

# 东瑞股份 (001201.SZ)

买入

## 2022 中报业绩预告点评：Q2 业绩受洪灾影响承压，定增有望助力公司出栏稳步增长

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 农林牧渔 · 养殖业

### ◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师： 鲁家瑞 021-61761016 lujiarui@guosen.com.cn 执证编码：S0980520110002  
联系人： 李瑞楠 021-60893308 lirui@guosen.com.cn

### 事项：

公司公告：2022H1 公司归母净利润预计亏损 5500-6500 万元，比上年同期下降 123.73%-128.04%；扣非净利润预计亏损 6700-7700 万元，比上年同期下降 128.98%-133.31%。

**国信农业观点：**1) 东瑞股份是我国供港活大猪最大的供应商，实现了生猪产品在中国香港市场和广东市场的优化配置。2022H1 业绩表现略低于预期，可能主要系南方洪灾影响。2) 我们认为短期自然天气灾害这类不可抗力因素造成的损失并不改公司核心竞争优势，一方面，公司活猪供港市场按照拍卖定价，具备优质优价的属性，利好出栏质量高的企业，且公司供港活猪市场仍有两倍成长空间，另一方面，公司成本优势相较同行显著，2022Q1 完全成本达 17.8 元/公斤，且预计 2022 年下半年有望继续下降。另外，公司目前养殖土地储备达 200 万头，周期底部加速扩张，预计未来出栏仍将保持高速增长，或充分受益于猪价景气上行带来的量价齐升。3) 风险提示：行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，洪灾等自然天气灾害对猪场正常建设与运营可能造成的影响。4) 投资建议：从公司角度看，东瑞股份是稀缺供港生猪养殖标的，且供港市占率仍有较大提升空间，目前公司养殖土地储备达 200 万头，周期底部加速扩张，预计 2022-2024 年出栏分别有望实现 55-60、120、180 万头。从行业角度看，2022 年是布局生猪板块最好阶段，近期猪价上涨至 22 元/公斤以上，行业景气上行，从这个角度出发，东瑞股份或充分受益于猪价好转带来的量价齐升。预计公司 22-24 年归母净利润为 2.59/8.35/6.80 亿元，对应 EPS 为 1.22/3.92/3.19 元，对应当前股价 PE 为 26.3/23.8/7.5 X，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ◆ 公司 2022Q2 业绩表现略低于预期，主要系南方洪灾影响

公司 7 月 14 日发布了 2022 年中报业绩预告，2022H1 公司归母净利润预计亏损 5500-6500 万元，比上年同期下降 123.73%-128.04%；扣非净利润预计亏损 6700-7700 万元，比上年同期下降 128.98%-133.31%。业绩增速下降主要系 2022 年上半年生猪价格较上年同期下降幅度较大。公司 2022H1 合计销售生猪 24.28 万头，较上年同期 17.79 万头增长 36.50%；2022H1 商品猪销售均价 19.00 元/公斤，较上年同期 35.95 元/公斤下降 47.15%。从 2022Q2 表现来看，预计公司 2022Q2 归母净利润亏损 2300-3300 万元，其中，预计减值转销可能为 700 万元，综合来看，公司 2022Q2 业绩略低于预期，可能是由于养殖场受到 6 月南方洪灾影响，据 2022 年 6 月 30 日投资者关系活动记录表披露，公司投资的合资公司旗下有个养殖场位于广东省清远市，本次洪涝灾害较为严重，预计造成较大损失。

#### ◆ 供港生猪养殖先锋，定增有望助力公司出栏稳步增长

公司拥有集饲料生产、育种扩繁、商品猪饲养、活大猪供港、及广东市场生猪销售于一体的完整生猪产业链，是我国供港活大猪最大的供应商，公司 2021 年实现供港活大猪为 19.97 万头，2021 年供港业务占公司整体生猪销售比例约 54%。同时公司地处广东河源，是粤港澳大湾区“菜篮子”生产基地，实现了生猪产品在中国香港市场和广东市场的优化配置，具备价格优势及市场优势。目前公司及全资子公司 2022 年度合计获得活大猪供港配额 17.99 万头，待未来公司配额完成量达 80%以上时，可以再次追加申请配额。生猪供港业务具备一定的市场优势，一方面，香港猪价在一般情况下较高，且通过拍卖定价，因此质量好的生猪卖价会更高，利好养殖

