

猪价大跌拖累半年报，生猪养殖业务不断恢复

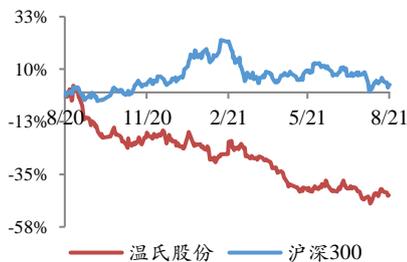
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2021-08-19

收盘价(元)	13.16
近12个月最高/最低(元)	24.22/12.30
总股本(百万股)	6,373
流通股本(百万股)	4,829
流通股比例(%)	75.77
总市值(亿元)	839
流通市值(亿元)	636

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)深度报告：多措并举恢复生猪业务，出栏成本双拐点已现 2021-05-06

● 受猪价大跌、外购仔猪价格偏高影响，1H2021 公司亏损 24.98 亿元。

公司公布 2021 年半年报：营业收入 306.3 亿元，同比下降 14.8%；归母净利润-24.98 亿元，去年同期盈利 41.53 亿元；扣非后归母净利润-31.52 亿元，去年同期盈利 42.17 亿元。其中，Q1、Q2 收入分别为 168.2 亿元、138.2 亿元，归母净利分别为 5.4 亿元、-30.4 亿元。Q2 业绩大幅回落主要受猪价大跌，以及公司外购仔猪价格偏高影响。

● 全力打造高繁母猪群体，生猪养殖业务不断恢复。

公司全力打造高繁母猪群体，生猪养殖业务不断恢复。①打造高繁母猪群体，提高母猪自供能力。截至 6 月末公司高繁母猪占比达到 95%，高繁母猪存栏数量逾 100 万头，部分父母代种猪场建成后备母猪扩繁线，形成父母代种猪自循环生产系统，通过三系杂交配套种猪生产模式加快补充母猪，母猪自供能力大幅提升，上半年新增种猪资产中，自行培育占比达到 75.8%。②种猪生产成绩全面好转。5-6 月，窝均健仔数均提升至 10 头以上；投苗量中自繁猪苗逐月攀升，6 月底自产仔猪 120 万头，仔猪平均生产成本在 6 月底降至 470 元，部分优秀种猪场仔猪成本低于 350 元，外购高价仔猪负面影响有望在 Q4 接近尾声。③7 月自繁仔猪育肥完全成本已降至 10.2/斤以内，2022 年有望控制在 8 元/斤以内。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司生猪出栏量 1100 万头、1800 万头、2700 万头，同比分别增长 15.2%、63.6%、50.0%，对应归母净利润-87.65 亿元、0.38 亿元、65.35 亿元，对应 EPS-1.38 元、0.01 元、1.03 元。公司经过调整种猪体系，打造高繁母猪群体，种猪生产成绩已全面好转，出栏量有望恢复至非瘟前 2200 万头。我们按照公司生猪底部头均市值 4000 元，对应生猪业务 880 亿元市值，肉鸡业务 300 亿元市值，目标市值 1180 亿元，合理估值 18.5 元，维持“买入”评级。

风险提示

疫情；猪价大跌。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	74939	64657	74582	97021
收入同比(%)	2.5%	-13.7%	15.4%	30.1%
归属母公司净利润	7426	-8765	38	6535
净利润同比(%)	-46.8%	-218.0%	100.4%	17177.1%
毛利率(%)	19.6%	-3.1%	9.6%	15.1%
ROE(%)	16.2%	-23.7%	0.1%	15.0%
每股收益(元)	1.18	-1.38	0.01	1.03
P/E	15.65	—	2217.48	12.83
P/B	2.54	2.27	2.26	1.92
EV/EBITDA	12.50	-18.18	48.51	14.23

