

华统股份 (002840.SZ)

立足浙江辐射全国的楼房养猪龙头，三大优势塑造周期成长股

买入

核心观点

公司简介：立足浙江并向全国扩张的生猪一体化企业，养殖产能 21Q4 起稳步兑现。公司业务覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全环节。作为浙江省生猪一体化龙头，公司屠宰量常年位居省内前二，预计 2022 年屠宰量接近 500 万头。非瘟后，公司承接浙江省生猪增产保供项目，养殖产能自 2021Q4 起达产转固，目前一体化楼房养猪年产能约 300 万头，母猪存栏约 15 万头；考虑到公司固定资产的产能规模，我们预计公司 2022-2024 年出栏依次有可能实现 130 万头、300 万头和 500 万头，出栏有望持续增加。

生猪行业：价值成长型公司的本质是“有超额收益的快速量增”，养殖股有望以时间换空间。据我们对上市猪企的复盘，牧原股份的阿尔法尤为突出，其具备明显的单位超额收益，且出栏增速快，因此成为市场认可的价值成长型公司；非牧原的上市公司以长周期来看，成长性依然足够，我们认为大部分上市公司受益于养殖规模化的大趋势，只要出栏保持稳定兑现及增长，未来仍有望实现较好的成长性。另外，2020 年散户产能占比依然接近 45%，只要农民产能占比较高，猪周期就不存在拉长的可能，养殖板块可以时间换空间。此外，对于本轮周期，近期猪价上涨达到 20 元/公斤以上，行业景气有望持续上行；从标的方面，公司凭借区域、后发和资金三大优势，有望成为这一轮最好的周期成长股之一。

公司看点：三大核心优势铸就单位超额收益+出栏增速快的周期成长股。具体来看：1) 区域优势造就单位超额收入。浙江养殖资产具备稀缺性，一是因为浙江是生猪销区，当地商品猪均价高于全国均价接近 1-2 元/公斤；二是浙江几乎没有农民养殖户，属于天然的养殖无疫区，对于非洲猪瘟和其他疾病防控具备天然优势，因此浙江养殖产能具备“超额收入+防疫佳”的天然优势。**2) 后发优势带来养殖的超额收益。**华统是非瘟后崛起的养殖黑马，周期底部逆势扩张使得公司不但受益于行业性大幅扩张带来的人才积聚与技术升级红利，而且拥有较为明显的种猪等资源的成本优势。**3) 资金优势奠定出栏的成长性。**公司拥有可转债、大股东定增、政府养殖补贴等多元化的资金来源，定增完成后公司资产负债率进一步下降，打开未来融资空间；此外，主业屠宰现金流常年亦表现稳定，有望为公司出栏快速扩张提供保障。

盈利预测与估值：预计 22-24 年归母净利润 4.69/18.70/36.34 亿元 (+344%/299%/94%)，EPS 分别为 0.77/3.09/6.00 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 31.5-33.1 元，相对目前股价有 40%-50%溢价，维持买入。

风险提示：生猪及原料价格波动风险、不可控动物疫病大规模爆发的风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,836	8,342	14,505	27,915	39,949
(+/-%)	14.7%	-5.6%	73.9%	92.4%	43.1%
净利润(百万元)	135	-192	469	1870	3634
(+/-%)	2.6%	-242.5%	343.7%	298.8%	94.3%
每股收益(元)	0.30	-0.42	0.77	3.09	6.00
EBIT Margin	1.2%	0.1%	5.7%	9.5%	12.8%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	-12.5%	25.1%	57.1%	71.4%
市盈率 (PE)	74.9	-53.5	29.2	7.3	3.8
EV/EBITDA	55.0	59.7	15.5	6.5	3.8
市净率 (PB)	5.93	6.68	7.31	4.18	2.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

农林牧渔 · 养殖业

证券分析师：鲁家瑞 联系人：李瑞楠
021-61761016 021-60893308
lujiarui@guosen.com.cn lirui@guosen.com.cn
S0980520110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	31.50 - 33.10 元
收盘价	22.57 元
总市值/流通市值	13677/10427 百万元
52 周最高价/最低价	23.36/8.22 元
近 3 个月日均成交额	153.05 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华统股份 (002840.SZ) -6 月销售简报点评：生猪出栏逐月兑现，成长性 & 估值修复空间足够》——2022-07-12
- 《华统股份 (002840.SZ) -重大事件点评：浙江省产业基金拟对公司增资合计约 3.6 亿元，资金实力进一步夯实》——2022-07-10
- 《华统股份 (002840.SZ) -5 月销售简报点评：生猪出栏维持大增，成长性 & 估值修复空间足够》——2022-06-09
- 《华统股份 (002840.SZ) -4 月销售简报点评：生猪出栏继续大增，单头超额收入明显》——2022-05-10
- 《华统股份 (002840.SZ) -2022 年一季报点评：养殖量价兑现，继续重点推荐》——2022-04-27

内容目录

公司概况：立足浙江的生猪一体化龙头	5
公司简介：立足浙江并向全国扩张的生猪一体化企业.....	5
经营情况：2021Q4 起养殖量逆势提升，2022H1 成本控制优秀.....	5
公司治理：股权分布集中，激励机制完善.....	7
生猪行业：价值成长型公司的内核是“有超额收益的快速量增”	9
周期本质：猪价波动有规律，规模企业有成长.....	9
股价复盘：规模养殖浪潮下，上市公司均有较好的周期成长性.....	10
周期预判：近期猪价上涨达 20 元/公斤以上，看好行业景气上行.....	13
公司看点：三大核心优势铸就单位超额收益+出栏增速快的护城河	15
区域优势：浙江养殖产能具备“超额收入+防疫佳”的天然优势.....	15
后发优势：华统是非瘟后崛起的养殖黑马，周期底部逆势扩张.....	17
资金优势：多元化现金储备，助力公司出栏稳步增长.....	19
盈利预测	22
假设前提.....	22
未来 3 年业绩预测.....	23
盈利预测的敏感性分析.....	23
估值与投资建议	24
绝对估值：31.7-33.1 元.....	24
相对估值：31.5-33.1 元.....	25
投资建议.....	25
风险提示	26
附表：财务预测与估值	28
免责声明	29

图表目录

图 1: 华统股份业务已初步覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全环节.....	5
图 2: 华统 2022 年月度出栏维持大增, 养殖量稳步兑现.....	6
图 3: 预计华统 2022、2023 年出栏分别达 130 和 300 万头.....	6
图 4: 华统股份股权集中, 实际控制权稳定(截至 2022 年 7 月 19 日).....	7
图 5: 补栏有一定生产时滞, 能繁母猪存栏变动对应约 10 个月后生猪供应量.....	9
图 6: 猪周期本质是蛛网模型下的产能超调.....	9
图 7: 目前国内散养户产能占比仍高.....	10
图 8: 2016 年起国内生猪养殖 CR10 快速增长.....	10
图 9: 牧原股份历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况.....	11
图 10: 新希望历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况.....	12
图 11: 雏鹰农牧历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况.....	12
图 12: 2010 年以来生猪自繁自养和外购育肥的盈利波动情况.....	14
图 13: 猪粮比在 2022Q1 重回历史最差, 近期快速上涨.....	14
图 14: 浙江省生猪年均价比全国年均价高出约 2 元/公斤.....	15
图 15: 2022 年 1-5 月华统股份较同行的商品猪均价基本高出接近 2-3 元.....	15
图 16: 浙江省人均猪肉产量水平处于全国较低水平.....	16
图 17: 2020 年浙江省共出栏肥猪 600 万头, 供需缺口较大.....	16
图 18: 近十年来浙江省散养户数量大幅下降.....	17
图 19: 2020 年浙江省生猪散养户数量占比较全国低 0.8%.....	17
图 20: 头部猪企员工总人数基本从 2019 年起加速扩张.....	18
图 21: 非洲猪瘟后, 行业内摸索出一套行之有效的防控体系.....	18
图 22: 上市猪企的固定资产同比增速(%)对比.....	18
图 23: 华统股份生产性生物资产从 2020 年底快速增长.....	18
图 24: 二元母猪价格从 2020Q4 开始大幅回落, 周期底部扩张产能具备成本优势.....	19
图 25: 华统股份的屠宰主业每年可提供较稳定的现金流.....	20
图 26: 华统股份的资产负债率位于行业较低水平.....	21

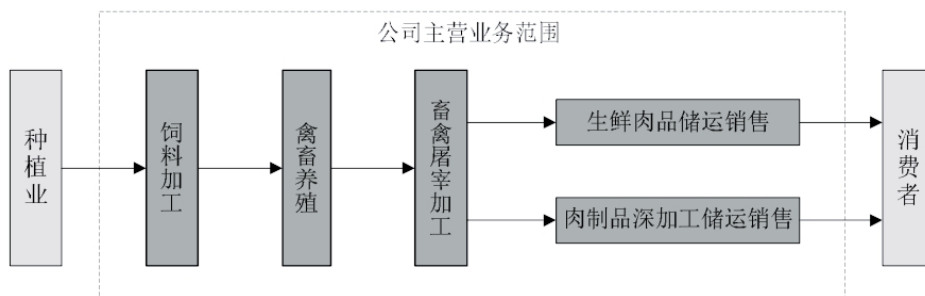
表 1: 2022Q1 主要生猪标的出栏及盈利情况.....	6
表 2: 公司 2019 年限制性股票激励计划首次授予完成名单.....	8
表 3: 公司 2019 年限制性股票激励计划首次授予的限制性股票解除限售安排.....	8
表 4: 公司 2019 年限制性股票激励计划首次授予部分的解锁条件及实际目标达成情况.....	8
表 5: 21 世纪以来五次猪周期猪价波动情况.....	13
表 6: 浙江省政府从 2013 年起陆续推进养殖场环保治理计划, 调整畜牧业养殖结构.....	16
表 7: 受环保政策影响, 2015-2016 年浙江省散养户产能清退迎来高峰期.....	17
表 8: 2020 年公司公开发行可转债募集 5.5 亿元用于生猪养殖场建设.....	19
表 9: 2022 年公司大股东定增 9.2 亿元, 公司现金流将更加充裕.....	20
表 10: 华统股份业务拆分.....	22
表 11: 未来 3 年盈利预测表.....	23
表 12: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	23
表 13: 公司盈利预测假设条件 (%)	24
表 14: 资本成本假设.....	24
表 15: 华统股份 FCFE 估值表.....	24
表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	25
表 17: 同类公司估值比较.....	25

