

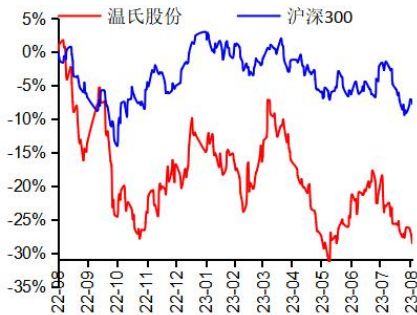
生猪出栏量同比增长 47.2%，生产指标持续改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-8-31

收盘价 (元)	16.66
近 12 个月最高/最低 (元)	24.56/16.4
总股本 (百万股)	6,646
流通股本 (百万股)	5,441
流通股比例 (%)	81.9
总市值 (亿元)	907
流通市值 (亿元)	1107

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 温氏股份 (300498) 三季报：猪鸡业务共振，生猪养殖成本再降 2022-11-3
2. 温氏股份 (300498) 2022 年业绩预告点评：Q4 猪鸡业绩双盈利，肉猪上市率明显改善 2023-2-2
3. 温氏股份 (300498) 年报季报点评：畜禽业务稳健增长，生猪生产指标逐步改善 2023-4-26

主要观点：

● 1H2023 归母净利润-46.9 亿元，符合市场预期

公司公布 2023 年中报：实现营业收入 411.9 亿元，同比增长 30.6%，归母净利润-46.9 亿元，去年同期亏损 35.2 亿元。分季度看，Q1、Q2 分别实现营业收入 199.7 亿元、212.3 亿元，同比分别增长 37%、25%，实现归母净利润分别为-27.5 亿元、-19.4 亿元。亏损主要原因是，上半年生猪行业和黄羽鸡行业均处于周期低谷期，公司肉猪和肉鸡销售价格均低于养殖综合成本，致使两大养殖主业亏损。

● 1H2023 生猪出栏同比增长 47.2%，生猪养殖综合成本稳步回落

1H2023，公司生猪出栏量 1178.6 万头，同比增长 47.2%，占全国生猪出栏量 3.1%，毛猪销售均价 14.58 元/公斤，同比上升 3.2%，销售收入 207.44 亿元，同比增长 54.4%。分季度看，Q1、Q2 生猪出栏量 559.5 万头、619.0 万头，同比分别增长 39%、55%；7 月生猪出栏量 213.1 万头，8 月及之后月度出栏量有望上升至 240 万头，我们预计今年 2600 万头出栏目标有望完成。1H2023，公司生猪业务亏损约 35 亿元，其中，Q1 亏损约 17 亿元，Q2 亏损约 18 亿元。4-6 月，公司生猪出栏均价分别为 14.36 元/公斤、14.33 元/公斤、14.27 元/公斤，我们估算 Q2 生猪养殖综合成本约 16.7 元/公斤。目前，公司能繁母猪量约 150 万头，后备母猪存栏逾 60 万头，肉猪上市率达到 92%，关键指标持续提升，为 2024 年生猪出栏奠定基础。

● 1H2023 肉鸡出栏量同比增长 13.3%，Q2 肉鸡业务亏损收窄

1H2023，公司肉鸡出栏量 5.53 亿羽，同比增长 13.3%，毛鸡销售均价 13.09 元/公斤，同比下跌 5.7%，销售收入 157.56 亿元，同比增长 11.4%。分季度看，Q1、Q2 肉鸡出栏量 2.67 亿羽、2.87 亿羽，同比分别增长 17.8%、9.5%。1H2023，公司肉鸡业务亏损约 12 亿元，其中，Q1 亏损约 10 亿元，Q2 亏损约 2 亿元。4-6 月，公司肉鸡销售均价分别为 13.24 元/公斤、14.01 元/公斤、12.82 元/公斤，我们估算 Q2 肉鸡出栏成本约 13.7 元/公斤。上半年，公司肉鸡上市率 94.7%，生产成绩稳在高位。

● 生猪养殖业产能去化趋势不变，静待畜禽价格反转

生猪养殖行业产能去化趋势不变：①7 月中下旬以来，随着生猪价格上涨，淘汰母猪、仔猪价格、二元母猪价格虽出现回升，但仍处于相对低位，补栏积极性仍然低迷；②农业部数据显示，今年 2-6 月新生仔猪数环比上升，对应 7-11 月生猪出栏量将逐月提升；③据中国畜牧业协会会长李希荣披露，中国生猪近期产能逾 7 亿头，加上在建和闲置生猪产能逾 10 亿头；从上市公司角度看，2023 年上市猪企生猪养殖业务尚未满产，2024 年出栏量仍有提升空间，猪价低迷有望刺激产能进一步出清；④猪价反转时间不明朗，且资产负债率上升，资金压力逐渐增大，上市猪企扩产进度放缓，部分上市猪企已明确表示，今明两年基本不会有生猪业务相关的资本开支，甚至有上市猪企表示，后期扩张只考虑并购产业现有生猪产能，不再考虑新建产能。

白羽鸡板块，我们维持此前判断，商品代价格上行周期或于 2023 年底启动，值得注意的是，种鸡整体性能明显下降，或致商品代价格提前上涨。黄羽鸡板块，在产父母代存栏处于 2019 年以来低位，父母代鸡苗销量处于 2018 年以来最低水平，2023 年黄羽鸡行业有望获得正常盈利。

