

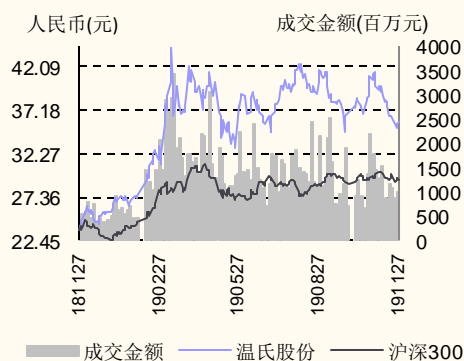
温氏股份 (300498.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 35.85 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	53.12
已上市流通 A 股(亿股)	40.10
总市值(亿元)	1,904.40
年内股价最高最低(元)	41.50/35.20
沪深 300 指数	3876
创业板指	1674



收购种猪企业完善布局，外延扩张蓄势待发

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.293	0.745	2.902	5.264	4.557
每股净资产(元)	6.25	6.51	8.18	10.94	13.20
每股经营性现金流(元)	1.53	1.22	3.47	5.76	5.61
市盈率(倍)	18.48	35.15	13.34	7.35	8.49
净利润增长率(%)	-42.74%	-41.38%	289.47%	81.42%	-13.42%
净资产收益率(%)	20.70%	11.45%	35.47%	48.10%	34.52%
总股本(百万股)	5,220.36	5,313.84	5,312.12	5,312.12	5,312.12

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 公司全资子公司温氏产投拟以现金人民币 35,040.4822 万元购买新大牧业 41.22%股份，同时对新大牧业现金增资人民币 46,000 万元，温氏产投通过本次交易合计占新大牧业总股本的比例为 61.86%。

经营分析

- **进一步优化产能布局，公司收购种猪企业蓄势待发：**公司通过收购新大牧业首次进军养猪大省河南，完善生猪产业全国布局；目前公司产能扩充快速，截至三季度末生产性生物资产达 38.44 亿元，环比增长 17.16%，较年初增长 2.47 亿元，收购种猪企业进一步增加生产性生物资产储备，有助于公司在景气周期下实现快速扩产，未来公司将持续巩固防疫、增产增效，向 7000 万头战略目标持续迈进。
- **新大牧业核心竞争力突出，生产效率行业领先：**新大牧业以种猪繁育起家，拥有丰富的种猪繁育与生猪养殖经验，其饲养成绩、综合成本等生产效率均处于行业领先地位，且具有较强的行业影响力，为农业部批准的首批“国家级生猪核心育种场”、河南省“农业产业化省重点龙头企业”。目前新大牧业母猪总设计存栏 2.8 万头，商品猪出栏能力 70 万头，温氏股份增资后将进一步进行项目建设，优先用于丰润与韩城项目，业绩承诺期内（自 2020 年 1 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日止）将实现出栏目标 150 万头，实现承诺业绩 4.2 亿元。
- **养殖龙头，双主业稳健扩张：**公司进一步优化产能布局，增加生产性生物资产储备，以保证持续稳定的出栏量，我们预计公司 2019/20/21 年生猪出栏分别为 1850/2000/2600 万头；同时公司把握今明两年禽行业高景气度，提质增效扩产能，计划 2019 年肉鸡出栏量增长不低于 10%，业绩有望实现高速增长。

投资建议

- 因畜禽价格高涨及公司黄鸡出栏增加，我们给予 2018/19/20 年公司净利润分别为 154.13/279.63/242.10 亿元，EPS 分别为 2.90/5.26/4.56 元/股，对应 PE 为 12.4/6.8/7.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 非瘟疫情风险；猪价、鸡价波动带来的业绩不确定性风险；产能扩张速度不达预期风险；食品安全风险；其他疫病风险；股权投资风险；解禁风险。

相关报告

- 1.《鸡猪双龙头利润释放，稳健扩张蓄势待发-温氏股份三季报点评》，2019.10.24
- 2.《高壁垒穿越非瘟，双主业稳健发展-温氏股份覆盖报告》，2019.8.27

沈嘉妍 联系人
shenjiaayan@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号: S113051808000;
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	59,355	55,657	57,244	67,571	81,990	85,418
增长率		-6.2%	2.9%	18.0%	21.3%	4.2%
主营业务成本	-42,606	-44,491	-47,590	-45,796	-45,248	-52,240
%销售收入	71.8%	79.9%	83.1%	67.8%	55.2%	61.2%
毛利	16,749	11,167	9,654	21,775	36,742	33,178
%销售收入	28.2%	20.1%	16.9%	32.2%	44.8%	38.8%
营业税金及附加	-45	-63	-70	-88	-115	-120
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-590	-671	-802	-1,014	-1,246	-1,298
%销售收入	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-3,425	-3,354	-3,618	-4,899	-5,928	-6,150
%销售收入	5.8%	6.0%	6.3%	7.3%	7.2%	7.2%
研发费用	0	0	-553	-676	-820	-854
%销售收入	0.0%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	12,689	7,079	4,611	15,099	28,633	24,755
%销售收入	21.4%	12.7%	8.1%	22.3%	34.9%	29.0%
财务费用	137	5	-101	-300	-42	70
%销售收入	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-567	-122	-158	-232	-298	-258
公允价值变动收益	14	1	-13	1,100	0	0
投资收益	229	169	-50	120	120	120
%税前利润	1.9%	2.4%	n.a	0.8%	0.4%	0.5%
营业利润	12,501	7,226	4,378	15,857	28,484	24,757
营业利润率	21.1%	13.0%	7.6%	23.5%	34.7%	29.0%
营业外收支	-132	-133	-94	-65	-85	-102
税前利润	12,369	7,092	4,284	15,792	28,399	24,655
利润率	20.8%	12.7%	7.5%	23.4%	34.6%	28.9%
所得税	-131	-93	-28	-79	-128	-123
所得税率	1.1%	1.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
净利润	12,238	6,999	4,256	15,713	28,271	24,532
少数股东损益	448	248	299	300	308	322
归属于母公司的净利润	11,790	6,751	3,957	15,413	27,963	24,210
净利率	19.9%	12.1%	6.9%	22.8%	34.1%	28.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	12,238	6,999	4,256	15,713	28,271	24,532
少数股东损益	448	248	299	300	308	322
非现金支出	2,317	2,191	2,567	2,800	3,386	3,866
非经营收益	-291	367	1,147	-771	201	218
营运资金变动	389	-1,564	-1,476	697	-1,270	1,171
经营活动现金净流	14,653	7,994	6,494	18,439	30,589	29,787
资本开支	-5,499	-7,823	-7,838	-5,959	-6,460	-6,477
投资	-3,515	-1,254	2,776	-1,030	-200	-200
其他	434	312	295	120	120	120
投资活动现金净流	-8,580	-8,765	-4,768	-6,869	-6,540	-6,557
股权募资	5	27	1,410	385	0	0
债权募资	-2,410	5,965	1,145	-1,232	-150	-350
其他	-4,369	-4,884	-2,699	-7,214	-13,539	-12,477
筹资活动现金净流	-6,774	1,108	-143	-8,061	-13,689	-12,827
现金净流量	-702	337	1,584	3,509	10,360	10,403

