

公司研究/首次覆盖

2020年07月26日

食品饮料/食品加工 II

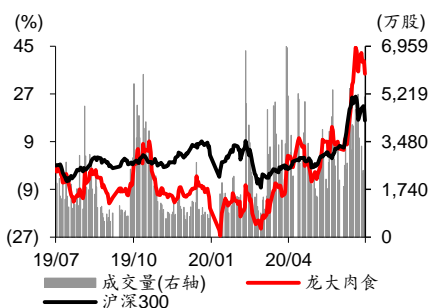
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 10.38
合理价格区间(元): 14.49~15.12

杨天明 执业证书编号: S0570519080004
研究员 yangtianming@htsc.com

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004
研究员 021-28972251
fenghe@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

区域肉食龙头, 新业态强者恒强

龙大肉食(002726)

全产业链打造区域肉食龙头

龙大肉食于 2003 年成立, 主营生猪养殖、屠宰分割、熟食制品、食安检测及国际贸易, 目前已发展为“全产业链”肉食品加工企业。2013 年以来, 龙大肉食营业收入稳居山东地区肉制品行业第二, 仅次于金锣。公司与蓝润发展携手, 借助蓝润在西南地区的资源优势, 不断在西南市场深入拓展, 有望逐渐完成从区域性品牌到全国性品牌的转型。在行业整合机遇下, 公司具备高成长性, 我们预计, 公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.63 元、0.84 元以及 0.98 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

肉食品牌优势渐显, 非瘟疫情下破旧塑强

在收入水平+健康理念双驱动下, 品牌冷鲜肉及肉制品将领跑消费升级方向, 肉食品牌企业优势突出。现阶段, 我国屠宰行业竞争格局分散, 行业集中度低, 据中商产业研究院, 2018 年我国屠宰行业 CR4 仅为 5% 左右。横向来看, 同期美国前四大屠宰企业屠宰集中度为 70% 以上 (USDA)。非瘟疫情影响下, 屠宰行业承压, “超级猪周期”加速行业整合, 行业集中度有望大幅提升, 龙头屠宰肉食企业有望受益。

屠宰业务: 多渠道完善区域布局, 库存能力彰显优秀采购基因

公司依托品牌知名度及优质产品, 全方位拓宽销售渠道。在山东传统优势区域基础上, 不断向省外延伸。2019 年, 省外营业收入同比增长 102.51%, 占比 67.20%。渠道方面, 在传统渠道基础上, 发展餐饮食品供应链。受猪价周期性波动影响, 生猪及原料肉采购节奏对肉制品企业显得尤为重要。2018 年以来, 公司采取冷冻肉战略备货策略, 通过生猪采购以及贸易等方式低储高卖, 冻品和贸易业务盈利能力逆势抬升。

肉制品业务: 生猪自给率提升, 肉制品品质有保证

公司自养生猪主要用于供应肉制品业务原料。2020 年 7 月, 公司完成可转债发行, 募集资金主要用于新建年出栏 50 万头商品猪项目, 更多原料来自于公司内部有利于保障食品安全和肉制品品质。现阶段公司肉制品业务收入占比仍不高, 19 年收入占比仅不足 5%。我们认为, 随着行业继续整合, 公司肉制品业务有望凭借优异的品质获得较大发展。

高成长肉食标的, 首次覆盖, 给予“买入”评级

短期看, 公司具有优良的采购优势, 中长期看, 公司全产业链布局, 借助后周期红利有望实现业绩高速增长。我们预计, 公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.63 元、0.84 元以及 0.98 元。参考 2020 年可比公司 Wind 一致预期 23 倍 PE, 考虑到公司优秀的采购基因, 我们给予公司 2020 年 23-24X 的 PE, 对应目标价 14.49-15.12 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 疫病风险、各业务收入不达预期风险、中和盛杰预判失误风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	998.29
流通 A 股 (百万股)	980.34
52 周内股价区间 (元)	5.70-11.14
总市值 (百万元)	10,362
总资产 (百万元)	7,159
每股净资产 (元)	2.48

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,778	16,822	27,539	28,652	31,295
+/-%	33.56	91.63	63.71	4.04	9.23
归属母公司净利润 (百万元)	177.06	240.87	630.80	839.12	976.03
+/-%	(5.88)	36.04	161.88	33.02	16.32
EPS (元, 最新摊薄)	0.18	0.24	0.63	0.84	0.98
PE (倍)	58.53	43.02	16.43	12.35	10.62

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	4
全产业链打造区域肉食龙头	5
山东地区一体化肉食龙头	5
同行业比较：盈利能力尚可，运营效率待升	6
联袂蓝润，翻启发展新篇章	8
肉食品牌优势渐显，非瘟疫情下破旧塑强	12
消费升级，品牌、冷鲜优势渐显	12
不破不立，非瘟时代强者恒强	13
屠宰业务：多渠道完善区域布局，库存能力彰显优秀采购基因	14
区域布局完备，多渠道发力市场营销	14
采购基因优秀，顺周期调节游刃有余	15
肉制品业务：差异营销，增长潜力足	18
自给率提升下的肉制品品质提升	18
高低温肉制品为主，19 年收入在肉制品业务占比 55.38%	18
盈利预测与投资建议	20
风险提示	22
PE/PB - Bands	22

图表目录

图表 1：2013-18 年，公司营业收入位居山东地区肉制品行业次席	5
图表 2：2014-19 年，公司屠宰分割业务收入占比近 70%	5
图表 3：2014-2020Q1，龙大肉食营业收入平稳增长	5
图表 4：2014-2020Q1，龙大肉食归母净利润及其增速	5
图表 5：2014-19 年，公司综合毛利率在可比公司位于第三	6
图表 6：2014-19 年，公司肉制品业务毛利率较高	6
图表 7：2014-19 年，龙大肉食业务以冷鲜肉为主	6
图表 8：2014-19 年，公司肉制品业务占收入比例在可比公司中靠后	6
图表 9：2014-2020Q1，龙大肉食销售费用率低于同业	7
图表 10：2014-2020Q1，龙大肉食管理费用率低于同业水平	7
图表 11：2019-2020Q1，龙大肉食 ROE 在同业位居第二	7
图表 12：2014-2020Q1，龙大肉食销售净利率低于双汇发展	7
图表 13：2014-2020Q1，龙大肉食资产周转率位于行业前列	8
图表 14：2019-2020Q1，龙大肉食权益乘数行业领先	8
图表 15：公司股权结构（截至 2020 年 7 月 22 日）	8
图表 16：2014-19 年，公司在西南地区收入占比不高	9
图表 17：2014-19 年，公司在西南市场营业收入增长迅速	9

图表 18: 2019 年, 猪肉产量排名前十省份, 四川位居第一	9
图表 19: 2019 年, 生猪出栏量前十省份, 四川位居第一	9
图表 20: 截至 20 年 7 月, 潍坊振祥股权结构	10
图表 21: 股票期权行权期及各期行权时间安排	10
图表 22: 限制性股票的限售期及各期解除限售时间安排	10
图表 23: 公司层面业绩考核要求	11
图表 24: 2014-19 年, 我国居民人均可支配收入 CAGR 超过 8%	12
图表 25: 2008-20 年 (预测), 我国猪肉市场中冷鲜肉占比呈上升趋势	12
图表 26: 2018 年, 国内猪肉消费以热鲜肉为主	12
图表 27: 2017 年, 50%+ 生猪仍由 “作坊类” 屠宰场屠宰	13
图表 28: 2013-19 年, 我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量	13
图表 29: 2018 年我国屠宰行业市占率	13
图表 30: 2018 年, 美国前 4 大生猪屠宰企业屠宰量占比	13
图表 31: 2019 年营收占比, 冷鲜肉业务为收入主要来源	14
图表 32: 公司依托六大屠宰基地, 销售网络遍布全国	14
图表 33: 2014-19 年, 山东省外营业收入逐年增加	15
图表 34: 2019 年, 龙大肉食各区域销售收入分布情况	15
图表 35: 公司打造餐饮食品供应链	15
图表 36: 2018 年 7 月-20 年 5 月, 生猪平均价持续高走	16
图表 37: 2019 年末, 存货主要构成	16
图表 38: 公司逆周期调节能力出色	16
图表 39: 18H2-19H2 库存商品 (主要为冷冻肉) 存货金额大幅上升	17
图表 40: 2019 年, 冷冻肉毛利率大幅上升	17
图表 41: 猪肉和替代品牛羊肉、鸡肉价格均呈上升趋势	17
图表 42: 2019 年贸易毛利率大幅提升	17
图表 43: 龙大肉食 “公司+农户” 养殖模式	18
图表 44: 龙大肉食自繁自养模式	18
图表 45: 2014-19 年, 公司肉制品业务收入及增速	18
图表 46: 2016-19 年, 公司高低温及中式卤肉制品销量	19
图表 47: 2016-19 年, 公司冷冻调理肉制品销量	19
图表 48: 龙大肉食盈利预测	21
图表 49: 龙大肉食费用率预测明细	21
图表 50: 龙大肉食可比公司盈利预测及估值情况	22
图表 51: 龙大肉食历史 PE-Bands	22
图表 52: 龙大肉食历史 PB-Bands	22

核心观点

龙大肉食布局全产业链，拥有从生猪养殖、屠宰分割，到熟食制品、食安检测的产业链，此外，公司还开展国际贸易业务，利用采购优势降低成本。公司目前位居山东地区肉食企业次席，具有区域优势。而2018年以来，公司不断拓展全国业务板块，与蓝润发展（未上市）携手，借助蓝润在西南地区的资源优势，公司有望逐渐完成从区域性品牌到全国性品牌的转型。

分业务板块看：

1) 屠宰业务：多渠道完善区域布局，库存能力彰显优秀采购基因。公司屠宰业务是全产业链中枢，主要产品分为冷鲜肉和冷冻肉。公司立足山东、河南，拥有6个现代化先进屠宰基地。同时公司传统渠道与现代渠道并行，发展餐饮食品供应链，是多个大中型商场超市、食品加工企业和大型连锁餐饮企业的供应企业。此外，公司拥有优秀的采购基因与贸易能力，能够在猪价低点增加冻肉库存，猪价高点时进口外国低价冻肉，实现全周期成本控制和调节。

2) 肉制品业务：积极拓展，增长潜力足。公司高低温及中式卤肉制品主要面向商场超市和批发商渠道，如山东家家悦（603708 CH，无评级）、烟台振华量贩（未上市）、大润发（未上市）等。未来，公司将以高低温肉制品为核心产品，加大对北京、上海、杭州、武汉、山东周边地区的市场开发力度。公司冷冻调理肉制品主要供应连锁餐饮企业，如肯德基（未上市）、必胜客（未上市）、避风塘（未上市）、永和大王（未上市）等，相较于销售给批发商间接供应，中间环节更少，直供产品单价更高。未来，大型连锁餐饮客户需求的拓展有望进一步增加公司肉制品业务规模。

