

信义山证汇通天下

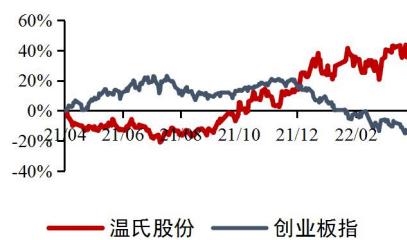
证券研究报告

畜牧养殖

报告原因：公司年报

2022年4月18日

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@sxzxq.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

温氏股份（300498.SZ）

2021年年报点评：年度业绩周期低点或已过去

首次评级

买入-B

公司研究/公司快报

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						
少数股东权益	1800	2301	2279	2326	2460	主要财务比率					
股本	6373	6352	6352	6352	6352	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	5408	5510	5510	5510	5510	成长能力					
留存收益	34359	19630	17732	21671	32785	营业收入(%)	2.5	-13.3	12.6	37.9	22.7
归属母公司股东权益	45788	32448	30184	32182	42859	营业利润(%)	-43.7	-254.6	83.6	338.0	174.5
负债和股东权益	80500	96788	86074	102520	101147	归属于母公司净利润(%)	-46.8	-280.5	-83.1	-307.5	182.2
						盈利能力					
						毛利率(%)	19.6	-8.3	4.6	12.7	18.9
						净利率(%)	9.9	-20.6	-3.1	4.7	10.7
						ROE(%)	15.7	-39.0	-7.0	13.8	29.5
						ROIC(%)	13.0	-14.5	-1.1	8.2	18.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	40.9	64.1	62.3	66.3	55.2
						流动比率	1.4	1.8	1.1	0.9	1.0
						速动比率	0.4	0.7	0.5	0.4	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.7	0.8	1.1	1.2
						应收账款周转率	230.6	172.1	172.1	172.1	172.1
						应付账款周转率	17.7	12.9	12.9	12.9	12.9
						估值比率					
						P/E	18.3	-10.2	-60.2	29.0	10.3
						P/B	3.0	4.3	4.7	4.4	3.2
						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

