

东瑞股份 (001201.SZ)

强烈推荐 (维持)

销价环比上涨, 供港比例不减

5月生猪出栏减量、售价回升, 供港市占率仍维持高位。猪周期反转将至, 公司具备现金优势和供港区位优势, 成长可期。维持“强烈推荐”投资评级。

- 销价环比上涨, 供港市占率不减。2022年5月, 公司销售生猪3.89万头, (环比下滑14%、同比增长57%), 出栏量环比下滑主要系公司看好后市行情从而减少仔猪销售、压栏商品猪导致。5月销售结构仍以商品猪为主(单月出栏量2.96万头), 我们估算其中供港商品猪销量约1.7~1.9万头。根据香港食环署数据, 5月内地供港活猪总量约9.19万头, 我们估算公司的单月供港量占比约19%~21%、继续维持高位。5月公司生猪销售收入0.77亿元(环比增长5.5%), 主要得益于5月猪价反弹; 5月公司商品猪销售均价19.9元/公斤, 环比增长16%。结合公司22Q1的成本表现, 我们估算5月公司生猪养殖业务的头均亏损幅度仅100元左右。
- 能繁母猪加速去化, 猪价反转可期。目前猪价处在新周期启动前夕, 从母猪产能、猪价绝对值、养殖盈利和猪饲料销量四个维度来看, 22H2反转趋势已确立。考虑到母猪价格仍在底部、行业现金流受损严重, 我们判断母猪产能去化仍未见底, 周期弹性可期。
- 现金充沛+区位优势, 保质扩量可期。目前公司是上市猪企中少有的负债率低、账面现金充足的猪企, 规模扩张有望提速。结合公司的猪舍、母猪、人员及资金状况, 我们预计公司2022/23/24年出栏量有望达60/120/180万头。受益于香港猪价更高且实行优质优价、公司自产供港比例持续提升及非瘟防控得当, 公司的养殖盈利中枢在过去一轮周期中远超行业。考虑到内地供港市场已在复苏, 公司的地理优势和历史高完成度有望带动其供港市占率持续提升, 预计公司的供港销售占比有望维持高位、从而支撑其头均盈利水平持续优于行业。中长期来看, 大湾区仍在经济腾飞期, 广东等地的猪价优势有望扩大, 内销盈利水平或可向供港看齐。
- 维持“强烈推荐”投资评级。猪周期反转将近, 公司作为供港活猪龙头企业、成长可期。预计2022/23/24年分别实现归母净利润0.7亿元/8.86亿元/6.42亿元。考虑到前两轮周期顶点年份时龙头猪企的PE估值通常在11倍-20倍, 对公司2023年的盈利给以11XPE估值, 目标价55.18元, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 猪价表现不及预期、供港政策或公司供港配额发生变化、公司规模扩张进度不及预期、等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1366	1052	1286	2918	3844
同比增长	57%	-23%	22%	127%	32%
营业利润(百万元)	709	234	83	900	654
同比增长	161%	-67%	-64%	978%	-27%
归母净利润(百万元)	681	212	70	887	642
同比增长	160%	-69%	-67%	1158%	-28%
每股收益(元)	3.20	0.99	0.33	4.17	3.02
PE	10.2	32.7	98.2	7.8	10.8
PB	5.8	2.2	2.2	1.7	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/农林牧渔

目标估值: 55.18元

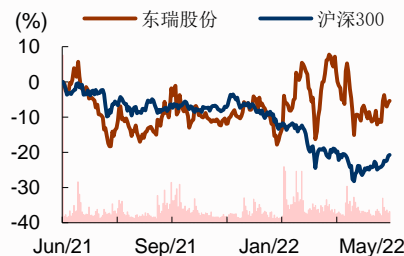
当前股价: 32.52元

基础数据

总股本(万股)	21281
已上市流通股(万股)	9564
总市值(亿元)	69
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	14.4
ROE(TTM)	-0.2
资产负债率	21.4%
主要股东	袁建康
主要股东持股比例	20.17%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	7	-6
相对表现			