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	792	1,129	1,798	5,307	15,667	26,070
应收账款	437	726	1,231	1,251	1,447	1,496
存货	10,548	11,328	12,889	13,042	13,323	13,854
其他流动资产	6,669	6,490	5,884	7,284	8,127	8,368
流动资产	18,446	19,674	21,802	26,885	38,563	49,789
%总资产	44.5%	40.1%	40.4%	43.1%	49.8%	54.5%
长期投资	5,010	6,211	4,598	4,628	4,628	4,628
固定资产	16,407	21,252	25,354	28,419	31,484	34,050
%总资产	39.6%	43.3%	47.0%	45.5%	40.7%	37.3%
无形资产	1,377	1,749	2,003	2,264	2,505	2,727
非流动资产	22,992	29,366	32,148	35,521	38,827	41,614
%总资产	55.5%	59.9%	59.6%	56.9%	50.2%	45.5%
资产总计	41,438	49,040	53,950	62,406	77,390	91,403
短期借款	0	2,570	2,232	1,000	850	500
应付款项	7,751	7,894	9,714	9,908	10,040	11,876
其他流动负债	2,084	1,641	1,337	1,563	1,576	1,793
流动负债	9,835	12,104	13,283	12,471	12,466	14,168
长期贷款	0	895	2,415	2,415	2,415	2,415
其他长期负债	224	2,671	2,679	2,755	2,755	2,755
负债	10,059	15,670	18,377	17,641	17,637	19,339
普通股股东权益	30,461	32,617	34,568	43,460	58,140	70,129
其中：股本	4,350	5,220	5,313	5,313	5,313	5,313
未分配利润	18,639	19,928	21,017	29,523	44,204	56,193
少数股东权益	918	753	1,005	1,305	1,613	1,935
负债股东权益合计	41,438	49,040	53,950	62,406	77,390	91,403

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	2.710	1.293	0.745	2.902	5.264	4.557
每股净资产	7.002	6.248	6.506	8.180	10.943	13.199
每股经营现金净流	3.368	1.531	1.222	3.471	5.757	5.606
每股股利	1.500	0.400	0.500	1.300	2.500	2.300
回报率						
净资产收益率	38.70%	20.70%	11.45%	35.47%	48.10%	34.52%
总资产收益率	28.45%	13.77%	7.34%	24.70%	36.13%	26.49%
投入资本收益率	39.88%	17.74%	10.73%	29.59%	43.45%	31.76%
增长率						
主营业务收入增长率	23.05%	-6.23%	2.85%	18.04%	21.34%	4.18%
EBIT 增长率	97.89%	-44.21%	-34.86%	227.43%	89.64%	-13.54%
净利润增长率	89.99%	-42.74%	-41.38%	289.47%	81.42%	-13.42%
总资产增长率	26.59%	18.34%	10.01%	15.67%	24.01%	18.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	1.0	1.1	1.8	1.6	1.6
存货周转天数	83.3	89.7	92.9	105.0	110.0	100.0
应付账款周转天数	19.2	20.8	20.1	22.0	24.0	25.0
固定资产周转天数	88.9	115.7	139.3	131.9	117.9	119.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.00%	14.09%	14.84%	-3.49%	-20.54%	-32.23%
EBIT 利息保障倍数	-92.9	-1,353.2	45.8	50.3	685.2	-355.4
资产负债率	24.27%	31.95%	34.06%	28.27%	22.79%	21.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	20	26	60
增持	0	2	7	7	24
中性	0	1	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.57	1.32	1.31	1.36

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

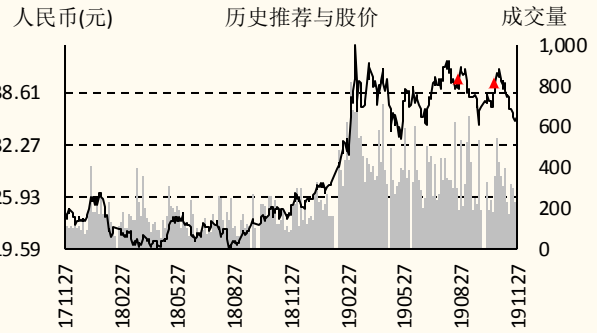
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-27	买入	39.34	51.00~51.00
2	2019-10-24	买入	38.70	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH