

猪鸡业务共振，生猪养殖成本再降

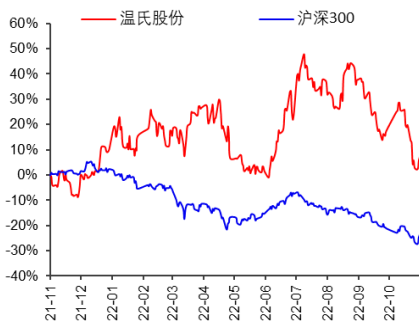
投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-2

主要观点：

收盘价（元）	18.69
近 12 个月最高/最低（元）	26.25/15.76
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）	1223
流通市值（亿元）	997

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) 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
2. 《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
3. 《温氏股份 (300498) 中期业绩快报点评：Q2 生猪业务亏损收窄，生猪综合成本再降》2022-08-07

● Q3 归母净利 41.1 亿元，实现第二个单季盈利

公司公布三季报：1-9 月实现营业收入 558.6 亿元，同比增长 20%，归母净利 6.86 亿元，同比增长 107%；Q3 实现营业收入 243.3 亿元，同比增长 52.6%，归母净利 42.1 亿元，同比增长 158.4%。

● Q3 生猪业务盈利约 31 亿元，生猪养殖综合成本降至 16.8 元

2022 年 1-9 月，公司生猪出栏量 1241.9 万头，同比增长 38%。分季度看，Q1、Q2、Q3 分别出栏生猪 402.4 万头、398.2 万头、441.3 万头，同比分别增长 91.9%、53.8%、2.9%。今年 7-9 月，公司商品猪销售均价分别为 22.06 元/公斤、21.89 元/公斤、23.89 元/公斤，均重分别为 117.1 公斤、118.1 公斤、121.9 公斤，考虑到综合成本 16.8 元/公斤，公司生猪业务盈利约 31 亿元。生猪业务各项生产指标持续好转，9 月末公司高质量能繁母猪存栏量提升至 130 万头，后备母猪存栏充裕，9 月末配种分娩率提升至 85%，9 月窝均健仔数约 10.7 头，已基本回升至非瘟前水平，9 月 PSY 约 20 头，上市率提升至 90%。

● Q3 肉鸡业务盈利约 21.7 亿元，肉鸡养殖成本 7 元/斤

2022 年 1-9 月，公司肉鸡出栏量 7.83 亿羽，同比下降 0.7%。分季度看，Q1、Q2、Q3 分别出栏肉鸡 2.27 亿羽、2.62 亿羽、2.95 亿羽，同比分别增长 0.1%、1.5%、-3.1%。今年 7-9 月，公司肉鸡销售均价分别为 16.38 元/公斤、18.01 元/公斤、18.97 元/公斤，均重 1.91-1.95 公斤，考虑到综合成本 7 元/斤，公司肉鸡业务盈利约 21.7 亿元。公司强抓肉鸡生产技术与管理，禽业生产成绩保持历史高位，肉鸡上市率稳定在 95% 左右，料肉比小幅下降至 2.89。

● 资产负债率降至 60.72%，猪鸡价格有望维持相对高位

受益于猪鸡价格上涨带来的盈利和现金流改善，9 月末，公司资产负债率 60.72%，较二季末下降 5 个百分点。我们根据农业部能繁母猪存栏量变化推算，明年 4 月前，生猪出栏量将呈现逐月环比下降趋势，猪价有望维持高位；由于二元母猪补栏较为理性，明年 5 月之后猪价或缓慢下行。2022 年第 38 周（9.19-9.25），黄羽在产父母代存栏、父母代鸡苗销量均处 2018 年以来底部区域，黄羽鸡价格有望维持相对高位。

● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司生猪出栏量 1800 万头、2600 万头、3400 万头，同比分别增长 36.2%、44.4%、30.8%，对应归母净利润 64.03 亿元、126.47 亿元、82.39 亿元，同比分别增长 147.8%、97.5%、-34.9%，归母净利润前值是 2.39 亿元、122.05 亿元、192.82 亿元，本次调整幅度较大的原因是，Q3 猪价和黄羽鸡价格超预期上涨。据我们判断，2023 年猪、鸡价格有望维持相对高位，公司作为我国第二大生猪养殖企业、第一大黄羽鸡养殖企业，有望充分受益猪鸡高景气，维持公司“买入”评级不变。

