

温氏股份 (300498.SZ) 生猪养殖业务承压，禽养殖业务同比改善

2021年08月19日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

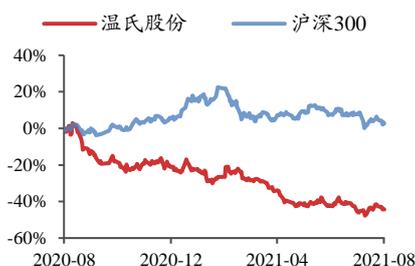
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2021/8/19
当前股价(元)	13.11
一年最高最低(元)	25.39/12.14
总市值(亿元)	835.56
流通市值(亿元)	633.11
总股本(亿股)	63.73
流通股本(亿股)	48.29
近3个月换手率(%)	32.5

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-组织革新，经营拐点将至》-2021.4.22

《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

● 公司生猪养殖业务承压，禽养殖业务同比改善，维持“增持”评级

温氏股份发布2021年中报：公司上半年营收306.30亿元（-14.81%），归母净利润-24.98亿元（-160.14%）。2021H1公司生猪养殖业务营收145.89亿元（-37.38%），毛利率-11.63%，公司生猪养殖业务单元承压；禽养殖业务营收136.59亿元（+31.89%），毛利率13.99%，盈利能力同比提升。短期来看，生猪养殖业产能去化缓慢，生猪价格预计维持底部盘整，基于此我们下调公司2021-2022年盈利预测；同时考虑到生猪养殖亏损期提前，公司产能持续释放，上行期业绩弹性增强，我们上调2023年预测。预计公司2021-2023年归母净利润-13.17/5.43/149.70亿元（前预测值为93.23/98.24/26.21亿元），对应EPS分别为-0.21/0.09/2.35元，当前股价对应PE分别为-75.5/183.0/6.6倍。考虑到四季度公司生猪养殖成本或下降，预计亏损将显著缩小，产能释放为生猪价格上行蓄力，维持“增持”评级。

● 公司上半年已实现母猪群性能优化及仔猪全自给目标

2021H1公司商品肉猪销售均价23.33元/公斤（-31.34%），养殖成本逐季下降，上半年自繁自养成本约22元/公斤。公司能繁母猪生产性能持续提升，上半年公司高繁母猪比例稳步提升至95%，高繁母猪存栏超100万头；公司5-6月份窝均健仔达到10头以上，6月自产猪苗120万头，平均生产成本470元/头，商品肉猪月均出栏量重回100万头以上。伴随公司母猪性能恢复及仔猪自给目标的达成，公司生猪养殖进入降本增效阶段，后期猪价回升将带动公司业绩高弹性显现。

● 公司鲜品鸡销售占比提升，肉鸡养殖效率提升

报告期内，公司强化合约销售和毛鲜联动战略，维护肉鸡销售均价，实现公司经营效益最大化。上半年公司销售鲜品鸡6900万只（+33.51%），鲜品鸡销售占比提升至13.5%。公司还积极调整饲料配方结构，压低饲料成本的同时，养殖效率也得到显著提升，肉鸡料肉比降至2.9以下。鲜品占比提升及生产成本控制，助力公司禽养殖业务抗压能力增强，并实现降本增效目标。

● **风险提示：**原材料价格上涨、疫病及自然灾害风险、公司产能投产不及预期。

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	68,697	81,319	102,997
YOY(%)	27.8	2.5	-8.3	18.4	26.7
归母净利润(百万元)	13,967	7,426	-1,317	543	14,970
YOY(%)	252.9	-46.8	-117.7	-141.3	2654.8
毛利率(%)	27.7	19.6	6.3	10.2	23.8
净利率(%)	19.1	9.9	-1.9	0.7	14.5
ROE(%)	31.0	15.7	-2.9	1.2	26.0
EPS(摊薄/元)	2.19	1.17	-0.21	0.09	2.35
P/E(倍)	7.1	13.4	-75.5	183.0	6.6
P/B(倍)	2.2	2.2	2.3	2.3	1.8

