

华统股份 (002840.SZ)

买入
12月销售月报点评：2023年全年出栏超过230万头，预计成本有望再创新低
◆ 公司研究 · 公司快评
◆ 农林牧渔 · 养殖业
◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
联系人：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：2023年12月份，公司生猪销售数量230,578头（其中仔猪销售0头），环比变动11.34%，同比变动80.04%；生猪销售收入37,414.98万元，环比变动-9.13%，同比变动56.65%；商品猪销售均价13.80元/公斤，比2023年11月份下降1.36%。2023年12月份生猪销售数量同比变动的主要原因为2022年猪场陆续投产2023年产能释放所致。生猪销售收入同比变动的主要原因为销售量增加所致。

国信农业观点：1) 华统12月生猪出栏环比增长，养殖产能稳步上量。2023年全年生猪合计出栏已实现约230.27万头，达成股权激励目标对应的220万头。目前公司能繁存栏接近15万头，预计2024年有望实现400-500万头生猪出栏，继续保持高速增长。2) 华统股份资金储备充裕。从经营情况看，公司发展稳健，养殖成本持续改善，经测算，2023Q3完全成本已下降至16.85元/kg，其养殖产能正处于稳步放量阶段，伴随产能利用率提升及管理改善带来的养殖效率增加，预计2023Q4完全成本下降有望再超预期，或达16.5元/kg以下；同时公司养殖产能拥有销区价格优势，头均养殖净利水平属于行业第一梯队，另外屠宰业务盈利稳定，也能提供较好的现金流。从资金情况来看，截至2023Q3末，公司拥有货币资金6.85亿元，且当前银行授信余额充足，是行业内资金安全垫较高的优质弹性猪企。3) 公司是新一轮猪周期的优质成长股，我们预计公司2024年出栏约400-500万头，是未来几年出栏增速最快的企业之一，当前2024年出栏对应的养殖资产头均市值约2500元，估值潜力凸显。4) 风险提示：行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。5) 投资建议：公司有望成为新一轮周期成长股。公司产能逐月兑现，成本有望持续改善，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。我们维持盈利预测，预计2023-2025年归母净利润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1275/16/3X，维持“买入”评级。

评论：
◆ 公司2023年全年出栏超230万头，预计2024年将继续保持高速增长

公司月度生猪出栏维持环比增长，养殖产能稳步上量。公司2023年12月生猪出栏合计23.06万头（全部为大猪），环比增加11.34%，同比增加80.04%；2023年全年生猪合计出栏已实现约230.27万头，超额完成员工股权激励目标对应的220万头。此外，公司母猪产能储备充裕，目前能繁母猪存栏接近15万头；且资金实力较强，截至2023Q3末，公司拥有货币资金6.85亿元，银行授信余额充足，是行业内资金安全垫较高的优质弹性猪企，预计公司2024年有望实现400-500万头生猪出栏，继续保持高速增长。

◆ 公司养殖成本再创新低，管理能力得到验证。

公司成本逐季改善，管理水平大幅提升。我们根据公司三季度报表进行测算后可得出，公司2023Q3养殖完全成本为16.85元/kg，其养殖产能正处于稳步放量阶段，伴随产能利用率提升及管理改善带来的养殖效率增加，预计2023Q4完全成本下降有望再超预期，或达16.5元/kg以下。此外，公司生猪销价继续维持区域优势，2023年12月商品猪均价为13.8元/kg，高于牧原的13.42元/kg。综合考虑成本及销价优势，华统的头均盈利已达行业

第一梯队水平，单位超额收益显著。

◆ 成本与出栏逐季兑现，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

公司拥有三大核心优势，有望塑造周期成长股，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。当前公司养殖资产对应 2024 年出栏的头均市值约 2500 元左右，后续随公司成本稳步改善，业绩逐季兑现，成长性及估值修复空间足够。

◆ 投资建议：继续重点推荐

公司成本与产能逐月兑现，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。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 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 1275/16/3 X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。

相关研究报告：

《华统股份（002840.SZ）-定增预案修订点评：募集资金总额拟调减 3.22 亿元至不超过 16 亿元，控股股东拟参与认购资金范围拟调增至不低于 5000 万元且不超过 2 亿元》——2023-12-02

《华统股份（002840.SZ）-2023 三季度报点评：2023Q3 成本再次突破，出栏快速增长》——2023-10-31

《华统股份（002840.SZ）-2023 半年报点评：2023Q2 成本进一步下降，单位超额收益优势显著》——2023-09-01

《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 成本稳步下探，单位超额收益进一步凸显》——2023-04-28

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
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2025E	营运资本变动	448	(507)	284	86	66
每股收益	(0.42)	0.14	0.01	1.15	5.92	其它	(292)	108	(25)	89	356
每股红利	0.31	0.32	0.00	0.29	0.89	经营活动现金流	209	(116)	971	1566	4687
每股净资产	3.38	4.41	4.42	5.28	10.32	资本开支	0	(884)	(1300)	(1500)	(1200)
ROIC	1%	5%	6%	15%	53%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	-12%	3%	0%	22%	57%	投资活动现金流	174	(889)	(1350)	(1580)	(1280)
毛利率	3%	6%	7%	10%	19%	权益性融资	(0)	1195	0	0	0
EBIT Margin	0%	3%	4%	7%	16%	负债净变化	1069	(126)	200	320	280
EBITDA Margin	3%	7%	8%	11%	19%	支付股利、利息	(141)	(191)	(3)	(174)	(538)
收入增长	-6%	13%	14%	51%	65%	其它融资现金流	(2390)	1019	(21)	155	200
净利润增长率	-242%	-146%	-90%	7667%	416%	融资活动现金流	(535)	1580	477	651	342
资产负债率	78%	70%	72%	73%	63%	现金净变动	(152)	574	98	637	3749
息率	1.2%	1.7%	0.0%	1.5%	4.7%	货币资金的期初余额	576	424	998	1096	1733
P/E	(44.6)	130.1	1274.6	16.4	3.2	货币资金的期末余额	424	998	1096	1733	5481
P/B	5.6	4.3	4.3	3.6	1.8	企业自由现金流	0	(733)	(175)	296	3704
EV/EBITDA	53.0	25.0	20.5	10.8	4.1	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