屠宰肉制品行业激烈整合，幸存者在后周期红利尽收，而公司作为区域屠宰龙头逐步布局全国，借助后周期的东风，公司有望展现出优异的成长性。

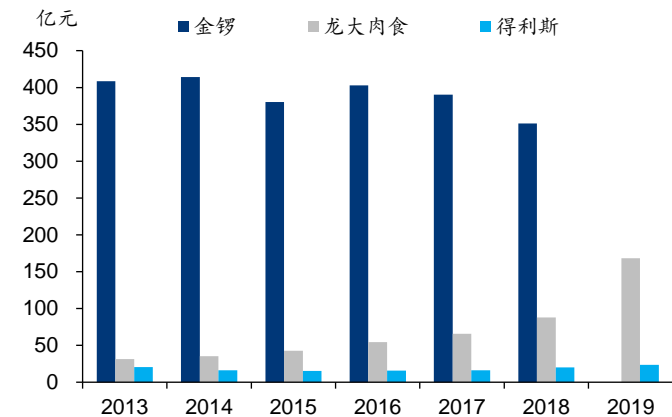
- 1) 贸易采购+逆周期库存有效帮助公司降低成本；
- 2) 多渠道的拓展有望帮助公司肉制品业务打开销路；
- 3) 养殖端的建设有望增加公司原材料自给比例，从源头把控食品安全。

短期看，公司具有优良的采购优势，中长期看，公司全产业链布局，借助后周期红利有望实现业绩高增长，我们认为龙大肉食是高成长肉食标的。我们预计，公司2020-22年EPS分别为0.63元、0.84元以及0.98元。参考2020年可比公司23X的PE水平（Wind一致预期），考虑到公司优秀的采购基因，我们给予公司2020年23-24X的PE，对应目标价14.49-15.12元，首次覆盖，给予“买入”评级。

全产业链打造区域肉食龙头 山东地区一体化肉食龙头

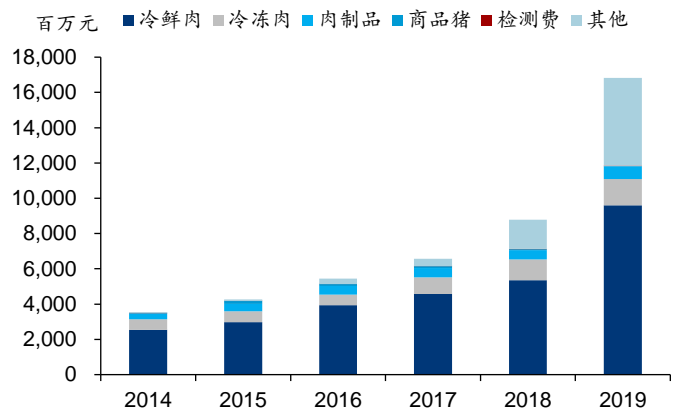
“全产业链”发展，核心竞争力突出。龙大肉食于2003年成立，2014年于深交所挂牌上市。公司主营业务涵盖生猪养殖、屠宰分割、熟食制品、食安检测及国际贸易，通过完善发展，打造集种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、肉食品加工、销售，以及食品安全检测为一体的“全产业链”肉食品加工企业。自2013年以来，龙大肉食营业收入稳居山东地区肉制品行业第二，仅次于金锣。2019年，公司营收168.22亿元，其中屠宰业务收入占比近70%，肉制品收入占比4.19%。

图表1：2013-18年，公司营业收入位居山东地区肉制品行业次席



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2014-19年，公司屠宰分割业务收入占比近70%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

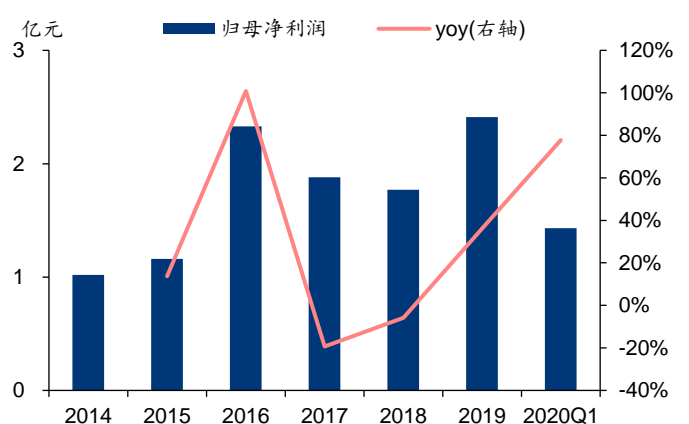
2014-19年，公司营业收入由35.47亿元增长至168.22亿元，年复合增长率高达36.52%，1) 公司发展成为“全产业链”经营发展模式及客户渠道多元开拓，公司致力加强开发加盟商和连锁餐饮企业，使得冷鲜肉和肉制品销量增加，冷鲜肉销售收入由2014年25.43亿元增加到2019年的96.07亿元；2) 进口贸易，国内猪瘟背景下，2019年公司进口贸易业务营收40.51亿元，同比增长150.53%。2020年Q1公司营收和净利润维持较快速度增长，第一季度实现营业收入59.14亿元，同比增长116.31%，净利润1.43亿元，同比增长77.83%。

图表3：2014-2020Q1，龙大肉食营业收入平稳增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2014-2020Q1，龙大肉食归母净利润及其增速

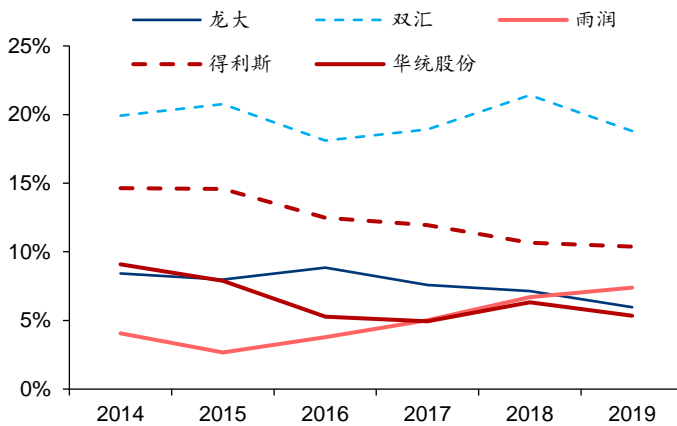


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

同行业比较：盈利能力尚可，运营效率待升

公司毛利率在可比公司中居第四，仅次于双汇发展、得利斯和雨润。公司近5年来毛利率维持在8%左右的水平并有所下降，2019年公司综合毛利率为5.97%，相比于2018年下降1.16pct，主要是2018年生猪价格下降所致。分产品来看，冷鲜肉和冷冻肉毛利率较低，公司冷鲜肉毛利率维持在5%左右，2019年冷鲜肉毛利率下降到0.97%。冷冻肉毛利率较为平稳，从2018的18.39%上升到18.81%。肉制品业务对综合毛利率的贡献较大，2019年肉制品毛利率为23.49%，显著高于冷鲜肉和冷冻肉业务。

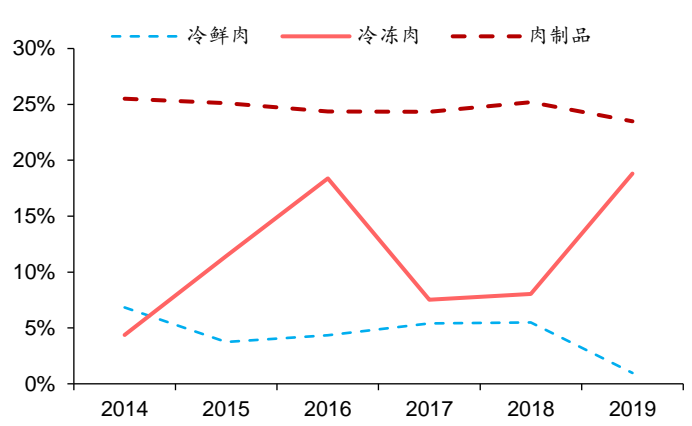
图表5：2014-19年，公司综合毛利率在可比公司位于第三



注：双汇发展（000895 CH，无评级），雨润食品（1068 HK，无评级），得利斯（002330 CH，无评级），华统股份（002840 CH，无评级）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

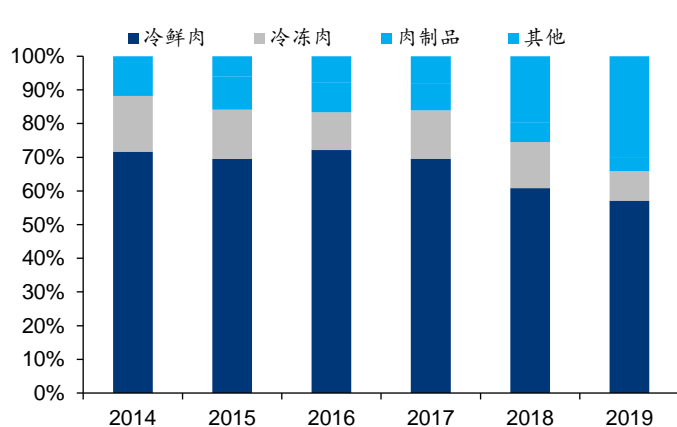
图表6：2014-19年，公司肉制品业务毛利率较高



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

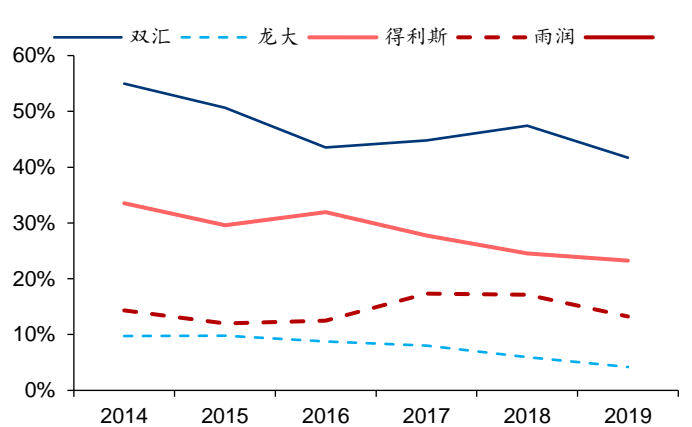
公司肉制品业务占收入比例较小，主营业务以冷鲜肉为主。2019年冷鲜肉的收入占比为57.11%，在整个主营业务收入中占比高；而肉制品业务尽管毛利率高达23.49%，但在营业收入的占比仅为4.19%，相比2018年下滑1.74pct。公司肉制品业务占收入的比例在可比公司中靠后，是公司综合毛利率低于双汇发展和得利斯的主要原因。

