

公司研究

业绩短期承压，降成本稳步推进

——温氏股份（300498.SZ）2021 年中期报告点评

要点

事件：公司发布 2021 年中报，实现营业收入 306.30 亿，同比减少 14.81%；归母净利润为亏损 24.98 亿（去年同期为盈利 41.53 亿）。生猪价格大幅下降及养殖成本高企，公司业绩大幅不及预期。

点评：生猪业务大幅亏损，肉禽业务改善

生猪：价格大降，成本高企。上半年公司生猪业务亏损，虽销量仅略微下降，但头猪盈利亏损。上半年公司生猪养殖业务实现收入 131.25 亿元，同比下降 36.17%。其中销售肉猪 468.73 万头，同比小降 3.67%；肉猪销售均价 23.33 元/公斤，同比大降 31.34%。价格低迷，叠加饲料原料连续上涨，公司肉猪类产品毛利率为-11.63%，较去年同期下降 50.02 个百分点。

肉禽：成本控制较好，业绩改善。上半年公司肉鸡业务实现收入 128.65 亿元，同比增长 30.96%。肉鸡价格上涨是推动收入增长的主因，上半年公司毛鸡售价同比上升 26.74%；而肉鸡销量为 4.84 亿只，同比仅增长 0.97%。虽然上半年饲料原料价格上涨，但公司调整了饲料配方结构，使肉鸡料肉比未显著提高，低于 2.9，肉鸡生产成本得到有效控制，因而肉鸡养殖业务利润同比明显改善。

成本改善叠加出栏量增加，业绩有望好转

生猪养殖成本有望较快下降。公司去年下半年至今年年初外购了部分猪苗育肥。由于外购猪苗采购价格较高，推升上半年公司出栏肉猪养殖成本。公司已于 5 月暂停外购猪苗，且自繁苗育肥猪完全成本呈逐月下降趋势。7 月公司自产猪苗养殖完全成本下降至 10 元/斤左右，预计今年四季度成本回归正常。公司明年肉猪养殖完全成本目标为降至 8 元/斤以下。

出栏量如期增长。根据公司规划 2021 年出栏生猪约 1100-1200 万头，2022 年出栏约 1800-2000 万头。下半年为消费旺季，猪价有望回升，同时叠加下半年出栏生猪数量增长，预计下半年公司业绩将有所好转。

盈利预测、估值与评级：

生猪价格下跌幅度超预期，同时公司成本压力较大，故我们下调公司 2021-2022 年净利润预测至-8.78 亿、13.17 亿（前值为 153 亿、143 亿），新增 2023 年净利润预测为 35.38 亿。公司 2021-2023 年 EPS 分别为-0.14 元、0.21 元和 0.56 元。成本下降稳步推进，盈利能力有望改善，维持“增持”评级。

风险提示：产能拓展不及预期风险，价格持续低迷风险、成本波动风险。

增持（维持）

当前价：13.33 元

作者

分析师：王琦

执业证书编号：S0930517120001

021-52523836

wangqi16@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	63.73
总市值(亿元)	849.52
一年最低/最高(元)	12.51/25.39
近 3 月换手率	24.13%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.83	2.04	-5.74
绝对	-5.45	-5.45	-5.45

资料来源：Wind

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,120	74,924	69,669	90,475	123,807
营业收入增长率	27.75%	2.47%	-7.01%	29.86%	36.84%
净利润（百万元）	13,967	7,426	-878	1,317	3,538
净利润增长率	252.94%	-46.83%	-111.83%	--	168.71%
EPS（元）	2.63	1.17	-0.14	0.21	0.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.96%	16.22%	-2.01%	2.93%	7.36%
P/E	5	11	--	65	24
P/B	1.6	1.9	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-23

注：2019 年总股本为 53.12 亿股，2020 年及之后总股本为 63.73 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	73,120	74,924	69,669	90,475	123,807
营业成本	52,894	60,229	64,289	81,416	109,402
折旧和摊销	2,832	3,016	3,728	4,695	5,448
税金及附加	106	90	105	136	186
销售费用	917	880	975	1,176	1,609
管理费用	4,728	5,764	4,668	5,790	7,924
研发费用	570	679	543	679	867
财务费用	241	196	574	983	1,299
投资收益	123	388	250	200	200
营业利润	14,900	8,387	-470	1,631	3,885
利润总额	14,780	7,972	-835	1,401	3,655
所得税	336	488	-17	14	37
净利润	14,445	7,484	-818	1,387	3,618
少数股东损益	477	58	60	70	80
归属母公司净利润	13,967	7,426	-878	1,317	3,538
EPS(元)	2.63	1.17	-0.14	0.21	0.56

