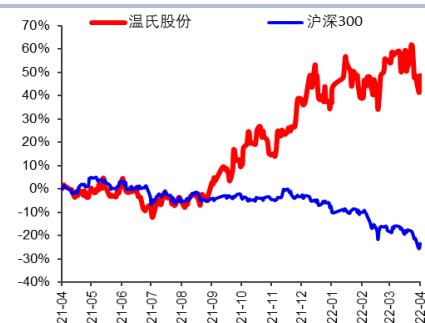


猪价拖累 Q1 业绩，生猪业务综合成本 18 元

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-27

收盘价（元）	22.67
近 12 个月最高/最低（元）	23.18/12.14
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）	1323
流通市值（亿元）	986

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)点评：猪价大跌拖累半年报，生猪养殖业务不断恢复 2021-08-19
2. 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
3. 温氏股份(300498)年报点评：养殖成本稳步下行，生猪出栏有望快速增长 2022-04-18

主要观点：

- 受生猪养殖业务拖累，2022Q1 公司亏损 37.63 亿元。
公司公布一季报：2022Q1 实现营业收入 145.9 亿元，同比下降 13.3%，扣非前亏损 37.63 亿元，扣非后亏损 35.98 亿元。公司业绩大幅下滑主要因为，生猪养殖行业景气低迷，公司生猪养殖业务亏损。
- 2022Q1 生猪出栏同比大增 92%，生猪业务综合成本约 18 元/公斤。
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。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，猪苗成本逐步下降。2022Q1 公司生猪出栏量 402.4 万头，同比大增 92%；逐月看，1-3 月公司生猪销量分别为 150.61 万头、106.9 万头、144.84 万头，生猪销售均价分别为 14.09 元/公斤、12.55 元/公斤、12.17 元/公斤，由于公司生猪综合成本约 18 元/公斤，对应 2022Q1 生猪养殖业务亏损 23-24 亿元，符合市场预期。值得注意的是，2022Q1 公司资产减值损失近 10 亿元，属于存货减值准备，并非种猪资产减值。
- 2022Q1 肉鸡出栏量同比微增，禽业务略有盈利。
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。2022Q1 公司肉鸡出栏量 2.27 亿羽，同比微增 0.1%；逐月看，1-3 月公司肉鸡销量分别为 0.9 亿羽、0.56 亿羽、0.8 亿羽，肉鸡销售均价分别为 13.98 元/公斤、14.63 元/公斤、13.44 元/公斤，据我们测算，2021 年公司禽业务略有盈利。
- 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	—	—	17.24	5.91
P/B	3.77	4.75	3.72	2.28
EV/EBITDA	-26.43	888.58	15.29	6.76

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					
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
非流动资产	61199	73337	83474	92611	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	营业利润	-12964	-4878	7637	22045
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
资产总计	96788	110839	130761	167311	利润总额	-13144	-4992	7523	21931
流动负债	19685	20381	23549	28494	所得税	404	153	-231	-673
短期借款	1757	1757	1757	1757	净利润	-13548	-5146	7754	22605
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	归属母公司净利润	-13404	-5094	7676	22379
非流动负债	42355	60355	69355	78355	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					
负债合计	62039	80736	92904	106848					
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					
负债和股东权益	96788	110839	130761	167311					
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
经营活动现金流	766	-1261	10913	25473	成长能力				
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	获利能力				
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%
投资活动现金流	-10253	-15616	-13481	-12291	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	偿债能力				
其他投资现金流	121	-7716	-7581	-7391	资产负债率 (%)	64.1%	72.8%	71.0%	63.9%
筹资活动现金流	17005	15863	6221	5794	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	营运能力				
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
现金净增加额	7514	-1014	3654	18976	应付账款周转率	14.00	14.00	14.00	14.00
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					P/E	—	—	17.24	5.91
					P/B	3.77	4.75	3.72	2.28
					EV/EBITDA	-26.43	888.58	15.29	6.76

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。