● 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司生猪出栏量 2600 万头、3300 万头、4000 万头，同比分别增长 45.2%、26.9%、21.2%，预计肉鸡出栏量 11.2 亿羽、11.76 亿羽、12.35 亿羽，同比分别增长 5%、5%、5%，对应归母净利润 7.31 亿元、167.98 亿元、219.84 亿元，同比分别增长-86.2%、2198.5%、30.9%，归母净利润前值 2023 年 36.23 亿元、2024 年 137.4 亿元、2025 年 156.76 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 2023-2025 年猪价、鸡价预期。随着生猪养殖行业持续去产能，2024 年生猪价格有望迎来新一轮上行周期，公司作为我国第二大生猪养殖企业、第一大黄羽鸡养殖企业，有望实现净利润大幅增长，维持公司“买入”评级不变。

风险提示

疫情；鸡价上涨晚于预期；猪价持续低迷。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	83725	97060	128676	150956
收入同比 (%)	28.9%	15.9%	32.6%	17.3%
归属母公司净利润	5289	731	16798	21984
净利润同比 (%)	139.5%	-86.2%	2198.5%	30.9%
毛利率 (%)	15.5%	7.8%	19.9%	19.9%
ROE (%)	13.3%	1.9%	30.3%	28.4%
每股收益 (元)	0.82	0.11	2.53	3.31
P/E	23.92	151.50	6.59	5.04
P/B	3.24	2.87	2.00	1.43
EV/EBITDA	12.57	30.25	5.93	3.63

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36594	36775	54176	85272	营业收入	83725	97060	128676	150956
现金	4266	5725	14084	44297	营业成本	70699	89447	103006	120851
应收账款	538	540	889	788	营业税金及附加	132	153	202	237
其他应收款	2502	2890	4259	4128	销售费用	812	1177	1387	1264
预付账款	1194	1163	1339	1571	管理费用	4374	5324	6271	5549
存货	20388	19266	26415	27297	财务费用	1816	1221	1103	977
其他流动资产	7706	7190	7190	7190	资产减值损失	-277	-100	0	0
非流动资产	61491	61806	62571	62143	公允价值变动收益	-774	300	300	300
长期投资	934	934	934	934	投资净收益	1473	1456	1930	2264
固定资产	35077	35668	36633	35977	营业利润	6118	1063	18499	24127
无形资产	1648	1598	1548	1498	营业外收入	144	30	30	30
其他非流动资产	23832	23606	23456	23733	营业外支出	447	300	300	300
资产总计	98084	98581	116747	147414	利润总额	5815	793	18229	23857
流动负债	24951	29490	29974	37500	所得税	174	24	547	716
短期借款	1089	89	89	89	净利润	5641	769	17682	23141
应付账款	5802	9105	8062	12080	少数股东损益	352	38	884	1157
其他流动负债	18060	20296	21823	25332	归属母公司净利润	5289	731	16798	21984
非流动负债	30219	27219	27219	27219	EBITDA	12725	4513	21607	26968
长期借款	10153	10153	10153	10153	EPS (元)	0.82	0.11	2.53	3.31
其他非流动负债	20066	17066	17066	17066					
负债合计	55169	56709	57192	64719					
少数股东权益	3212	3250	4134	5291					
股本	6554	6646	6646	6646					
资本公积	8312	7714	7714	7714					
留存收益	24837	24262	41060	63044					
归属母公司股东权益	39703	38622	55420	77404					
负债和股东权益	98084	98581	116747	147414					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	11075	10772	12587	33107	成长能力				
净利润	5641	769	17682	23141	营业收入	28.9%	15.9%	32.6%	17.3%
折旧摊销	5408	3884	4235	4428	营业利润	147.2%	-82.6%	1640.1%	30.4%
财务费用	1978	1285	1188	1188	归属于母公司净利	139.5%	-86.2%	2198.5%	30.9%
投资损失	-1473	-1456	-1930	-2264	获利能力				
营运资金变动	-2533	6219	-8559	6644	毛利率 (%)	15.5%	7.8%	19.9%	19.9%
其他经营现金流	10228	-5379	26212	16467	净利率 (%)	6.3%	0.8%	13.1%	14.6%
投资活动现金流	-5763	-2214	-3040	-1706	ROE (%)	13.3%	1.9%	30.3%	28.4%
资本支出	-6404	-4770	-5270	-4270	ROIC (%)	9.1%	0.8%	18.5%	19.1%
长期投资	516	800	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	125	1756	2230	2564	资产负债率 (%)	56.2%	57.5%	49.0%	43.9%
筹资活动现金流	-9225	-7097	-1188	-1188	净负债比率 (%)	128.6%	135.4%	96.0%	78.3%
短期借款	-668	-1000	0	0	流动比率	1.47	1.25	1.81	2.27
长期借款	-8233	0	0	0	速动比率	0.42	0.40	0.73	1.38
普通股增加	202	92	0	0	营运能力				
资本公积增加	2802	-598	0	0	总资产周转率	0.86	0.99	1.20	1.14
其他筹资现金流	-3328	-5591	-1188	-1188	应收账款周转率	176.28	180.00	180.00	180.00
现金净增加额	-3898	1460	8358	30213	应付账款周转率	13.06	12.00	12.00	12.00

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。