

# 养殖龙头再启航

## ——温氏股份首次覆盖报告

### 核心观点

#### ● 纵深布局的养殖龙头，先发优势领跑行业

温氏股份创立于 1983 年，经历近 37 年的发展，已成为一家以畜禽养殖为主业、配套相关业务的跨地区现代农牧企业集团。公司商品肉鸡、商品肉猪养殖模式的核心是紧密型“公司+农户/家庭农场”模式，作为模式的引领者，公司优势显著：轻资产——公司固定资产投入少，上市后公司资产负债率维持在 35%以下；强育种——以“产学研”为依托加强源头的育种的投入，销售端溢价明显。

#### ● 生猪板块毛利业内领先，迎接景气上行

成本方面，在非洲猪瘟前，完全成本约 12 元/公斤，旧厂成本可达 11.2-11.6 元/公斤，2019 年受疫情影响，完全成本上升至 14.6 元/公斤，依旧处于行业领先地位；毛利方面，育种溢价及区位优势充分显现，头均盈利始终处于行业领先水平；出栏量方面，2019 年公司调整投苗计划、加大种猪选留并提升体重，出栏生猪 1851.66 万头，同比下降 16.95%，我们预计 2020 年出栏 1500 万头，同比下降 19%；公司进一步夯实基础，2021 年有望放量增长 66.7%至 2500 万头。

#### ● 肉禽板块龙头不改，横向扩张蓄势待发

公司是目前国内最大的黄羽鸡养殖上市公司，2019 年出栏肉鸡 9.25 亿只，同比上升 23.58%，占全国黄羽鸡出栏 18.88%，2019 年公司黄羽鸡总产能已超过 10 亿羽，完全成本 11.6-12 元/公斤，处于行业领先。公司在黄羽鸡的高市占基础上，进军白羽鸡、扩大水禽业务，以进一步巩固禽业的版图。

### 财务预测与投资建议

- 非瘟影响下，行业价格端弹性高于成本端弹性，预计 2020 年公司生猪头均利润达 1331 元，同比上升 179.5%。预计 2020-2022 的 EPS 为 4.00/5.40/3.99 元/股，根据可比公司平均，给予 2020 年 9 倍 PE，目标价 36.00 元，首次给予公司“买入”评级。

### 风险提示：

疫病风险、价格超预期下跌风险、原材料风险、消费需求超预期下滑风险等。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,236	73,120	95,844	109,230	111,521
同比增长(%)	2.8%	27.8%	31.1%	14.0%	2.1%
营业利润(百万元)	4,378	14,900	22,698	30,531	22,558
同比增长(%)	-39.4%	240.4%	52.3%	34.5%	-26.1%
归属母公司净利润(百万元)	3,957	13,967	21,252	28,670	21,167
同比增长(%)	-41.4%	252.9%	52.2%	34.9%	-26.2%
每股收益(元)	0.75	2.63	4.00	5.40	3.99
毛利率(%)	16.9%	27.7%	32.9%	36.3%	27.9%
净利率(%)	6.9%	19.1%	22.2%	26.2%	19.0%
净资产收益率(%)	11.8%	35.1%	40.0%	40.7%	25.5%
市盈率	37.7	10.7	7.0	5.2	7.0
市净率	4.3	3.3	2.4	1.9	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

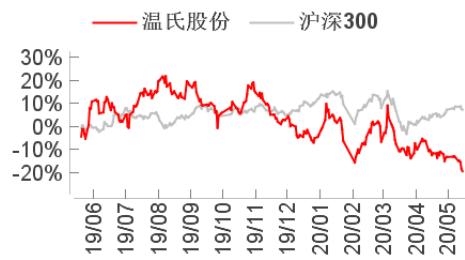


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年05月15日)	28.08 元
目标价格	36.00 元
52周最高价/最低价	42.76/28.08 元
总股本/流通 A 股(万股)	531,151/400,952
A 股市值(百万元)	149,147
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2020年05月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-7.02	-9.59	-15.55	-23.01
相对表现	-5.74	-12.63	-13.67	-27.99
沪深 300	-1.28	3.04	-1.88	4.98



