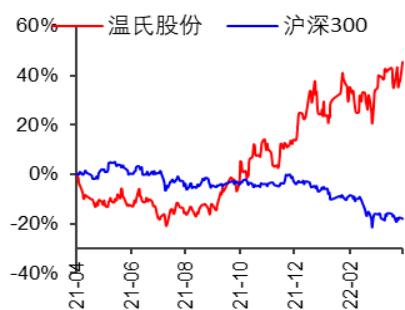


# 养殖成本稳步下行，生猪出栏有望快速增长

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2022-04-18

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 22.67       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 22.72/12.14 |
| 总股本（百万股）        | 6,352       |
| 流通股本（百万股）       | 4,733       |
| 流通股比例（%）        | 74.5        |
| 总市值（亿元）         | 1440        |
| 流通市值（亿元）        | 1073        |

**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：多举措恢复生猪业务，出栏成本双拐点已现 2021-05-06
2. 温氏股份(300498)点评：猪价大跌拖累半年报，生猪养殖业务不断恢复 2021-08-19
3. 温氏股份(300498)点评：Q4 生猪成本大幅回落，2022 出栏有望大增 2022-01-24

**主要观点：**
**● 受生猪养殖业务拖累，2021 年公司亏损 134 亿元。**

公司公布年报：2021 年实现营业收入 649.5 亿元，同比下降 13.3%，扣非前亏损 134 亿元，扣非后亏损 146.7 亿元。2021Q1-Q4 分别实现归母净利润 5.44 亿元、-30.4 亿元、-72.0 亿元、-37.0 亿元。公司业绩大幅下滑主要因为，2021 年生猪价格大幅下跌，同时饲料原料价格连续上涨、公司外购部分仔猪育肥、持续推进种猪优化等因素推高生猪养殖成本，公司生猪养殖业务出现深度亏损。

**● 2021 年生猪出栏量同比增长 38.5%，生猪业务完全成本稳步下行。**

2021 年公司出栏生猪 1321.7 万头，同比增长 38.5%，毛猪销售均价 17.39 元/公斤，同比下降 48.2%。据我们测算，2021 年公司生猪养殖业务亏损约 115 亿元，其中，1H2021 亏损约 32 亿元、Q3 亏损约 52 亿元，Q4 亏损约 30 亿元，对应完全成本依次为 28.9 元/公斤、24.0 元/公斤、20.7 元/公斤；从养殖成本角度看，公司 2021 年肉猪养殖成本 20.6 元/公斤，较 2020 年下降 11.6%。2021 年公司消耗性生物资产和生产性生物资产计提减值准备约 20 亿元，其中，种猪减值 19.07 亿元，主要是由于此前外购种猪成本高、疫病侵袭造成种猪利用率低等因素，导致种猪账面价值偏高，从而需要计提大额生物资产减值准备。

**● 重构生物安全防控体系，种猪结构持续优化。**

公司重构生物安全防控体系，全面推广“云南防非模式”，更新完善种猪场、服务部及饲料厂生物安全手册，组建事业部及三级公司生物安全小组，各级管理干部扎根生产一线，靠前指挥，统筹硬件配置、流程管理和运行监督等管理工作，2021 年下半年起，公司肉猪上市率稳步回升至 85% 左右。公司结合猪周期运行状况以及对未来猪价的预测，按既定生产计划稳步做好引种和低效母猪淘汰工作，持续优化种猪结构，种猪质量稳步提高，2021 年末，高质量能繁母猪存栏规模控制在 100-110 万头，存栏的能繁母猪胎龄较小，为后续生产高质量猪苗奠定良好基础，2021Q3 以来，公司种猪场分娩窝均健仔数维持在 10.1-10.3 头，随着种猪质量的提高，种猪繁殖性能和生产成绩稳步提高，猪苗成本有望逐步下降。

**● 2021 年肉鸡销量 11 亿羽，上市率、料肉比多年最优。**

2021 年公司肉鸡销量 11.01 亿羽，同比增长 4.8%，肉鸭销量 5797.89 万羽，同比增长 1.9%，据我们测算，2021 年公司禽业务盈利约 10 亿元。公司强抓肉鸡生产技术与管理，生产保持高水平稳定，疫病防控成效优于同行，2021 年肉鸡上市率达到 94.75%，创历史新高；公司优化饲料配方对冲饲料原料价格上涨冲击，年度料肉比同比下降 0.15，肉鸡养殖完全成本降至 6.5 元/斤，养殖成本在原料价格大涨的背景下，仍具备较强的竞争优势。

**● 预计 2022 年禽链价格上行，2023 年生猪价格上行。**

我国生猪养殖行业产能拐点已于去年 6 月出现：根据统计局数据，全国能繁母猪存栏量从去年 6 月末 4564 万头将至今年 2 月末 4268 万头，累

计降幅 6.5%；根据农业部数据，今年 2 月能繁母猪存栏环比下降 0.5%，仍处于下降通道中；3 月生猪价格持续低迷，我们预计 3 月能繁母猪存栏数据将继续下行。近日仔猪价格大涨，散养户布兰积极性回升，我们维持此前判断，若无严重疫情，今年行业将经历磨底阶段，猪价有望于 2023 年步入上行周期。

