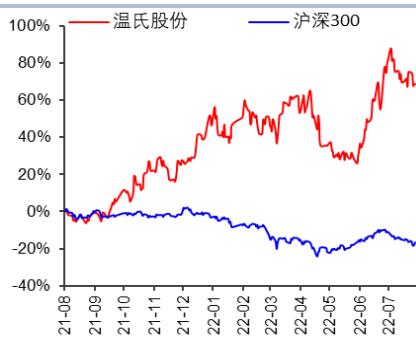


Q2 生猪业务亏损收窄，生猪综合成本再降

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-07

收盘价（元）	23.16
近 12 个月最高/最低（元）	26.25/12.86
总股本（百万股）	6,546
流通股本（百万股）	5,336
流通股比例（%）	81.5
总市值（亿元）	1516
流通市值（亿元）	1236

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

- 《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
- 《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
- 《温氏股份 (300498) 一季报点评：猪价拖累 Q1 业绩，生猪业务综合成本 18 元》2022-04-27

主要观点：
● 受生猪养殖业务拖累，1H2022 亏损 35.2 亿元。

公司公布半年度业绩快报：1H2022 实现营业收入 315.4 亿元，同比上升 3%，扣非前亏损 35.2 亿元，扣非后亏损 38.4 亿元。公司亏损主要因为，生猪养殖行业景气低迷，公司生猪养殖业务亏损。

● Q2 生猪业务亏损收窄，生猪综合成本降至 17 元。

公司从育种环节到肉猪生产环节的整个流程基本恢复正常，上市率、料肉比等生产成绩均稳步向好。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，其中，存货减值准备约 10 亿元。2022Q2 公司生猪出栏量 398.2 万头，同比大增 53.7%，逐月看，4-6 月公司生猪销量分别为 142.7 万头、132.34 万头、123.2 万头，生猪销售均价分别为 13.33 元/公斤、15.74 元/公斤、17.1 元/公斤，公司生猪综合成本已降至 17-18 元/公斤，对应 2022Q2 生猪养殖业务亏损 11-12 亿元，由于猪价回暖，存货减值 10 亿元基本于 Q2 转回。

● 1H2022 肉鸡出栏量 4.88 亿羽，黄羽鸡盈利约 5 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；公司优化饲料配方对冲饲料原料价格上涨冲击，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；2022Q2 公司肉鸡出栏量 2.617 亿羽，同比微增 1.5%；逐月看，4-6 月公司肉鸡销量分别为 8598 万羽、8934 万羽、8638 万羽，肉鸡销售均价分别为 13.3 元/公斤、13.5 元/公斤、14.6 元/公斤。公司黄羽鸡完全成本 6.7-6.75 元/斤，我们估计 1H2022 黄羽鸡盈利约 5 亿元。

● 生猪价格已步入上行周期，黄羽鸡价格有望维持高位。

7月初猪价创出非瘟疫情前新高，我们判断，经过短期调整，猪价有望再次步入上行通道。首先，从猪细小病毒疫苗、猪乙型脑炎疫苗批签发数据同比变化，大型上市猪企能繁母猪本轮去化逾 10%，以及猪价淡季创出非瘟前新高，均反映市场低估了本轮产能去化程度；其次，去年 6 月生猪养殖行业陷入亏损，部分养殖户开始选择延迟配种，去年 9 月猪价达到本轮最低点，延迟配种对今年出栏的影响至少会延续到 9 月。

2020 年全国黄羽肉毛鸡单只平均亏损 1.21 元，亏损幅度仅次于受 H7N9 影响的 2013 年；2021 年黄羽肉毛鸡单只小幅盈利 0.42 元，行业继续去产能，2021 年全国在产祖代/在产父母代肉种鸡年均存栏量分别为 151.45 万套、4047.15 万套，同比分别下降 1.3%、5.9%；目前，黄羽在产父母代存栏、父母代鸡苗销量均处 2018 年以来低位，我们预计，黄羽鸡价格有望维持高位。

● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司生猪出栏量 1800 万头、2700 万头、3500 万头，同比分别增长 36.2%、50.0%、29.6%，对应归母净利润 2.39 亿元、122.05 亿元、192.82 亿元，对应 EPS0.04 元、1.86 元、2.95 元。生猪价格已步入新一轮上行周期，黄羽鸡价格有望维持高位，现给予公司生猪头均市值 1 万元，对应生猪业务 1800 亿元市值，肉鸡业务 300 亿元市值，目标市值 2100 亿元，合理估值 32.08 元，维持“买入”评级。