图表7：2014-19年，龙大肉食业务以冷鲜肉为主



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

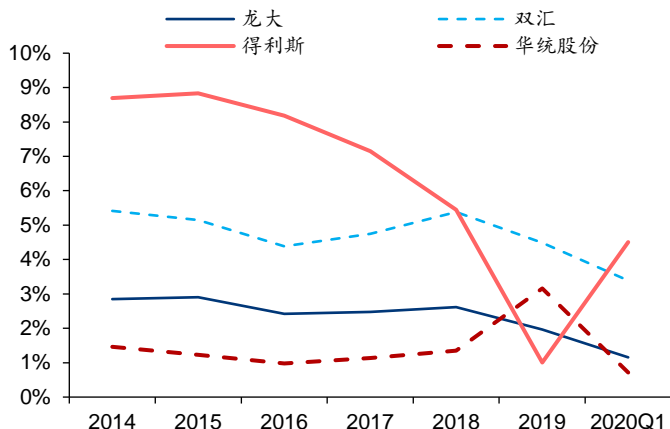
图表8：2014-19年，公司肉制品业务占收入比例在可比公司中靠后



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

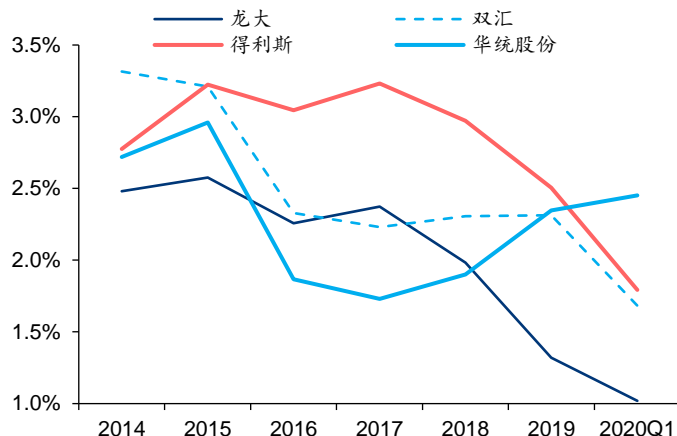
公司销售费用率、管理费用率均属行业优秀。公司销售费用率稳中有降，2020Q1销售费用率下降到1.16%，大幅低于同行业的双汇发展和得利斯，原因在于公司业务以屠宰业务为主，而屠宰业务销售费用较低。公司管理费用率低于同业水平，并且随着收入的增长，管理费用率逐渐下降。

图表9：2014-2020Q1，龙大肉食销售费用率低于同业



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

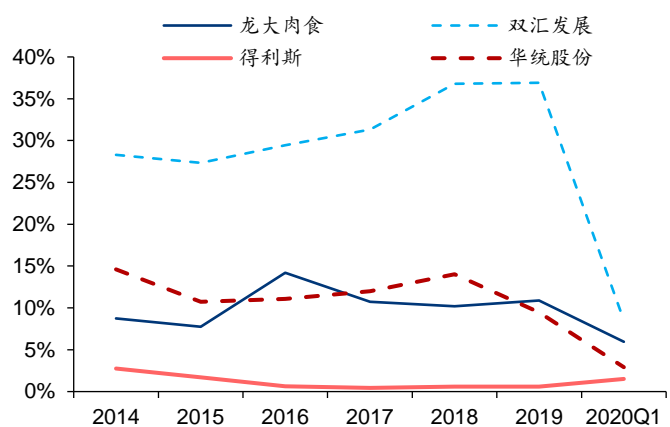
图表10：2014-2020Q1，龙大肉食管理费用率低于同业水平



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

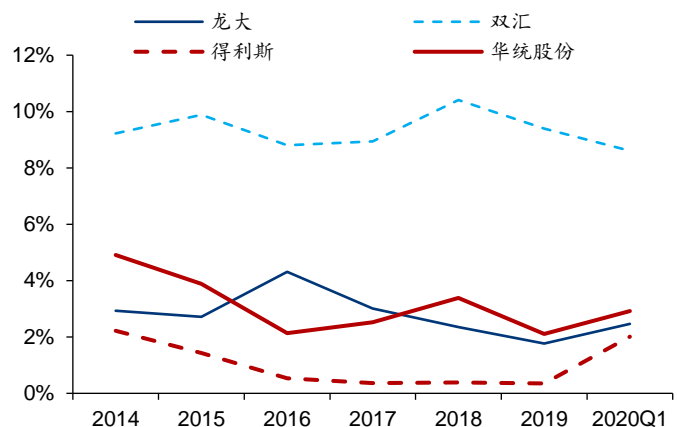
公司 ROE 位于可比公司中上游，受到净利率拖累低于双汇发展。根据杜邦分析方法，ROE 可以拆分为净利率、资产周转率和权益乘数三者的乘积。公司资产周转率高于同业平均水平，平均资产周转率 3.34，权益乘数与同业基本持平。公司销售净利率位于行业前列，但低于双汇发展，是公司 ROE 低于双汇发展的主要原因。公司销售净利率低于双汇发展主要受到产品结构的影响，双汇发展肉制品业务占收入比例在 50%左右，而公司的肉制品业务仅占收入的 6%，而肉制品业务的毛利率较高。公司 2019 年净利率 1.77%，较 2018 年下降 0.68pct，而公司 2019 年 ROE 为 10.37%，较 2018 年上升 1.97pct。

图表11：2019-2020Q1，龙大肉食 ROE 在同业位居第二



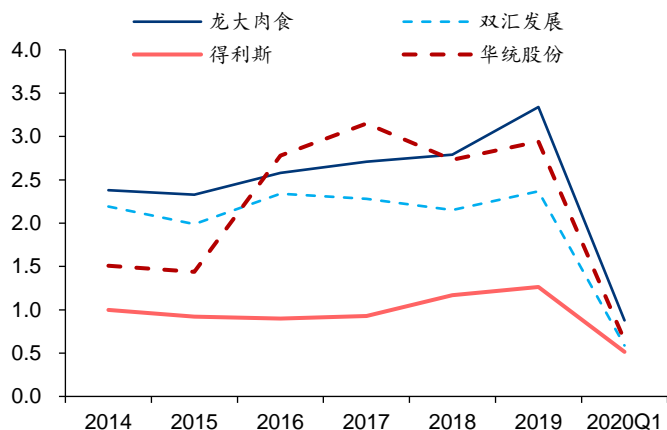
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12：2014-2020Q1，龙大肉食销售净利率低于双汇发展



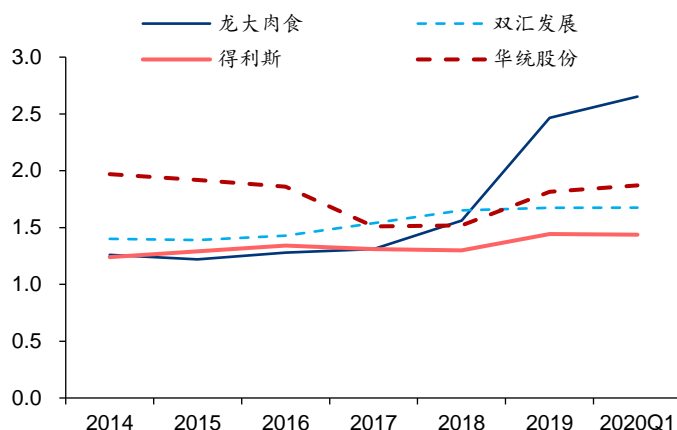
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13: 2014-2020Q1, 龙大肉食资产周转率位于行业前列



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表14: 2019-2020Q1, 龙大肉食权益乘数行业领先

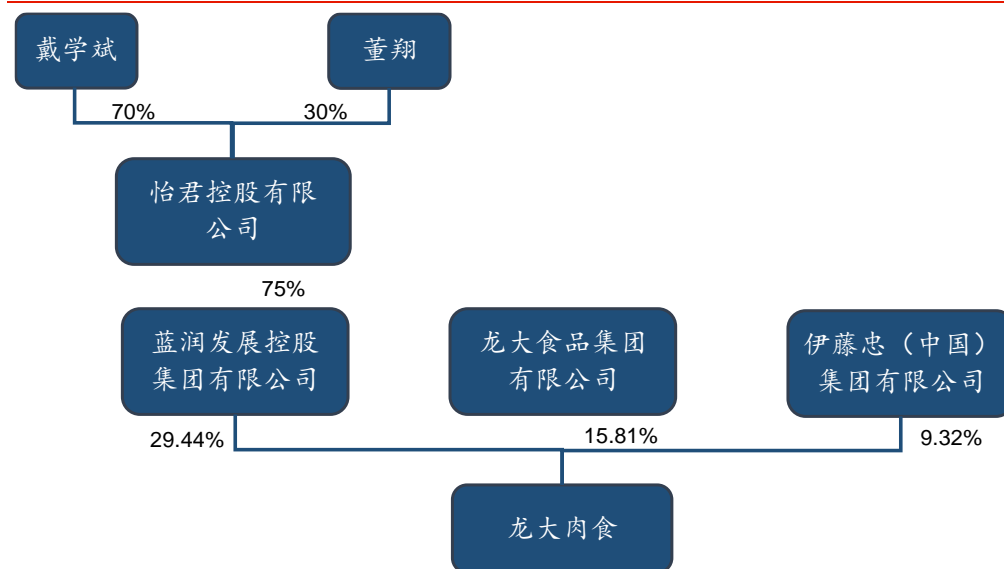


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

联袂蓝润, 翻启发展新篇章

公司于2018年6月8日发布公告(公告编号: 2018—058), 原控股股东龙大集团约定将其持有的7560万股股份转让给蓝润发展。18年8月17日, 龙大集团再次与蓝润发展签订《股份转让协议》。转让完成后, 蓝润发展拥有表决权的股份占公司总股本的29.90%, 成为公司控股股东, 蓝润发展的实际控制人戴学斌、董翔夫妇成为公司的实际控制人。公司控股股东蓝润发展的母公司怡君控股创办于1997年, 早年从事过猪肉等农产品贸易业务, 是一家综合类产业运营与投资集团, 旗下拥有蓝润实业、怡君投资、蓝润发展三大产业集团, 业务涵盖商业、地产、酒店、社区服务、大健康、供应链等多个行业和领域, 深耕四川长达20余载, 员工12000余人。公司能够借助蓝润在西南地区的资源优势, 在销售端、生产端和资金端帮助公司在西南市场布局, 逐渐完成从区域性品牌到全国性品牌的转型。

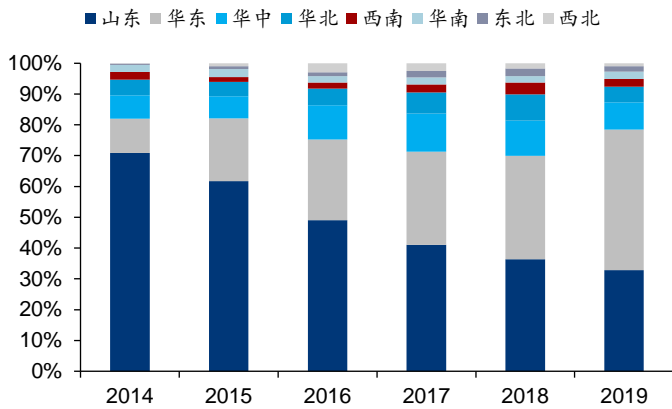
图表15: 公司股权结构 (截至2020年7月22日)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

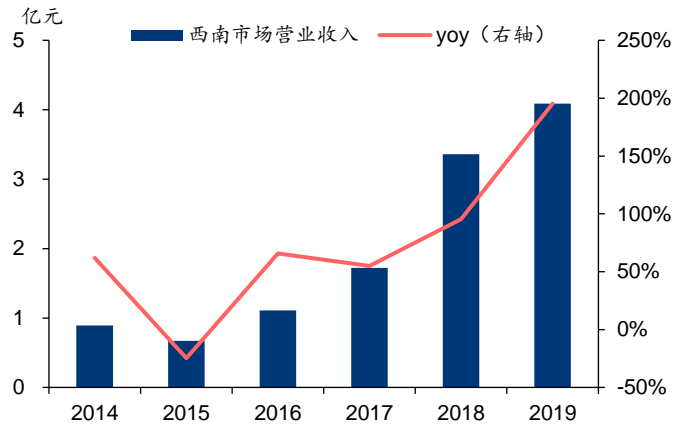
销售端：扩大公司在西南市场份额。近6年来公司在西南市场的营业收入增长迅速，但由于公司在西南市场影响力较弱，营业收入基数较小，在公司总营业收入的占比仍然不高。2019年公司在西南市场的营业收入为4.09亿元，仅占公司总营收的2.43%。目前公司主要销售渠道包括加盟商、大中型商场超市、食品加工企业和大型连锁餐饮企业，公司联袂蓝润，有利于公司借助蓝润及其母公司在西南地区深耕20多年的资源，完善公司在西南地区肉制品消费市场的渠道铺设，在立足山东的基础上将销售网络逐步向全国拓展，帮助公司产品在西南市场扩大销售，继续保持高增长率，抢占市场份额。