我们预计 2022 年禽链价格上行。①2020 年白羽肉鸡祖代更新量 100 万套，同比下降 18%，2022 年白羽肉鸡价格有望企稳回升；2021 年全国祖代更新量同比大增 24.3%，2023 年鸡价或下行。②受新冠疫情、产能增加等因素影响，2020 年黄羽肉鸡行业亏损程度仅次于受到“人感染 H7N9 疫情”事件冲击的 2013 年，在产祖代存栏从 2020 年中开始回落，2020-2021 年黄羽鸡行业整体亏损，行业持续去产能，2022 年黄羽鸡价格有望温和上行。

### ● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司生猪出栏量 1800 万头、2700 万头、3780 万头，同比分别增长 36.2%、50.0%、40.0%，对应归母净利润-50.94 亿元、76.76 亿元、223.79 亿元，对应 EPS-0.8 元、1.21 元、3.52 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，2022 年出栏量有望达到 1800-2000 万头。我们预计生猪价格有望于 2023 年开始上行，现给予公司生猪头均市值 8000 元，对应生猪业务 1440 亿元市值，肉鸡业务 300 亿元市值，目标市值 1740 亿元，合理估值 27.39 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    | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 64965   | 77092  | 104170 | 142063 |
| 收入同比 (%)  | -13.3%  | 18.7%  | 35.1%  | 36.4%  |
| 归属母公司净利润  | -13404  | -5094  | 7676   | 22379  |
| 净利润同比 (%) | -280.5% | 62.0%  | 250.7% | 191.5% |
| 毛利率 (%)   | -8.3%   | 4.6%   | 15.4%  | 22.0%  |
| ROE (%)   | -41.3%  | -18.3% | 21.6%  | 38.6%  |
| 每股收益 (元)  | -2.11   | -0.80  | 1.21   | 3.52   |
| P/E       | —       | —      | 18.76  | 6.43   |
| P/B       | 3.77    | 5.17   | 4.05   | 2.49   |
| EV/EBITDA | -26.43  | 943.63 | 16.21  | 7.19   |

