

温氏股份 (300498)

猪禽共舞，年内仍望扭亏为盈

报告摘要

◆ 养殖周期承压，业绩环比改善

1) 22 年上半年生猪行业整体处于周期底部区间。据国家发改委数据，22 年上半年生猪（外三元）销售均价 14.11 元/公斤，同比下降 43.4%，处于周期底部区域。2) 公司经营数据符合行业情况和预期。生猪方面，公司 22 年上半年毛猪销售均价 13.59 元/公斤，同比下降 41.74%，符合行业情况。22H1 行业自繁自养平均亏损 329.23 元/头。公司养猪虽然具备规模和成本优势，但养猪业务现金流出仍然明显。肉禽方面，毛鸡和毛鸭销售价格同比略有增长，但受饲料成本推升影响，毛利也有所下降。肉禽板块经营平稳、整体盈利。公司整体 22 年上半年录得归属母公司净利润-35.17 亿元，同比下降 40.8%。3) 22 年二季度经营明显改善。受益周期回暖，公司二季度减亏明显。公司二季度单季扣非净利润-2.42 亿元，较一季度扣非净利润-35.98 亿元明显收窄。（以上有关数据根据公司 22 年半年度业绩快报）

◆ 经营持续推进，目标有望达成

1)量上，公司产能和出栏持续扩张。母猪存栏方面，公司持续提升种猪质量、优化种群结构，数量也有所扩增。21 年底公司能繁母猪存栏 100-110 万头，22 年年底规划能繁母猪增加至 140 万头左右。截至 6 月底能繁母猪已提升至接近 120 万头左右。生猪出栏方面，22 年出栏目标 1800 万头，我们预计公司未来几年出栏有望保持持续较快增长。上半年，公司销售肉猪 800.6 万头，完成全年目标 44.5%。随着下半年旺季加速出栏，全年目标有望达成。2)成本上，公司生猪养殖成本持续下行。公司 21H1 完全成本约 15 元/斤，22 年 Q1 下行至 8.9 元/斤。随着公司推进整体种群效率的提升和养殖管理的优化，年底有望达成养殖成本目标。

◆ 猪禽共舞望佳绩

生猪方面，我们认为猪价有望保持强势。下半年是前期母猪产能去化的兑现期，生猪供应或延续收紧，叠加下半年猪肉消费复苏、旺季临近，猪价有

投资评级

买入

维持评级

2022 年 08 月 04 日

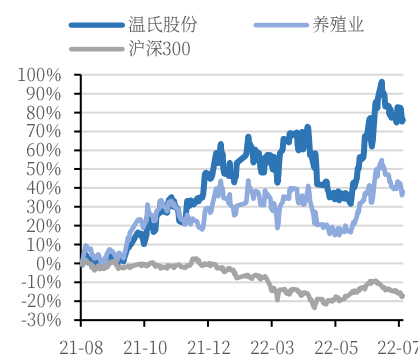
收盘价(元): 23.15

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	6,546.25
总市值(百万)	151,545.59
流通股本(百万股)	5,335.76
流通市值(百万)	123,522.81
12 月最高/最低价(元)	26.25/12.85
资产负债率(%)	66.48
每股净资产(元)	4.41
市盈率(TTM)	-8.56
市净率(PB)	5.25
净资产收益率(%)	-13.00

股价走势图



作者

彭海兰 分析师
SAC 执业证书: S0640517080001
联系电话: 010-59562522
邮箱: penghl@avicsec.com
陈翼 研究助理
SAC 执业证书: S0640121080014
联系电话: 010-59562522
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

基本面支撑。肉禽方面，行业前几年持续亏损，黄鸡产能去化明显。今年行情虽有所回暖，但成本推升，养殖户补栏意愿仍不强。在生猪周期影响下，肉禽行情整体也有望延续景气。猪禽共舞，公司养殖板块有望迎来景气周期利润兑现。

◆ 投资建议

公司是生猪和肉鸡规模养殖头部企业。生猪板块稳健扩产、成本下行明显。猪禽共舞，公司有望迎来景气周期利润兑现。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 597.96 百万元、11537.25 百万元、8436.15 百万元，EPS 分别为 0.09 元、1.76 元、1.29 元，对应 22、23、24 年 PE 分别为 253.44、13.14、17.96 倍，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

饲料原材料价格波动、养殖周期波动等风险。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	74923.76	64954.06	69143.87	94104.50	105296.8
增长率（%）	2.47	-13.31	6.45	36.10	11.89
归母净利润（百万元）	7425.87	-13404.36	597.96	11537.25	8436.15
增长率（%）	-46.83	-280.51	104.46	1829.45	-26.88
毛利率（%）	19.61	-8.32	12.51	23.56	18.78
每股收益（元）	1.13	-2.05	0.09	1.76	1.29
市盈率 PE	20.41	-11.31	253.44	13.14	17.96
市净率 PB	3.31	4.81	4.76	3.99	3.56
净资产收益率 ROE（%）	16.22	-41.31	1.82	29.60	19.38

