

信义山证 汇通天下

证券研究报告

畜牧养殖

温氏股份（300498.SZ）

首次评级

报告原因：公司年报

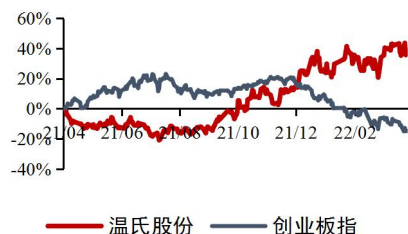
2021 年年报点评：年度业绩周期低点或已过去

买入-B

2022 年 4 月 18 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 4 月 15 日

| | |
|-----------|----------|
| 收盘价（元）： | 21.44 |
| 总股本（亿股）： | 63.52 |
| 流通股本（亿股）： | 63.52 |
| 流通市值（亿元）： | 1,361.83 |

基础数据：2021 年 12 月 31 日

| | |
|-------------|------|
| 每股净资产（元）： | 4.96 |
| 每股资本公积（元）： | 0.87 |
| 每股未分配利润（元）： | 2.59 |

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ 公司披露 2021 年年报。公司 2021 年实现营业收入 64954.06 百万元，同比下滑 13.31%，归属净利润-13404.36 百万元，同比下滑 280.51%，摊薄 EPS-2.11 元，加权平均 ROE 为-34.18%。公司 2021 年禽业板块整体实现盈利，业绩下滑主要原因在于生猪养殖板块的亏损。

➤ 生猪板块虽年度总体亏损，但生产效率年内环比改善趋势明显。公司 2021 年生猪销量 1321.74 万头，同比增长 38.47%，销售均价为 17.39 元/公斤，同比下降 48.18%。2021 年在猪价周期下行的同时，公司年度养殖成本在饲料原料涨价、部分外购仔猪、种猪优化等因素作用下处于自身历史较高水平。从年内趋势来看，公司的生猪上市率在下半年呈现明显回升趋势，并连续多月稳步回升至 85%左右。此外，3 季度后出栏的生猪以自产仔猪育肥为主，且种猪场分娩窝均健仔数维持在 10.1-10.3 头。随着公司生产效率的改善，养殖成本在年内呈现逐渐下降的趋势。截至 2022 年 1 月，综合成本已经降到 18 元/公斤以下。公司 2021 年已经对存栏的消耗性生物资产和生产性生物资产计提了减值准备约 20 亿元，其中种猪减值 19.07 亿元。

➤ 禽业板块实现整体盈利。公司 2021 年销售肉鸡 11.01 亿只，同比增长 4.76%，毛鸡销售均价为 13.20 元/公斤，同比增长 13.50%，同时销售肉鸭 5797.89 万只，销售鸡蛋 3.50 万吨。虽然 2021 年饲料原料价格出现明显上涨，但公司在优化饲料配方和强化生产技术管理方面取得良好的成效：肉鸡上市率达 94.75%的历史年度新高、年度料肉比同比下降 0.15；肉鸭整体上市率同比提升 5.02%，料肉比同比下降 0.07。在降本增效和肉鸡行情有所好转的驱动下，公司禽业板块 2021 年生产成绩较好，实现整体盈利。公司 2022 年 1-2 月的毛鸡出栏完全成本为 13 元/公斤左右，成本控制保持良好趋势，公司 2022 年毛鸡整体出栏完全成本目标为 12.2 元/斤。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2022-2024 年归母公司净利润 -22.63/46.98/132.57 亿元，对应 EPS 为 -0.36/0.74/2.09 元，目前对应 2023/2024 年 PE 为 29/10 倍，我们认为公司的年度业绩周期低点或已过去，未来有望进入年度业绩上行周期，首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示：生猪和家禽疫情风险、原材料涨价风险、新冠疫情导致运输不畅风险、养殖基地遭遇自然灾害风险。

财务数据与估值：

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 74,939 | 64,965 | 73,119 | 100,859 | 123,705 |
| YoY(%) | 2.5 | -13.3 | 12.6 | 37.9 | 22.7 |
| 净利润(百万元) | 7,426 | -13,404 | -2,263 | 4,698 | 13,257 |
| YoY(%) | -46.8 | -280.5 | -83.1 | -307.5 | 182.2 |
| 毛利率(%) | 19.6 | -8.3 | 4.6 | 12.7 | 18.9 |
| EPS(摊薄/元) | 1.17 | -2.11 | -0.36 | 0.74 | 2.09 |
| ROE(%) | 15.7 | -39.0 | -7.0 | 13.8 | 29.5 |
| P/E(倍) | 18.3 | -10.2 | -60.2 | 29.0 | 10.3 |
| P/B(倍) | 3.0 | 4.3 | 4.7 | 4.4 | 3.2 |
| 净利率(%) | 9.9 | -20.6 | -3.1 | 4.7 | 10.7 |