公司概况：立足浙江的生猪一体化龙头

公司简介：立足浙江并向全国扩张的生猪一体化企业

华统股份是立足浙江，并向全国扩张的生猪产业链一体化企业，主营业务为屠宰及肉类加工及畜禽养殖。公司业务已初步覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全环节，产品包括生鲜猪肉、生鲜禽肉、金华火腿和饲料等。作为浙江省区域性屠宰龙头，公司生猪屠宰量常年位居省内前二，2021年实现生猪屠宰302万头，同时，公司也在加快省外屠宰的投资布局，目前覆盖省外区域主要有江苏、河南、湖南、湖北等。生猪养殖业务方面，近年来公司也在持续加码生猪养殖，2016年与正大股份合资创立正康（义乌）猪业有限公司，2017-2021年间先后成立仙居华统种猪、衢州华统牧业、兰溪华统牧业、东阳华统牧业等生猪养殖子公司，并在2020年通过发行可转债募集约5亿元用于建设衢州现代化生猪养殖项目，目前公司已在浙江省内建成合计约接近300万头产能的自繁自养楼房一体化养殖场。

图1：华统股份业务已初步覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全环节



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

经营情况：2021Q4 起养殖量逆势提升，2022H1 成本控制优秀

2021 年公司养殖产能投放，塑造浙江养殖新秀。公司 2021 年实现营业收入 83.42 亿元，同比减少 5.59%；归母净利润亏损 1.92 亿元，同比减少 242.46%，主要系大额转固叠加猪价低迷影响。分业务看，屠宰及肉类加工板块销量回升明显，2021 年收入为 79.48 亿元，销量为 41.83 万吨，均价为 19 元/公斤，分别同比变动-6.68%、34.67%、-39.03%。畜禽养殖板块 2021 年收入为 1.07 亿元，销量为 3.58 万吨，分别同比变动 409.52%、16.16%。

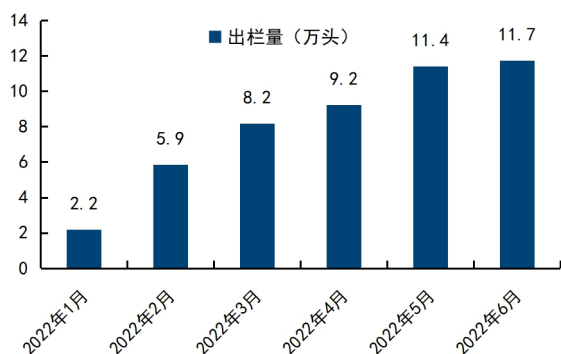
转固比例稳步提升，月度出栏快速增长。公司 2021 年消耗性生物资产年末账面余额 4.1 亿元，同比增长 215%（其中，消耗性生物资产计提约 1.20 亿元）；固定资产期末余额 32.11 亿元，同比增长 103%（其中，2021 年内在建工程转入固定资产约 16.27 亿元）；生产性生物资产期末账面价值 3.24 亿元，同比增长 37%（其中，已减值计提金额约 5972 万元）。从公司公告来看，公司 2021 年生猪产能加速投放，2021 年共出栏 13.7 万头。我们预计公司 2022-2024 年出栏依次有可能实现 130 万、300 万头和 500 万头。

2022H1 业绩预告表现亮眼，头均盈利水平优秀。华统股份 2022H1 在周期底部逆势加速扩张，出栏量维持大增，达 48.6 万头，同比增长 624%，养殖量稳步兑现。根据公司披露的 2022 年一季报情况，华统股份的单位超额收益显著，估算头均肥猪亏损接近 413 元，和其他同行依然拉开了较大差距。公司盈利表现优秀主要得

益于两方面，一是在销价方面，公司的养殖产能位于浙江，具备区域优势，据公司公告，公司 2022Q1 商品猪销售价格约 14 元/公斤；销售价格明显高于牧原的 12.08 元/公斤和温氏的 12.98 元/公斤，单头具备明显的超额收入。二是在成本方面，公司成本控制优秀，由于浙江几乎没有农民养殖户，属于天然的养殖无疫区，对于非洲猪瘟和其他疾病的防控具备天然优势，公司全程养殖存活率接近 90%，2022Q1 养殖完全成本为 18.47 元/公斤，考虑刚转固未出猪的工厂的费用摊销，2022Q1 实际养殖成本接近 16-17 元/公斤，养殖成本优于大部分同行企业。考虑到当前公司养殖产能处于利用率快速提升的阶段，预计未来成本边际改善空间依然较大。

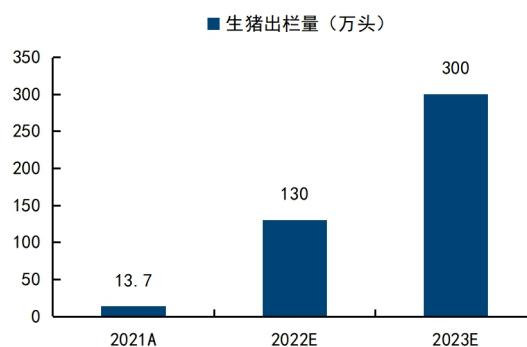
此外，根据公司披露的 2022 年中报业绩预告，预计公司 2022Q2 实现盈利 2300-4300 万元，是少数在 2022Q2 实现盈利的猪企之一，进一步验证了华统股份相较于其他同行具备单位超额盈利优势。

图2：华统 2022 年月度出栏维持大增，养殖量稳步兑现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：预计华统 2022、2023 年出栏分别达 130 和 300 万头



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预计

表 1：2022Q1 主要生猪标的出栏及盈利情况

股票名称	2022Q1 出栏情况						2022Q1 盈利情况				
	生猪出栏 (万头)	生猪出栏环比变动 (%)	生猪出栏同比变动 (%)	肥猪出栏 (万头)	仔猪出栏 (万头)	种猪出栏 (万头)	归母净利润 (亿元)	头均生猪盈利估算 (元)	头均肥猪盈利估算 (元)	商品猪销售均价 (元/公斤)	Q1 养殖完全成本 (元/公斤)
华统股份	16.22	410%	291%	16.22	-	-	-0.88	-413	-413	14.00	18.74
牧原股份	1381.7	-2%	79%	1297.5	80.9	3.3	-51.80	-375	-399	12.08	16
傲农生物	104.68	-12%	96%	-	-	-	-3.52	-336	-673	-	19.5
东瑞股份	12.57	8%	22%	8.38	3.69	0.51	-0.32	-255	-382	18.92	18
新希望	369.68	17%	62%	-	-	-	-28.79	-779	-1052	12.07	18.7
天邦股份	100.43	-32%	-9%	98.91	1.52	-	-6.74	-1020	-1035	12.12	20.96
唐人神	38.04	-3%	-18%	35.77	2.57	-	-1.49	-392	-417	-	-
温氏股份	402.35	-5%	92%	402.35	-	-	-37.63	-935	-935	12.98	18
中粮家佳康	115.9	39%	45%	-	-	-	-	-	-	12.44	-
大北农	107.14	-21%	41%	-	-	-	-2.33	-217	-	12.50	17
金新农	33.58	-25%	55%	-	-	-	-1.49	-444	-	12.44	自繁自养 17.49
新五丰	13.59	8%	171%	-	-	-	-1.12	-824	-	-	-
巨星农牧	35	-	-	-	-	-	-3.11	-	-	-	16.3
正邦科技	242.61	-22%	-6%	215.89	26.63	0.09	-24.33	-1003	-1127	12.05	20

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（头均生猪盈利=Q1 归母净利润/Q1 生猪总出栏量，头均肥猪盈利=Q1 归母净利润/Q1 肥猪总出栏量，其中，金新农、华统股份按公司公告的养殖归母净利润计算，天邦股份按公司公告的剔除减值冲回后的实际亏损计算，其余公司按整体归母净利润计算；另外 Q1 养殖完全成本数据均来源于公司公告）

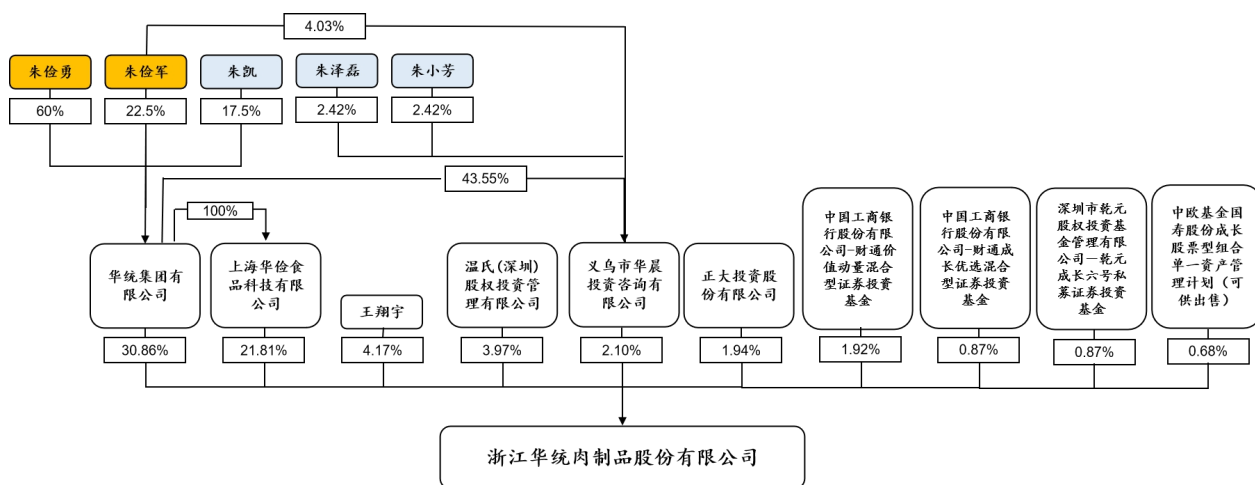
公司治理：股权分布集中，激励机制完善

◆ 股权集中，管理稳定

股权分布集中，实控人为朱俭勇、朱俭军两兄弟。2021年9月，华统股份与控股股东华统集团的全资子公司上海华俭食品科技有限公司签订《股份认购协议》，其将以不超过9.2亿元的现金认购华统股份非公开发行的不超过1.322亿股（占本轮发行股份100%）。2022年7月28日，公司公告2021年非公开发行A股股票发行情况暨上市公告书，本次非公开发行新增股份1.322亿股，将于2022年8月1日在深圳证券交易所上市，发行完成后，华统股份的控股股东华统集团有限公司，对上市公司的合计持股比例将由39.47%提升至52.67%。进一步穿透来看，朱俭勇、朱俭军两兄弟通过华统集团有限公司和义乌市华晨投资咨询有限公司合计间接持有华统股份43.54%股权，是华统股份的实控人。朱俭军之子朱凯，朱俭勇及朱俭军之侄和之姐均为公司实控人的法定一致行动人，合计通过华统集团有限公司和义乌市华晨投资咨询有限公司间接持有华统股份9.32%股权。

公司大股东中多为生猪产业链中的优秀企业，公司管理获得行业头部企业的认可。截至2022年7月19日，公司本次定增发行后，温氏（深圳）股权投资管理有限公司、正大投资股份有限公司分别位列公司第四、第六大股东，持股比例分别为3.97%、1.94%。这些行业头部企业对公司较高比例的持股，也说明公司的管理获得了头部企业的认可。

图4：华统股份股权集中，实际控制权稳定（截至2022年7月19日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 重视激励，完善机制

