由于猪肉市场价格变动灵敏度低于生猪市场，猪肉价格调整滞后于生猪价格。所以当生猪和猪肉价格上涨时，价差缩小，毛利率下降；生猪和猪肉价格下降时，价差扩大，毛利率提升。此外，在猪价下跌时，生猪供应一般较为充足，公司屠宰量扩大，平均固定费用摊销和单位人工成本开支减少，也有利于毛利率提升。因此，公司后继业绩有望受益生猪后周期猪价下跌而带来较高的利润弹性。

我国屠宰行业正迎来历史性机遇。一是国家环保趋严，尤其是非洲猪瘟影响下，政府管理更加严苛，小屠宰场陆续退出。小的屠宰厂因为环境、卫生、健康、食品安全等问题，政府也希望被大的屠宰厂并购，整合后更有利于政府管理；二是规模化养殖下导致猪周期时间更长振幅更大，小屠宰场缺乏资金实力，难以对抗风险而面临逐渐被淘汰的局面。

公司的屠宰利润一般比北方屠宰企业平均每头高出约 10 元左右。主要原因：一是浙江地区主要卖热鲜肉，当天晚上 6 点至次日凌晨 2-3 点屠宰完毕，直接运输到市场，无需排酸和冷链运输，成本费用低，同时热鲜肉的价格相比冷鲜肉卖的更高；二是浙江规模屠宰企业比较少，一些市场相对封闭，屠宰厂有议价权。

公司目前屠宰产能约 1000 万头，公司屠宰厂在浙江每个地区都有布局，省内产能约 700 万头。省外产能约 300 多万头，其中吉林预计约 100 万头，山东新建 50 万头（在建），河南预计约 50 万头，湖北预计约 50 万头，湖南预计约 50 万头，江苏预计约 100 万头。由于受非洲猪瘟和新冠疫情影响，目前的开工率约 3-4 成左右，预计 2021 年能到 5-6 成，2022 年能到 7-8 成左右。届时，随着猪价下跌，生猪供给量的增加，公司利润弹性有望快速释放出来。

### 3、布局养殖，平抑猪周期成本影响，提高资金投资效率

近年来，为平抑猪周期对公司成本影响，同时也便于逆周期扩张，提高资金投资效率，公司在上游也布局了养殖业。

目前公司生猪养殖主要布局在浙江地区，其中衢州地区约 25 万头商品猪，丽水地区约 25 万头商品猪，仙居约 25 万头商品猪，杭州约 15 万头商品猪，义乌（包括东阳、象山、浦江）约 50 万头生猪。其他地区，如宁波象山和温州乐清都有生猪养殖布局。公司生猪出栏量预计 2021 年开始陆续释放。

公司整体养殖业布局规模是参照屠宰产量的 1/5 或 1/6 的量，以对冲猪周期的波动。为进一步提高养殖技术，公司牵手温氏股份，合资成立养殖公司，实现优势互补。2019 年 11 月，公司与温氏共同成立了浙江温氏华统牧业有限公司。

## 4、公司分项盈利预测

表 1: 华统股份盈利预测

业务模块	分项	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	备注
生猪养殖	出栏量 (万头)	0	40	150	200	250	
	每头猪体重 (公斤/头)	110	110	110	110	110	行业内标准体重
	市场价预测 (元/公斤)	34	22	17	14	16	浙江地区猪价高出全国平均市场价约 1-2 元/公斤
	成本价 (元/公斤)	17	16	15	15	15	正常成本 14 元/公斤, 因防疫增加成本, 后继防疫经验和规模效应成本降低
	净利润 (亿元)	0.0	2.6	3.3	-2.2	2.8	
生猪屠宰	数量 (万头)	300	500	700	1000	1200	
	头均成本费用 (元/头)	100	100	100	100	100	
	头均盈利 (元/头)	40	60	70	80	70	以热鲜肉为主, 头均盈利在 50-60 元左右
	单头收入 (元)	3880	2580	2040	1720	1930	单头收入=生猪市场价*标准体重+成本费用+头均盈利
	收入 (亿元)	116	129	143	172	232	
	净利润 (亿元)	1.2	3	4.9	8	8.4	
生鲜禽肉	收入 (亿元)	3.28	3.28	3.28	3.28	3.28	参考 2019 年的数据
	净利率	10%	10%	10%	10%	10%	
	净利润 (亿元)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
饲料	收入 (亿元)	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58	参考 2019 年的数据
	净利率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	
	净利润 (亿元)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	
火腿	收入 (亿元)	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	参考 2019 年的数据
	净利率	12%	12%	12%	12%	12%	
	净利润 (亿元)	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	
总计收入 (亿元)		122	135	148	178	237	生猪养殖内部抵消, 不再额外计收入
同比增长		58%	10%	10%	20%	34%	
所有业务净利润 (亿元, 扣非)		1.68	6.12	8.68	6.28	11.63	
非经常性损益 (亿元)		0.55	0.41	0.41	0.41	0.41	参考 2019 年的水平
总计净利润 (亿元)		2.23	6.53	9.09	6.69	12.04	不扣除股权激励费用
同比增长			193%	39%	-26%	80%	