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	18,303	8,465	161	947	1,442
净利润	13,967	7,426	-878	1,317	3,538
折旧摊销	2,832	3,016	3,728	4,695	5,448
净营运资金增加	4,548	-5,056	2,227	5,188	8,304
其他	-3,045	3,079	-4,915	-10,252	-15,849
投资活动产生现金流	-10,811	-15,690	-10,150	-9,405	-7,805
净资本支出	-8,944	-20,416	-12,000	-10,000	-8,000
长期投资变化	508	510	0	0	0
其他资产变化	-2,374	4,217	1,850	595	195
融资活动现金流	-4,867	4,753	9,517	8,874	7,030
股本变化	-2	1,062	0	0	0
债务净变化	-33	12,377	11,638	8,816	7,078
无息负债变化	608	1,585	-1,346	1,488	3,216
净现金流	2,626	-2,537	-472	416	667

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.7%	19.6%	7.7%	10.0%	11.6%
EBITDA 率	23.5%	15.3%	4.2%	6.7%	7.6%
EBIT 率	19.3%	10.7%	-1.1%	1.5%	3.2%
税前净利润率	20.2%	10.6%	-1.2%	1.5%	3.0%
归母净利润率	19.1%	9.9%	-1.3%	1.5%	2.9%
ROA	22.0%	9.3%	-0.9%	1.4%	3.2%
ROE (摊薄)	31.0%	16.2%	-2.0%	2.9%	7.4%
经营性 ROIC	30.0%	13.0%	-1.1%	1.8%	4.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	41%	49%	53%	56%
流动比率	1.88	1.37	0.88	0.82	0.88
速动比率	0.98	0.58	0.33	0.27	0.27
归母权益/有息债务	6.35	2.35	1.40	1.13	1.02
有形资产/有息债务	8.89	3.94	2.73	2.42	2.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	65,579	80,500	88,689	100,381	113,877
货币资金	1,468	1,865	1,393	1,810	2,476
交易性金融资产	1,468	2,180	2,000	2,000	2,000
应收帐款	307	343	420	504	690
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,294	2,218	1,963	2,275	3,109
存货	12,486	13,312	14,865	19,663	27,529
其他流动资产	8,764	1,863	1,857	1,878	1,912
流动资产合计	26,094	23,055	23,669	29,445	39,369
其他权益工具	993	1,191	1,191	1,191	1,191
长期股权投资	508	510	510	510	510
固定资产	22,733	28,508	36,383	40,701	42,342
在建工程	3,012	8,582	7,268	6,837	6,628
无形资产	1,371	1,743	1,656	1,573	1,494
商誉	169	404	404	404	404
其他非流动资产	529	527	475	475	475
非流动资产合计	39,485	57,445	65,021	70,936	74,508
总负债	18,951	32,912	43,204	53,509	63,804
短期借款	2,072	3,991	15,135	23,701	30,580
应付账款	2,658	4,140	3,343	4,071	5,470
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	473	10	7	9	12
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	13,897	16,799	26,894	36,098	44,596
长期借款	1,360	7,162	7,662	7,862	8,062
应付债券	2,986	7,567	7,567	7,567	7,567
其他非流动负债	285	346	83	1,124	2,790
非流动负债合计	5,054	16,113	16,310	17,411	19,207
股东权益	46,628	47,588	45,485	46,872	50,074
股本	5,312	6,373	6,373	6,373	6,373
公积金	9,691	8,598	8,598	8,598	8,598
未分配利润	30,943	31,170	29,016	30,333	33,455
归属母公司权益	45,112	45,788	43,625	44,941	48,064
少数股东权益	1,516	1,800	1,860	1,930	2,010

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.25%	1.17%	1.40%	1.30%	1.30%
管理费用率	6.47%	7.69%	6.70%	6.40%	6.40%
财务费用率	0.33%	0.26%	0.82%	1.09%	1.05%
研发费用率	0.78%	0.91%	0.78%	0.75%	0.70%
所得税率	2%	6%	2%	1%	1%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	0.20	0.00	0.07	0.17
每股经营现金流	3.45	1.33	0.03	0.15	0.23
每股净资产	8.49	7.18	6.84	7.05	7.54
每股销售收入	13.77	11.76	10.93	14.20	19.43

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	5	11	--	65	24
PB	1.6	1.9	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	4.6	9.3	39.2	20.4	13.9
股息率	7.7%	1.5%	0.0%	0.5%	1.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE