

华统股份 (002840.SZ)

买入

2023 半年报点评：2023Q2 成本进一步下降，单位超额收益优势显著

核心观点

养殖成本稳步下降，单位超额收益优势再次验证。公司 2023H1 营收 41.18 亿元，同比+6.75%，归母净利-3.56 亿元，同比扩亏 503.21%；2023Q2 营收 21.32 亿元，同比略降 0.33%，归母净利润-2.52 亿元，同比扩亏 973.84%。公司生猪出栏大幅扩张，2023H1 合计出栏生猪 115.3 万头，同比+137%，2023Q2 合计出栏生猪 61.9 万头，同比+91%，由于今年上半年生猪价格持续低位，因此 2023 上半年公司业绩亏损较上年同期扩大。单二季度来看，在合并报表层面，公司净利润亏损约 2.56 亿元，权益占比提升至 95%以上，对信用及存货计提减值约 0.93 亿元。我们认为公司 2023Q2 业绩表现符合预期，养猪业务表现较好，预计 2023Q2 养猪业务经营利润可能接近亏损 1.5 亿元，单头肥猪亏损接近 350-400 元，测算得出生猪养殖完全成本接近 17.5 元/公斤，相对一季度完全成本稳步下降，彰显其养猪业务发展向好趋势，相较行业超额收益优势显著。

现金流状况良好，养殖产能加快投放。截至 2023Q2 末，公司货币资金达 8.04 亿元，现金储备充裕；资产负债率达 71.59%，由于银行借款增加环比上升，但较同行仍较低。公司 2023Q2 末固定资产达 38.98 亿元，较 2023Q1 末增长 4.0%；生产性生物资产达 2.49 亿元，较 2023Q1 末减少 13%，公司从 2022Q3 起进行高价低效母猪淘汰工作，2023Q2 基本完成。目前公司已在浙江省内建成 300 万头以上的自繁自养一体化楼房养殖产能，同时也在积极布局其他养殖产能，我们预计公司 2023-2024 年出栏约 230-240 万头、400-500 万头，有望成为新一轮周期成长股，是本轮猪周期出栏增速最快的企业之一。

华统拥有三大核心优势，有望铸就单位超额收益+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，一是浙江属于生猪销区，当地商品猪均价高于全国均价接近 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。**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，且拥有种猪等成本优势。**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资金来源；此外，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资金保障。

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。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2023-2025 年归母净利 0.09/6.95/35.88 亿元，EPS 分别为 0.01/1.15/5.92 元，对应当前股价 PE 分别为 995/13/3 X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,342	9,452	10,788	16,254	26,850
(+/-%)	-5.6%	13.3%	14.1%	50.7%	65.2%
净利润(百万元)	-192	88	9	695	3588
(+/-%)	-242.5%	-145.6%	-89.8%	7667.3%	415.9%
每股收益(元)	-0.42	0.14	0.01	1.15	5.92
EBIT Margin	0.1%	3.0%	3.6%	7.2%	16.4%
净资产收益率 (ROE)	-12.5%	3.3%	0.3%	21.7%	57.4%
市盈率 (PE)	-34.8	101.6	995.1	12.8	2.5
EV/EBITDA	45.7	21.3	17.6	9.4	3.6
市净率 (PB)	4.35	3.33	3.32	2.78	1.43

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·财报点评

农林牧渔·养殖业

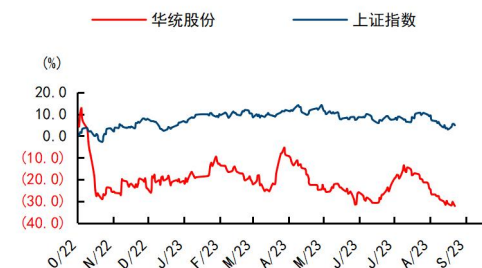
证券分析师：鲁家瑞 **证券分析师：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002 S0980523030001

联系人：江海航
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.51 元
总市值/流通市值	8893/6714 百万元
52 周最高价/最低价	24.57/14.40 元
近 3 个月日均成交额	97.51 百万元