公司重视员工激励，持续完善长效机制。公司于2019年发布了首次限制性股票激励计划，向104名激励对象授予940万股限制性股票（占授予日时公司总股本的3.51%，分三期解锁），并在2019年4月29日完成首次授予登记工作。通过本次限制性股票激励计划，公司进一步完善了公司的激励约束机制，并通过切实有效的业绩目标，激发了管理团队和核心员工的积极性和创造性。剔除股权激励计划计提的股份支付费用后，公司2019年扣非后归母净利润同比增长33.45%，明显超过当年25%的业绩增速目标，股权激励初步取得成效。2020年5月6日，公司公告2019年限制性股票激励计划首次授予部分第一个解除限售期解除限售条件成就，并将于2020年5月7日上市流通，可申请解除限售的限制性股票数量达

370 万股，占当日公司总股本 1.33%。

表2：公司 2019 年限制性股票激励计划首次授予完成名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量（股）	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
朱根喜	董事	260,000	2.28%	0.10%
刘德林	副总经理	260,000	2.28%	0.10%
陈斌	副总经理	260,000	2.28%	0.10%
周喜华	财务总监	260,000	2.28%	0.10%
廖文锋	董事会秘书、副总经理	260,000	2.28%	0.10%
核心技术（管理、业务）人员（共计 99 人）		8,100,000	71.12%	3.02%
预留部分		1,990,000	17.47%	0.74%
合计		11,390,000	100.00%	4.25%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3：公司 2019 年限制性股票激励计划首次授予的限制性股票解除限售安排

解锁安排	解锁时间	解锁比例
第一次解除限售	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	40%
第二次解除限售	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	30%
第三次解除限售	自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：公司 2019 年限制性股票激励计划首次授予部分的解锁条件及实际目标达成情况

解除限售期	业绩考核目标	业绩目标实际达成情况
第一次解除限售	以 2018 年净利润为基数，公司 2019 年净利润增长率不低于 25%	已达成
第二次解除限售	以 2018 年净利润为基数，公司 2020 年净利润增长率不低于 40%	未达成
第三次解除限售	以 2018 年净利润为基数，公司 2021 年净利润增长率不低于 50%	未达成

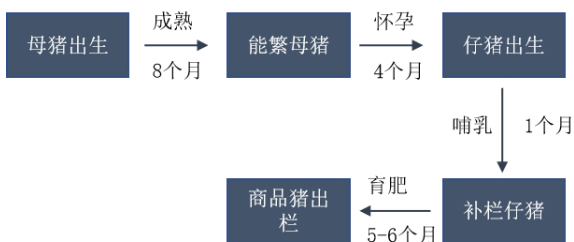
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（备注：上述各指标计算时使用的净利润为归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，并剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据）

生猪行业：价值成长型公司的内核是“有超额收益的快速量增”

周期本质：猪价波动有规律，规模企业有成长

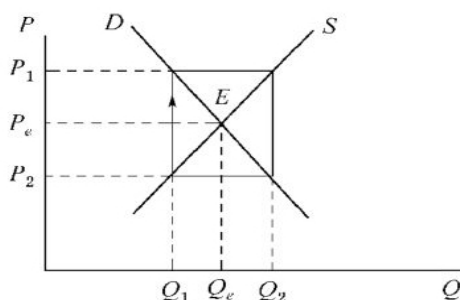
猪周期的波动来源于蛛网模型下的产能超调，基本维持四年一周期的规律性。在猪周期背景下的蛛网模型里，行业产能在猪价的牵引下出现规律性起伏，而产能又决定未来的价格，进而影响新的产能波动。比如，在猪价高时，行业补产能的动力提升，而未来出栏量增多后，猪价又开始重回下降通道，直到降回行业成本线之下，养殖亏损加剧后，行业又开始产能去化。因此猪周期会形成有规律的波动性，同时由于母猪补栏有一定生产时滞，从母猪出生到商品猪出栏需要接近 1.5 年左右的时间，类似的，母猪淘汰带来的未来商品猪减产的周期与扩产周期相同，同样是 1.5 年，再考虑到行业参与者决策与反馈的时间，由此导致猪周期基本维持在 4 年左右的一个时间维度波动。

图5：补栏有一定生产时滞，能繁母猪存栏变动对应约 10 个月生猪供应量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：猪周期本质是蛛网模型下的产能超调

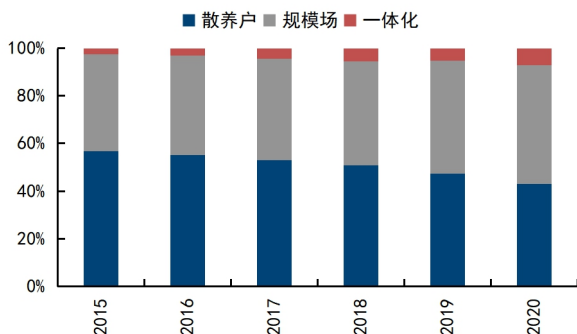


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

农民产能占比仍大，猪周期不存在拉长可能。根据中国畜牧兽医统计年鉴最新披露，2020 年我国年出栏数在 500 头以下的生猪散养户数量仍较多，占全部养殖户数量的比例达 99.22%。根据农业部监测，2020 年农民产能占比仍然较高，年出栏数在 500 头以下的散养户出栏占比达 43%，规模场出栏占比达 50%，一体化场出栏占比接近 7%。我们认为农民产能占比高是可以左侧布局猪周期的核心，因为农民现金储备较弱，只要农民产能占比较高，猪周期就不存在拉长可能，养殖行业就没有太高的持有机会成本，可以时间换空间。

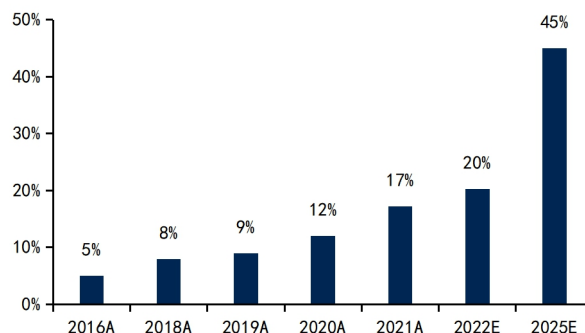
规模企业具备明显的成长性。2016 年开始，以牧原为代表的规模企业开始了规模养殖发展的黄金十年，国内生猪养殖企业前十强的市占率从 2016 年的 5% 快速增长至 2021 年的 17%，头部规模企业迎来了市占率快速提升的黄金成长期。而对标美国的生猪养殖行业，2017 年龙头 Smithfield 市占率为 15%，前七强市占率合计达 41%，未来国内生猪行业仍有很大的规模提升空间。

图7：目前国内散养户产能占比仍高



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图8：2016年起国内生猪养殖 CR10 快速增长



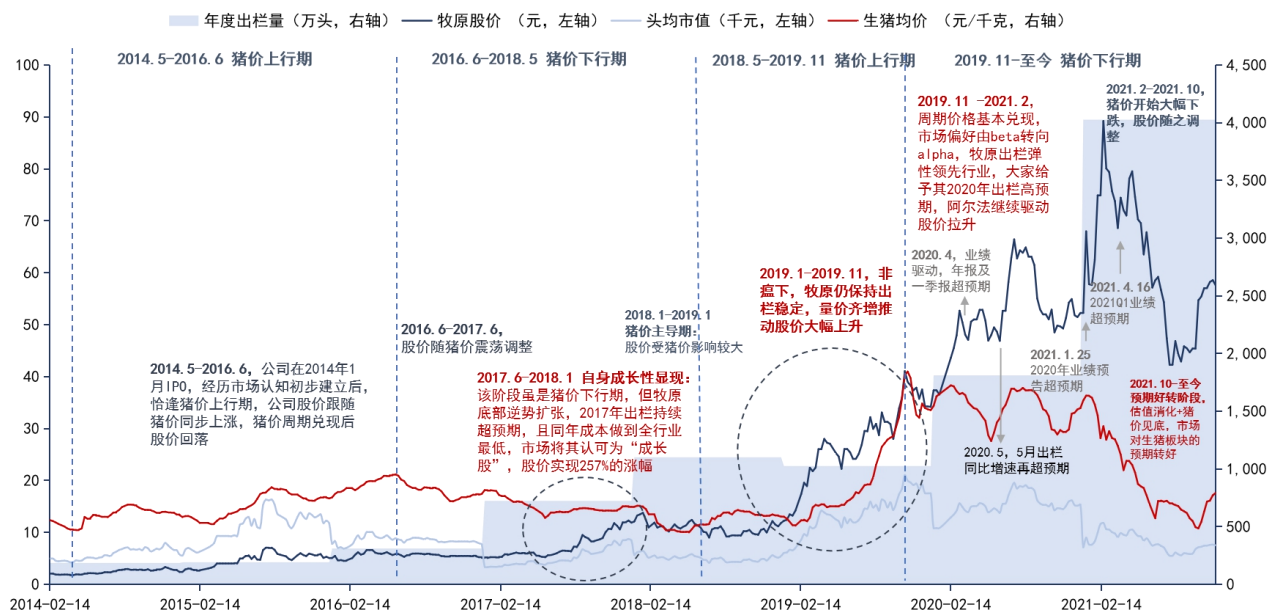
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股价复盘：规模养殖浪潮下，上市公司均有较好的周期成长性

受益于行业规模化大趋势，大部分上市企业均表现出较好的成长性。市场关于养殖规模经济的怀疑一直都存在，原因就在于小的养殖散户养殖成本更低，他们既可以不考虑自身的工资，也可以做到充分地精细化养殖，因此养殖成本低于规模企业。但我们认为，养殖规模化不能以经济性跟散户对比，这是静态的低维思想的体现；如果以动态的思维去看，我们会发现随着人均工资的提升，散户是一定要退出历史舞台的。如果散户退出市场，以不同的规模企业与规模企业之间作比较后，就会出现明显的规模经济，因此，养殖规模不经济这个问题本身就是一个伪命题。另外，从我们对上市公司复盘来看，大部分养殖公司在行业集中的过程中，均表现出较好成长性，头均市值伴随出栏扩张实现同步增长，其中，牧原股份表现尤为突出，非牧原的上市公司以长周期来看，成长性依然足够。

牧原股份凭借“单位超额收益+出栏快速增长”，成为公认的价值成长型公司。我们对牧原股份股价进行复盘，其在上一轮周期的下行期，就凭借自身的高成长性实现逆势上涨（2017年6月-2018年1月），一方面，2017年公司的生猪养殖完全成本全行业最低，2017年约11.5元/公斤，相比同业享有较高的单位超额收益；另一方面，公司扩张能力强，其出栏量不仅位于行业前列，还保持快速扩张，实现以量补价，业绩持续高增长。因此，即使在猪价下行期，牧原股份作为低成长高扩张的优质标的仍能走出独立于板块的阿尔法行情，其成长性已获得市场认可。此外，在2019年非洲猪瘟导致行业整体产能去化的情形下，公司业绩实现爆发性增长，其凭借防疫优势，不但维持稳定出栏，而且成本优势保持行业领先，进一步拉大超额收益，因此其股价亦在猪价正式下行前保持强势上行。对于本轮新周期，我们认为牧原股份凭借优秀的管理层，仍有望实现稳定的出栏增长，预计2022年出栏达5500万头，较2021年同比增长接近37%，同时亦有望保持较好的单位超额收益，依然是本轮周期中确定性最强的白马标的。