风险提示

疫情；猪价上涨不及预期。

● 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	84711	109745	134740
收入同比 (%)	-13.3%	30.4%	29.6%	22.8%
归属母公司净利润	-13404	239	12205	19282
净利润同比 (%)	-280.5%	101.8%	5012.2%	58.0%
毛利率 (%)	-8.3%	10.4%	18.7%	20.8%
ROE (%)	-41.3%	0.7%	26.9%	29.8%
每股收益 (元)	-2.11	0.04	1.86	2.95
P/E	—	635.03	12.42	7.86
P/B	3.89	4.57	3.34	2.34
EV/EBITDA	-26.43	36.84	11.68	7.93

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	43409	57505	80623	营业收入	64965	84711	109745	134740
现金	7633	11668	19992	36425	营业成本	70356	75875	89234	106670
应收账款	412	537	696	854	营业税金及附加	109	142	184	226
其他应收款	2362	3080	3990	4899	销售费用	813	813	789	812
预付账款	857	924	1087	1299	管理费用	4759	4759	4521	4657
存货	14944	16116	18953	22657	财务费用	1163	2080	2691	3056
其他流动资产	9382	11084	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	424	549	674
固定资产	35404	40404	43404	45404	营业利润	-12964	348	12075	19010
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	116745	140979	173234	利润总额	-13144	234	11961	18896
流动负债	19685	20900	23805	27584	所得税	404	-7	-367	-580
短期借款	1757	1757	1757	1757	净利润	-13548	241	12328	19477
应付账款	5027	5421	6376	7621	少数股东损益	-143	2	123	195
其他流动负债	12901	13722	15673	18206	归属母公司净利润	-13404	239	12205	19282
非流动负债	42355	60355	69355	78355	EBITDA	-6042	5385	17048	24173
长期借款	18385	28385	33385	38385	EPS (元)	-2.11	0.04	1.86	2.95
其他非流动负债	23969	31969	35969	39969					
负债合计	62039	81255	93160	105939					
少数股东权益	2301	2304	2427	2622					
股本	6352	6352	6352	6352					
资本公积	5510	5510	5510	5510					
留存收益	20586	21325	33530	52812					
归属母公司股东权	32448	33186	45392	64673					
负债和股东权益	96788	116745	140979	173234					
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	3750	15556	22967	成长能力				
净利润	-13404	239	12205	19282	营业收入	-13.3%	30.4%	29.6%	22.8%
折旧摊销	5634	3050	3050	3050	营业利润	-254.6%	102.7%	3368.7%	57.4%
财务费用	1313	2137	2779	3206	归属于母公司净利	-280.5%	101.8%	5012.2%	58.0%
投资损失	-794	-424	-549	-674	获利能力				
营运资金变动	2498	-1869	-2166	-2207	毛利率 (%)	-8.3%	10.4%	18.7%	20.8%
其他经营现金流	-10383	2724	14609	21797	净利率 (%)	-20.6%	0.3%	11.1%	14.3%
投资活动现金流	-10253	-15578	-13453	-12328	ROE (%)	-41.3%	0.7%	26.9%	29.8%
资本支出	-9664	-7190	-5190	-4190	ROIC (%)	-15.1%	2.4%	12.0%	14.7%
长期投资	-710	-710	-710	-710	偿债能力				
其他投资现金流	121	-7678	-7553	-7428	资产负债率 (%)	64.1%	69.6%	66.1%	61.2%
筹资活动现金流	17005	15863	6221	5794	净负债比率 (%)	178.5%	228.9%	194.8%	157.4%
短期借款	-2234	0	0	0	流动比率	1.81	2.08	2.42	2.92
长期借款	11224	10000	5000	5000	速动比率	1.00	1.26	1.57	2.05
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	0.73	0.78	0.78
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	4035	8325	16433	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	0.04	1.86	2.95
					每股经营现金流	0.12	0.57	2.38	3.51
					每股净资产	4.96	5.07	6.93	9.88
					估值比率				
					P/E	—	635.03	12.42	7.86
					P/B	3.89	4.57	3.34	2.34
					EV/EBITDA	-26.43	36.84	11.68	7.93

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。