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 张斌梅  
021-63325888\*6090  
zhangbinmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520020002

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

温氏股份：纵深布局的养殖龙头.....	6
养殖为主，配套完善.....	6
一体两翼，业绩稳定.....	7
布局全国，版图庞大.....	8
合作共赢，共享成功.....	9
股权激励积极推进.....	9
股利支付持续兑现.....	9
公司+农户：先发优势领跑行业.....	10
轻资产：稳健扩张，风险可控.....	10
强育种：保质保量，强者恒强.....	11
调结构：迭代升级，探索创新.....	13
生猪：毛利业内领先，静待产能恢复.....	13
行业：产能尚未恢复，龙头优势明显.....	13
成本：疫情拖累成本，长期优势仍存.....	14
主要成本：采购端优势明显，代养费弹性可控.....	15
精细管理：聚沙成塔，全面管理优势凸显.....	16
完全成本：疫情影响下，完全成本边际上行.....	17
利润：毛利龙头不改，景气值得期待.....	18
肉禽：黄鸡龙头，横向蓄势待发.....	19
行业：受益猪价上行，需求替代首选.....	19
黄鸡：高市占稳增长，龙头地位难以撼动.....	20
白鸡战略进军，水禽未来可期.....	21
全产业链：合纵连横布局多元.....	21
纵向：上下游配套，为主业保驾护航.....	21
横向：乳业表现稳定，收入贡献可持续.....	22
盈利预测与投资建议.....	23
盈利预测.....	23
投资建议.....	24

风险提示..... 25

## 图表目录

图 1: 温氏股份产业链 .....	6
图 2: 畜禽养殖业务是公司的核心业务 (亿元) .....	7
图 3: 畜禽养殖业务构成 (2019A) .....	7
图 4: 2017 年以来公司收入持续上升 .....	7
图 5: 2019 年猪肉、肉鸡收入增速分别为 23.8%、34.2% .....	7
图 6: 2019 年公司毛利润同比上升 109.7% .....	8
图 7: 2019 年猪肉、肉鸡毛利增速分别为 189.8%、51.7% .....	8
图 8: 公司分地区收入结构与养殖业务布局情况 (2019A) .....	8
图 9: 分红派息情况 (2019A) .....	9
图 10: 公司资产负债率领先同业 .....	10
图 11: 公司出现融资需求年份较少 (亿元) .....	10
图 12: 公司生猪产能规划 .....	11
图 13: 温氏股份五级研发体系 .....	11
图 14: 2019 年研发支出上升 3.22% .....	12
图 15: 温氏股份、牧原股份研发支出占营业收入比重 .....	12
图 16: 温氏股份与牧原股份商品猪售价对比 (元/公斤) .....	12
图 17: 温氏股份与立华股份商品肉鸡售价对比 (元/公斤) .....	12
图 18: 10 大生猪上市企业出栏量 (万头) .....	13
图 19: 10 大生猪上市企业占比 8.06% .....	13
图 20: 3 月能繁母猪存栏量环比增长 2.8%、同比下降 19.1% .....	14
图 21: 3 月生猪定点屠宰 1171.3 万头, 同比下降 36.88% .....	14
图 22: 饲料原料、委托养殖费用为公司生猪养殖主要成本 .....	14
图 23: 2019 年公司的生猪的完全成本约 14.6 元/公斤 .....	14
图 24: 公司饲料原料成本较为稳定 .....	15
图 25: 公司视市场情况调整饲料配方 .....	15
图 26: 公司委托养殖费用与猪价的变化基本一致 .....	16
图 27: 净利润增速高于委托养殖费用增速 .....	16
图 28: 2019 年药物及疫苗成本为 65.95 元/头, 同比下降 0.23% .....	16
图 29: 温氏股份覆盖全产业链的信息化系统 .....	17
图 30: 南方地区猪价高于北方地区猪价 (元/公斤) .....	18
图 31: 公司头均毛利领先行业 (元/吨) .....	19
图 32: 公司 2015-2018 年生猪出栏量的 CAGR 达 13% .....	19
图 33: 我国鸡肉产量结构 (2017) .....	19

图 34：2009-2019 年黄羽肉鸡与白羽肉鸡出栏量变化情况 .....	19
图 35：2017 年黄羽鸡行业 CR10 达到 41.5%.....	20
图 36：活鸡价格波幅小于生猪价格 .....	20
图 37：公司 2015-2019 年肉鸡出栏量的 CAGR 达 6% .....	20
图 38：温氏股份黄鸡出栏量市占率维持在 20%左右 .....	20
图 39：公司肉鸭销量维持较快增长 .....	21
图 40：2019 年其他养殖类收入同比上升 20% .....	21
图 41：2019 年兽药收入同比上升 24.94% .....	22
图 42：2019 年肉制品加工产品收入同比上升 27.86% .....	22
图 43：2019 年原奶、成品奶销量同比分别上升 15.11%、10.41% .....	22
图 44：2019 年原奶及乳制品收入同比上升 23%.....	22
表 1：股权激励情况（截止 2019.12.31） .....	9
表 2：疫情影响下公司养殖成本弹性分析（元/公斤） .....	18
表 3：行业可比公司估值（截止于 2020 年 5 月 15 日） .....	24

## 温氏股份：纵深布局的养殖龙头

温氏食品集团股份有限公司创立于 1983 年，经历近 37 年的发展，现已成为一家以畜禽养殖为主业、配套相关业务的跨地区现代农牧企业集团。

### 养殖为主，配套完善

公司主营肉鸡和肉猪的养殖和销售，兼营肉鸭、奶牛、蛋鸡、鸽子、肉鹅的养殖及其产品销售，并辅之布局屠宰、食品加工、现代农牧装备制造、兽药生产、生鲜食品及金融投资等。

- **金融投资业务：**属于公司 5 大事业部之一的**投资管理事业部**，金融投资业务包括产业投资与并购业务以及财务投资业务。根据公司网站数据，公司目前金融投资管理规模超 87 亿元，投资项目超过 100 个，累计投资金额超 100 亿元。
- **农牧设备制造业务：**主要开发出养殖栏架、禽类养殖设备、养殖场易耗品、自动清粪系统、自动喂料系统、自动环境控制系统、智能化母猪饲养管理系统等系列产品。
- **生物制药业务：**属于公司 5 大事业部之一的大华农事业部，主要业务包括兽用生物制品、兽用药物制剂和饲料添加剂三大业务，拥有 4 个具备国际先进技术水平的生产基地，累计获得 34 项新兽药证书、100 多项专利和近 40 条 GMP 生产线。
- **畜禽繁育业务：**包含鸡、猪、鸭、鹅、鸽等品种，自主选育的 7 个家禽品种配套系、2 个瘦肉型猪配套系获得国家畜禽品种审定认证。
- **畜禽养殖业务：**设**养猪事业部、养禽事业部、水禽事业部**。以养猪、鸡为主，养牛、鸭、鸽等为辅，主要采用“公司+家庭农场”模式，实行产业链全程管理的一条龙生产经营模式。
- **食品加工业务与生鲜营销业务：**包含畜禽屠宰深加工和乳品加工。熟食方面，2018 年肉鸡屠宰产能 2.24 亿只，日供港冰鲜鸡及熟鸡约 5 万只，约占香港市场份额 30%；乳业方面，2019 年销售原奶 8.69 万吨，同比增加 15.11%。生鲜营销方面，以公司旗下的生鲜食品及其加工制品为主，2018 年底公司生鲜门店 135 家，鲜品批零中心 60 家。

图 1：温氏股份产业链

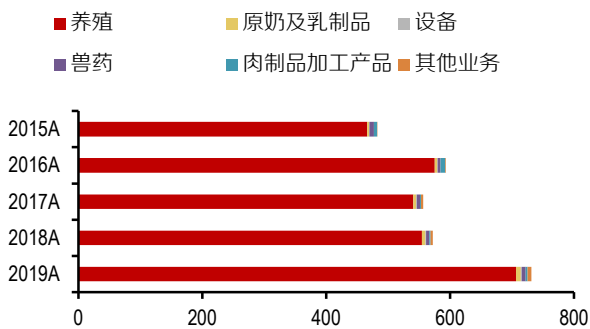


资料来源：公司官网、东方证券研究所

**畜禽养殖业务是公司的核心业务。**截止 2019 年，公司具备生猪产能约 3500 万头、黄羽鸡产能超过 10 亿羽；2019 年上市肉鸭 4,040.65 万只，奶牛存栏量 2.12 万头。

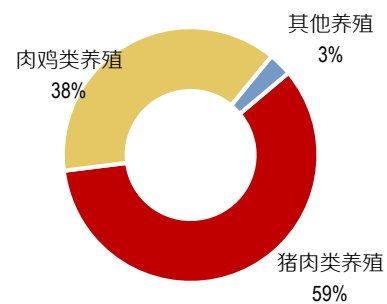
截止 2019 年，公司畜禽养殖业务收入占主营业务收入的比重保持在 96%以上。其中，肉鸡与肉猪养殖业务收入占主营业务收入的比重为 93.8%，其余年份基本维持在 94%左右。

图 2：畜禽养殖业务是公司的核心业务（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：畜禽养殖业务构成（2019A）

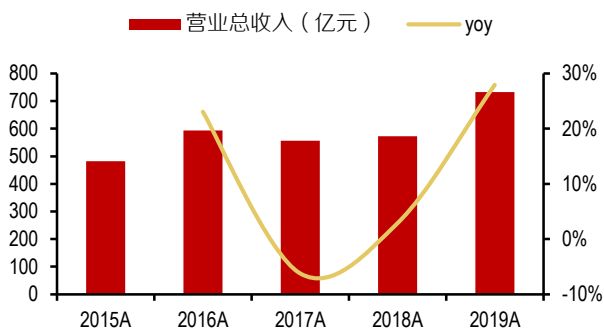


资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 一体两翼，业绩稳定

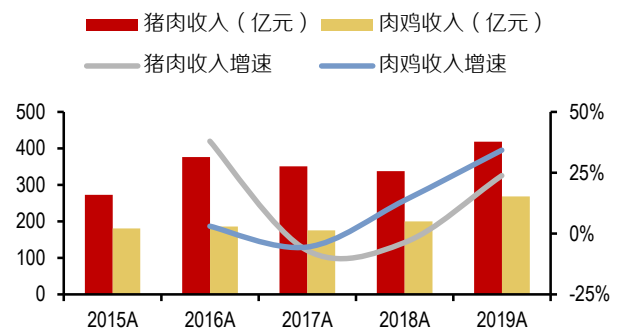
2019 年度实现营业总收入 731.44 亿元，同比增长 27.8%。拆分来看，公司两大养殖板块均表现亮眼，其中猪肉类养殖 418.12 亿元，同比上升 23.8%；鸡肉类养殖 267.86 亿元，同比上升 34.2%。

图 4：2017 年以来公司收入持续上升



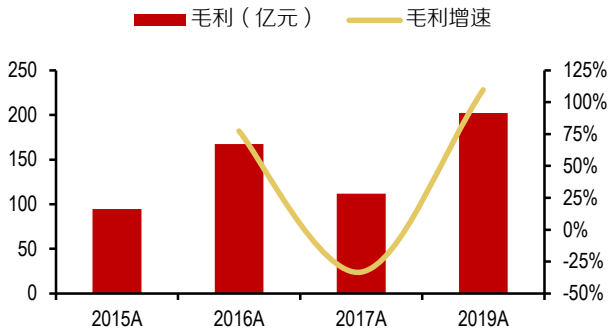
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：2019 年猪肉、肉鸡收入增速分别为 23.8%、34.2%

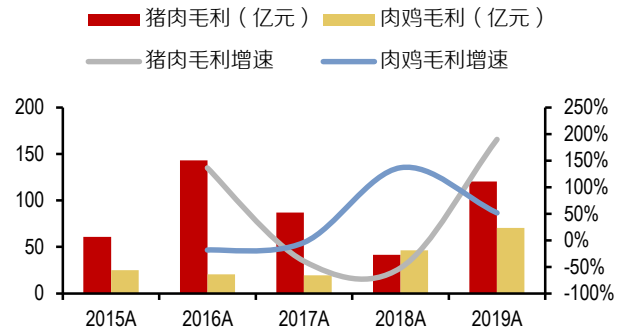


资料来源：公司公告、东方证券研究所

利润方面，2019 年公司毛利润达 202.27 亿元，同比上升 109.7%。受益生猪周期上行，猪肉养殖毛利 120.57 亿元，同比上升 189.8%；由于生猪供给不足，黄羽鸡同步景气上行，肉鸡养殖毛利 70.47 亿元，同比上升 51.7%。

**图 6：2019 年公司毛利润同比上升 109.7%**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

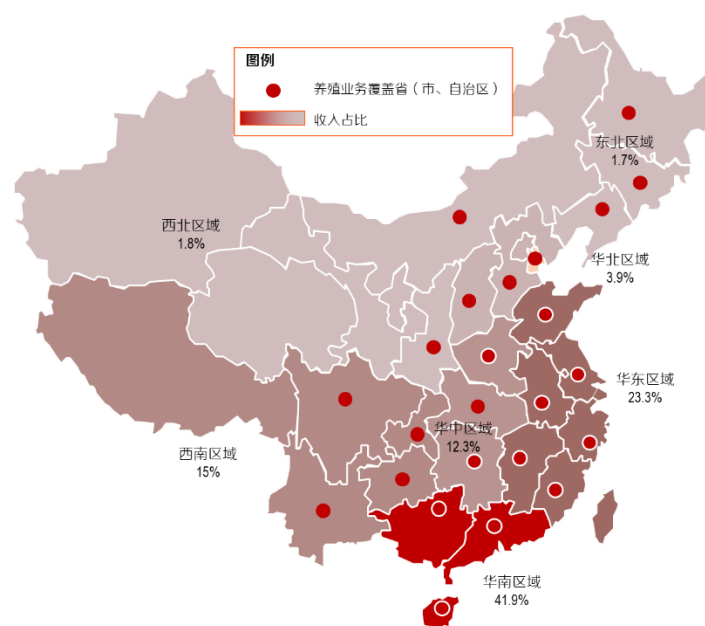
**图 7：2019 年猪肉、肉鸡毛利增速分别为 189.8%、51.7%**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 布局全国，版图庞大

截止 2019 年底，公司已在全国 20 多个省（市、自治区）拥有 326 多家控股公司、4.98 万户家庭合作农场。分地区收入中，华南地区占比 41.9%，华东、西南、华中分别占比 23.3%、14.99%、12.3%，西北和东北地区占 1.8%、1.7%，公司在西南、华中、东北和西北地区的规模仍有上升空间。

2019 年，公司收购河南省新大牧业股份有限公司，并对其增资，合计获得新大牧业 5,720.49 万股股份，占新大牧业总股本的比例为 61.86%，首次进驻中国养猪大省河南。

**图 8：公司分地区收入结构与养殖业务布局情况（2019A）**


资料来源：公司官网、东方证券研究所



## 合作共赢，共享成功

公司自创立以来，秉承“精诚合作，齐创美满生活”的企业文化理念，兼顾多方利益，保障公司与合作农户、客户的牢固稳定关系、员工的忠诚度和工作积极性。

在股权结构方面，温氏施行全员持股，股权高度分散化。2019 年公司实际控制人温氏家族成员仅持股 16.31%。全员持股计划帮助温氏增强员工的凝聚力，股权分散也有利于公司形成良好的管理机制，形成民主科学的计提决策机制。