资料来源：最闻科技，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 23055 | 35589 | 31040 | 44105 | 41190 | 营业收入 | 74939 | 64965 | 73119 | 100859 | 123705 |
| 现金 | 1865 | 7633 | 7312 | 9077 | 9896 | 营业成本 | 60229 | 70356 | 69743 | 88051 | 100379 |
| 应收票据及应收账款 | 343 | 412 | 438 | 735 | 703 | 营业税金及附加 | 90 | 109 | 110 | 147 | 180 |
| 预付账款 | 1254 | 857 | 1519 | 1758 | 2261 | 营业费用 | 880 | 813 | 877 | 1210 | 1484 |
| 存货 | 13312 | 14944 | 13066 | 22297 | 18017 | 管理费用 | 5764 | 4759 | 5118 | 7060 | 8659 |
| 其他流动资产 | 6281 | 11743 | 8706 | 10239 | 10312 | 研发费用 | 679 | 603 | 658 | 908 | 1113 |
| 非流动资产 | 57445 | 61199 | 55034 | 58414 | 59957 | 财务费用 | 196 | 1163 | 1099 | 1024 | 830 |
| 长期投资 | 510 | 749 | 1005 | 1261 | 1519 | 资产减值损失 | -537 | -2194 | -526 | -726 | -891 |
| 固定资产 | 37734 | 40169 | 41619 | 44086 | 45068 | 公允价值变动收益 | 1324 | 954 | 900 | 1058 | 1059 |
| 无形资产 | 1743 | 1762 | 1898 | 2023 | 2142 | 投资净收益 | 388 | 794 | 566 | 468 | 554 |
| 其他非流动资产 | 17458 | 18520 | 10511 | 11044 | 11229 | 营业利润 | 8387 | -12964 | -2131 | 5071 | 13921 |
| 资产总计 | 80500 | 96788 | 86074 | 102520 | 101147 | 营业外收入 | 72 | 36 | 43 | 46 | 49 |
| 流动负债 | 16799 | 19685 | 28783 | 48061 | 42433 | 营业外支出 | 488 | 216 | 245 | 275 | 306 |
| 短期借款 | 3991 | 1757 | 10021 | 19281 | 18787 | 利润总额 | 7972 | -13144 | -2333 | 4842 | 13664 |
| 应付票据及应付账款 | 4140 | 6772 | 4045 | 9611 | 5957 | 所得税 | 488 | 404 | -47 | 97 | 273 |
| 其他流动负债 | 8669 | 11156 | 14717 | 19169 | 17690 | 税后利润 | 7484 | -13548 | -2286 | 4745 | 13391 |
| 非流动负债 | 16113 | 42355 | 24828 | 19950 | 13395 | 少数股东损益 | 58 | -143 | -23 | 47 | 134 |
| 长期借款 | 14729 | 34389 | 22374 | 17496 | 10941 | 归属母公司净利润 | 7426 | -13404 | -2263 | 4698 | 13257 |
| 其他非流动负债 | 1384 | 7966 | 2454 | 2454 | 2454 | EBITDA | 12539 | -5888 | 3284 | 11323 | 20887 |
| 负债合计 | 32912 | 62039 | 53611 | 68012 | 55828 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1800 | 2301 | 2279 | 2326 | 2460 | 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 股本 | 6373 | 6352 | 6352 | 6352 | 6352 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 5408 | 5510 | 5510 | 5510 | 5510 | 营业收入(%) | 2.5 | -13.3 | 12.6 | 37.9 | 22.7 |
| 留存收益 | 34359 | 19630 | 17732 | 21671 | 32785 | 营业利润(%) | -43.7 | -254.6 | 83.6 | 338.0 | 174.5 |
| 归属母公司股东权益 | 45788 | 32448 | 30184 | 32182 | 42859 | 归属于母公司净利润(%) | -46.8 | -280.5 | -83.1 | -307.5 | 182.2 |
| 负债和股东权益 | 80500 | 96788 | 86074 | 102520 | 101147 | 获利能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | 毛利率(%) | 19.6 | -8.3 | 4.6 | 12.7 | 18.9 |
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 净利率(%) | 9.9 | -20.6 | -3.1 | 4.7 | 10.7 |
| 经营活动现金流 | 8465 | 766 | 2210 | 7183 | 16524 | ROE(%) | 15.7 | -39.0 | -7.0 | 13.8 | 29.5 |
| 净利润 | 7484 | -13548 | -2286 | 4745 | 13391 | ROIC(%) | 13.0 | -14.5 | -1.1 | 8.2 | 18.3 |
| 折旧摊销 | 3409 | 5109 | 4080 | 4852 | 5650 | 偿债能力 | | | | | |
| 财务费用 | 196 | 1163 | 1099 | 1024 | 830 | 资产负债率(%) | 40.9 | 64.1 | 62.3 | 66.3 | 55.2 |
| 投资损失 | -388 | -794 | -566 | -468 | -554 | 流动比率 | 1.4 | 1.8 | 1.1 | 0.9 | 1.0 |
| 营运资金变动 | -2174 | 2003 | 917 | -1781 | -1605 | 速动比率 | 0.4 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 其他经营现金流 | -61 | 6833 | -1033 | -1188 | -1189 | 营运能力 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -15690 | -10253 | 3685 | -6576 | -5450 | 总资产周转率 | 1.0 | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 1.2 |
| 筹资活动现金流 | 4753 | 17005 | -14480 | -8101 | -9761 | 应收账款周转率 | 230.6 | 172.1 | 172.1 | 172.1 | 172.1 |
| 应付账款周转率 | | | | | | 应付账款周转率 | 17.7 | 12.9 | 12.9 | 12.9 | 12.9 |
| 每股指标 (元) | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.17 | -2.11 | -0.36 | 0.74 | 2.09 | P/E | 18.3 | -10.2 | -60.2 | 29.0 | 10.3 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.33 | 0.12 | 0.35 | 1.13 | 2.60 | P/B | 3.0 | 4.3 | 4.7 | 4.4 | 3.2 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.21 | 4.96 | 4.60 | 4.92 | 6.60 | EV/EBITDA | 12.3 | -29.3 | 51.1 | 15.1 | 7.8 |

资料来源：最闻科技、山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

——无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

——公司投资评级标准

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业投资评级标准

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险投资评级标准

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