资料来源: 公司数据、招商证券

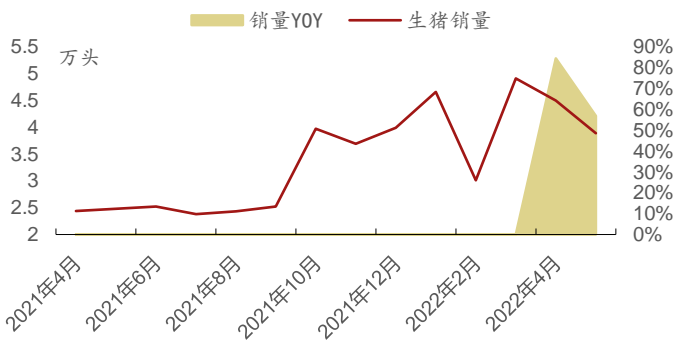
相关报告

- 《东瑞股份(001201)——大湾区优质生猪供应商》2022-05-18

熊承慧 S1090521030002

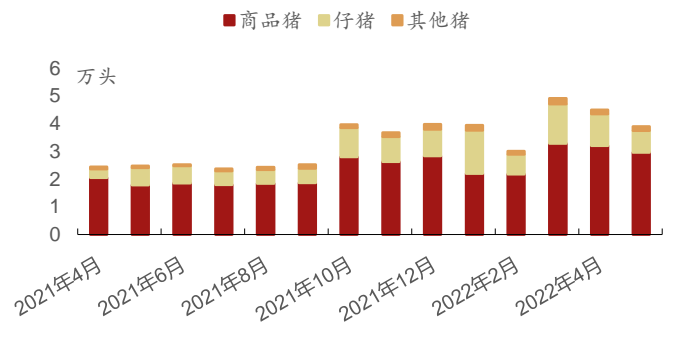
✉ xiongchenghui@cmschina.com.cn

图 1: 东瑞股份生猪销量



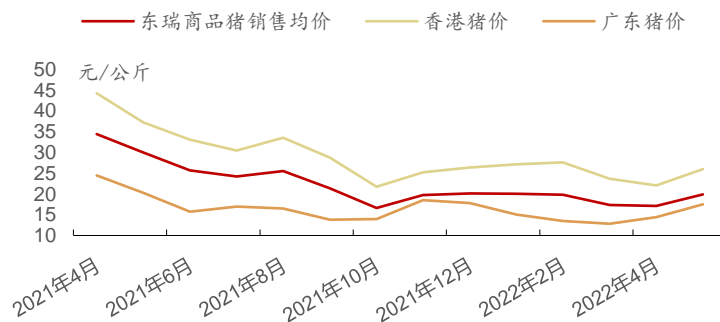
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 东瑞股份生猪销售结构



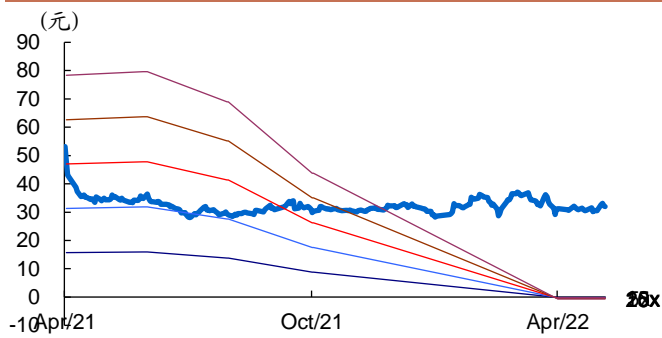
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 东瑞股份商品猪销售均价及市场价格