## 股权激励积极推进

在股权激励方面，公司分别于 2018、2019 年进行了 2 次股权激励。

- 首期（2018）限制性股票激励计划尚在存续，覆盖 2518 人，占比当时股本总额 1.89%，其最后一期解锁期的业绩条件要求 2020 年商品肉猪销售量较 2017 年度增长率 $\geq 55\%$ ；2020 年净资产收益率比 2020 年度同业对标上市公司加权平均净资产收益率高于 3pct。
- 2019 年限制性股票激励计划覆盖 2822 人，占比当前股本总额 2.28%，其第一期解锁的业绩条件要求 2020 年销售畜禽产品总重量较 2019 年增长 $\geq 8\%$ 或 2020 年营业总收入比 2019 年增长 $\geq 8\%$ ；且公司 2020 年度现金分红总额不低于 50 亿元。

表 1：股权激励情况（截止 2019.12.31）

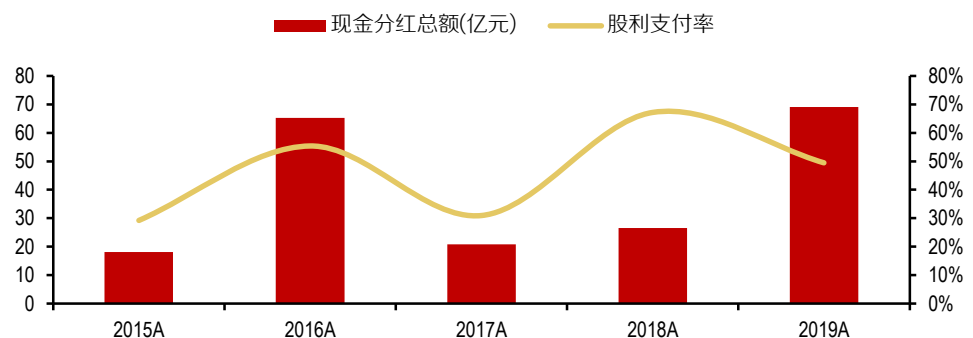
	覆盖人数	股份占比	解锁业绩条件
首期（2018）	2518	1.89%	2018、2019、2020
第二期（2019）	2882	2.28%	2020、2021

资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 股利支付持续兑现

在现金分红方面，公司长期维持较高的分红比例。截止 2019 年，公司已累计分红 199.88 亿元，分红率达 46.84%，2019 年度预计向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元，并以 2019 年末股本为基数转增 2 股。

图 9：分红派息情况（2019A）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 公司+农户：先发优势领跑行业

公司商品肉鸡、商品肉猪养殖模式的核心是紧密型“公司+农户/家庭农场”模式，以封闭式委托养殖模式与合作农户在养殖产业链中进行分工与合作。

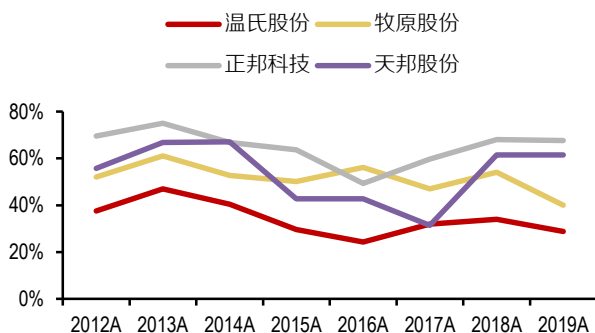
- **准备阶段：**合作农户与公司签订委托养殖合同，负责按公司制定的统一的技术标准和管理规范饲养商品代肉鸡和肉猪，合作农户缴纳合作保证金。
- **养殖阶段：**
  - **公司：**负责鸡、猪的品种繁育、种苗生产、饲料生产、饲养技术、疫病防治、产品销售等环节的管理及配套体系的建立，向合作农户/家庭农场提供鸡苗、猪苗、饲料、药物、疫苗及其生产过程中的饲养管理、疫病防治、环保技术等关键环节技术支持和服务。
  - **农户/家庭农场：**承担商品肉鸡和商品肉猪生产场地建设，按公司标准进行规范饲养。
- **上市阶段：**商品肉鸡和商品肉猪饲养到上市天龄后，公司根据该批次养殖开始时与合作农户/家庭农场签订的委托养殖合同回收商品肉鸡和商品肉猪进行统一销售，并按委托养殖合同约定的方式与合作农户/家庭农场结算委托养殖费。