图9：牧原股份历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况



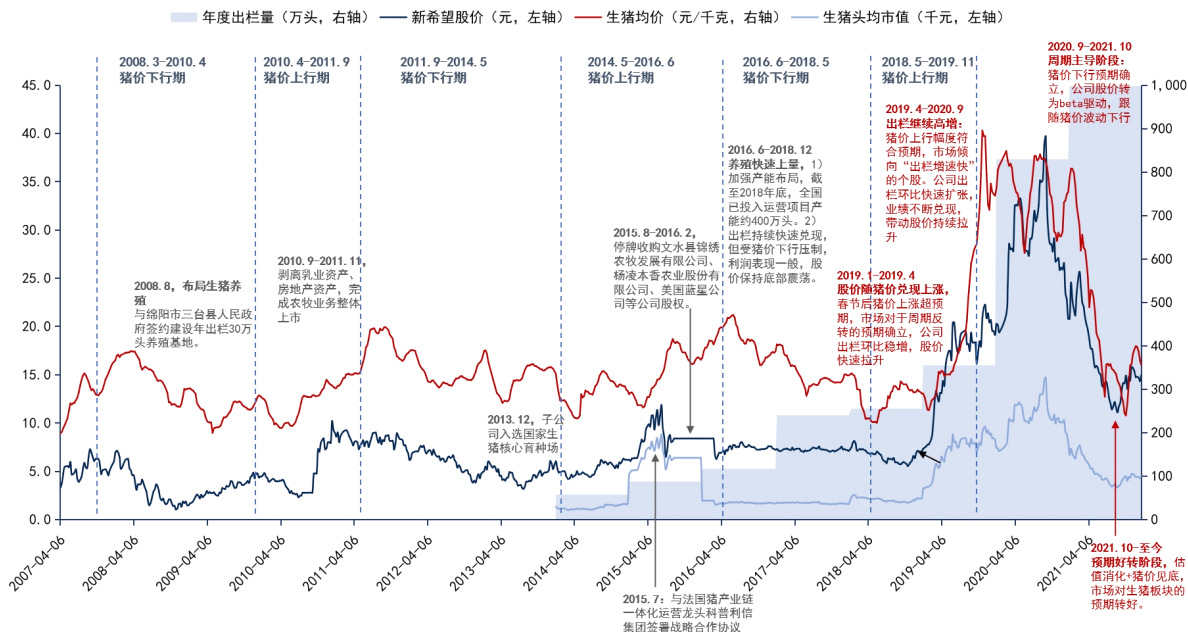
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

非牧原的上市公司以长周期来看，成长性依然足够。我们通过测算及分析生猪公司在前几轮周期中的头均生猪市值变化，可以得出，大部分公司每轮周期头均市值的底部和顶部中枢整体均表现出明显的向上增长。底部头均市值方面，新希望前两轮周期的头均市值最低点分别在 2014 年和 2017 年，分别为 1000 元和 1594 元左右，底部头均市值的增幅接近 60%；雏鹰农牧前两轮周期的头均市值最低点分别在 2012 年和 2018 年（不考虑后期雏鹰农牧信用违约问题），分别约 4019 元和 5627 元，底部头均市值的增幅接近 40%。顶部头均市值方面，新希望前两轮周期的头均市值最高点分别在 2015 年和 2020 年，分别为 8816 元和 14708 元左右，顶部头均市值的增幅接近 67%；牧原股份前两轮周期的头均市值最高点分别在 2015 年和 2019 年，分别实现 16356 元和 21028 元左右，顶部头均市值的增幅接近 29%。

我们认为这些公司头均市值中枢增长的核心驱动主要来自于公司养殖产能及出栏体量的快速增长，这使得公司不仅在周期底部有望以量补价，同时更有望在周期反转后受益于量价齐升的双击效应。其中，新希望 2017 年较 2014 年的出栏增幅为 319%，2020 年较 2015 年的出栏增幅为 850%；牧原股份 2019 较 2015 年的出栏增幅为 404%，这些上市公司通过产能的持续加码，终究成为周期上行期高猪价的红利享有者，由此业绩在猪价上行期亦大幅增长。

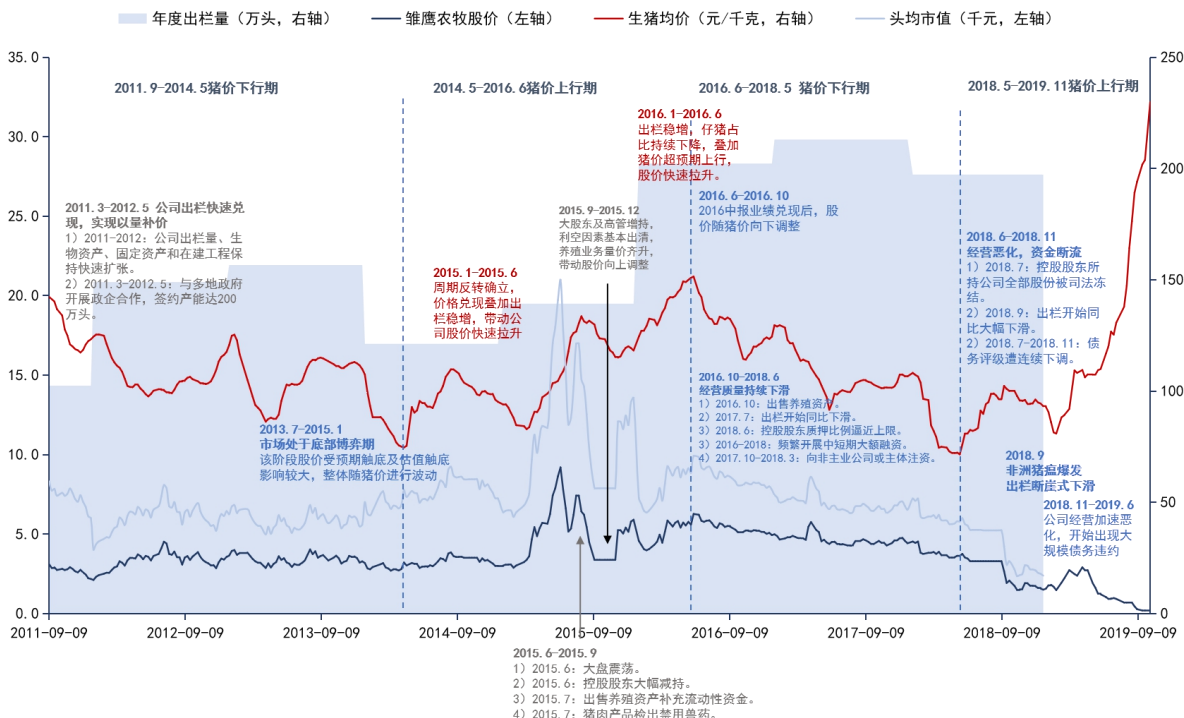
综上所述，我们认为大部分上市公司受益于生猪养殖规模化的大趋势，只要出栏保持稳定兑现及增长，未来仍有望展现出较好的成长性，时间持有成本较低。

图10: 新希望历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 雏鹰农牧历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

周期预判：近期猪价上涨达 20 元/公斤以上，看好行业景气上行

现金流是判断行业周期的关键，历史上重大疫情后的首轮市场化猪周期时间跨度均较短。非洲猪瘟已经是过去式，目前虽然个别地区还有养殖疫情的抬头，但非洲猪瘟在大周期的影响因素里面已经是非主要矛盾，因为行业对防控非洲猪瘟的经验已经成熟。因此，现金流就成为判断新一轮猪周期的主要矛盾。我们复盘 2000 年以来的 5 轮猪周期发现，2008-2011 年与 2011-2016 年是蓝耳大疫情后的两轮市场化去产能。非瘟后这一轮的猪周期更类似于“2008-2011 年猪周期”，都是疫情后的首轮市场化猪周期，因此周期时间跨度可能略短，而不是被拉长。

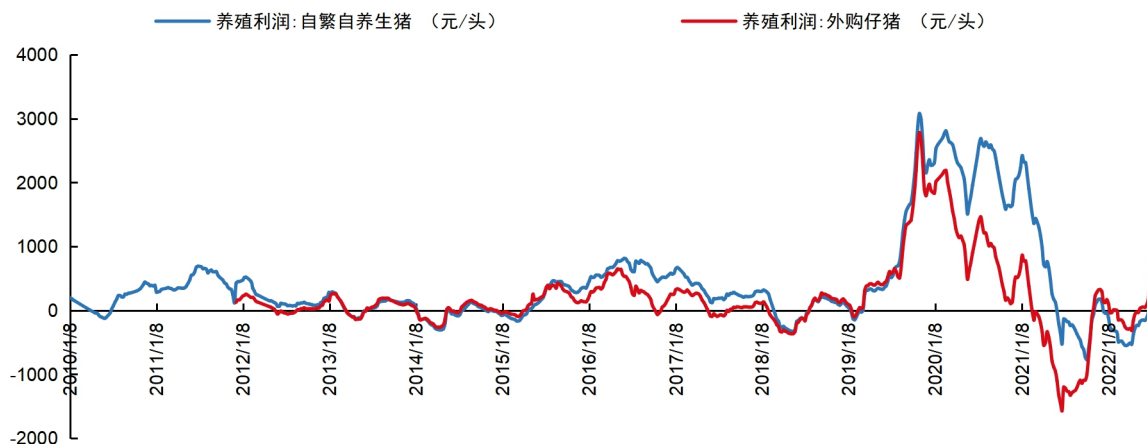
表 5：21 世纪以来五次猪周期猪价波动情况

产能去化 核心驱动	起止时间	亏损时长 (月)	最大亏损幅度 (元/头)	盈利时长 (月)	最大盈利幅度 (元/头)	周期长度	上行阶段启动因素
非典去产能	1997.07~2004.09	9	-200	11	200	7.2 年	1. (核心) “非典” 期间宰杀母猪、补栏停滞； 2. (催化剂) 04 年禽流感疫情，猪肉替代消费增加； 3. (催化剂) 豆粕价格上涨带动养殖成本上升。
疫情去产能	2004.10~2008.04	13	-105	29	585	3.5 年	1. (核心) 2006 年高致病性猪蓝耳病疫情导致能繁母猪数量与生产效率双降； 2. (催化剂) 饲料价格再升。
市场去产能	2008.05~2011.09	7	-200	33	665	3.3 年	1. (核心) 猪价两次探底导致的产能去化； 2. (催化剂) 2011 年初雨雪冰冻灾害导致部分地区母猪流产、仔猪腹泻等疫病流行。
市场去产能 环保去产能	2011.10~2016.06	42.5/14	-625/-370 (散户/规模场)	13.5/42	460/720	4.7 年	1. (核心) 猪价多底亏损，散户规模场产能双去化； 2. (扰动因素) 成本分化和环保禁养导致的规模场扩张与散户去产能并行。 3. (扰动因素) “中央八项规定”、“闰九月”和新环保法实施导致的供需短期失衡。
非瘟去产能	2016.07~2019.11	9/6.5	-325/-326 (外购仔猪/自繁自养)	29.5/32	3080/2781	3.2 年	1. (核心) 18 年非洲猪瘟疫情下史诗级蛋白缺口； 2. (催化剂) 大范围环保禁养导致生产恢复困难。