风险提示

疫情；猪价高位时间低于预期。

● 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	90055	111855	126774
收入同比（%）	-13.3%	38.6%	24.2%	13.3%
归属母公司净利润	-13404	6403	12647	8239
净利润同比（%）	-280.5%	147.8%	97.5%	-34.9%
毛利率（%）	-8.3%	16.0%	18.6%	13.5%
ROE（%）	-41.3%	16.2%	24.2%	13.6%
每股收益（元）	-2.11	0.98	1.93	1.26
P/E	—	18.87	9.56	14.67
P/B	3.89	3.06	2.32	2.00
EV/EBITDA	-26.43	14.57	9.53	12.68

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	35589	49792	64762	76972	营业收入	64965	90055	111855	126774
现金	7633	17871	26755	32435	营业成本	70356	75657	91034	109697
应收账款	412	571	709	803	营业税金及附加	109	151	187	212
其他应收款	2362	3274	4067	4610	销售费用	813	789	812	837
预付账款	857	922	1109	1336	管理费用	4759	4283	4412	4544
存货	14944	16070	19336	23300	财务费用	1163	2080	2645	3005
其他流动资产	9382	11084	12786	14488	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	450	559	634
固定资产	35404	40404	43404	45404	营业利润	-12964	6389	12508	8188
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	123129	148236	169583	利润总额	-13144	6275	12394	8074
流动负债	19685	20862	24195	28220	所得税	404	-193	-381	-248
短期借款	1757	1757	1757	1757	净利润	-13548	6468	12775	8322
应付账款	5027	5406	6504	7838	少数股东损益	-143	65	128	83
其他流动负债	12901	13700	15934	18626	归属母公司净利润	-13404	6403	12647	8239
非流动负债	42355	60355	69355	78355	EBITDA	-6042	11389	17420	13356
长期借款	18385	28385	33385	38385	EPS (元)	-2.11	0.98	1.93	1.26
其他非流动负债	23969	31969	35969	39969					
负债合计	62039	81217	93549	106575					
少数股东权益	2301	2366	2494	2577					
股本	6352	6546	6546	6546					
资本公积	5510	5510	5510	5510					
留存收益	20586	27489	40136	48375					
归属母公司股东权	32448	39545	52192	60431					
负债和股东权益	96788	123129	148236	169583					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	766	9733	16104	12254	成长能力				
净利润	-13404	6403	12647	8239	营业收入	-13.3%	38.6%	24.2%	13.3%
折旧摊销	5634	3050	3050	3050	营业利润	-254.6%	149.3%	95.8%	-34.5%
财务费用	1313	2137	2779	3206	归属于母公司净利	-280.5%	147.8%	97.5%	-34.9%
投资损失	-794	-450	-559	-634	获利能力				
营运资金变动	2498	-2086	-2054	-1805	毛利率 (%)	-8.3%	16.0%	18.6%	13.5%
其他经营现金流	-10383	9169	14943	10241	净利率 (%)	-20.6%	7.1%	11.3%	6.5%
投资活动现金流	-10253	-15551	-13442	-12368	ROE (%)	-41.3%	16.2%	24.2%	13.6%
资本支出	-9664	-7190	-5190	-4190	ROIC (%)	-15.1%	8.2%	11.7%	7.4%
长期投资	-710	-710	-710	-710	偿债能力				
其他投资现金流	121	-7651	-7542	-7468	资产负债率 (%)	64.1%	66.0%	63.1%	62.8%
筹资活动现金流	17005	16057	6221	5794	净负债比率 (%)	178.5%	193.8%	171.1%	169.1%
短期借款	-2234	0	0	0	流动比率	1.81	2.39	2.68	2.73
长期借款	11224	10000	5000	5000	速动比率	1.00	1.57	1.83	1.85
普通股增加	-22	194	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	0.75	0.75
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	10239	8883	5680	应付账款周转率	14.00	14.00	14.00	14.00

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	-2.11	0.98	1.93	1.26	P/E	—	18.87	9.56	14.67
每股经营现金流	0.12	1.49	2.46	1.87	P/B	3.89	3.06	2.32	2.00
每股净资产	4.96	6.04	7.97	9.23	EV/EBITDA	-26.43	14.57	9.53	12.68

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。