市场走势



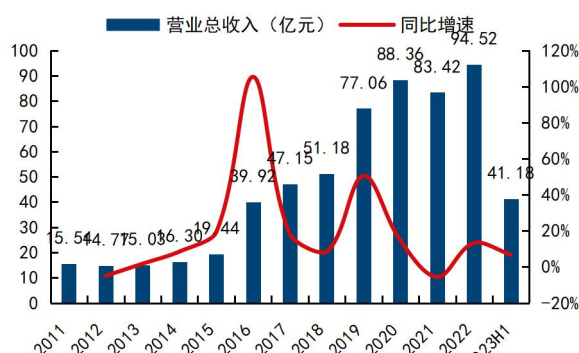
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华统股份 (002840.SZ) -2023 半年报业绩预告点评：成本逐季改善，出栏成长凸显》——2023-07-14
 《华统股份 (002840.SZ) -2022 年报及 2023 一季报点评：2023Q1 成本稳步下降，单位超额收益进一步凸显》——2023-04-28
 《华统股份 (002840.SZ) -2 月销售简报点评：出栏同比及环比高增，量价优势逐月验证》——2023-03-19
 《华统股份 (002840.SZ) -2022 年业绩预告点评：四季度养殖成本小幅下降，继续看好 2023 年养殖表现》——2023-01-31
 《华统股份 (002840.SZ) -限制性股票激励落地，助力公司长期发展》——2022-12-19

养殖成本稳步下降，单位超额收益优势再次验证。公司 2023H1 实现营收 41.18 亿元，较上年增长 6.75%，实现归母净利-3.56 亿元，较上年同比扩亏 503.21%。公司 2023Q2 实现营业收入 21.32 亿元，较上年同比略降 0.33%，归母净利润亏损 2.52 亿元，同比扩亏 973.84%。公司生猪养殖出栏大幅扩张，2023H1 合计出栏生猪 115.3 万头，同比增长 137%，2023Q2 合计出栏生猪 61.9 万头，同比增长 91%，由于今年上半年生猪价格持续低位，因此 2023 上半年公司业绩亏损较上年同期扩大。单二季度来看，在合并报表层面，公司净利润亏损约 2.56 亿元，权益占比提升至 95%以上，按照企业会计准则规定和谨慎性原则，公司也对信用及存货进行了减值约 0.93 亿元。我们认为公司 2023Q2 业绩表现符合预期，养猪业务表现较好，预计 2023Q2 养猪业务经营利润可能接近亏损 1.5 亿元，单头肥猪亏损接近 350-400 元，相对行业的单位超额收益优势显著。

图1：华统股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



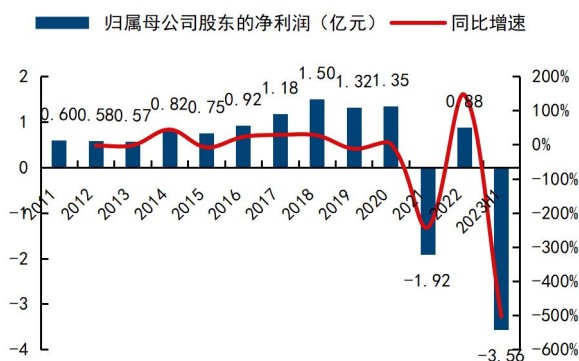
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华统股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



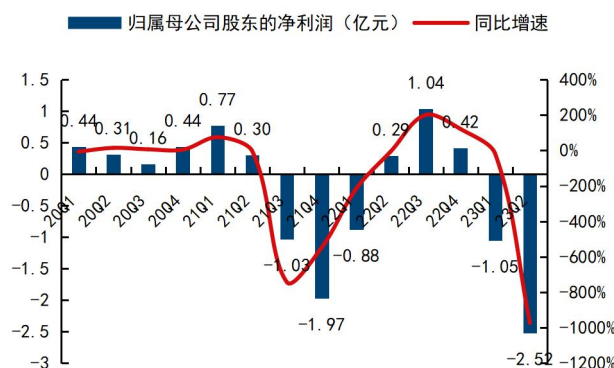
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华统股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华统股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

