

温氏股份 (300498.SZ) 组织革新, 经营拐点将至

2021年04月22日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

陈雪丽 (分析师)

陈昕晖 (联系人)

chenxueli@kysec.cn

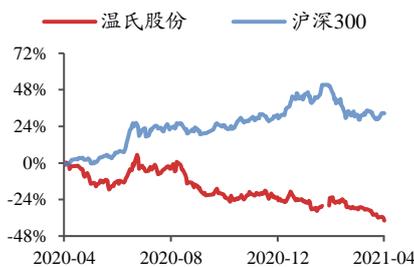
chenxinhui@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

证书编号: S0790120090006

日期	2021/4/22
当前股价(元)	15.16
一年最高最低(元)	31.45/15.05
总市值(亿元)	966.22
流通市值(亿元)	733.29
总股本(亿股)	63.73
流通股本(亿股)	48.37
近3个月换手率(%)	32.02

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-种猪存栏有望加速恢复, 禽养殖迎来边际改善》- 2020.10.30

《公司信息更新报告-前期非瘟疫情冲击较大, 静待出栏拐点到来》- 2020.8.20

《公司首次覆盖报告-猪鸡共振, 养殖巨头迎来业绩释放黄金时期》- 2020.4.26

● 组织革新, 经营拐点将至, 维持“增持”评级

温氏股份发布 2020 年报及 2021 年一季报: 2020 年实现营业收入 749.2 亿元, 同比+2.5%, 归母净利润 74.3 亿元, 同比-46.8%, 销售肉猪 954.6 万头, 同比-48.5%, 肉鸡 10.5 亿只, 同比+13.6%; 2021Q1 实现营收 168.2 亿元, 同比-3.6%, 归母净利润 5.4 亿元, 同比-71.3%, 销售肉猪 209.7 万头, 同比-6.9%, 销售肉鸡 2.3 亿只, 同比+1.1%。考虑到 2020 年种群受损严重、且 2021 年外购育肥仍占比较高, 我们下调 2021 年盈利预测, 但种群已于 2020Q4 迎来拐点, 上调 2022 年盈利预测, 新增 2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润为 93.2/98.2/26.2 亿元 (2021-2022 年前值 107.5/11.1 亿元), 对应 EPS 为 1.5/1.5/0.4 元, 当前股价对应 PE 为 10.7/10.1/37.9 倍, 维持“增持”评级。

● 养猪事业部管理革新, 2021 年有望迎来能繁母猪向上拐点

2020 年公司推动组织拆分, 将原养猪事业部一分为三, 成立种猪事业部、猪业一部和猪业二部, 促进公司养猪业的管理精细化和内部良性竞争。大胆启用一线具有丰富实践经验的成功管理者担任两个事业部总裁, 激励效果明显。2020 年 3 月底生产性生物资产 88.3 亿元, 同比+110.9%。2020 年底能繁母猪存栏约 110 万头, 其中高效能繁母猪比例提升至 80%, 预计 2021 年底能繁母猪将达到 180 万头, 后备母猪 80 万头。2020Q1 受生物安全防控投入增加、原料价格上涨影响, 养猪业务利润承压, 但商品猪苗投苗季度环比增长 46%, 为下半年商品猪出栏的释放奠定基础。

● 禽养殖于 2020Q3 扭亏为盈, 未来有望持续改善

禽养殖业务进一步完善大生产专业线管理体系, 全年饲料厂人均生产效率同比提升 9%, 鸡苗主要品系白血病、白痢阳性率稳定在较低水平, 低蛋白饲料配方技术取得突破性进展, 19 个饲料厂获得进口原料使用资质, 推广使用进口玉米、新小麦、稻麦混合物等优势原料, 有效缓解原料价格上涨对成本造成的压力。