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	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	23055	4073	-4111	-918	营业收入	74939	64657	74582	97021
现金	1865	-19814	-30025	-32723	营业成本	60229	66640	67408	82382
应收账款	343	296	341	444	营业税金及附加	90	78	90	117
其他应收款	2218	1914	2208	2872	销售费用	880	748	748	785
预付账款	1254	1387	1403	1715	管理费用	5764	5475	4928	5174
存货	13312	14729	14899	18209	财务费用	196	878	1079	1193
其他流动资产	4063	5561	7063	8566	资产减值损失	-537	-50	-50	-50
非流动资产	57445	69628	78812	85995	公允价值变动收益	-1324	0	0	0
长期投资	510	512	514	516	投资净收益	388	323	373	485
固定资产	28508	34458	38408	41358	营业利润	8387	-9352	118	7109
无形资产	1743	1993	2243	2493	营业外收入	72	72	72	72
其他非流动资产	26684	32665	37647	41628	营业外支出	488	150	150	150
资产总计	80500	73701	74701	85077	利润总额	7972	-9430	41	7031
流动负债	16799	18053	18215	21190	所得税	488	-577	2	430
短期借款	3991	3991	3991	3991	净利润	7484	-8853	38	6601
应付账款	4140	4580	4633	5663	少数股东损益	58	-89	0	66
其他流动负债	8669	9482	9591	11537	归属母公司净利润	7426	-8765	38	6535
非流动负债	16113	16913	17713	18513	EBITDA	10706	-6820	2783	9733
长期借款	7162	7162	7162	7162	EPS (元)	1.18	-1.38	0.01	1.03
其他非流动负债	8951	9751	10551	11351					
负债合计	32912	34966	35928	39703					
少数股东权益	1800	1712	1712	1778					
股本	6373	6373	6373	6373					
资本公积	5408	5408	5408	5408					
留存收益	34006	25242	25280	31815					
归属母公司股东权	45788	37023	37061	43596					
负债和股东权益	80500	73701	74701	85077					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8465	-7049	1408	6846
净利润	7426	-8765	38	6535
折旧摊销	3409	2050	2050	2050
财务费用	239	892	930	968
投资损失	-388	-323	-373	-485
营运资金变动	-2198	-943	-1365	-2416
其他经营现金流	9602	-7782	1531	9145
投资活动现金流	-15690	-14538	-11488	-9376
资本支出	-20416	-13378	-10378	-8378
长期投资	4489	-711	-711	-711
其他投资现金流	238	-449	-399	-287
筹资活动现金流	4753	-92	-130	-168
短期借款	1918	0	0	0
长期借款	5802	0	0	0
普通股增加	1062	0	0	0
资本公积增加	-1093	0	0	0
其他筹资现金流	-2936	-92	-130	-168
现金净增加额	-2537	-21680	-10210	-2699

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	2.5%	-13.7%	15.4%	30.1%
营业利润	-43.7%	-211.5%	101.3%	5899.6%
归属于母公司净利	-46.8%	-218.0%	100.4%	17177.1%
获利能力				
毛利率 (%)	19.6%	-3.1%	9.6%	15.1%
净利率 (%)	9.9%	-13.6%	0.1%	6.7%
ROE (%)	16.2%	-23.7%	0.1%	15.0%
ROIC (%)	10.2%	-14.1%	1.1%	10.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.9%	47.4%	48.1%	46.7%
净负债比率 (%)	69.2%	90.3%	92.7%	87.5%
流动比率	1.37	0.23	-0.23	-0.04
速动比率	0.50	-0.67	-1.12	-0.98
营运能力				
总资产周转率	0.93	0.88	1.00	1.14
应收账款周转率	218.59	218.59	218.59	218.59
应付账款周转率	14.55	14.55	14.55	14.55
每股指标 (元)				
每股收益	1.18	-1.38	0.01	1.03
每股经营现金流	1.33	-1.11	0.22	1.07
每股净资产	7.18	5.81	5.81	6.84
估值比率				
P/E	15.65	—	2217.48	12.83
P/B	2.54	2.27	2.26	1.92
EV/EBITDA	12.50	-18.18	48.51	14.23

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，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

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达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。