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7632.77	3457.19	4705.23	5264.84	营业收入	64954.06	69143.87	94104.50	105296.80
应收票据及账款	418.12	386.64	526.21	588.80	营业成本	70355.84	60491.83	71933.91	85520.32
预付账款	857.04	1034.68	1408.20	1575.68	税金及附加	108.79	99.49	135.40	151.50
其他应收款	2362.11	2280.80	3104.16	3473.35	销售费用	813.03	838.82	1141.62	1277.40
存货	14943.68	13499.63	16053.10	19085.11	管理费用	4759.28	5192.64	7067.16	7907.69
其他流动资产	9375.42	8999.82	8999.82	8999.82	研发费用	603.41	634.51	863.56	966.27
流动资产总计	35589.14	29658.77	34796.71	38987.60	财务费用	1163.48	1738.83	1504.95	1241.30
长期股权投资	749.35	765.38	781.41	797.43	资产减值损失	-2193.53	-930.72	-930.72	-930.72
固定资产	48270.00	46828.84	45995.63	45709.48	信用减值损失	-34.90	-56.37	-56.37	-56.37
在建工程	4752.20	4501.47	3917.40	2500.00	其他经营损益	10.15	0.00	0.00	0.00
无形资产	1761.68	1717.64	1673.60	1629.56	投资收益	793.92	808.52	798.00	803.26
长期待摊费用	123.55	82.36	41.18	0.00	公允价值变动损益	953.52	463.00	463.00	463.00
其他非流动资产	5542.44	5529.65	5529.65	5529.65	资产处置收益	133.36	36.93	36.93	36.93
非流动资产合计	61199.23	59425.34	57938.87	56166.12	其他收益	223.44	176.22	199.83	188.03
资产总计	96788.37	89084.10	92735.58	95153.72	营业利润	-12963.80	645.34	11968.57	8736.44
短期借款	1756.90	5665.94	8308.52	11055.73	营业外收入	35.86	54.20	45.03	49.61
应付票据及账款	6771.78	4339.91	5160.81	6135.55	营业外支出	216.05	69.13	142.59	105.86
其他流动负债	11155.98	9782.86	11732.20	13892.02	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	19684.66	19788.70	25201.53	31083.30	利润总额	-13143.99	630.40	11871.01	8680.19
长期借款	40472.29	32377.83	24283.37	16188.91	所得税	403.63	26.06	210.45	153.88
其他非流动负债	1882.29	1840.21	1840.21	1840.21	净利润	-13547.62	604.35	11660.56	8526.31
非流动负债合计	42354.58	34218.04	26123.58	18029.13	少数股东损益	-143.26	6.39	123.31	90.16
负债合计	62039.24	54006.75	51325.11	49112.43	归属母公司股东净 利润	-13404.36	597.96	11537.25	8436.15
股本	6351.81	6351.81	6351.81	6351.81	EBITDA	-6346.06	6146.36	17378.46	14210.26
资本公积	5509.82	5509.82	5509.82	5509.82	NOPLAT	-13282.94	1835.95	12743.60	9309.79
留存收益	20586.04	20907.89	27117.69	31658.35	EPS(元)	-2.05	0.09	1.76	1.29
归属母公司权益	32447.68	32769.52	38979.32	43519.98	主要财务比率				
少数股东权益	2301.45	2307.84	2431.15	2521.31	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	34749.12	35077.36	41410.47	46041.29	成长能力				
负债和股东权益合 计	96788.37	89084.10	92735.58	95153.72	营收增长率	-13.31%	6.45%	36.10%	11.89%
现金流量表					营业利润增长率	-254.57%	104.98%	1754.63%	-27.01%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT 增长率	-246.68%	119.78%	464.57%	-25.83%

税后经营利润	-13547.62	-839.33	10285.18	7116.78	EBITDA 增长率	-154.82%	196.85%	182.74%	-18.23%
折旧与摊销	5634.45	3777.12	4002.50	4288.77	归母净利润增长率	-280.51%	104.46%	1829.45%	-26.88%
财务费用	1163.48	1738.83	1504.95	1241.30	经营现金流增长率	-90.95%	159.63%	642.77%	-16.87%
投资损失	-793.92	-808.52	-798.00	-803.26	盈利能力				
营运资金变动	2002.63	-2840.90	-1119.67	-496.71	毛利率	-8.32%	12.51%	23.56%	18.78%
其他经营现金流	6307.14	962.00	900.27	935.04	净利率	-20.86%	0.87%	12.39%	8.10%
经营性现金净流量	766.16	1989.20	14775.23	12281.92	营业利润率	-19.96%	0.93%	12.72%	8.30%
资本支出	12741.40	2042.08	2500.00	2500.00	ROE	-41.31%	1.82%	29.60%	19.38%
长期投资	-955.84	0.00	0.00	0.00	ROA	-13.85%	0.67%	12.45%	8.87%
其他投资现金流	-22038.56	-2006.49	-3742.92	-3738.28	ROIC	-22.91%	2.88%	19.58%	14.12%
投资性现金净流量	-10253.00	35.59	-1242.92	-1238.28	估值倍数				
短期借款	-2233.70	3909.04	2642.58	2747.21	P/E	-11.31	253.44	13.14	17.96
长期借款	25743.27	-8094.46	-8094.46	-8094.46	P/S	2.33	2.19	1.61	1.44
普通股增加	-21.65	0.00	0.00	0.00	P/B	4.81	4.76	3.99	3.56
资本公积增加	101.80	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.18%	3.52%	2.57%
其他筹资现金流	-6585.04	-2014.94	-6832.41	-5136.78	EV/EBIT	-12.82	77.60	13.35	17.46
筹资性现金净流量	17004.69	-6200.36	-12284.28	-10484.03	EV/EBITDA	-24.21	29.91	10.27	12.19
现金流量净额	7514.03	-4175.58	1248.03	559.61	EV/NOPLAT	-11.57	100.14	14.01	18.61

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637