图表16：2014-19年，公司在西南地区收入占比不高



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

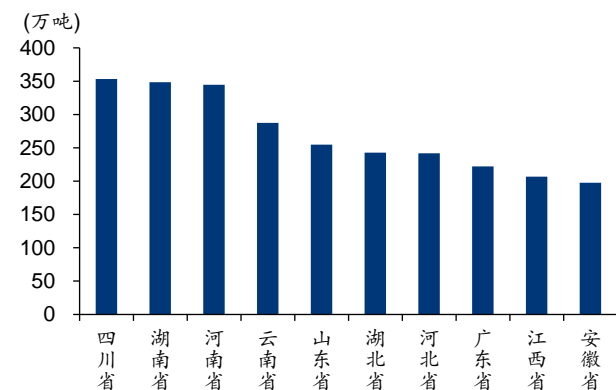
图表17：2014-19年，公司在西南市场营业收入增长迅速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

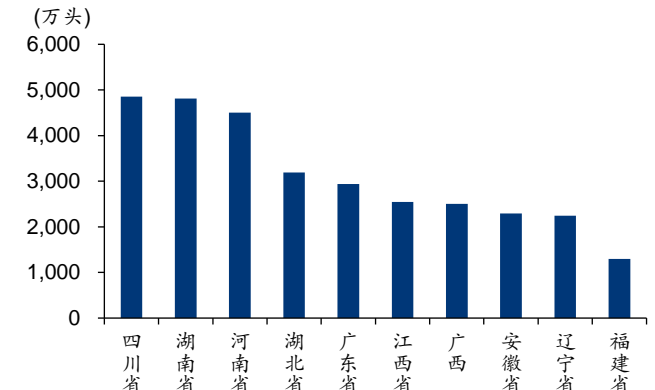
生产端：帮助公司在西南地区建立养殖基地，扩大产能。四川有中国养猪第一大省之称，据国家统计局，2019年四川省猪肉产量353.45万吨，在全国猪肉总产量中占比8.31%，位居全国各省份第一；2019年四川省生猪出栏4852.6万头，在全国生猪出栏量中占比8.92%，同样位居全国各省份第一，四川省生猪产业优势明显。公司与蓝润合作，能够借助蓝润在西南地区的资源优势与深厚基础，帮助公司在西南地区开展养殖业务，扩大生产，完善公司在全国的产能布局，为公司业务增长注入新的力量，持续推动公司收入和利润增长。

图表18：2019年，猪肉产量排名前十省份，四川位居第一



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

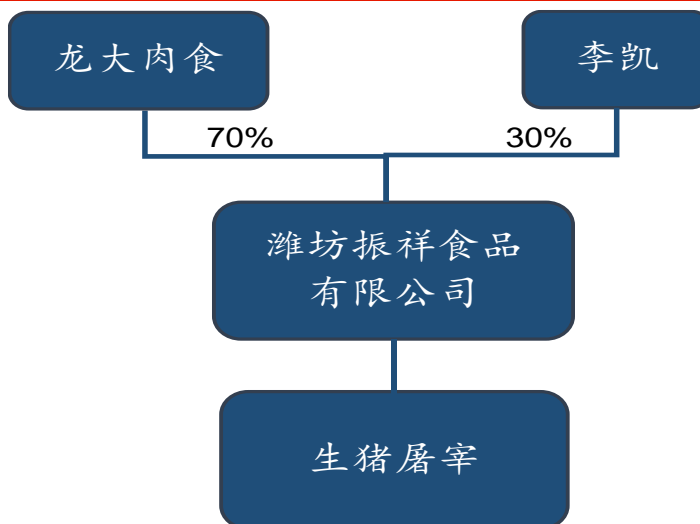
图表19：2019年，生猪出栏量前十省份，四川位居第一



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

资金端：为并购提供资金支持，提高公司在产业链整合和横向并购的资金实力。公司于2018年11月收购潍坊振祥70%股份。潍坊振祥主要从事生猪屠宰业务，公司收购潍坊振祥有利于提高屠宰产能。公司未来将以产业并购和投资为主，在餐饮食品供应链业务上进行快速布局，蓝润作为西南地区房企龙头能够为公司并购提供资金支持，加强产业内核心竞争力，帮助公司完成由区域性品牌向全国性品牌的转型。

图表20: 截至 20 年 7 月, 潍坊振祥股权结构



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

此外, 公司于 2019 年实行股票期权与限制性股票激励计划 (授予日 19 年 12 月 2 日)。1) 股票期权, 激励对象为公司中层管理人员以及核心业务人员, 行权价 7.40 元/股, 授予期权 1665.17 万份, 占股本比例 1.70%, 2) 限制性股票激励, 激励对象除了中层管理及核心业务人员外, 还包括公司高管, 授予价格 3.70 元/股, 授予股票数量 1658.93 万股, 占比 1.69%。两项激励均在授予登记完成之日起满 12 个月后的未来 36 个月内分三期行权或者解除限售。

图表21: 股票期权行权期及各期行权时间安排

行权安排	行权时间	行权比例
第一个行权期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 36 个月后的最后一个交易日当日止	40%
第二个行权期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 36 个月后的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 48 个月后的最后一个交易日当日止	30%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表22: 限制性股票的限售期及各期解除限售时间安排

解除限售期安排	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自授予限制性股票上市之日起 12 个月后的首个交易日起至授予限制性股票上市之日起 24 个月后的最后一个交易日当日止	40%
第二个解除限售期	自授予限制性股票上市之日起 24 个月后的首个交易日起至授予限制性股票上市之日起 36 个月后的最后一个交易日当日止	30%
第三个解除限售期	自授予限制性股票上市之日起 36 个月后的首个交易日起至授予限制性股票上市之日起 48 个月后的最后一个交易日当日止	30%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表23： 公司层面业绩考核要求

考核期	2019	2020	2021
利润总额指标 X (亿元)			
预设最高值 (A1)	3.3	5	8
预设及格值 (B1)	2.7	4.5	7.2
利润总额指标完成率 (L)	$X \geq A1$		100%
	$B1 \leq X$	$80\% + (X - B1)(A1 - B1) * 20\%$	
	X		0%
营业收入指标 Y (亿元)			
预设最高值 (A2)	150	200	300
预设及格值 (B2)	130	180	270
营业收入指标完成率 (M)	$Y \geq A2$		100%
	$B2 \leq Y$	$80\% + (Y - B2)(A2 - B2) * 20\%$	
	Y		0%
可行权/解除限售系数 (N)	利润总额指标完成率 (L) 与营业收入指标完成率 (M) 孰低者		
各期实际可行权/解除限售额度	各期计划行权/解除限售额度 \times 可行权/解除限售系数 (N)		

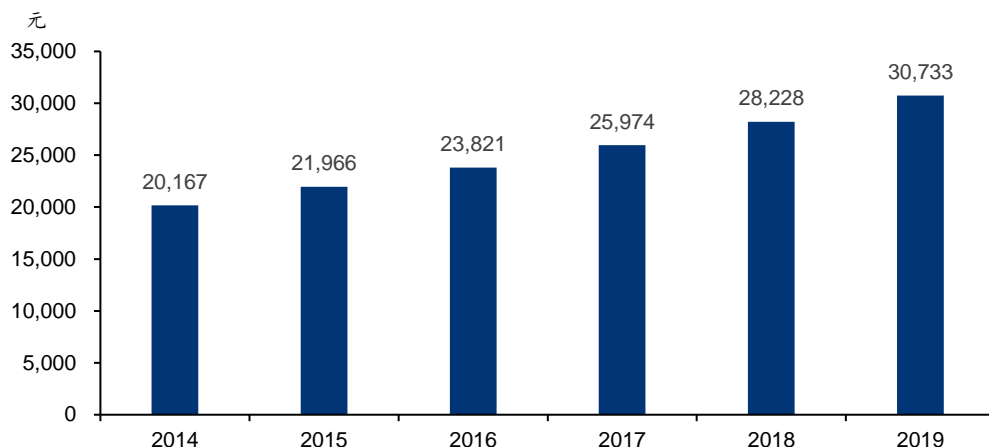
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

其中，2019年公司实现总营收168.22亿元，实现利润总额3.58亿元，满足公司业绩的预设最高值考核要求。

肉食品牌优势渐显，非瘟疫情下破旧塑强 消费升级，品牌、冷鲜优势渐显

收入水平提升+健康理念双驱，消费升级愈演愈深。近年来，随着经济发展，我国居民收入水平稳步提高。据国家统计局数据，2014年到2019年，我国居民人均可支配收入CAGR超8%。收入水平提高导致消费水平稳步提高，消费者对食品安全与健康的追求与之俱增。消费者偏好正由经济实惠快速升级为安全优质，健康饮食观念渐入人心。

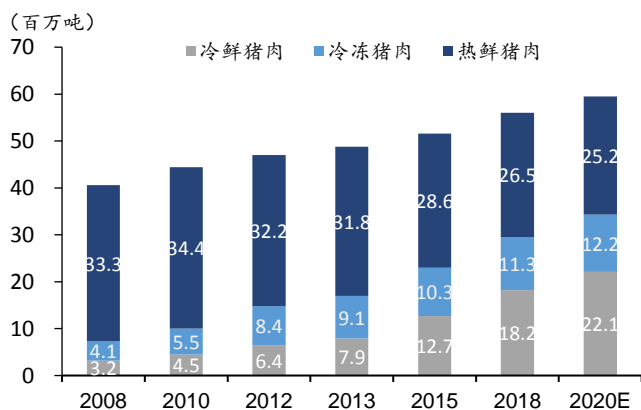
图表24： 2014-19年，我国居民人均可支配收入CAGR超过8%



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

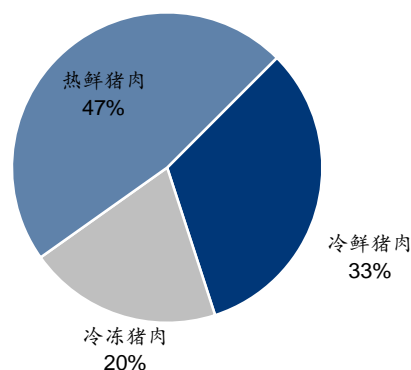
品牌、低温是肉制品消费升级方向。从猪肉行业看，品牌猪肉、低温冷鲜肉将领跑消费升级方向。品牌猪肉有如下优势：1) 品质保障。近年来，食品安全问题频发，消费者偏向信任承载良好口碑的品牌猪肉；2) 规模经济。品牌猪肉建立起系列行业标准，产品规格，便于通过商超等渠道按需销售，同时提高产品粘度；3) 政策支持。政府为打压私屠滥宰、淘汰落后产能，积极推动品牌猪肉厂商抢占市场份额，降低冷链物流成本。而低温冷鲜肉则是猪肉市场新宠——工艺严格、营养美味，符合消费升级方向。据Frost & Sullivan数据，2018年我国冷鲜肉市场占比(按重量)已突破30%，冷鲜肉消费量2010-18年CAGR为19%，远超猪肉4%左右的平均增速，发展势头迅猛。此外，随着消费者更加注重安全和健康，冷鲜肉有望在我国猪肉消费中占据更高的比例。

图表25： 2008-20年(预测)，我国猪肉市场中冷鲜肉占比呈上升趋势



资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

图表26： 2018年，国内猪肉消费以热鲜肉为主

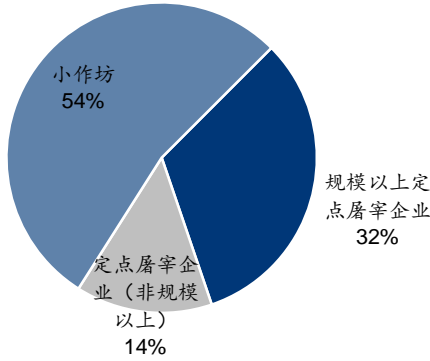


资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

不破不立，非瘟时代强者恒强

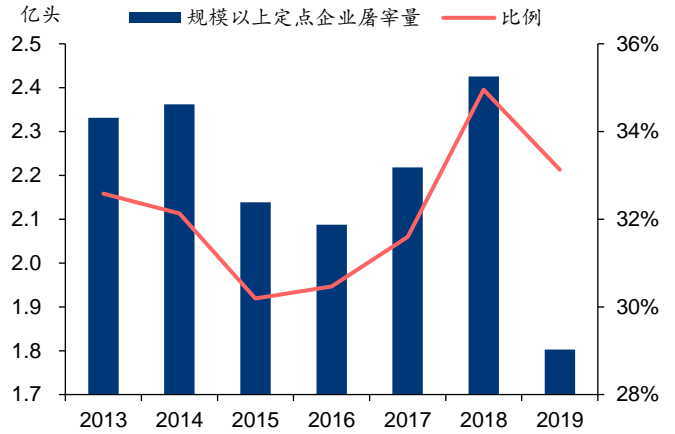
竞争格局分散，“作坊类”屠宰量占比 50%+。根据统计局统计，2017年，全国生猪屠宰量 6.88 亿头（用出栏量近似表示）。其中，生猪定点屠宰企业屠宰量 3.20 亿头，占比 46.51%，规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 2.22 亿头，占比 32.27%，超过 50% 出栏生猪仍由“作坊类”屠宰场屠宰。

图表27： 2017年，50%+生猪仍由“作坊类”屠宰场屠宰



资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

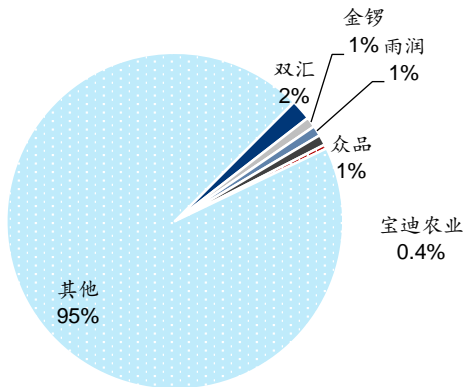
图表28： 2013-19年，我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量



资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

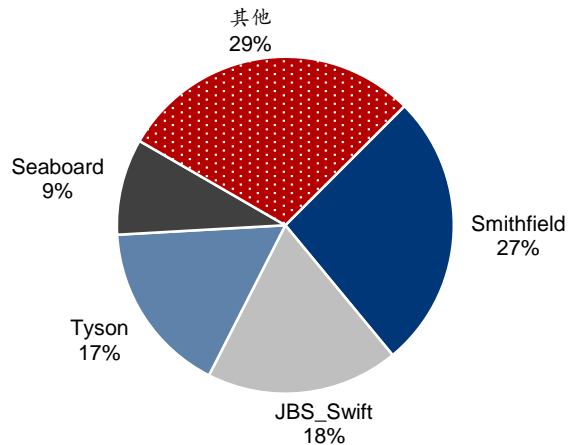
横向对比，国内屠宰企业屠宰量 CR4 为 5%左右，而美国达到 70%。横向看，我国生猪屠宰行业集中度仍有较大整合空间。2018年，国内前 4 大生猪屠宰企业（双汇发展、雨润、众品和金锣）屠宰量占国内生猪屠宰总量的 5%左右，而同期美国前 4 大生猪屠宰企业屠宰量占比达到 70%以上。

图表29： 2018年我国屠宰行业市场占率



资料来源：中商产业研究院，华泰证券研究所

图表30： 2018年，美国前4大生猪屠宰企业屠宰量占比



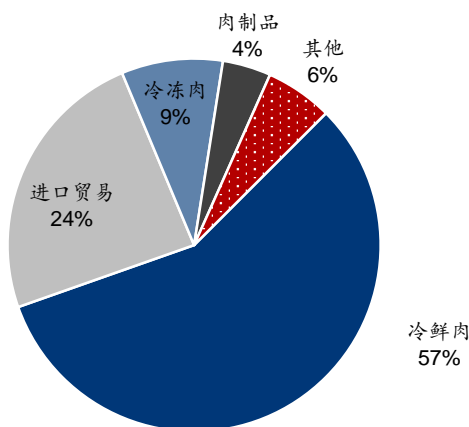
资料来源：USDA，华泰证券研究所

破弱立强，行业整合提速。1) 成本推动，屠宰行业规模优势明显。除去生猪成本和运输费用，屠宰企业的头均屠宰成本中，固定资产折旧、人工费用、水电气费用等都随着产能利用率提高而降低。规模企业可通过区域布局（猪源选择）、精细化管理等措施最大限度摊薄头均屠宰费用。2) 需求拉动，更多从食品安全角度出发，规模企业具有更优的屠宰技术和设备，产品质量安全可靠。3) 周期调节能力，规模企业库存能力强+入库渠道多样，通过库存，其顺猪价周期调节成本的能力更强。现阶段，非洲猪瘟疫情对我国生猪生产产生较大影响，生猪产能去化幅度较大。国内生猪价格的高位运行给屠宰企业带来了严峻的生存压力，而库存能力决定屠宰企业正常经营能力。我们认为，本轮周期将加速国内生猪屠宰行业集中度提升，具备较优库存能力的规模屠宰企业较易胜出。

屠宰业务：多渠道完善区域布局，库存能力彰显优秀采购基因 区域布局完备，多渠道发力市场营销

公司屠宰业务是全产业链中枢，主要产品分为冷鲜肉和冷冻肉。2019年度，公司屠宰业务实现收入110.86亿元，同比增长69.54%，其中冷鲜肉业务实现收入96.07亿元，营收占比57.11%，冷冻肉业务实现收入14.79亿元，营收占比8.79%。屠宰端看，2019年，公司共屠宰生猪500万头左右，其中自养生猪屠宰25万头左右（年产能52万头左右），占比5%左右。

图表31：2019年营收占比，冷鲜肉业务为收入主要来源



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

立足山东、河南，6大屠宰基地辐射周边省市。公司现有龙大肉食莱阳生产部、龙大牧原（公司持股60%）、聊城龙大、莒南龙大、蓬莱富龙（公司持股40%）及潍坊振祥（公司持股70%）6个现代化先进屠宰基地，分布在山东和河南地区，生猪总屠宰产能达728万头。此外，公司还拥有六个养殖基地，分别是王宋一猪场、王宋二猪场、陡山猪场、姜汪庄猪场、崔格子庄猪场及光山母猪场，并将新增安丘市石埠子镇养殖基地。

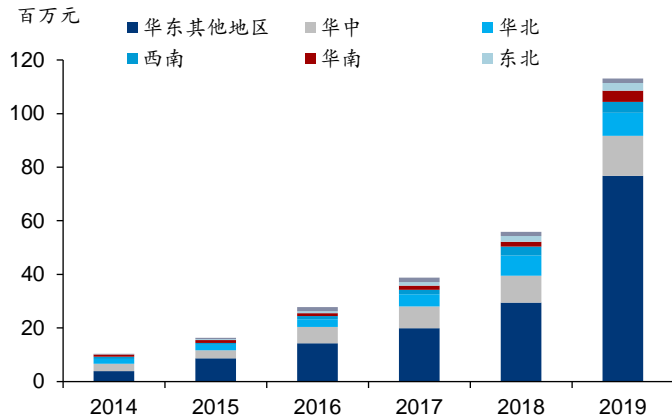
图表32：公司依托六大屠宰基地，销售网络遍布全国

屠宰基地	成立时间	生猪来源	产品	主要市场
莱阳生产部	2003年	自养生猪、供应商	冷冻肉、冷鲜肉	山东东部
龙大牧原	2009年	牧原股份	冷冻食品	全国食品加工企业
聊城龙大	2009年	供应商	冷冻肉、冷鲜肉	山东西部
莒南龙大	2013年	供应商	冷冻肉、冷鲜肉	山东南部、华东市场
蓬莱富龙	2015年	供应商	冷鲜肉、冷冻肉	烟台北部
潍坊振祥	2018年	供应商	冷鲜肉、冷冻肉	山东北部

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

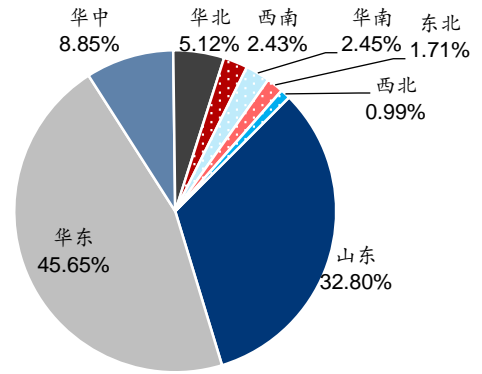
销售端，公司以山东市场为基础，多元渠道拓展省外市场。近年来，公司依托品牌知名度及优质产品，全方位拓宽销售渠道。2019年，公司山东地区营业收入55.18亿元，同比增长72.66%，营收占比32.80%，省外营业收入113.04亿元，同比增长102.51%，占比67.20%，其中华东其他地区（同比增长160.68%）、华中地区（同比增长48.29%）、华南地区（同比增长127.26%）、西北地区（同比增长12.30%）营业收入同比增长显著。

图表33: 2014-19年, 山东省外营业收入逐年增加



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

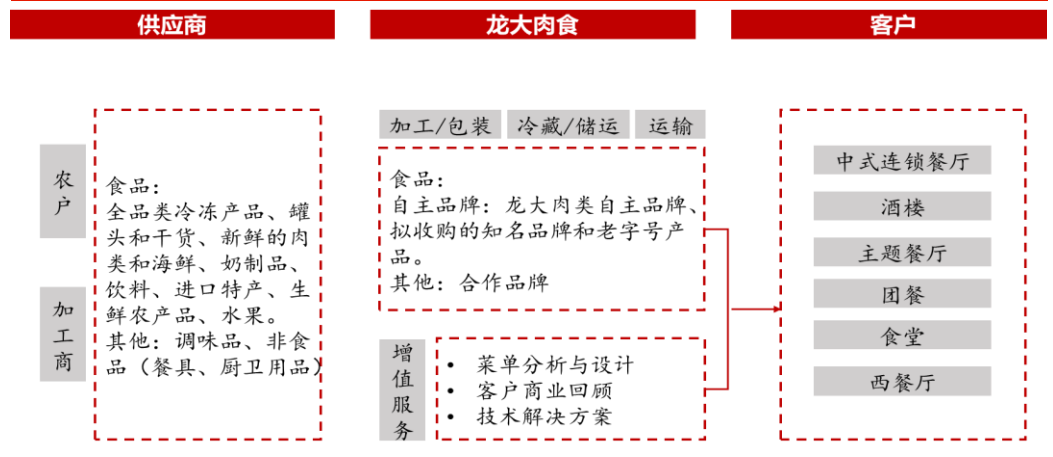
图表34: 2019年, 龙大肉食各区域销售收入分布情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

传统渠道与现代渠道并行, 发展餐饮食品供应链。目前, 公司主要销售渠道包括加盟商、大中型商场超市、食品加工企业和大型连锁餐饮企业。公司与山东家家悦、烟台振华量贩、大润发等建立了长期合作关系, 也与上海荷美尔(未上市)、避风塘、上海梅林(600073 CH, 无评级)、厦门程泰(未上市)等食品加工企业建立了供销关系。近年来, 公司加大了餐饮客户的开发力度, 目前, 公司餐饮客户主要有百胜中国(YUMC US, 无评级)、海底捞(6862 HK, 无评级)、避风塘、呷哺呷哺(520 HK, 无评级)、真功夫(未上市)、永和大王等。基于国内潜力较大的餐食供应链行业, 未来公司将餐饮食品供应链作为公司发展的战略重点, 凭借从养殖到加工到销售一体的“全产业链发展模式”, 向餐饮食品供应链服务商发展, 为下游餐饮客户提供一站式服务。

图表35: 公司打造餐饮食品供应链

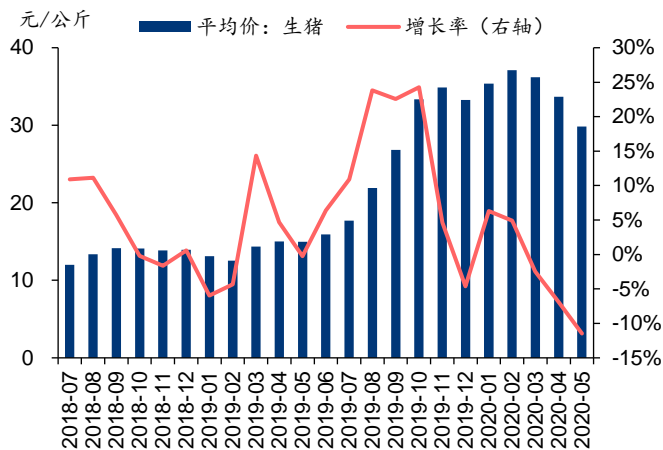


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

采购基因优秀, 顺周期调节游刃有余

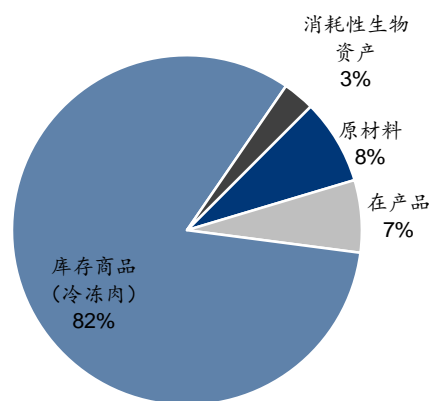
采购基因优秀, 猪价低点大量备。受猪价周期性波动影响, 生猪及原料肉采购节奏对肉制品企业显得尤为重要。2018年7月以来, 受非洲猪瘟疫情的影响, 我国进入“超级猪周期”, 猪价开始进入上行周期。公司准确预判生猪价格走势, 在猪价低点进行大量备货(生猪和冷冻肉), 以保证公司肉制品食品供给和熨平成本端波动。公司存货主要由原材料、在产品、库存商品、消耗性生物资产组成, 19年末, 公司库存商品(主要为冷冻肉, 占比95.53%)为存货主要构成, 其账面价值近17亿元, 占比82%, 较2018年末增长183.64%。2020年Q1公司存货账面价值32.92亿元, 较2019年末增长23.30%。

图表36: 2018年7月-20年5月, 生猪平均价持续高走



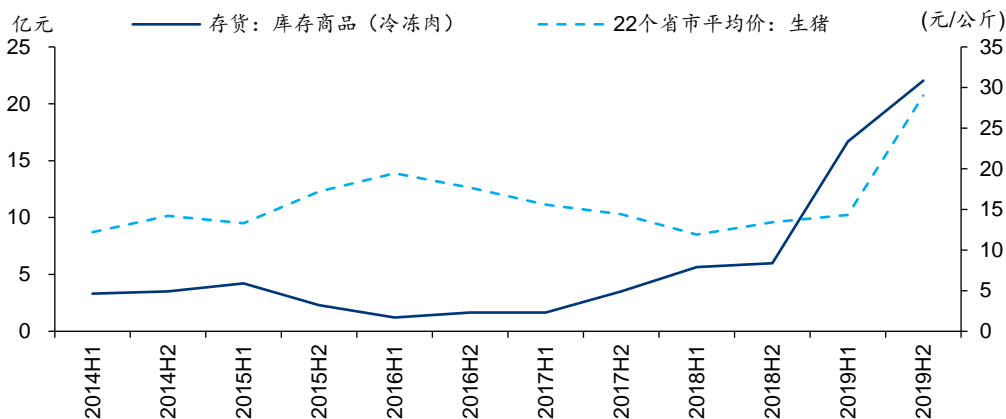
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表37: 2019年末, 存货主要构成



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

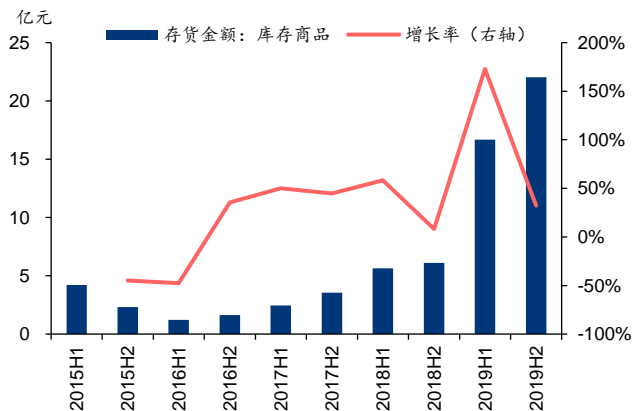
图表38: 公司逆周期调节能力出色



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

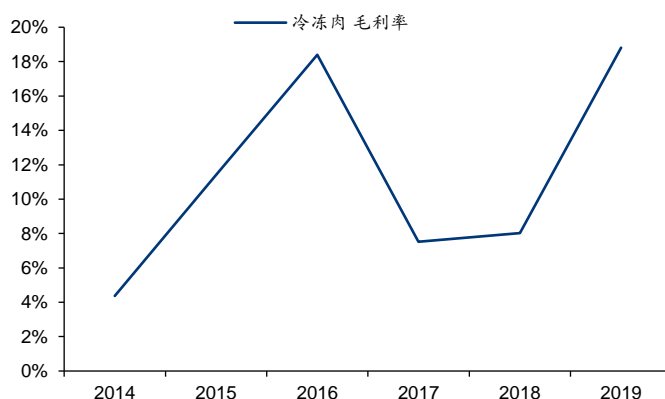
自产入库模式下, 公司执行冷冻肉战略备货策略, 低价收购生猪并屠宰入库。与冷鲜肉仅一周保质期不同, 冷冻肉可保存 18-24 个月, 而冷冻肉的成本主要由采购时的价格决定。2019 年上半年公司以低价大量收购生猪并屠宰入库为冷冻肉, 2019 年 6 月后生猪价格开始持续上升, 由年初 13 元/公斤增长至 11 月 35 元/公斤, 较 2019 年初增长 169.23%。公司在猪价上升期间出售低成本冷冻肉产品, 赚取利润差。相应地, 冷冻肉产品毛利率从 2018 年 8.03% 大幅上升至 2019 年的 18.81%, 毛利润从 2018 年的 0.96 亿元上升至 2019 年的 2.78 亿元, 有效弥补了冷鲜肉产品毛利率下滑的影响。

图表39: 18H2-19H2 库存商品 (主要为冷冻肉) 存货金额大幅上升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

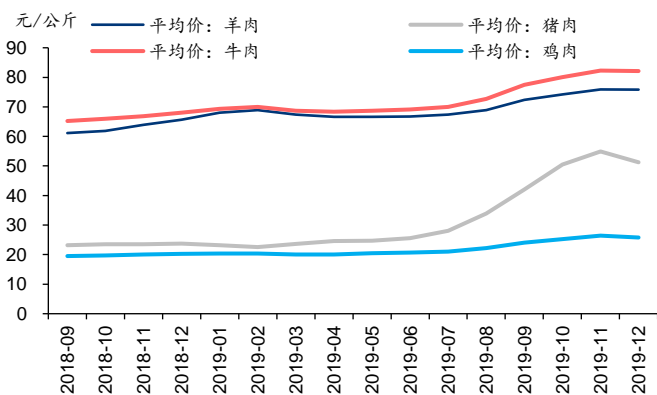
图表40: 2019年, 冷冻肉毛利率大幅上升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

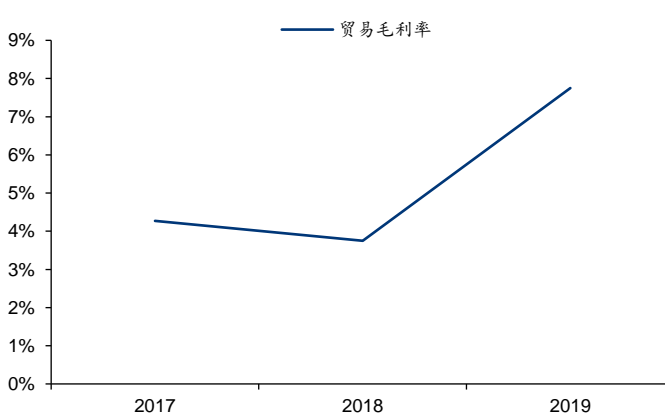
贸易模式下, 中和盛杰准确预判肉类价格走势, 低点大量进口备货。贸易模式下, 2019年三季度末冷冻肉账面价值为 5.9 亿元, 较 2018 年末增加 3.8 亿元, 其中冷冻猪肉账面价值为 2.36 亿元。公司贸易业务主要以进口贸易为主, 2017 年 7 月前进口贸易主要产品为冷冻猪肉。2017 年 7 月后, 公司成立子公司中和盛杰 (占股 51%) 负责进口贸易业务, 为公司新增牛羊鸡肉进口。受非洲猪瘟疫情影响, 猪价持续高走的同时, 中和盛杰准确预判行情, 价格低点大量进口冷冻肉。受此影响, 2019 年公司贸易业务毛利率达 7.75%, 较 2018 年上升 4 个百分点。