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      |              |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
| 会计年度           | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         | 会计年度            | 2021A         | 2022E        | 2023E       | 2024E        |
| 流动资产           | 35589         | 37503         | 47287         | 74699         | 营业收入            | 64965         | 77092        | 104170      | 142063       |
| 现金             | 7633          | 6619          | 10272         | 29248         | 营业成本            | 70356         | 73512        | 88082       | 110856       |
| 应收账款           | 412           | 489           | 660           | 900           | 营业税金及附加         | 109           | 129          | 174         | 238          |
| 其他应收款          | 2362          | 2803          | 3788          | 5165          | 销售费用            | 813           | 813          | 789         | 812          |
| 预付账款           | 857           | 895           | 1073          | 1350          | 管理费用            | 4759          | 4759         | 4521        | 4657         |
| 存货             | 14944         | 15614         | 18709         | 23546         | 财务费用            | 1163          | 2080         | 2729        | 3129         |
| 其他流动资产         | 9382          | 11083         | 12786         | 14489         | 资产减值损失          | -2194         | -500         | 0           | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>61199</b>  | <b>73337</b>  | <b>83474</b>  | <b>92611</b>  | 公允价值变动收益        | -954          | 0            | 0           | 0            |
| 长期投资           | 749           | 749           | 749           | 749           | 投资净收益           | 794           | 385          | 521         | 710          |
| 固定资产           | 35404         | 40404         | 43404         | 45404         | <b>营业利润</b>     | <b>-12964</b> | <b>-4878</b> | <b>7637</b> | <b>22045</b> |
| 无形资产           | 1762          | 1788          | 1813          | 1839          | 营业外收入           | 36            | 36           | 36          | 36           |
| 其他非流动资产        | 23284         | 30396         | 37507         | 44618         | 营业外支出           | 216           | 150          | 150         | 150          |
| <b>资产总计</b>    | <b>96788</b>  | <b>110839</b> | <b>130761</b> | <b>167311</b> | <b>利润总额</b>     | <b>-13144</b> | <b>-4992</b> | <b>7523</b> | <b>21931</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>19685</b>  | <b>20381</b>  | <b>23549</b>  | <b>28494</b>  | 所得税             | 404           | 153          | -231        | -673         |
| 短期借款           | 1757          | 1757          | 1757          | 1757          | <b>净利润</b>      | <b>-13548</b> | <b>-5146</b> | <b>7754</b> | <b>22605</b> |
| 应付账款           | 5027          | 5252          | 6293          | 7920          | 少数股东损益          | -143          | -51          | 78          | 226          |
| 其他流动负债         | 12901         | 13372         | 15499         | 18817         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>-13404</b> | <b>-5094</b> | <b>7676</b> | <b>22379</b> |
| <b>非流动负债</b>   | <b>42355</b>  | <b>60355</b>  | <b>69355</b>  | <b>78355</b>  | EBITDA          | -6042         | 212          | 12687       | 27230        |
| 长期借款           | 18385         | 28385         | 33385         | 38385         | EPS (元)         | -2.11         | -0.80        | 1.21        | 3.52         |
| 其他非流动负债        | 23969         | 31969         | 35969         | 39969         |                 |               |              |             |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>62039</b>  | <b>80736</b>  | <b>92904</b>  | <b>106848</b> |                 |               |              |             |              |
| 少数股东权益         | 2301          | 2250          | 2328          | 2554          |                 |               |              |             |              |
| 股本             | 6352          | 6352          | 6352          | 6352          |                 |               |              |             |              |
| 资本公积           | 5510          | 5510          | 5510          | 5510          |                 |               |              |             |              |
| 留存收益           | 20586         | 15992         | 23668         | 46047         |                 |               |              |             |              |
| 归属母公司股东权       | 32448         | 27853         | 35530         | 57908         |                 |               |              |             |              |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>96788</b>  | <b>110839</b> | <b>130761</b> | <b>167311</b> |                 |               |              |             |              |
| 现金流量表          |               |               |               | 主要财务比率        |                 |               |              |             |              |
| 会计年度           | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         | 会计年度            | 2021A         | 2022E        | 2023E       | 2024E        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>766</b>    | <b>-1261</b>  | <b>10913</b>  | <b>25473</b>  | <b>成长能力</b>     |               |              |             |              |
| 净利润            | -13404        | -5094         | 7676          | 22379         | 营业收入            | -13.3%        | 18.7%        | 35.1%       | 36.4%        |
| 折旧摊销           | 5634          | 3050          | 3050          | 3050          | 营业利润            | -254.6%       | 62.4%        | 256.6%      | 188.7%       |
| 财务费用           | 1313          | 2137          | 2779          | 3206          | 归属于母公司净利        | -280.5%       | 62.0%        | 250.7%      | 191.5%       |
| 投资损失           | -794          | -385          | -521          | -710          | <b>获利能力</b>     |               |              |             |              |
| 营运资金变动         | 2498          | -1531         | -2263         | -2792         | 毛利率 (%)         | -8.3%         | 4.6%         | 15.4%       | 22.0%        |
| 其他经营现金流        | -10383        | -3000         | 10131         | 25511         | 净利率 (%)         | -20.6%        | -6.6%        | 7.4%        | 15.8%        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-10253</b> | <b>-15616</b> | <b>-13481</b> | <b>-12291</b> | ROE (%)         | -41.3%        | -18.3%       | 21.6%       | 38.6%        |
| 资本支出           | -9664         | -7190         | -5190         | -4190         | ROIC (%)        | -15.1%        | -3.1%        | 9.0%        | 17.6%        |
| 长期投资           | -710          | -710          | -710          | -710          | <b>偿债能力</b>     |               |              |             |              |
| 其他投资现金流        | 121           | -7716         | -7581         | -7391         | 资产负债率 (%)       | 64.1%         | 72.8%        | 71.0%       | 63.9%        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>17005</b>  | <b>15863</b>  | <b>6221</b>   | <b>5794</b>   | 净负债比率 (%)       | 178.5%        | 268.2%       | 245.4%      | 176.7%       |
| 短期借款           | -2234         | 0             | 0             | 0             | 流动比率            | 1.81          | 1.84         | 2.01        | 2.62         |
| 长期借款           | 11224         | 10000         | 5000          | 5000          | 速动比率            | 1.00          | 1.03         | 1.17        | 1.75         |
| 普通股增加          | -22           | 0             | 0             | 0             | <b>营运能力</b>     |               |              |             |              |
| 资本公积增加         | 102           | 0             | 0             | 0             | 总资产周转率          | 0.67          | 0.70         | 0.80        | 0.85         |
| 其他筹资现金流        | 7934          | 5863          | 1221          | 794           | 应收账款周转率         | 157.79        | 157.79       | 157.79      | 157.79       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>7514</b>   | <b>-1014</b>  | <b>3654</b>   | <b>18976</b>  | 应付账款周转率         | 14.00         | 14.00        | 14.00       | 14.00        |
|                |               |               |               |               | <b>每股指标 (元)</b> |               |              |             |              |
|                |               |               |               |               | 每股收益            | -2.11         | -0.80        | 1.21        | 3.52         |
|                |               |               |               |               | 每股经营现金流         | 0.12          | -0.20        | 1.72        | 4.01         |
|                |               |               |               |               | 每股净资产           | 5.11          | 4.39         | 5.59        | 9.12         |
|                |               |               |               |               | <b>估值比率</b>     |               |              |             |              |
|                |               |               |               |               | P/E             | —             | —            | 18.76       | 6.43         |
|                |               |               |               |               | P/B             | 3.77          | 5.17         | 4.05        | 2.49         |
|                |               |               |               |               | EV/EBITDA       | -26.43        | 943.63       | 16.21       | 7.19         |

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参阅。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起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。