数据来源：聚源、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	29306	35626	37291
现金	1468	1865	8931	10571	13390
应收票据及应收账款	307	343	207	419	344
其他应收款	1294	2218	977	2637	1746
预付账款	306	1254	0	957	188
存货	12486	13312	15309	17159	17741
其他流动资产	10232	4063	3883	3883	3883
非流动资产	39485	57445	58670	60432	62050
长期投资	508	510	530	530	530
固定资产	27029	37734	41905	44820	46936
无形资产	1371	1743	1890	2057	2219
其他非流动资产	10578	17458	14346	13025	12365
资产总计	65579	80500	87976	96058	99341
流动负债	13897	16799	29633	41148	33410
短期借款	2072	3991	12714	23517	14962
应付票据及应付账款	2658	4140	2910	4987	3067
其他流动负债	9167	8669	14008	12643	15382
非流动负债	5054	16113	13357	10650	7858
长期借款	4346	14729	11973	9267	6474
其他非流动负债	709	1384	1384	1384	1384
负债合计	18951	32912	42990	51798	41268
少数股东权益	1516	1800	1790	1794	1911
股本	5312	6373	6373	6373	6373
资本公积	6501	5408	5408	5408	5408
留存收益	34132	34359	31748	31011	44813
归属母公司股东权益	45112	45788	43197	42465	56161
负债和股东权益	65579	80500	87976	96058	99341

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	18303	8465	3941	1257	21701
净利润	14445	7484	-1327	548	15087
折旧摊销	3049	3409	4163	4968	5732
财务费用	241	196	598	673	607
投资损失	-123	-388	-680	-300	-240
营运资金变动	179	-2174	2508	-4039	1903
其他经营现金流	512	-61	-1320	-592	-1389
投资活动现金流	-10811	-15690	-3208	-5838	-5721
资本支出	12392	29991	1205	1762	1618
长期投资	-1668	4688	-20	-3	0
其他投资现金流	-87	18989	-2023	-4079	-4103
筹资活动现金流	-4867	4753	-6382	-4582	-4606
短期借款	270	1918	-3991	0	0
长期借款	-555	10383	-2756	-2706	-2792
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	-1875	-1814
现金净增加额	2626	-2537	-5649	-9162	11373

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73120	74924	68697	81319	102997
营业成本	52894	60229	64398	73054	78526
营业税金及附加	106	90	86	104	134
营业费用	917	880	828	1015	1294
管理费用	4728	5764	4946	6099	7210
研发费用	570	679	653	732	824
财务费用	241	196	598	673	607
资产减值损失	-62	-537	-500	0	0
其他收益	139	213	240	300	172
公允价值变动收益	1056	1324	1300	600	1400
投资净收益	123	388	680	300	240
资产处置收益	1	-24	20	-8	-11
营业利润	14900	8387	-1072	835	16203
营业外收入	32	72	60	80	58
营业外支出	152	488	400	350	380
利润总额	14780	7972	-1412	565	15881
所得税	336	488	-85	17	794
净利润	14445	7484	-1327	548	15087
少数股东损益	477	58	-10	4	117
归母净利润	13967	7426	-1317	543	14970
EBITDA	18075	12201	3549	6405	22321
EPS(元)	2.19	1.17	-0.21	0.09	2.35

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	27.8	2.5	-8.3	18.4	26.7
营业利润(%)	240.4	-43.7	-112.8	177.9	1841.4
归属于母公司净利润(%)	252.9	-46.8	-117.7	-141.3	2654.8
获利能力					
毛利率(%)	27.7	19.6	6.3	10.2	23.8
净利率(%)	19.1	9.9	-1.9	0.7	14.5
ROE(%)	31.0	15.7	-2.9	1.2	26.0
ROIC(%)	27.9	12.5	-0.8	1.8	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	28.9	40.9	48.9	53.9	41.5
净负债比率(%)	13.0	38.4	43.2	58.6	20.4
流动比率	1.9	1.4	1.0	0.9	1.1
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	0.8	0.9	1.1
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	-0.21	0.09	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	2.87	1.33	0.62	0.20	3.40
每股净资产(最新摊薄)	7.08	7.18	6.78	6.66	8.81
估值比率					
P/E	7.1	13.4	-75.5	183.0	6.6
P/B	2.2	2.2	2.3	2.3	1.8
EV/EBITDA	5.8	9.6	33.4	19.5	5.0

数据来源：聚源、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