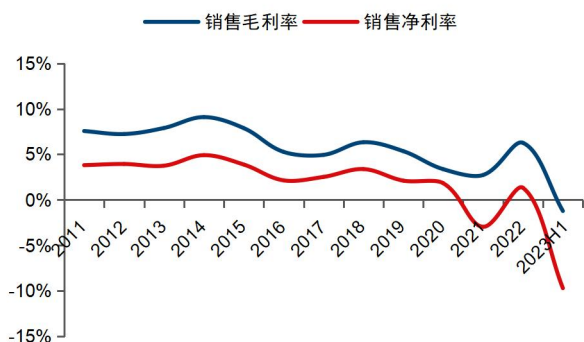


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利水平受 2023H1 猪价低迷影响同比下滑，费用率水平由于产能扩张略有提升。公司 2023H1 销售毛利率-1.22%，相较 2022 年减少 7.48pct；销售净利率-9.70%，相较 2022 年减少 11.02pct，公司毛利率下降主要系 2023H1 猪价深度亏损，阶段性盈利承压。另外，从费用率来看，整体受到产能扩张影响，有所提升，公司 2023H1 销售费用率 1.10%（较 22 年全年+0.25pct），主要系销售人员增加导致薪酬费用以及招待费用增加；管理费用率 2.85%（较 22 年全年+1.02pct），主要系股权激励

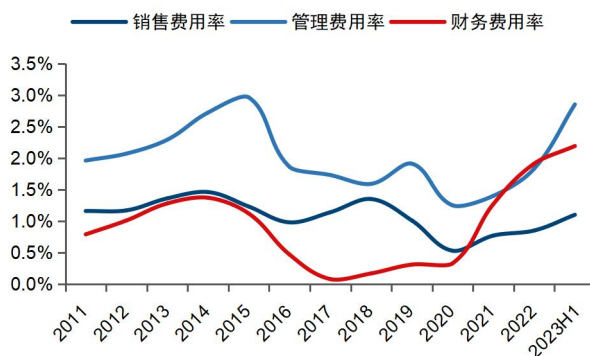
励费用增加所致；财务费用率 2.19%（较 22 年全年+0.28pct），主要系银行存款增加，及猪场投产后停止财务费用资本化所致；三项费用率合计 6.14%，整体较 2022 年全年上升 1.55pct，预计未来随公司养殖产能利用率上升，有望实现改善。

图5：华统股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

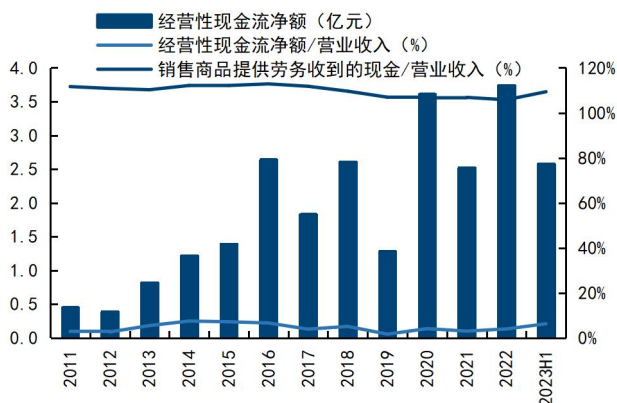
图6：华统股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

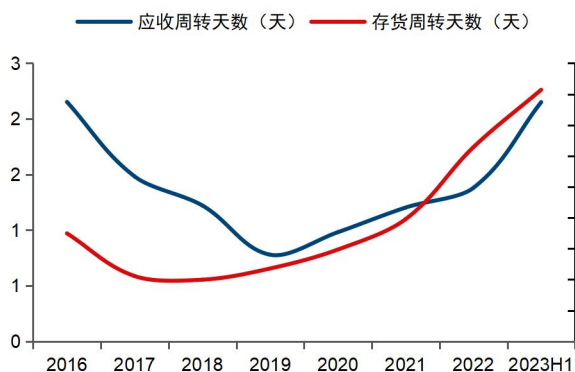
经营性现金流有所收紧，应收及存货周转率小幅提升。2023H1 经营性现金流净额 2.58 亿元（较 22 年全年-31.02%），经营性现金流净额占营业收入比例为 6.26%（较 22 年全年+58.08%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 109.36%（较 22 年全年+3.37%）。在主要流动资产周转方面，2023H1 公司应收周转天数为 2.15 天（较 22 年全年+55.8%），存货周转天数达 40.7 天（较 22 年+29.54%），周转效率受生猪业务规模扩大影响有所拉长。