资料来源：畜牧产业经济观察，国信证券经济研究所整理（注：受数据限制，第一周期盈亏统计仅包含 2003 年 1 月-2004 年 9 月）

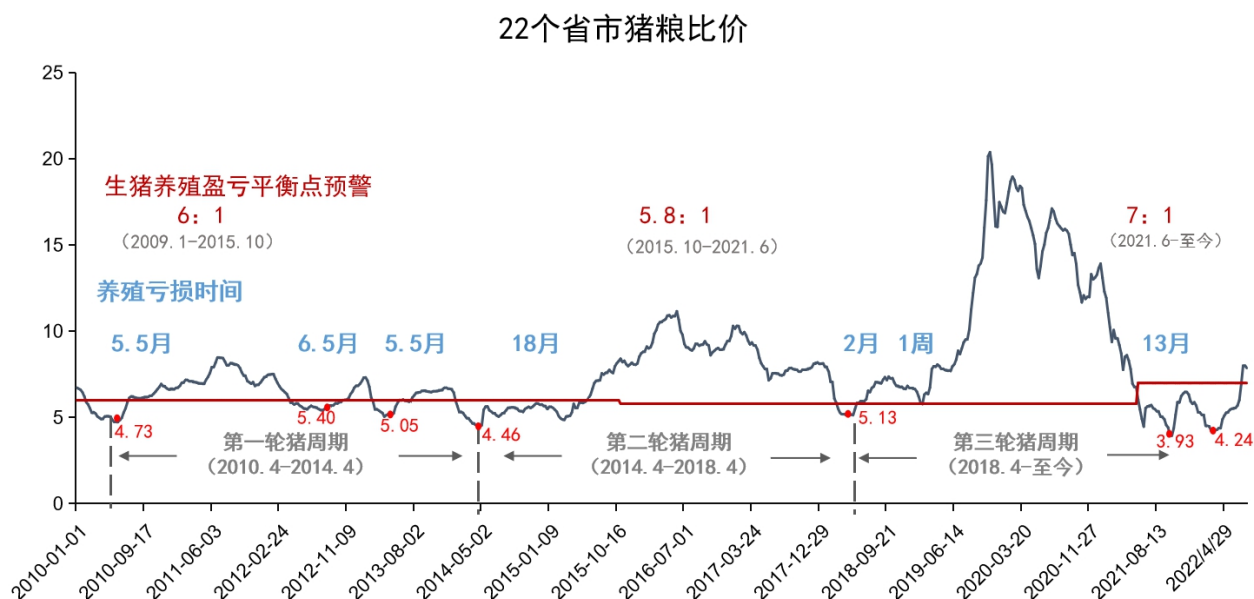
养殖高成本和现金损耗力度支持周期景气上行逻辑。 现金层面，行业从 2021 年 5 月份开始就进入深度亏损，整体亏损时间持续约 13 个月左右，从亏损的幅度和持续时间上，行业面临的成本压力和现金紧张程度是比较接近历史极限的。养殖成本方面，玉米与大豆等原材料价格现在处于历史峰值，而且从基本面来看，粮价并没有出现向下的趋势性拐点，2022 年因为俄乌冲突，粮价存在继续上冲的可能。现金亏损方面，从历史的猪粮比来看，2021 年下半年开始的行业亏损程度和亏损持续时间都是历史没有发生过的。因此，我们认为，从现金层面去看，行业整体都较为紧张，具备支撑周期景气上行的基础。近期猪价上涨达到 20 元/公斤以上，我们继续看好行业景气上行，生猪养殖板块或将迎来高光时刻。

图12: 2010年以来生猪自繁自养和外购育肥的盈利波动情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 猪粮比在 2022Q1 重回历史最差, 近期快速上涨



资料来源: 中国种猪信息网, 国信证券经济研究所整理

公司看点：三大核心优势铸就单位超额收益+出栏增速快的护城河

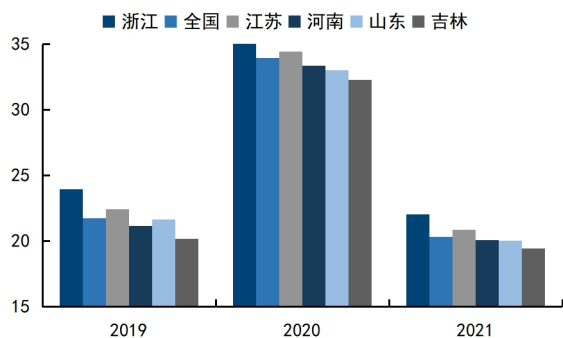
区域优势：浙江养殖产能具备“超额收入+防疫佳”的天然优势

◆ 浙江省猪价高，头均超额收入明显

浙江省是国内的生猪销区，单头生猪出栏的超额收入接近 200 元。从全国各省的生猪生产及销售情况来看，浙江省猪肉产量水平较低，2020 年人均猪肉产量仅为 10.8 千克，远低于全国 29.1 千克的人均产量和 29.4 千克的人均猪肉消费量，这导致浙江省生猪均价要明显高于全国其他地区。以 2019-2021 年的外三元生猪年均价为例，浙江省每公斤外三元生猪的年均价比全国年均价分别要高出 2.20 元、2.26 元和 1.71 元。

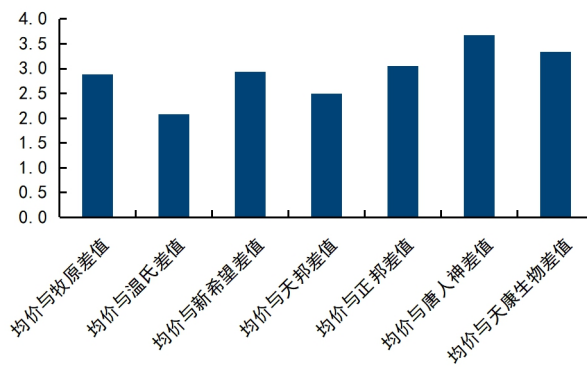
此外，从 2022 年 1-5 月各大上市猪企的月度畜禽销售简报数据来看，假设按 115 公斤的出栏均重进行估算，华统股份较同行的商品猪均价也基本高出接近 2-3 元，单头生猪出栏的超额收入达 200 元以上，展现了华统股份具有明显的单头超额收入优势。

图 14：浙江省生猪年均价比全国年均价高出约 2 元/公斤



资料来源：博亚和讯、国信证券经济研究所整理

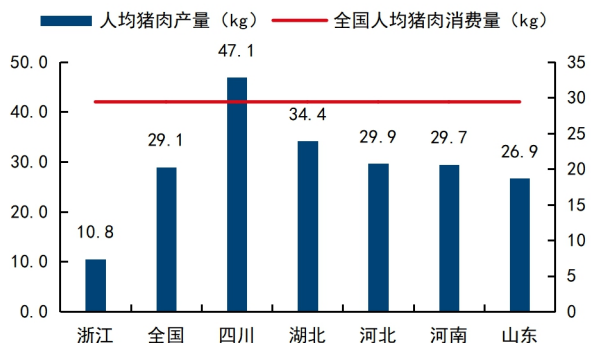
图 15：2022 年 1-5 月华统股份较同行的商品猪均价基本高出接近 2-3 元



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

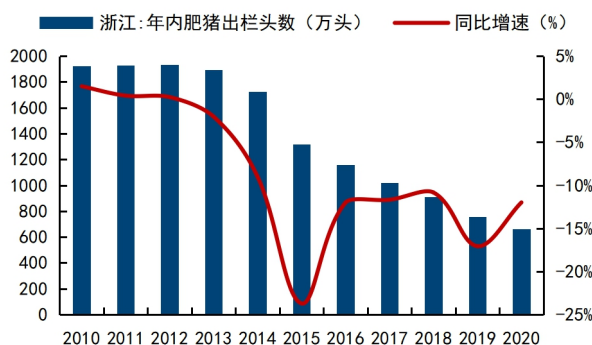
浙江省猪肉供给与需求差距较大，区域销价优势有望继续保持。从省内猪肉产量来看，目前浙江省猪肉产量水平较低，2020 年人均猪肉产量仅为 10.8 千克，远低于全国 29.1 千克的人均产量和 29.4 千克的人均猪肉消费量。据中国畜牧兽医年鉴统计，2020 年浙江省共出栏肥猪 600 万头，而根据《浙江省政府办公厅关于推进生猪产业高质量发展的意见》，如果全省生猪出栏 1400 万头，则可使生猪自给率达到 70% 以上，按此比例估算，全省猪肉消费端合计需要 2000 万头左右的生猪，因此目前浙江省的猪肉自给和需求端差距仍较大，叠加浙江省当地居民偏好热鲜肉消费，由此导致浙江省生猪均价要明显高于全国其他地区。

图16: 浙江省人均猪肉产量水平处于全国较低水平



资料来源: 国家统计局, 各省统计局, USDA, 国信证券经济研究所整理

图17: 2020年浙江省共出栏肥猪600万头, 供需缺口较大



资料来源: 中国畜牧兽医年鉴, 国信证券经济研究所整理

◆ 浙江省养殖密度低, 属于天然“无疫区”

浙江省养殖场环保治理计划稳步推进, 加速当地散养户产能退出。2013年7月, 浙江省人民政府发布关于加快畜牧业转型升级的意见, 指出要加快推进畜牧业区域布局结构战略性调整, 抓住“三改一拆”和“双清”行动的良好机遇, 依法限期拆除影响环境的“低小散乱”养殖场(棚), 保留并生态化改造非禁养区规模养殖场。因此, 在养殖场环保治理计划落地的大背景下, 2013年起浙江省大量散养户产能加速退出, 并且在2015-2016年迎来散养户数量锐减的高峰期, 据中国畜牧兽医年鉴数据显示, 2015、2016年浙江省养殖场个数分别减少17.8万、9.4万个, 其中50头生猪出栏以下的养殖场个数分别占比达89.3%、91.3%, 2020年浙江省500头生猪出栏以下的养殖场个数相比提出养殖场环保治理计划之前的2012年合计减少了83.5%。