资料来源: 国海证券研究所

## 5、盈利预测与评级

华统股份是一家布局养殖、屠宰和肉类加工的全产业链企业，前期屠宰业务是核心，有望受益生猪后周期猪价下跌和生猪屠宰量增加的利好影响，后期养殖业务有望再添盈利贡献。

因股权激励费用摊销需根据当时股票市场价测算，故暂不考虑股权激励费用摊销的情况下，预测公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.50/1.46/2.03 元，对应 PE 分别为 20.63/7.04/5.06 倍，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

- 1) 猪周期猪价预测不准确;
- 2) 疫情管控不确定;
- 3) 业务扩张不确定;
- 4) 食品安全;

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	7706	12198	13458	14838
增长率(%)	51%	58%	10%	10%
归母净利润(百万元)	132	223	653	909
增长率(%)	-12%	69%	193%	39%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.50	1.46	2.03
ROE(%)	7.80%	11.35%	23.84%	23.82%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所



附表：华统股份盈利预测表（暂不考虑股权激励费用摊销）

证券代码:	002840.SZ				股票价格:	10.29	投资评级:	买入		日期:	2020/9/25
<b>财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	8%	11%	24%	24%	EPS	0.47	0.50	1.46	2.03		
毛利率	5%	5%	8%	10%	BVPS	5.35	3.82	5.21	7.14		
期间费率	3%	3%	2%	3%	<b>估值</b>						
销售净利率	2%	2%	5%	6%	P/E	21.68	20.63	7.04	5.06		
<b>成长能力</b>					P/B	1.92	2.69	1.97	1.44		
收入增长率	51%	58%	10%	10%	P/S	0.37	0.38	0.34	0.31		
利润增长率	-12%	69%	193%	39%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>		
总资产周转率	2.52	3.48	1.90	1.69	营业收入	7706	12198	13458	14838		
应收账款周转率	134.51	123.07	128.53	125.74	营业成本	7294	11569	12373	13362		
存货周转率	21.57	21.57	21.57	21.57	营业税金及附加	9	14	16	18		
<b>偿债能力</b>					销售费用	78	122	141	194		
资产负债率	45%	44%	61%	57%	管理费用	148	195	128	171		
流动比	0.89	1.07	1.20	1.43	财务费用	24	46	17	(5)		
速动比	0.59	0.66	1.06	1.29	其他费用/(-收入)	(1)	22	22	22		
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	营业利润	171	273	804	1121		
现金及现金等价物	346	339	3778	5504	营业外净收支	(1)	2	2	2		
应收款项	57	99	105	118	利润总额	170	275	806	1123		
存货净额	338	537	574	620	所得税费用	7	0	0	0		
其他流动资产	262	414	457	504	净利润	162	275	806	1123		
<b>流动资产合计</b>	<b>1004</b>	<b>1390</b>	<b>4914</b>	<b>6746</b>	少数股东损益	31	53	154	214		
固定资产	1147	1032	1279	1151	归属于母公司净利润	132	223	653	909		
在建工程	389	564	389	389	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>		
无形资产及其他	205	200	195	190	经营活动现金流	128	219	3799	1986		
长期股权投资	57	57	57	57	净利润	162	275	806	1123		
<b>资产总计</b>	<b>3062</b>	<b>3504</b>	<b>7094</b>	<b>8794</b>	少数股东权益	31	53	154	214		
短期借款	720	720	720	720	折旧摊销	100	120	108	133		
应付款项	142	236	3055	3666	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	63	134	132	143	营运资金变动	(166)	(558)	(2903)	(728)		
其他流动负债	204	204	204	204	投资活动现金流	(613)	(60)	(72)	128		
<b>流动负债合计</b>	<b>1130</b>	<b>1294</b>	<b>4111</b>	<b>4733</b>	资本支出	(417)	(60)	(72)	128		
长期借款及应付债券	175	175	175	175	长期投资	(48)	0	0	0		
其他长期负债	71	71	71	71	其他	(149)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>246</b>	<b>246</b>	<b>246</b>	<b>246</b>	筹资活动现金流	479	1	(33)	(45)		
<b>负债合计</b>	<b>1375</b>	<b>1540</b>	<b>4357</b>	<b>4979</b>	债务融资	518	0	0	0		
股本	277	447	447	447	权益融资	90	13	0	0		
股东权益	1687	1964	2737	3815	其它	(129)	(11)	(33)	(45)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3062</b>	<b>3504</b>	<b>7094</b>	<b>8794</b>	现金净增加额	(7)	160	3695	2068		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告



中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。