图7：华统股份经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华统股份主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司产能逐月兑现，成长性及估值修复空间足够，而且浙江养猪产能具备稀缺性，属于农业养殖的核心资产，继续重点推荐。预计 2023-2025 年归母净利 0.09/6.95/35.88 亿元，EPS 分别为 0.01/1.15/5.92 元，对应当前股价 PE 分别为 995/13/3 X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
000895.SZ	双汇发展	26.83	930	1.62	1.76	1.89	17	15	14	买入
002726.SZ	龙大美食	7.50	81	0.07	0.11	0.21	107	68	36	买入
603477.SH	巨星农牧	26.46	134	0.31	-0.28	1.4	85	-95	19	买入
600975.SH	新五丰	8.71	110	-0.09	-0.8	-0.37	-97	-11	-24	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	424	998	1096	1733	5481	营业收入	8342	9452	10788	16254	26850
应收款项	81	90	111	146	228	营业成本	8115	8861	10052	14591	21638
存货净额	525	1022	1001	1359	1790	营业税金及附加	17	17	20	20	46
其他流动资产	245	227	290	434	694	销售费用	64	81	90	127	194
流动资产合计	1275	2336	2497	3673	8193	管理费用	116	173	195	284	454
固定资产	4847	5451	6060	6875	7409	研发费用	22	36	40	62	105
无形资产及其他	266	281	270	258	247	财务费用	106	181	171	190	172
投资性房地产	727	776	776	776	776	投资收益	46	(7)	(3)	(4)	10
长期股权投资	22	28	78	158	238	资产减值及公允价值变动	201	46	(200)	(75)	32
资产总计	7136	8872	9681	11740	16863	其他收入	(377)	(46)	(40)	(62)	(105)
短期借款及交易性金融负债	1464	2066	2045	2200	2400	营业利润	(205)	133	16	901	4282
应付款项	569	487	501	691	1111	营业外净收支	(23)	1	(5)	(20)	1
其他流动负债	250	239	293	437	586	利润总额	(228)	134	11	881	4283
流动负债合计	2283	2792	2839	3328	4098	所得税费用	19	9	1	54	267
长期借款及应付债券	2152	1874	2374	3044	3724	少数股东损益	(54)	37	2	132	428
其他长期负债	586	860	1114	1394	1654	归属于母公司净利润	(192)	88	9	695	3588
长期负债合计	2739	2734	3488	4438	5378	现金流量表（百万元）					
负债合计	5022	5526	6328	7766	9476	净利润	(192)	88	9	695	3588
少数股东权益	573	672	673	772	1136	资产减值准备	197	(152)	26	10	8
股东权益	1542	2674	2680	3202	6251	折旧摊销	250	393	477	611	701
负债和股东权益总计	7136	8872	9681	11740	16863	公允价值变动损失	(201)	(46)	200	75	(32)
关键财务与估值指标						财务费用	106	181	171	190	172
每股收益	(0.42)	0.14	0.01	1.15	5.92	营运资本变动	448	(507)	284	86	66
每股红利	0.31	0.32	0.00	0.29	0.89	其它	(292)	108	(25)	89	356
每股净资产	3.38	4.41	4.42	5.28	10.32	经营活动现金流	209	(116)	971	1566	4687
ROIC	1%	5%	6%	15%	53%	资本开支	0	(884)	(1300)	(1500)	(1200)
ROE	-12%	3%	0%	22%	57%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	3%	6%	7%	10%	19%	投资活动现金流	174	(889)	(1350)	(1580)	(1280)
EBIT Margin	0%	3%	4%	7%	16%	权益性融资	(0)	1195	0	0	0
EBITDA Margin	3%	7%	8%	11%	19%	负债净变化	1069	(126)	200	320	280
收入增长	-6%	13%	14%	51%	65%	支付股利、利息	(141)	(191)	(3)	(174)	(538)
净利润增长率	-242%	-146%	-90%	7667%	416%	其它融资现金流	(2390)	1019	(21)	155	200
资产负债率	78%	70%	72%	73%	63%	融资活动现金流	(535)	1580	477	651	342
息率	1.6%	2.1%	0.0%	2.0%	6.0%	现金净变动	(152)	574	98	637	3749
P/E	(34.8)	101.6	995.1	12.8	2.5	货币资金的期初余额	576	424	998	1096	1733
P/B	4.4	3.3	3.3	2.8	1.4	货币资金的期末余额	424	998	1096	1733	5481
EV/EBITDA	45.7	21.3	17.6	9.4	3.6	企业自由现金流	0	(733)	(175)	296	3704
						权益自由现金流	0	161	(155)	592	4023

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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