表6: 浙江省政府从2013年起陆续推进养殖场环保治理计划, 调整畜牧业养殖结构

时间	主要事项
2013年7月23日	浙江省人民政府发布关于加快畜牧业转型升级的意见, 以加快推进畜牧业区域布局结构战略性调整, 其中主要目标要求包括, 按照“调减过载、适度保有”的要求, 加大力度调整优化区域布局结构, 争取用5年左右时间, 调减生猪饲养量400万头。重点是调减嘉兴、衢州等养殖过载区域的生猪总量, 抓住“三改一拆”和“双清”行动的良好机遇, 依法限期拆除影响环境的“低小散乱”养殖场(棚), 保留并生态化改造非禁养区规模养殖场。到2015年, 力争分别调减嘉兴、衢州生猪饲养量45%和15%; 宁波、温州、台州、丽水等一些丘陵山地资源丰富、自给率较低的宜养区域, 加快建设一批畜禽排泄物得到充分利用、规模适度的生态养殖场, 温州、台州猪肉自给率提高15个百分点, 丽水、宁波提高10个百分点; 杭州、湖州、绍兴、金华、舟山在稳定现有养殖规模基础上, 重点完善资源化利用设施, 全面提升产业层次。
2014年上半年	浙江77个县(市、区)重新调整划定畜禽养殖禁限养区, 关停搬迁禁养区内养殖场户4.3万个, 完成目标任务的80.0%, 涉及生猪存栏293.3万头。
2014年9月底	全省禁限养区内已关停搬迁养殖场户69597个, 占应关停搬迁数的97.92%, 涉及生猪存栏490.18万头。
2016年4月11日	浙江农业水环境治理视频会议召开, 6月底前完成全省范围内仅剩的嘉兴市15家计划关停规模养殖场的关停工作, 同时全面开展生猪散养户整治, 完成生猪存栏50头以下养殖场户整治。

资料来源: 浙江省政府办公厅, 国信证券经济研究所整理

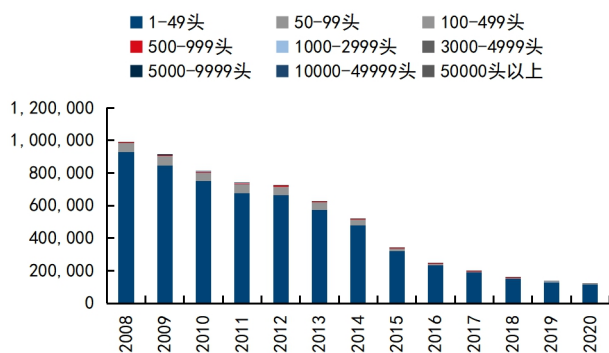
表7: 受环保政策影响, 2015-2016年浙江省散养户产能清退迎来高峰期

	1-49头	50-99头	100-499头	500-999头	1000-2999头	3000-4999头	5000-9999头	10000-49999头	50000头以上
2015年养殖场减少数(个)	159,018	8,963	9,100	853	154	23	8	20	0
占全部减少数比例(%)	89.27%	5.03%	5.11%	0.48%	0.09%	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%
2016年养殖场减少数(个)	86,291	4,132	3,217	673	161	2	5	12	0
占全部减少数比例(%)	91.32%	4.37%	3.40%	0.71%	0.17%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%

资料来源: 中国畜牧兽医年鉴, 国信证券经济研究所整理

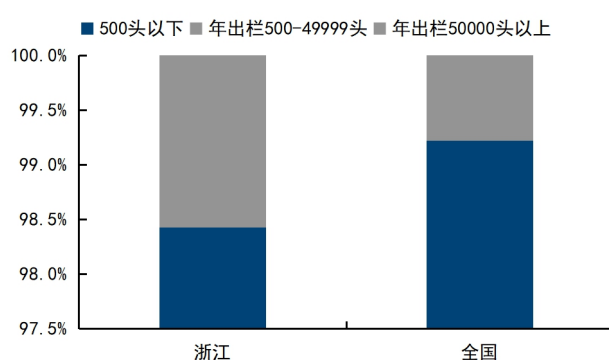
浙江省散养户数量较少, 生猪养殖防疫具备天然优势。根据中国畜牧兽医年鉴统计, 2020年浙江省生猪散养户(年出栏500头以下)占全部养殖场个数的比例比较全国低0.8%。因此相较于全国其他省份, 浙江省当地养殖密度较低, 生猪养殖企业对于非洲猪瘟和其他疾病的防控具备天然的环境优势, 华统股份的养殖存活率水平也显著高于其他上市企业, 从而也奠定了公司的养殖成本优势。

图18: 近十年来浙江省散养户数量大幅下降



资料来源: 中国畜牧兽医年鉴, 国信证券经济研究所整理

图19: 2020年浙江省生猪散养户数量占比较全国低0.8%



资料来源: 中国畜牧兽医年鉴, 国信证券经济研究所整理

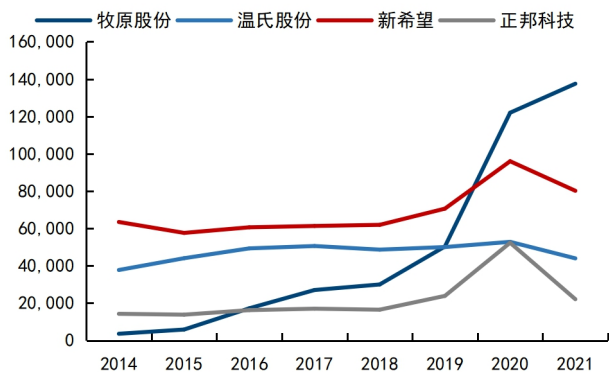
考虑到公司目前已在浙江省内储备近300万头的养殖产能, 预计将从2022年起加速产能释放, 2022年、2023年生猪出栏分别有望达到130万头、300万头, 公司未来有望充分受益于浙江省“销价高+防疫佳”的区域优势。

后发优势: 华统是非瘟后崛起的养殖黑马, 周期底部逆势扩张

◆ 非瘟加速养殖规模化, 资本积聚促进人才、技术发展

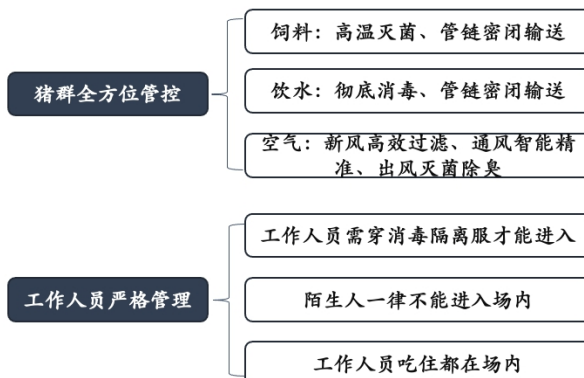
非瘟推动了头部生猪企业加速扩张, 为行业积聚了大量人才、并积累了技术等经验优势。2018年非洲猪瘟的爆发, 使得整个生猪行业迎来了一轮空前的猪价周期上涨, 高额的头均利润激发了资金实力雄厚的头部生猪企业加大对生猪产业的布局, 牧原股份、新希望、正邦股份等猪企的员工总人数从2019年起基本都开始快速增长, 由此也培养了大量的养猪技术人才。此外, 在非瘟防控常态化的背景下, 经过2年左右的实践研究, 行业内也基本摸索出了一套行之有效的生物安全防控体系, 这也为后来的生猪业务经营者提供了不少宝贵的经验。

图20: 头部猪企员工总人数基本从 2019 年起加速扩张



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 非洲猪瘟后, 行业内摸索出一套行之有效的防控体系

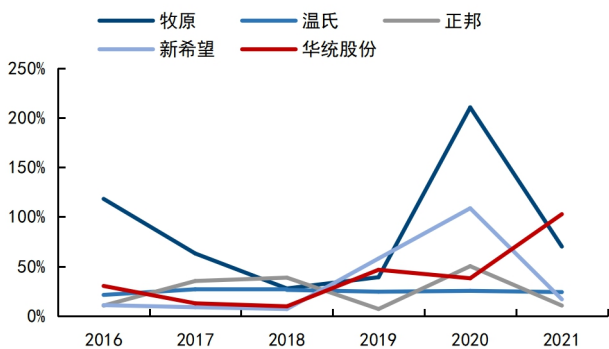


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 把握底部扩张良机, 种猪成本领先行业

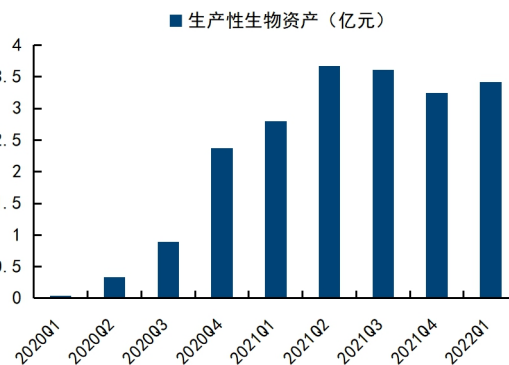
华统股份周期底部逆势扩张, 种猪等成本优势显著。华统股份的养殖产能自 21Q4 才开始快速上量, 属于周期底部逆势扩张。从头部上市猪企的固定资产同比增速来看, 华统股份的在建转固比例大幅提升始于 2021 年, 其固定资产扩建速度滞后于同行大部分老牌猪企约 1-2 年。生产性生物资产方面, 华统股份的种猪产能布局增长的时点也晚于同行大部分猪企 1-2 年, 其生产性生物资产从 2020 年底开始才迎来增长高峰期, 同时, 现阶段正处于产能利用率快速提升的初期, 扩张势头仍较为强劲。

图22: 上市猪企的固定资产同比增速 (%) 对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 华统股份生产性生物资产从 2020 年底快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

周期底部扩张的企业在种猪、人才等资源上通常会具备成本优势。在周期景气上升期, 全行业的扩产动力基本较为充足, 因此也会带来种猪、人才等养猪资源的需求提升, 导致扩张成本较高。从博亚和讯统计的二元母猪平均价格来看, 由于非瘟导致二元母猪的数量锐减, 同时伴随非瘟后的扩产需求提升, 二元母猪的价格也从 2018 年年底开始迎来大幅增长, 同时在 2020 年 10 月达到 81 元/公斤的最高点, 较 2019 年年初低点的 25.4 元/公斤上涨了接近 3 倍有余。此后由于外三元生猪价格的猪价下行趋势基本确立, 行业扩产动力削弱, 叠加行业产能恢复后,

二元母猪供给逐步修复，二元母猪价格又步入下行周期，到 2021 年 11 月左右又重回到历史底部 30 元/公斤左右的水平。由此可见，在养殖周期底部扩张具备明显的成本优势，把握好周期节奏、逆周期扩张可以为企业带来更多的超额收益。