● **风险提示:** 出栏量释放不及预期、畜禽价格景气度不及预期、成本大幅上升。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73,120	74,924	78,062	87,799	87,735
YOY(%)	27.8	2.5	4.2	12.5	-0.1
归母净利润(百万元)	13,967	7,426	9,323	9,824	2,621
YOY(%)	252.9	-46.8	25.6	5.4	-73.3
毛利率(%)	27.7	19.6	25.1	23.8	15.7
净利率(%)	19.1	9.9	11.9	11.2	3.0
ROE(%)	31.0	15.7	16.9	15.4	4.0
EPS(摊薄/元)	2.19	1.17	1.46	1.54	0.41
P/E(倍)	7.1	13.4	10.7	10.1	37.9
P/B(倍)	2.2	2.2	1.8	1.6	1.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	26094	23055	28400	36260	32627
现金	1468	1865	10148	11414	11406
应收票据及应收账款	307	343	282	394	256
其他应收款	1294	2218	1413	2490	1244
预付账款	306	1254	0	1033	0
存货	12486	13312	12675	17047	15839
其他流动资产	10232	4063	3883	3883	3883
非流动资产	39485	57445	59251	60814	60933
长期投资	508	510	530	550	570
固定资产	27029	37734	42093	45053	46704
无形资产	1371	1743	1890	2057	2219
其他非流动资产	10578	17458	14739	13155	11440
资产总计	65579	80500	87651	97074	93560
流动负债	13897	16799	18493	22055	20236
短期借款	2072	3991	3513	4464	3239
应付票据及应付账款	2658	4140	2262	4968	2621
其他流动负债	9167	8669	12719	12623	14376
非流动负债	5054	16113	13448	10683	7621
长期借款	4346	14729	12064	9300	6237
其他非流动负债	709	1384	1384	1384	1384
负债合计	18951	32912	31941	32739	27857
少数股东权益	1516	1800	1873	1950	1971
股本	5312	6373	6373	6373	6373
资本公积	6501	5408	5408	5408	5408
留存收益	34132	34359	42471	51087	52444
归属母公司股东权益	45112	45788	53837	62385	63732
负债和股东权益	65579	80500	87651	97074	93560

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	18303	8465	16738	11072	11463
净利润	14445	7484	9396	9900	2642
折旧摊销	3049	3409	4171	4988	5735
财务费用	241	196	621	350	181
投资损失	-123	-388	-120	-120	-120
营运资金变动	179	-2174	2670	-4046	3026
其他经营现金流	512	-61	0	0	0
投资活动现金流	-10811	-15690	-5677	-6431	-5733
资本支出	12392	29991	1786	1543	98
长期投资	-1668	4688	-20	-20	-20
其他投资现金流	-87	18989	-3911	-4908	-5655
筹资活动现金流	-4867	4753	-6291	-4327	-4514
短期借款	270	1918	-3991	0	0
长期借款	-555	10383	-2665	-2765	-3062
普通股增加	-2	1062	0	0	0
资本公积增加	234	-1093	0	0	0
其他筹资现金流	-4815	-7518	364	-1562	-1451
现金净增加额	2626	-2537	4770	314	1217

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73120	74924	78062	87799	87735
营业成本	52894	60229	58472	66876	73994
营业税金及附加	106	90	98	113	114
营业费用	917	880	1171	1405	1755
管理费用	4728	5764	6635	7639	7457
研发费用	570	679	1015	1054	1316
财务费用	241	196	621	350	181
资产减值损失	-62	-537	0	0	0
其他收益	139	213	150	170	185
公允价值变动收益	1056	1324	0	0	0
投资净收益	123	388	120	120	120
资产处置收益	1	-24	0	0	0
营业利润	14900	8387	10321	10654	3223
营业外收入	32	72	75	53	58
营业外支出	152	488	400	500	500
利润总额	14780	7972	9996	10207	2781
所得税	336	488	600	306	139
净利润	14445	7484	9396	9900	2642
少数股东损益	477	58	73	77	21
归母净利润	13967	7426	9323	9824	2621
EBITDA	18075	12201	14788	15545	8696
EPS(元)	2.19	1.17	1.46	1.54	0.41

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	27.8	2.5	4.2	12.5	-0.1
营业利润(%)	240.4	-43.7	23.1	3.2	-69.8
归属于母公司净利润(%)	252.9	-46.8	25.6	5.4	-73.3
获利能力					
毛利率(%)	27.7	19.6	25.1	23.8	15.7
净利率(%)	19.1	9.9	11.9	11.2	3.0
ROE(%)	31.0	15.7	16.9	15.4	4.0
ROIC(%)	27.9	12.5	13.7	12.8	3.7
偿债能力					
资产负债率(%)	28.9	40.9	36.4	33.7	29.8
净负债比率(%)	13.0	38.4	16.4	9.5	2.8
流动比率	1.9	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	0.9	1.0	0.9
应收账款周转率	304.9	230.6	250.0	260.0	270.0
应付账款周转率	19.4	17.7	18.3	18.5	19.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.19	1.17	1.46	1.54	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	2.87	1.33	2.63	1.74	1.80
每股净资产(最新摊薄)	7.08	7.18	8.45	9.79	10.00
估值比率					
P/E	7.1	13.4	10.7	10.1	37.9
P/B	2.2	2.2	1.8	1.6	1.6
EV/EBITDA	5.8	9.6	7.3	6.8	11.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn