Q2 生猪业务亏损收窄，禽业实现整体盈利

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-18

收盘价（元）	22.61
近 12 个月最高/最低（元）	26.25/12.14
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）	1480
流通市值（亿元）	1206

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

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。

● 1H2022 公司种猪以自行培育为主，生猪综合成本降至 17 元

1H2022 公司生猪销售均价 13.59 元/公斤，同比下降 41.7%，但是，公司猪业经过近两年的疫病防控体系重构，种猪结构持续优化，上市率、料肉比等生产成绩稳步向好，生猪养殖成本持续下降；1H2022 公司新增种猪账面价值 28.64 亿元，其中，新增自行培育种猪账面价值 28.62 亿元，新增外购种猪账面价值仅为 246.3 万元。

分季度看，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，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，6 月公司生猪业务也在经历 1 年多亏损后实现月度扭亏为盈。

● 1H2022 肉鸡出栏量 4.88 亿羽，禽业实现整体盈利

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 94.9%；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。1H2022 公司毛鸡销售均价 13.88 元/公斤，同比增长 0.43%，公司禽业实现整体盈利。

分季度看，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，合理估值 2100 亿元，对应股价 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	—	619.95	12.13	7.68
P/B	3.89	4.46	3.26	2.29
EV/EBITDA	-26.43	36.19	11.47	7.78

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 单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	35589	43409	57505	80623
现金	7633	11668	19992	36425
应收账款	412	537	696	854
其他应收款	2362	3080	3990	4899
预付账款	857	924	1087	1299
存货	14944	16116	18953	22657
其他流动资产	9382	11084	12786	14489
非流动资产	61199	73337	83474	92611
长期投资	749	749	749	749
固定资产	35404	40404	43404	45404
无形资产	1762	1788	1813	1839
其他非流动资产	23284	30396	37507	44618
资产总计	96788	116745	140979	173234
流动负债	19685	20900	23805	27584
短期借款	1757	1757	1757	1757
应付账款	5027	5421	6376	7621
其他流动负债	12901	13722	15673	18206
非流动负债	42355	60355	69355	78355
长期借款	18385	28385	33385	38385
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 单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	766	3750	15556	22967
净利润	-13404	239	12205	19282
折旧摊销	5634	3050	3050	3050
财务费用	1313	2137	2779	3206
投资损失	-794	-424	-549	-674
营运资金变动	2498	-1869	-2166	-2207
其他经营现金流	-10383	2724	14609	21797
投资活动现金流	-10253	-15578	-13453	-12328
资本支出	-9664	-7190	-5190	-4190
长期投资	-710	-710	-710	-710
其他投资现金流	121	-7678	-7553	-7428
筹资活动现金流	17005	15863	6221	5794
短期借款	-2234	0	0	0
长期借款	11224	10000	5000	5000
普通股增加	-22	0	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	4035	8325	16433

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	64965	84711	109745	134740
营业成本	70356	75875	89234	106670
营业税金及附加	109	142	184	226
销售费用	813	813	789	812
管理费用	4759	4759	4521	4657
财务费用	1163	2080	2691	3056
资产减值损失	-2194	-500	0	0
公允价值变动收益	-954	0	0	0
投资净收益	794	424	549	674
营业利润	-12964	348	12075	19010
营业外收入	36	36	36	36
营业外支出	216	150	150	150
利润总额	-13144	234	11961	18896
所得税	404	-7	-367	-580
净利润	-13548	241	12328	19477
少数股东损益	-143	2	123	195
归属母公司净利润	-13404	239	12205	19282
EBITDA	-6042	5385	17048	24173
EPS（元）	-2.11	0.04	1.86	2.95

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-13.3%	30.4%	29.6%	22.8%
营业利润	-254.6%	102.7%	3368.7%	57.4%
归属于母公司净利	-280.5%	101.8%	5012.2%	58.0%
获利能力				
毛利率（%）	-8.3%	10.4%	18.7%	20.8%
净利率（%）	-20.6%	0.3%	11.1%	14.3%
ROE（%）	-41.3%	0.7%	26.9%	29.8%
ROIC（%）	-15.1%	2.4%	12.0%	14.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	64.1%	69.6%	66.1%	61.2%
净负债比率（%）	178.5%	228.9%	194.8%	157.4%
流动比率	1.81	2.08	2.42	2.92
速动比率	1.00	1.26	1.57	2.05
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.73	0.78	0.78
应收账款周转率	157.79	157.79	157.79	157.79
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	—	619.95	12.13	7.68
P/B	3.89	4.46	3.26	2.29
EV/EBITDA	-26.43	36.19	11.47	7.78

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。