图 24：二元母猪价格从 2020Q4 开始大幅回落，周期底部扩张产能具备成本优势



资料来源：博亚和讯，国信证券经济研究所整理

资金优势：多元化现金储备，助力公司出栏稳步增长

◆ 大股东资金实力雄厚，定增补足现金流

多轮募投扩张上下游产能，控股股东定增彰显未来发展信心。2020 年，华统股份公开发行 550 万张可转换债券募集 5.5 亿元，其中 5.1 亿元用于在衢州建设生猪养殖项目。2021 年 9 月，华统股份与控股股东华统集团的全资子公司上海华俭食品科技有限公司签订《股份认购协议》，其将以不超过 9.2 亿元的现金认购华统股份非公开发行的不超过 1.3 亿股（占本轮发行股份 100%），募集资金中的 2 亿元将用于新建年产 4 万吨的肉制品加工项目，7.2 亿元将用于补充流动资金。据 2022 年 7 月 28 日的公告披露，该项定增的新增股份上市已获批准，将于 2022 年 8 月 1 日正式上市。我们认为控股股东的大举定增彰显了其对公司未来发展的坚定信心，看好公司未来发展。

表 8：2020 年公司公开发行可转债募集 5.5 亿元用于生猪养殖场建设

序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金金额 (亿元)
1	衢州华统现代化生态养殖场建设项目	2.3	2.2
2	衢州华统现代化华垅生猪养殖建设项目	1.4	1.4
3	衢州华统现代化东方生猪养殖建设项目	1.5	1.5
4	补充流动资金	0.4	0.4
合计		5.7	5.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9: 2022 年公司大股东定增 9.2 亿元, 公司现金流将更加充裕

项目名称	实施主体	项目投资总额(亿元)	募集资金拟投资额(亿元)
新建年产 4 万吨肉制品加工项目	华统股份	2.3	2.0
补充流动资金	华统股份	7.2	7.2
合计		9.4	9.2

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

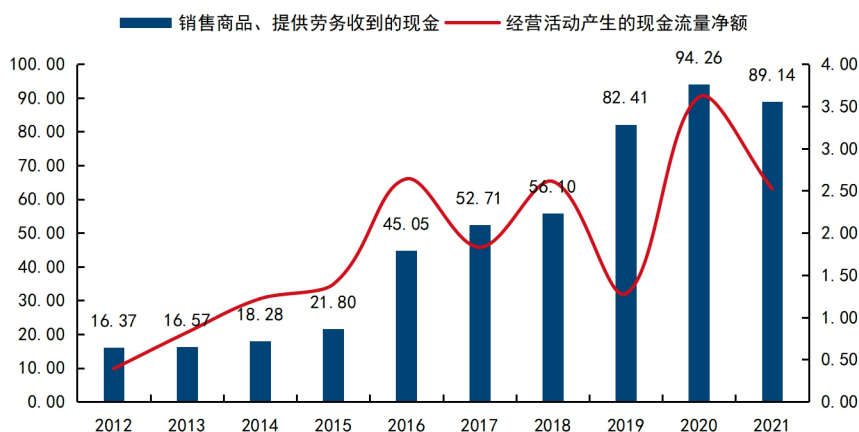
◆ 政府养殖补贴支持, 进一步扩充现金储备

浙江省政府将为华统股份提供养殖补贴支持。从政策方面来看, 为有效保障省内生猪供应, 满足居民消费需求, 浙江省政府于 2019 年 9 月发布《关于推进生猪产业高质量发展的意见》, 提出了 2021 年底全省生猪出栏量增加 540 万头, 生猪自给率达到 70% 以上的发展目标, 并鼓励开展规模化科学养殖。在具体补贴政策上, 省政府将对 2019 年 8 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日新建(扩建)的万头以上规模猪场按每出栏万头给予 100 万元的奖励, 并对期间引进的每头种猪给予 500 元补贴。考虑到华统股份在上述奖励政策规定期间完成了产能接近 300 万头的 18 个规模猪场的建设, 同时也引进了接近 10 万头种猪, 已符合相关政策要求, 预计未来公司有望收到相关养殖补贴, 或将获得更充裕的资金支持。

◆ 屠宰主业现金流稳定, 为养殖扩张提供资金安全垫

近十年来华统股份的主业屠宰现金流表现较好。公司屠宰业务一直以热鲜肉产品为主, 单头屠宰盈利也较为稳定, 2021 年生鲜猪肉占公司整体营业收入的比例达 91.86%, 经营活动产生的现金流量金额达 2.52 亿元, 销售商品、提供劳务收到的现金达 89.14 亿元。2022 年公司生猪屠宰目标是 500 万头, 较 2021 年的 302 万头屠宰量增长 66%, 有望为公司带来更充裕的现金流。

图 25: 华统股份的屠宰主业每年可提供较稳定的现金流



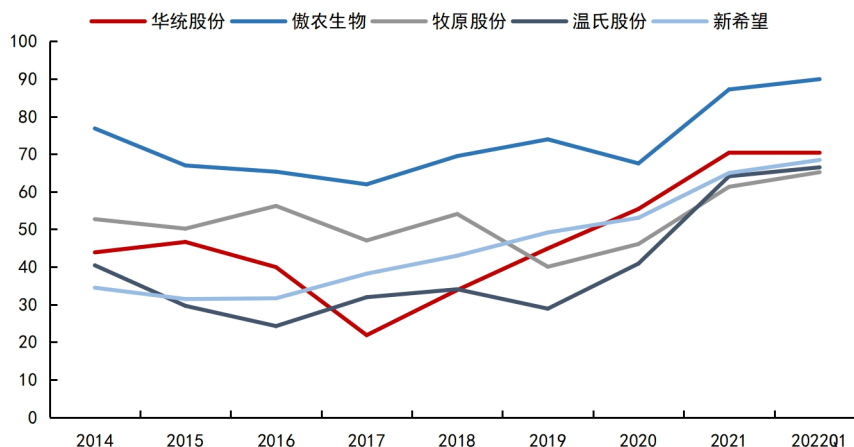
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 资产负债率较低, 未来仍有融资空间

公司资产负债率水平处于行业较低水平, 定增完成后有望进一步优化资本结构。

根据 2022 年一季报最新披露的数据，华统股份资产负债率达 70.5%，处于行业较低水平，此外，未来如果公司定增资金落地后，大股东总持股数将增加 1.322 亿股，持股比例将大幅提升 13.2%至 52.7%，同时，公司资产负债率水平将进一步降低，有望为后续融资做好基础。

图 26: 华统股份的资产负债率位于行业较低水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综合华统股份的区域优势、后发优势、以及资金优势这三大优势来看，前两者奠定了华统的养殖业务拥有明显超额收益的基础，而雄厚的资金将成为公司出栏增速保持高扩张的有效保障，因此我们认为华统股份基本满足了一个周期成长股的基本要求——“有超额收益的快速量增”，华统股份未来的成长性及估值修复空间依然足够，继续重点推荐。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年年归母净利润4.69/18.70/36.34亿元，利润年增速分别为343.7%/298.8%/94.3%。每股收益分别为0.77/3.09/6.00元。

屠宰业务：销量方面，2022年生猪供给和需求回暖，将刺激公司屠宰业务销售量的回升，叠加未来产能将进一步扩张的预期，我们预计2022-2024年，公司生猪屠宰销售量分别为500、800、1000万头；成本方面，对于屠宰企业来说，销量回暖将明显提高屠宰产能利用率，公司屠宰业务的单位成本将明显下降，而售价方面，屠宰业务终端售价将紧随生猪价格波动，基于上述假设，并参考2018年和2019年的毛利率水平，预期公司屠宰业务2022-2024年的毛利率将明显回升，毛利率分别为6.0%、5.0%和4.9%。

生猪养殖业务：预计公司养殖业务的核心产能将从2022年开始释放，2022-2024年将分别实现生猪出栏量130万头、300万头和500万头。成本方面，随产能利用率提升，头均分摊的折旧及水电等费用也将下行，因此预计成本保持小幅下降趋势。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予2022-2024年公司每公斤商品猪销售价格19.5元、22元、25元的预期（华统股份生猪养殖业务的主要产能在浙江，浙江省销售均价通常情况下略高于全国均价）。最终我们预计2022-2024年公司生猪养殖业务的毛利率分别为17.4%、31.9%、44.3%。

其他业务：公司的其他业务收入主要是饲料等畜禽产业链附属业务。考虑到该部分业务非公司的主要经营重心，预计其他业务未来3年营收为0.73/0.84/0.92亿元，毛利率为5%/5%/5%，对应毛利0.04/0.04/0.05亿元。

表10：华统股份业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
屠宰业务						
收入（亿元）	74.8	85.2	79.5	115.2	207.9	295.3
增速	50.1%	13.8%	-6.7%	44.9%	80.5%	42.0%
毛利（亿元）	3.9	2.9	1.9	6.9	10.4	14.5
增速	27.4%	-27.1%	-32.2%	257.8%	50.4%	39.2%
毛利率	5.1%	3.2%	2.4%	6.0%	5.0%	4.9%
养殖业务						
收入（亿元）				29.2	70.4	103.3
增速				775.5%	141.5%	46.6%
毛利（亿元）				5.1	22.5	45.7
增速					342.4%	103.3%
毛利率				17.4%	31.9%	44.3%
其他业务						
收入（亿元）				0.73	0.84	0.92
增速					15%	10%
毛利（亿元）				0.04	0.04	0.05
增速				12%	15%	10%
毛利率				5%	5%	5%
合计						
总营收（亿元）	77.1	88.4	83.4	145.1	279.1	399.5
增速	50.6%	14.7%	-5.6%	73.9%	92.4%	43.1%
毛利（亿元）	4.1	3.0	2.3	12.0	32.9	60.2
增速	27.2%	-27.7%	-23.8%	429.9%	173.7%	83.0%
毛利率	5.3%	3.4%	2.7%	8.3%	11.8%	15.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年营收145/279/399亿元，同比+73.9%/92.4%/43.1%，毛利率8.3%/11.8%/15.1%，毛利12/33/60亿元，同比+429.9%/173.7%/83.0%。

未来3年业绩预测

表11：未来3年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8342	14505	27915	39949
营业成本	8115	13302	24623	33925
销售费用	64	109	195	260
管理费用	116	199	346	482
财务费用	106	177	176	134
营业利润	(205)	619	2562	5036
利润总额	(228)	659	2592	5051
归属于母公司净利润	(192)	469	1870	3634
EPS	-0.42	0.77	3.09	6.00
ROE	-12%	25.1%	57.1%	71.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司22-24年收入分别为145.05、279.15、399.49亿元，归属母公司净利润4.69/18.70/36.34亿元，利润年增速分别为343.7%/298.8%/94.3%。每股收益分别为0.77/3.09/6.00元。