图表41: 猪肉和替代品羊肉、鸡肉价格均呈上升趋势



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表42: 2019年贸易毛利率大幅提升

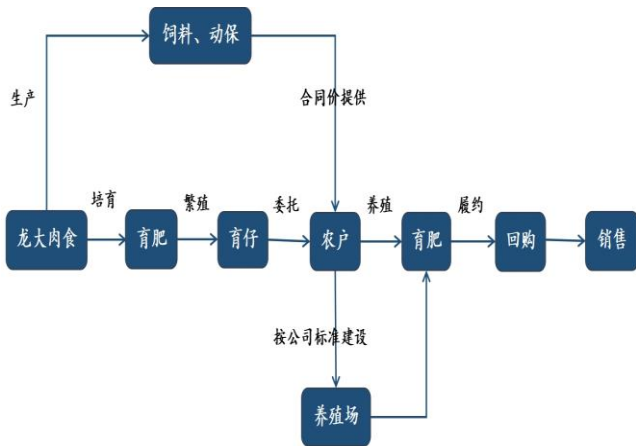


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

肉制品业务：差异营销，增长潜力足 自给率提升下的肉制品品质提升

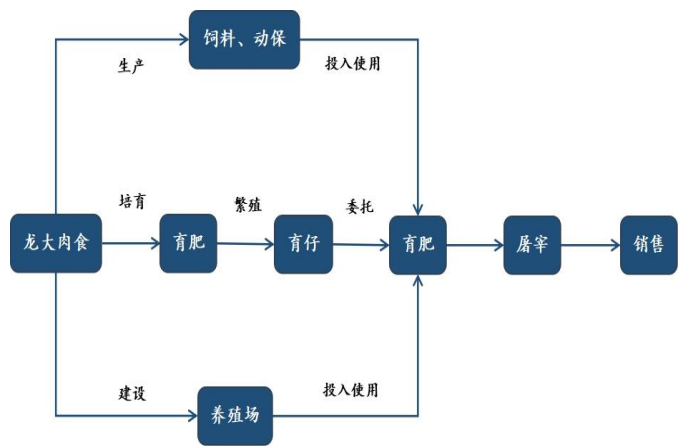
公司的养殖模式主要以“公司+农户”为主，供应内部使用。公司自养生猪主要用于供应肉制品业务原料，截至2019年公司累计生猪出栏量25.29万头(生猪养殖产能52万头)。公司于20年7月完成可转换公司债券的发行，募集资金主要用于新建年出栏50万头商品猪项目。从养殖端看，50万头商品猪项目可以弥补公司在生猪养殖行业的短板，配套销售给公司内部肉制品业务的生猪规模将增加；从消费端来看，更多原料来自于公司内部有利于保障食品安全。公司从生猪源头把关，自养、自屠、自产、自销，肉制品品质有望得到进一步提升。

图表43：龙大肉食“公司+农户”养殖模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表44：龙大肉食自繁自养模式

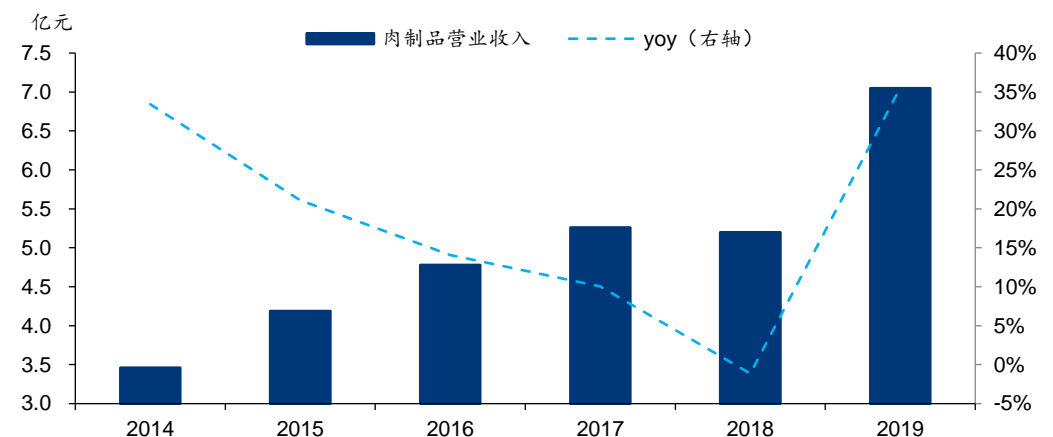


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

高低温肉制品为主，19年收入在肉制品业务占比55.38%

公司肉制品业务收入占比仍不高，19年收入占比4.19%。公司肉制品业务分为高低温肉制品及中式卤肉制品和冷冻调理肉制品，2019年公司肉制品业务收入7.05亿元，同比上升35.54%，在营业收入占比4.19%。其中，高低温及中式卤肉制品收入3.90亿元，占肉制品业务比例为55.38%，为公司肉制品业务主要构成。

图表45：2014-19年，公司肉制品业务收入及增速

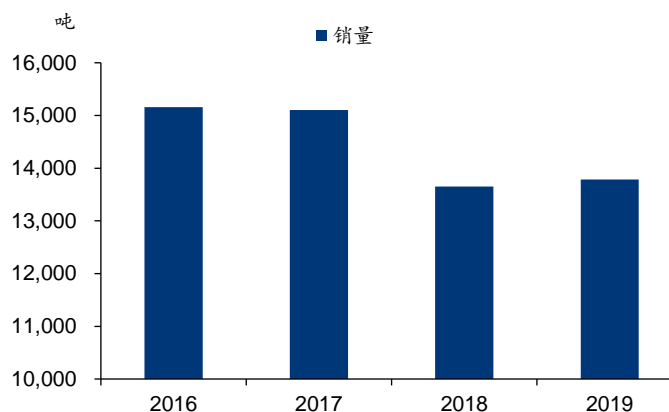


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

1) 高低温及中式卤肉制品, 受销量上升影响, 2019年公司高低温及中式卤肉制品收入同比上升22.23%, 为3.90亿元。现阶段, 公司高低温及中式卤肉制品主要面向商场超市和批发商渠道(山东家家悦、烟台振华量贩和大润发等)。未来, 公司将以高低温肉制品为核心产品, 加大对北京、上海、杭州、武汉、山东周边地区的市场开发力度。

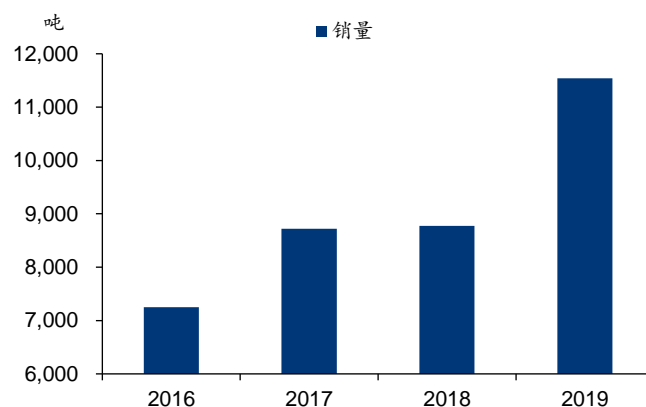
2) 冷冻调理品, 受销售均价上涨影响, 2019年公司冷冻调理肉制品收入同比增长56.71%, 为3.15亿元。现阶段, 公司冷冻调理肉制品主要供应连锁餐饮企业(肯德基、必胜客、避风塘、永和大王等), 相较于销售给批发商间接供应, 中间环节更少, 直供产品单价更高。未来, 公司将加大对大型连锁餐饮客户的开拓力度。

图表46: 2016-19年, 公司高低温及中式卤肉制品销量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表47: 2016-19年, 公司冷冻调理肉制品销量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

公司业务主要以生猪屠宰（冷鲜肉、冷冻肉）、熟食制品（低温肉制品及中式卤肉制品、冷冻调理肉制品）及贸易业务为主。

盈利预测核心假设：

1) 冷鲜肉业务。销量方面，今年全国生猪供应较为紧缺（据农业部预测，2020年全国生猪出栏量为5.01亿头，同比减少7.8%），我们预计公司冷鲜肉销量增速下滑至5%。随着生猪供给的预期提升（据农业部，我国能繁母猪存栏20年6月份同比转正，是27个月以来首次，因此我们预计21-22年生猪供应提升），公司产能利用率有望相应提升，我们预计21-22年销量增速达到30%；均价方面，随着生猪步入后周期，我们预计2020-22冷鲜肉价格将会逐年下降，我们预计20-22年冷鲜肉销售均价为33/25/20元/公斤；毛利率方面，猪价高涨挤压公司冷鲜肉毛利率，但20年屠宰量加大，产能利用率提升，预计毛利率相较19年提升至1.8%。我们预计猪价2021-2022持续下行，相应地预计公司毛利率提升至4.5%与6%。

2) 冷冻肉业务。销量方面，19年公司加大库存囤积冷冻肉，19年冷冻肉销量出现较大幅度下滑，相应地，20年猪价较高，公司库存调节能力出色，我们预计公司冻肉销量有望提升25%。21-22年，随着生猪供给增多，行业进入红利期，预计冻肉销量增幅在30%；价格方面，今年猪价高景气，我们预计冻肉价格出现较大上涨，达到30元/公斤，21-22年属于生猪周期下行期，我们预计冻肉价格分别为22/18元/公斤；毛利率方面，随着猪价回落，公司冻肉储备优势带来的毛利率增量预计减少，我们预计20-22年公司冻肉业务毛利率分别为19%/15%/10%。

3) 高低温肉制品及中式卤肉制品业务&冷冻调理肉制品业务。销量方面，猪价较高，今年预计肉制品销售承压，预计小幅增长0.5%，21-22年，公司有望享受行业整合红利，预计高低温肉制品及中式卤肉制品&冷冻调理肉制品业务销售增速为10%；均价方面，公司有望通过提价对冲生猪成本上升带来的压力，同时肉制品价格较为刚性，我们预计20-22年高低温肉制品及中式卤肉制品有望保持在33元/公斤，冷冻调理肉制品有望保持在32元/公斤；毛利率方面，库存能力优异+区域龙头市占率高，我们预计肉制品毛利率有望逐年递增，预计20-22年高低温肉制品及中式卤肉制品毛利率分别达到29.5%/30%/31%，冷冻调理肉制品预计分别达到17%/17.5%/18%。

4) 贸易业务。公司通过子公司中和盛杰进行冻品贸易，今年猪价较高，预计贸易量继续保持较高增速，预计达到50%，21-22年，猪价预计相对回落，我们给予20%的收入增速；毛利率方面，今年猪价同比上升，预计毛利率上升至8%，而21-22年毛利率随着猪价回落而逐年下降，预计分别为6.5%和5%。

5) 费用率预测。销售费用率方面，随着生猪供应上升，公司冷鲜肉、肉制品等销量预计上升，预计销售费用率逐年下降，20-22年分别达到1.8%/1.7%/1.6%；管理费用率方面，公司加强管理、优化产能布局，预计管理费用率每年下降0.05pct；财务费用率方面，公司扩建产能，预计财务费用有所上升；研发费用率方面，基于公司历史研发投入较小，预计未来三年研发投入保持稳定。