出栏质量高的企业，另一方面，供港活猪市场的龙头市占率仍有提升空间，公司未来目标是实现年供港约 50 万头以上，仍有翻倍以上成长空间。

另外，在整体出栏方面，据 2022 年 6 月 30 日投资者关系活动记录表披露，目前公司能繁母猪数约为 3.5 万头、后备母猪约为 0.8 万头。另外，据 2022 年 6 月 23 日投资者关系活动记录表披露，公司 2022 年的出栏目标是 55-60 万头，2023 年的出栏目标是 120 万头，2024 年是 180 万头。在土地储备上，公司目前在河源市已经储备了 200 万头产能养殖项目用地，预计未来公司出栏将继续保持高增速成长。此外，公司于 2022 年 7 月 7 日调整 2022 年非公开发行股票方案，将募资额由不超过 7.73 亿元调整为不超过 10.33 亿元，未来定增落地后，公司资金储备有望进一步充裕，出栏动力亦或将更加充足。

#### ◆ 楼房养殖先行者，完全成本领先行业

公司秉承“生态健康养殖”及“智能化养殖”理念，积极研发并施行新型养殖模式，一是其在行业内首创高床发酵型养猪系统，通过两层结构的猪舍设计，上层用于生猪养殖，下层进行有机肥生产，与传统养殖模式相比可减少废气、废水排放，利好生态环境保护与发展。另外，公司目前新建的养殖场均采用多层楼房智能化生态养猪模式，配备了自动温控系统、中水回用系统、除臭处理系统、自动喂料系统、机械刮粪系统等机械化、智能化设备，以 6 层楼实现 20 万头年出栏量的目标，且总占地面积 100 多亩，大大提升了土地利用及管理效率，满足快速扩张需求。

在成本方面，据公司公告，一季度完成全成本在 17.8 元/公斤，在行业内处于领先水平，预计 2022 年的商品猪养殖完全成本将会持续下降，未来公司成本下降将核心体现在以下几个方面：一是在种猪改良上，公司制定育种三年提升计划，研发团队将持续选育能满足香港品质需求的高产高质种猪品种，降低仔猪的分摊成本；二是在饲料上，公司将优化饲料配方，提升植物蛋白饲料成分的转化率，降低饲料成本；三是在全流程管理上，对猪群饲养、出口销售、挑选等各环节加强精细化的管理，降低死淘率；四是在养殖规模上，加快养殖基地的建设进度，早日实现达产，新建产能很多产能利用率还很低，导致阶段性成本偏高，未来随着规模上量，将进一步摊薄固定成本费用，提升规模效益。

#### ◆ 投资建议：稀缺供港生猪养殖标的，维持“买入”

从公司角度看，东瑞股份是稀缺供港生猪养殖标的，且供港市占率仍有较大提升空间，目前公司养殖土地储备达 200 万头，周期底部加速扩张，预计 2022-2024 年出栏分别有望实现 55-60、120、180 万头。从行业角度看，2022 年是布局生猪板块最好阶段，近期猪价上涨至 22 元/公斤以上，行业景气上行，从这个角度出发，东瑞股份或充分受益于猪价好转带来的量价齐升。预计公司 22-24 年归母净利润为 2.59/8.35/6.80 亿元，对应 EPS 为 1.22/3.92/3.19 元，对应当前股价 PE 为 26.3/23.8/7.5 X，维持“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，洪灾等自然天气灾害对猪场正常建设与运营可能造成的影响。

