

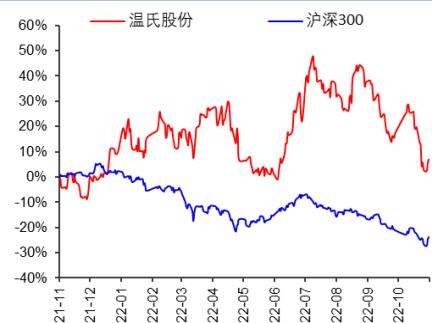
猪鸡业务共振，生猪养殖成本再降

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-2

| | |
|-----------------|-------------|
| 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

- 《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
- 《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

主要观点：

● 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。

单位:百万元

● 重要财务指标

| 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 | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|-------|--------|--------|
| 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 | | | | 单位:百万元 | 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 | 9733 | 16104 | 12254 | | | | | |
| 净利润 | -13404 | 6403 | 12647 | 8239 | | | | | |
| 折旧摊销 | 5634 | 3050 | 3050 | 3050 | | | | | |
| 财务费用 | 1313 | 2137 | 2779 | 3206 | | | | | |
| 投资损失 | -794 | -450 | -559 | -634 | | | | | |
| 营运资金变动 | 2498 | -2086 | -2054 | -1805 | | | | | |
| 其他经营现金流 | -10383 | 9169 | 14943 | 10241 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -10253 | -15551 | -13442 | -12368 | | | | | |
| 资本支出 | -9664 | -7190 | -5190 | -4190 | | | | | |
| 长期投资 | -710 | -710 | -710 | -710 | | | | | |
| 其他投资现金流 | 121 | -7651 | -7542 | -7468 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | 17005 | 16057 | 6221 | 5794 | | | | | |
| 短期借款 | -2234 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 长期借款 | 11224 | 10000 | 5000 | 5000 | | | | | |
| 普通股增加 | -22 | 194 | 0 | 0 | | | | | |
| 资本公积增加 | 102 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他筹资现金流 | 7934 | 5863 | 1221 | 794 | | | | | |
| 现金净增加额 | 7514 | 10239 | 8883 | 5680 | | | | | |

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。