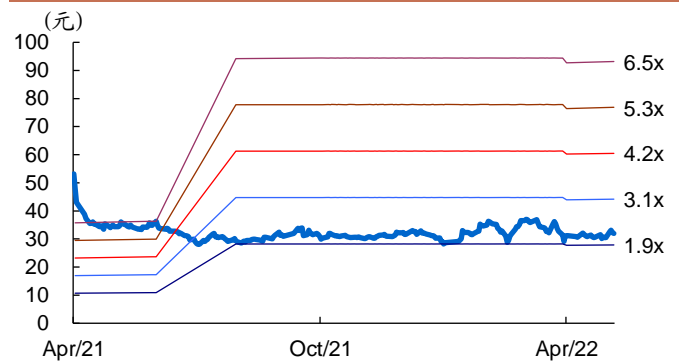
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 东瑞股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 5: 东瑞股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	695	1289	914	1634	2241
现金	488	973	482	828	972
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	6	5	1	3	4
其它应收款	29	29	36	81	107
存货	165	279	392	715	1148
其他	7	3	4	7	11
非流动资产	1048	2382	2854	3270	3637
长期股权投资	77	80	80	80	80
固定资产	612	911	1393	1820	2196
无形资产商誉	105	112	101	91	82
其他	255	1279	1279	1279	1279
资产总计	1743	3671	3768	4903	5878
流动负债	421	339	330	579	912
短期借款	320	100	0	0	0
应付账款	78	208	300	548	880
预收账款	1	1	1	2	3
其他	21	30	29	29	29
长期负债	120	234	234	234	234
长期借款	0	30	30	30	30
其他	120	204	204	204	204
负债合计	541	573	564	813	1146
股本	95	177	213	213	213
资本公积金	174	1902	1902	1902	1902
留存收益	933	1018	1089	1975	2617
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1202	3097	3203	4090	4732
负债及权益合计	1743	3671	3768	4903	5878

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	616	145	136	881	692
净利润	681	212	70	887	642
折旧摊销	53	91	120	176	226
财务费用	13	14	(3)	(4)	(6)
投资收益	(44)	(22)	(36)	(61)	(46)
营运资金变动	(86)	(151)	(12)	(140)	(147)
其它	(1)	0	(3)	23	23
投资活动现金流	(441)	(1093)	(564)	(539)	(554)
资本支出	(447)	(1122)	(600)	(600)	(600)
其他投资	5	28	36	61	46
筹资活动现金流	121	1450	(63)	4	6
借款变动	257	(348)	(102)	0	0
普通股增加	0	82	35	0	0
资本公积增加	1	1728	0	0	0
股利分配	(143)	(95)	0	0	0
其他	6	83	3	4	6
现金净增加额	296	502	(491)	346	144

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1366	1052	1286	2918	3844
营业成本	547	656	947	1729	2775
营业税金及附加	2	3	3	7	10
营业费用	54	51	86	85	111
管理费用	91	128	193	233	308
研发费用	7	10	13	29	38
财务费用	7	1	(3)	(4)	(6)
资产减值损失	(4)	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	0	12	12	12	12
其他收益	10	9	9	9	9
投资收益	44	22	15	40	25
营业利润	709	234	83	900	654
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	16	9	9	9	9
利润总额	694	224	74	891	645
所得税	13	13	4	4	3
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	681	212	70	887	642

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	57%	-23%	22%	127%	32%
营业利润	161%	-67%	-64%	978%	-27%
归母净利润	160%	-69%	-67%	1158%	-28%
获利能力					
毛利率	60.0%	37.6%	26.4%	40.8%	27.8%
净利率	49.9%	20.1%	5.5%	30.4%	16.7%
ROE	76.9%	9.8%	2.2%	24.3%	14.6%
ROIC	63.5%	9.3%	2.3%	24.3%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	31.0%	15.6%	15.0%	16.6%	19.5%
净负债比率	18.4%	3.6%	0.8%	0.6%	0.5%
流动比率	1.7	3.8	2.8	2.8	2.5
速动比率	1.3	3.0	1.6	1.6	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.4	0.3	0.7	0.7
存货周转率	3.8	3.0	2.8	3.1	3.0
应收账款周转率	230.0	198.0	425.0	1517.0	1242.0
应付账款周转率	9.1	4.6	3.7	4.1	3.9
每股资料(元)					
EPS	3.20	0.99	0.33	4.17	3.02
每股经营净现金	2.89	0.68	0.64	4.14	3.25
每股净资产	5.65	14.56	15.05	19.22	22.24
每股股利	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	10.2	32.7	98.2	7.8	10.8
PB	5.8	2.2	2.2	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.2	21.6	35.0	6.5	8.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

熊承慧：中科院生物学博士，武汉大学学士。2年实业经验，7年卖方研究经验。曾就职于国际种业龙头孟山都生物技术部门，继而先后在华泰证券、中信证券担任分析师。2021年3月加入招商证券，任农林牧渔首席分析师。

李秋燕：广西大学硕士。5年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021年6月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022年2月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。