### 相关研究报告：

《东瑞股份-001201-2021 年业绩预告快评：供港生猪养殖先锋，出栏保持稳步扩张》——2022-02-05

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	488	973	1526	1338	1329	<b>营业收入</b>	<b>1366</b>	<b>1052</b>	<b>1560</b>	<b>3338</b>	<b>4208</b>
应收款项	35	34	39	92	119	营业成本	547	656	1125	2030	2936
存货净额	165	279	349	703	1093	营业税金及附加	2	3	3	7	10
其他流动资产	7	3	6	13	14	销售费用	54	51	68	141	176
<b>流动资产合计</b>	<b>695</b>	<b>1289</b>	<b>1920</b>	<b>2146</b>	<b>2555</b>	管理费用	91	128	130	268	337
固定资产	802	1995	2851	3503	3806	研发费用	7	10	11	24	30
无形资产及其他	31	4	4	4	4	财务费用	7	1	4	29	31
投资性房地产	138	303	303	303	303	投资收益	44	22	29	32	28
长期股权投资	77	80	97	113	125	资产减值及公允价值变动	0	25	30	0	2
<b>资产总计</b>	<b>1743</b>	<b>3671</b>	<b>5175</b>	<b>6068</b>	<b>6792</b>	其他收入	(1)	(25)	(11)	(24)	(30)
短期借款及交易性金融负债	320	102	175	199	158	营业利润	709	234	277	871	718
应付款项	78	208	198	432	713	营业外净收支	(15)	(9)	(10)	(5)	(8)
其他流动负债	23	30	40	80	116	<b>利润总额</b>	<b>694</b>	<b>224</b>	<b>268</b>	<b>866</b>	<b>710</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>421</b>	<b>339</b>	<b>413</b>	<b>711</b>	<b>987</b>	所得税费用	13	13	9	31	29
长期借款及应付债券	0	30	1230	1230	1230	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	120	204	251	299	358	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>681</b>	<b>212</b>	<b>259</b>	<b>835</b>	<b>680</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>120</b>	<b>234</b>	<b>1481</b>	<b>1529</b>	<b>1588</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>541</b>	<b>573</b>	<b>1894</b>	<b>2240</b>	<b>2575</b>	<b>净利润</b>	681	212	259	835	680
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	12	22	9	5
股东权益	1202	3097	3281	3828	4217	折旧摊销	52	85	152	240	293
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1743</b>	<b>3671</b>	<b>5175</b>	<b>6068</b>	<b>6792</b>	公允价值变动损失	(0)	(25)	(30)	0	(2)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	7	1	4	29	31
每股收益	7.17	1.19	1.22	3.92	3.19	营运资本变动	(64)	(41)	(9)	(84)	(37)
每股红利	0.66	0.77	0.36	1.35	1.37	其它	(0)	(12)	(22)	(9)	(5)
每股净资产	12.65	17.47	15.40	17.97	19.80	<b>经营活动现金流</b>	<b>669</b>	<b>231</b>	<b>372</b>	<b>992</b>	<b>935</b>
ROIC	63%	9%	7%	21%	15%	资本开支	0	(1315)	(1000)	(900)	(600)
ROE	57%	7%	8%	22%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	60%	38%	28%	39%	30%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(29)</b>	<b>(1318)</b>	<b>(1017)</b>	<b>(916)</b>	<b>(612)</b>
EBIT Margin	49%	19%	14%	26%	17%	权益性融资	0	1850	0	0	0
EBITDA Margin	52%	27%	24%	33%	24%	负债净变化	(15)	30	700	0	0
收入增长	57%	-23%	48%	114%	26%	支付股利、利息	(63)	(137)	(76)	(288)	(292)
净利润增长率	160%	-69%	-22%	223%	-19%	其它融资现金流	(163)	(64)	73	24	(40)
资产负债率	31%	16%	37%	37%	38%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(319)</b>	<b>1571</b>	<b>1198</b>	<b>(264)</b>	<b>(332)</b>
息率	0.8%	1.7%	0.9%	3.5%	3.5%	<b>现金净变动</b>	<b>320</b>	<b>484</b>	<b>553</b>	<b>(188)</b>	<b>(9)</b>
P/E	6.5	39.0	38.3	11.9	14.6	货币资金的期初余额	168	488	973	1526	1338
P/B	3.7	2.7	3.0	2.6	2.4	货币资金的期末余额	488	973	1526	1338	1329
EV/EBITDA	6.9	30.6	31.6	11.0	12.3	企业自由现金流	0	(1080)	(642)	94	346
						权益自由现金流	0	(1114)	128	90	276

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032