图表48: 龙大肉食盈利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总营收 (百万元)	6,572.63	8,778.46	16,822.36	27,539.16	28,651.71	31,295.27
YOY	20.60%	33.56%	91.63%	63.71%	4.04%	9.23%
毛利率	7.59%	7.13%	5.97%	6.42%	7.19%	7.16%
分业务板块:						
冷鲜肉						
销量 (吨, 下同)	290611.12	382263.33	475800.29	499590.31	649467.40	844307.62
yoy	40.98%	31.54%	24.5%	5.0%	30.0%	30.0%
均价 (元/kg, 下同)	15.74	13.98	20.19	33.0	25.0	20.0
销售收入 (百万元, 下同)	4574.22	5344.04	9607.36	16486.48	16236.69	16886.15
销售成本 (百万元, 下同)	4326.75	5050.12	9514.17	16255.67	15506.03	15872.98
毛利率	5.41%	5.50%	0.97%	1.8%	4.5%	6.0%
冷冻肉						
销量	66651.79	90182.58	75865.83	94832.29	123281.98	160266.57
yoy	67.52%	35.30%	-15.88%	25.0%	30.0%	30.0%
均价	14.21	13.24	19.49	30.0	22.0	18.0
销售收入	947.12	1194.02	1478.78	2844.97	2712.20	2884.80
销售成本	875.80	1098.14	1200.62	2304.42	2305.37	2596.32
毛利率	7.53%	8.03%	18.81%	19.0%	15.0%	10.0%
高低温肉制品及中式卤肉制品						
销量	15106.33	13650.08	14508.86	14581.40	16039.54	17643.50
yoy	-0.35%	-9.64%	6.29%	0.50%	10.0%	10.0%
均价	22.29	23.40	26.91	33.0	33.0	33.0
销售收入	336.72	319.41	390.43	481.19	529.30	582.24
销售成本	241.16	224.23	276.78	339.24	370.51	401.74
毛利率	28.38%	29.80%	29.1%	29.5%	30.0%	31.0%
冷冻调理肉制品						
销量	8719.48	8776.99	11911.83	11971.39	13168.52	14485.38
yoy	20.29%	0.66%	35.72%	0.5%	10.0%	10.0%
均价	21.71	22.87	26.41	32.0	32.0	32.0
销售收入	189.30	200.73	314.59	383.08	421.39	463.53
销售成本	157.10	164.60	261.71	317.96	347.65	380.10
毛利率	17.01%	18.00%	16.81%	17.0%	17.5%	18.0%
贸易业务						
销售收入	302.39	1617.35	4050.92	6076.38	7291.66	8749.99
yoy	2.93%	434.86%	150.47%	50.0%	20.0%	20.0%
销售成本	289.48	1556.70	3736.97	5590.27	6817.70	8312.49
毛利率	4.27%	3.75%	7.75%	8.0%	6.5%	5.0%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表49: 龙大肉食费用率预测明细

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.48%	2.62%	1.96%	1.80%	1.70%	1.60%
管理费用率	2.37%	1.98%	1.30%	1.25%	1.20%	1.15%
财务费用率	-0.21%	-0.05%	0.29%	0.68%	0.73%	0.46%
研发费用率	0.00%	0.03%	0.02%	0.01%	0.02%	0.02%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

我们预计，公司2020-22年EPS分别为0.63元、0.84元以及0.98元。参考2020年可比公司23X的PE水平，考虑到公司优秀的采购基因，我们给予公司2020年23-24X的PE，对应目标价14.49-15.12元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表50：龙大肉食可比公司盈利预测及估值情况

证券代码	证券名称	股票评级	最新股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000895 CH	双汇发展	无评级	51.3	1.64	1.81	2.03	2.27	17.72	28.18	25.19	22.49
000876 CH	新希望	无评级	31.43	1.2	3.38	4.1	3.5	16.68	9.28	7.65	8.96
000876 CH	华统股份	无评级	13.05	0.47	0.43	1.14	1.36	34.35	30.31	11.42	9.62
均值									22.59		

注：采用Wind一致预期，股价参考2020年7月24日收盘价

资料来源：华泰证券研究所

风险提示

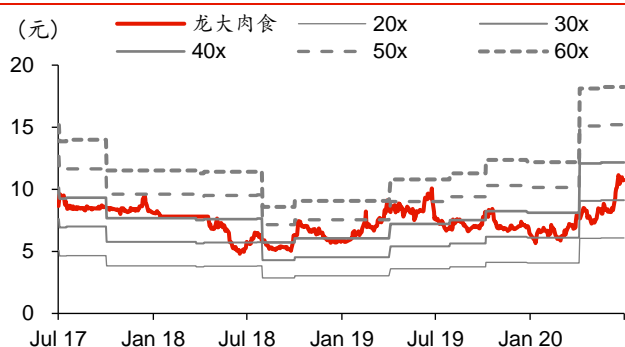
发生疫病的风险。目前非洲猪瘟疫情暂时得到控制，未来非洲猪瘟疫情对公司营业业绩具有不确定性，但不会产生重大不利影响。

公司各业务销售量不达预期。市场需求是动态的，若销量未达到预期增速则会对公司产生较大不利影响。

中和盛杰预判失误。在非洲猪瘟疫情影响下，公司贸易业务对公司盈利能力贡献较大，但公司贸易业务主要依赖于中和盛杰对肉类的价格预判，如果预判失败，对公司会产生重大不利影响。

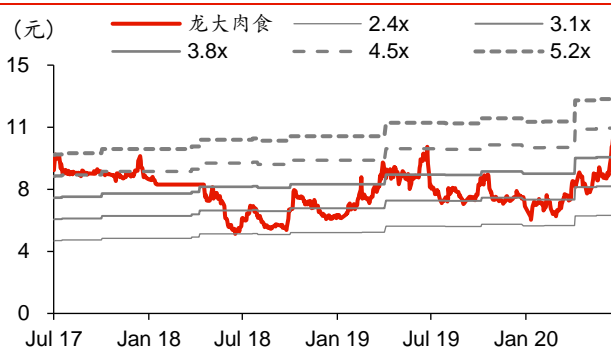
PE/PB - Bands

图表51：龙大肉食历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表52：龙大肉食历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,508	4,798	9,475	8,173	10,776
现金	904.22	717.65	3,702	3,852	4,207
应收账款	308.92	396.56	1,230	379.46	1,299
其他应收账款	25.40	24.99	57.51	28.32	65.42
预付账款	331.16	693.70	984.06	761.48	1,145
存货	927.51	2,670	3,191	2,857	3,751
其他流动资产	10.70	294.97	310.26	294.97	307.90
非流动资产	1,247	1,520	2,387	2,290	2,310
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	811.03	1,013	1,844	1,756	1,776
无形资产	53.04	51.69	52.89	54.69	56.21
其他非流动资产	382.63	455.37	490.17	479.16	478.15
资产总计	3,755	6,318	11,862	10,463	13,086
流动负债	1,490	3,722	8,608	6,337	7,889
短期借款	666.50	1,825	6,424	4,244	5,265
应付账款	293.47	480.52	780.19	535.80	929.59
其他流动负债	529.82	1,416	1,403	1,557	1,695
非流动负债	15.37	33.24	31.08	26.31	21.91
长期借款	0.00	20.00	17.85	13.08	8.68
其他非流动负债	15.37	13.24	13.24	13.24	13.24
负债合计	1,505	3,755	8,639	6,363	7,911
少数股东权益	141.61	241.11	309.02	423.02	577.35
股本	756.09	988.56	998.29	998.29	998.29
资本公积	380.11	173.25	173.25	173.25	173.25
留存公积	980.86	1,195	1,735	2,490	3,384
归属母公司股东权益	2,108	2,322	2,914	3,677	4,598
负债和股东权益	3,755	6,318	11,862	10,463	13,086

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(106.55)	(1,371)	(378.45)	2,721	(224.63)
净利润	205.69	297.42	698.71	953.12	1,130
折旧摊销	109.90	93.54	149.38	202.63	219.79
财务费用	(4.04)	49.57	187.78	207.72	143.87
投资损失	(0.66)	(0.00)	(2.62)	(1.13)	(1.10)
营运资金变动	(474.78)	(1,869)	(1,410)	1,361	(1,716)
其他经营现金	57.34	57.59	(1.76)	(2.19)	(1.98)
投资活动现金	(122.82)	(227.37)	(1,012)	(102.43)	(236.72)
资本支出	176.36	232.76	1,016	105.76	239.81
长期投资	50.00	(20.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	103.53	(14.61)	4.37	3.33	3.08
筹资活动现金	442.99	1,262	(224.18)	(288.86)	(203.79)
短期借款	613.50	1,159	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	20.00	(2.15)	(4.77)	(4.40)
普通股增加	0.00	232.47	9.73	0.00	0.00
资本公积增加	23.21	(206.86)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(193.72)	57.79	(231.75)	(284.09)	(199.39)
现金净增加额	213.63	(336.45)	(1,615)	2,330	(665.14)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,778	16,822	27,539	28,652	31,295
营业成本	8,153	15,819	25,771	26,593	29,055
营业税金及附加	8.81	11.66	19.28	20.06	21.91
营业费用	229.75	330.42	495.70	487.08	500.72
管理费用	173.85	217.92	344.24	343.82	359.90
财务费用	(4.04)	49.57	187.78	207.72	143.87
资产减值损失	8.24	(50.40)	(17.57)	(27.30)	(33.73)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.66	0.00	2.62	1.13	1.10
营业利润	216.66	350.24	745.13	1,033	1,251
营业外收入	8.35	10.87	12.21	9.09	10.13
营业外支出	0.90	3.56	2.03	1.93	2.11
利润总额	224.11	357.54	755.32	1,040	1,259
所得税	18.42	60.12	56.61	87.24	128.79
净利润	205.69	297.42	698.71	953.12	1,130
少数股东损益	28.63	56.55	67.91	114.00	154.33
归属母公司净利润	177.06	240.87	630.80	839.12	976.03
EBITDA	347.27	541.48	1,089	1,453	1,647
EPS (元, 基本)	0.18	0.24	0.63	0.84	0.98

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.56	91.63	63.71	4.04	9.23
营业利润	10.13	61.65	112.75	38.66	21.09
归属母公司净利润	(5.88)	36.04	161.88	33.02	16.32
获利能力 (%)					
毛利率	7.13	5.97	6.42	7.19	7.16
净利率	2.02	1.43	2.29	2.93	3.12
ROE	9.14	11.60	21.74	23.30	21.88
ROIC	13.13	11.89	16.30	30.47	23.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.09	59.43	72.83	60.81	60.45
净负债比率 (%)	(9.88)	44.51	85.82	10.35	20.99
流动比率	1.68	1.29	1.10	1.29	1.37
速动比率	0.83	0.31	0.58	0.67	0.71
营运能力					
总资产周转率	2.79	3.34	3.03	2.57	2.66
应收账款周转率	31.18	47.48	33.27	34.97	36.73
应付账款周转率	27.53	26.50	30.75	29.64	28.60
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.24	0.63	0.84	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	(0.98)	(0.38)	2.73	(0.23)
每股净资产(最新摊薄)	2.11	2.33	2.91	3.67	4.60
估值比率					
PE (倍)	58.53	43.02	16.43	12.35	10.62
PB (倍)	4.92	4.46	3.57	2.83	2.26
EV_EBITDA (倍)	29.61	21.69	12.33	7.71	7.30

免责声明

分析师声明

本人，杨天明、冯鹤，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师杨天明、冯鹤本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司