盈利预测的敏感性分析

表12：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	8,836	8,342	14,629	28,423	40,920
(+/-%)	14.7%	-5.6%	75.4%	94.3%	44.0%
净利润(百万元)	135	-192	673	2285	4255
(+/-%)	2.6%	-242.5%	449.5%	239.7%	86.2%
摊薄EPS	0.30	-0.42	1.11	3.77	7.02
中性预测					
营业收入(百万元)	8,836	8,342	14,505	27,915	39,949
(+/-%)	14.7%	-5.6%	73.9%	92.4%	43.1%
净利润(百万元)	135	-192	469	1870	3634
(+/-%)	2.6%	-242.5%	343.7%	298.8%	94.3%
摊薄EPS(元)	0.30	-0.42	0.77	3.09	6.00
悲观的预测					
营业收入(百万元)	8,836	8,342	14,382	27,412	38,992
(+/-%)	14.7%	-5.6%	72.4%	90.6%	42.2%
净利润(百万元)	135	-192	269	1469	3040
(+/-%)	2.6%	-242.5%	239.5%	446.9%	106.9%
摊薄EPS	0.30	-0.42	0.44	2.42	5.02
总股本(百万股)	448	456	606	606	606

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 31.5-33.1 元, 维持买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 31.7-33.1 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表 13: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	50.56%	14.67%	-5.59%	73.88%	92.44%	43.11%	20.00%	12.00%
营业成本/营业收入	94.65%	96.63%	97.27%	91.71%	88.21%	84.92%	90.00%	95.50%
管理费用/营业收入	1.84%	1.18%	1.31%	1.30%	1.20%	1.18%	1.20%	1.18%
销售费用/销售收入	1.01%	0.53%	0.77%	0.75%	0.70%	0.65%	0.70%	0.73%
营业税及附加/营业收入	0.12%	0.12%	0.21%	0.17%	0.10%	0.15%	0.14%	0.20%
所得税税率	4.22%	4.91%	-8.28%	5.00%	4.00%	4.20%	5.09%	5.50%
股利分配比率	26.27%	56.47%	-73.49%	30.00%	25.00%	50.00%	35.00%	36.67%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表 14: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.18	T	5.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.76%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.54
公司股价 (元)	22.57	Ke	13.26%
发行在外股数 (百万)	606	E/(D+E)	75.83%
股票市值 (E, 百万元)	13677	D/(D+E)	24.17%
债务总额 (D, 百万元)	4359	WACC	11.27%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 31.7-33.1 元。

表 15: 华统股份 FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	833.3	2,653.5	5,121.7	3,683.3	1,134.5
所得税税率	5.00%	4.00%	4.20%	5.09%	5.50%
EBIT*(1-所得税税率)	791.7	2,547.4	4,906.6	3,495.8	1,072.1
折旧与摊销	441.7	565.6	624.4	668.0	702.1
营运资金的净变动	80.9	11.8	(163.3)	(155.4)	(28.8)
资本性投资	(1,500.0)	(900.0)	(600.0)	(500.0)	(400.0)
FCFF	(185.6)	2,224.8	4,767.6	3,508.5	1,345.5
PV(FCFF)	(166.8)	1,796.9	3,460.4	2,288.6	788.7
核心企业价值	23,739.3				
减: 净债务	4,118.4				
股票价值	19,620.9				
每股价值	32.38				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		11.1%	11.2%	11.27%	11.4%	11.5%
永续 增长 率变 化	2.4%	33.80	33.39	33.00	32.60	32.22
	2.2%	33.47	33.07	32.68	32.30	31.92
	2.0%	33.15	32.76	32.38	32.00	31.64
	1.8%	32.84	32.46	32.09	31.72	31.37
	1.6%	32.55	32.18	31.81	31.45	31.10

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 31.5-33.1 元

我们预计华统股份 2022-2024 年 EPS 分别为 0.77/3.09/6.00, 考虑到猪周期景气上行, 同时, 随着 2022 年华统股份养殖产能开始稳步放量, 公司的养殖业务属性增强, 有望成为公司的盈利主要贡献来源。因此我们主要选取与公司同行业的生猪养殖公司进行比较, 分别为牧原股份、傲农生物、巨星农牧。

1) 牧原股份: 其为生猪行业龙头, 同时发力下游布局屠宰业务, 过去周期中牧原的出栏成长性以及盈利兑现性已获得市场认可, 因此 PE 估值水平位于市场前列, 考虑到华统股份与牧原股份的单位收益基本相当, 而且出栏成长性更强, 因此我们认为华统股份的估值水平未来或可与牧原股份匹敌。

2) 傲农生物: 其主营生猪养殖以及饲料动保、食品加工等相关产业链业务, 2021 年实现生猪出栏 325 万头, 当前养殖产能集中在母猪端, 商品猪产能正处于放量的阶段, 考虑到华统股份在做稳屠宰主业的基础上发展养殖业务, 其底部周期资金更为充足, 后续扩张增速可能更快, 业绩弹性更大, 因此我们给予华统股份较高的估值溢价。

3) 巨星农牧: 其主营生猪养殖、饲料、皮革等业务, 2021 年实现生猪出栏 81.7 万头, 考虑到华统股份的出栏成长性更高, 未来业绩弹性可能更大, 同时华统拥有的养殖产能储备更为充足, 因此我们认为华统股份理应享有较高的估值溢价。

上述可比公司 2023 年 PE 平均值为 9.6, 综合考虑, 我们合理预计华统股份 2023 年 PE 水平应为 10.2-10.7, 对应公司股票合理估值区间为 31.5-33.1 元。

表 17: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002714.SZ	牧原股份	买入	59.60	3,172	1.23	5.56	49	10.7
603363.SH	傲农生物	买入	22.92	186	-0.49	2.76	-47	8.3
603477.SH	巨星农牧	买入	32.58	165	0.48	3.29	68	9.9
	平均值						23	9.6
002840.SZ	华统股份	买入	22.57	137	0.77	3.09	29	7.3

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测 (华统股份外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测)

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 31.5-33.1 元之间, 相对于公司目前股价有 40%-50% 溢价空间。考虑公司单位超额收益领先行业, 且具备较好的成长性, 维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 31.5-33.1 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年养殖业务增速的预测,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对猪价修复的估计偏乐观,我们预计 2022-2024 年公司商品猪销售均价分别为 19.5 元/公斤、22 元/公斤、25 元/公斤,导致未来生猪养殖业务的利润增速值偏高,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 2、可能由于对公司产能扩张的进展估计偏乐观,我们预计 2022-2024 年公司屠宰销量的增速分别为 37%、60%、25%,生猪出栏量分别为 130 万头、300 万头、500 万头,导致未来屠宰业务和生猪养殖业务收入增速值偏高,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 3、可能由于对公司管理费用的估计偏乐观,我们预计公司的管理费用率将随产能利用率的提升呈现稳步下降的趋势,导致未来管理费用率偏低,从而导致盈利偏乐观的风险。

生猪价格大幅波动风险

过去一年来生猪价格波动幅度较大,而公司持续加码养殖业务,未来盈利受到生猪价格直接影响的比例或将提升,因此如果生猪价格出现较大波动,会直接导致公司的盈利水平随之大幅波动。

原料价格大幅波动风险

饲料成本占养殖成本的比例较大,如果玉米、豆粕等原材料价格上涨幅度过大,将拉低公司的盈利水平。

不可控的动物疫情引发的潜在风险

公司主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成公司的生猪高死亡率，造成公司严重损失。

新业务开拓及新员工引进引发的潜在风险

养殖业务作为公司新兴业务，未来将引进大批次养殖人才，如果发生新员工工作效率不及预期的情况，可能会导致公司费用率上升，拉低公司的盈利水平。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	576	424	538	2003	4262	营业收入	8836	8342	14505	27915	39949
应收款项	81	81	139	242	329	营业成本	8539	8115	13302	24623	33925
存货净额	367	525	675	1304	1924	营业税金及附加	10	17	24	28	60
其他流动资产	242	245	438	808	1178	销售费用	47	64	109	195	260
流动资产合计	1265	1275	1790	4357	7693	管理费用	110	116	199	346	482
固定资产	2724	4847	5744	6136	6153	研发费用	22	22	38	70	100
无形资产及其他	245	266	255	244	234	财务费用	29	106	177	176	134
投资性房地产	567	727	727	727	727	投资收益	3	46	3	5	8
长期股权投资	196	22	152	232	312	资产减值及公允价值变动	4	201	(40)	80	40
资产总计	4996	7136	8668	11697	15118	其他收入	68	(377)	(38)	(70)	(100)
短期借款及交易性金融负债	794	1464	1007	1089	1187	营业利润	177	(205)	619	2562	5036
应付款项	227	569	511	1114	1757	营业外净收支	(7)	(23)	40	30	15
其他流动负债	263	250	404	782	993	利润总额	170	(228)	659	2592	5051
流动负债合计	1285	2283	1922	2984	3937	所得税费用	8	19	33	104	212
长期借款及应付债券	1142	2152	3352	3352	3352	少数股东损益	26	(54)	157	618	1205
其他长期负债	342	586	840	940	990	归属于母公司净利润	135	(192)	469	1870	3634
长期负债合计	1484	2739	4193	4293	4343	现金流量表（百万元）					
负债合计	2768	5022	6115	7277	8279	净利润	135	(192)	469	1870	3634
少数股东权益	522	573	683	1147	1749	资产减值准备	6	197	132	33	10
股东权益	1706	1542	1870	3273	5090	折旧摊销	126	250	442	566	624
负债和股东权益总计	4996	7136	8668	11697	15118	公允价值变动损失	(4)	(201)	40	(80)	(40)
						财务费用	29	106	177	176	134
关键财务与估值指标						营运资本变动	64	448	81	12	(163)
每股收益	0.30	(0.42)	0.77	3.09	6.00	其它	5	(292)	(22)	431	593
每股红利	0.17	0.31	0.23	0.77	3.00	经营活动现金流	333	209	1142	2831	4657
每股净资产	3.81	3.38	3.09	5.40	8.40	资本开支	0	(2764)	(1500)	(900)	(600)
ROIC	4%	1%	14%	38%	70%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8%	-12%	25%	57%	71%	投资活动现金流	(139)	(2591)	(1630)	(980)	(680)
毛利率	3%	3%	8%	12%	15%	权益性融资	0	174	0	0	0
EBIT Margin	1%	0%	6%	10%	13%	负债净变化	473	1069	700	0	0
EBITDA Margin	3%	3%	9%	12%	14%	支付股利、利息	(76)	(141)	(141)	(468)	(1817)
收入增长	15%	-6%	74%	92%	43%	其它融资现金流	(758)	200	(457)	81	98
净利润增长率	3%	-242%	344%	299%	94%	融资活动现金流	36	2230	602	(386)	(1719)
资产负债率	66%	78%	78%	72%	66%	现金净变动	230	(152)	114	1465	2259
息率	0.7%	1.4%	1.4%	4.5%	17.6%	货币资金的期初余额	346	576	424	538	2003
P/E	74.9	(53.5)	29.2	7.3	3.8	货币资金的期末余额	576	424	538	2003	4262
P/B	5.9	6.7	7.3	4.2	2.7	企业自由现金流	0	(2060)	(186)	2225	4768
EV/EBITDA	55.0	59.7	15.5	6.5	3.8	权益自由现金流	0	(790)	(111)	2137	4738

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032