虽然“公司+农户”的商业模式在养殖公司中并不少见，但公司作为该模式的创立者与领军者，精耕各个环节，使其优势最大化。

## 轻资产：稳健扩张，风险可控

畜禽养殖业属劳动密集型和土地密集型行业，借助合作农户人力和自由土地的禀赋，公司不必投入过多的资产就能获得相应的养殖收益。上市后公司资产负债率维持在 35%以下，始终领先同业。从公司现金流量来看，2019 年公司经营活动净流入 183.03 亿元，同比增长 181.8%，投资活动净流出 108.11 亿元，同比增长 126.7%，现金盈余 26.26 亿元，公司出现融资需求的年份较少，现金流量表现稳健，风险可控。

图 10：公司资产负债率领先同业



资料来源：公司公告、东方证券研究所

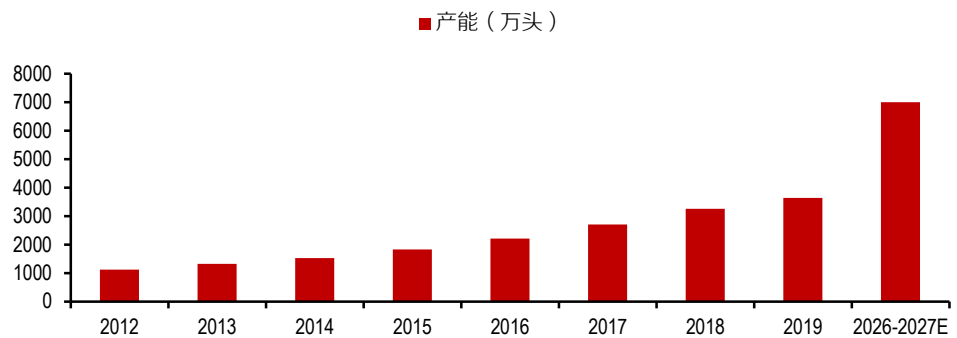
图 11：公司出现融资需求年份较少（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

由于不需要大量的资本投入，公司养殖模式的复制性强；而稳健的财务状况也为公司未来进行多元发展提供充足准备。截止 2019 年底，公司现有的生猪产能约为 3500 万头/年，公司目标在未来 6-7 年内完成 7000 万头/年的产能目标。

图 12：公司生猪产能规划

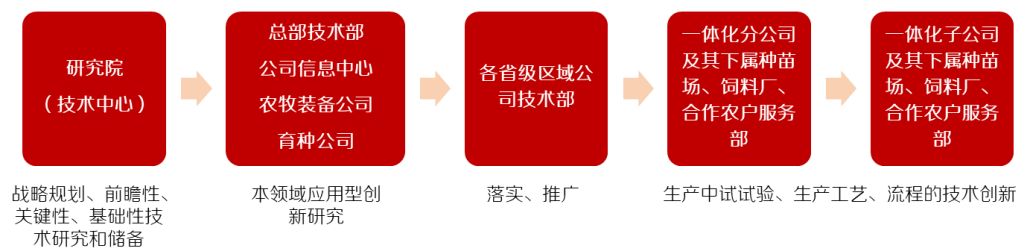


资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 强育种：保质保量，强者恒强

在“公司+农户”的养殖模式下，公司对养殖全过程的监控难度上升，源头的育种能力成为了该模式能否保障行业优势的核心。公司设立专业的鸡、猪育种公司，专门负责品种培育，强大的育种实力业内闻名。目前，公司与华南农业大学、南京农业大学、中国农业大学、中山大学等多所名牌院校和科研院所建立了紧密型“产学研”合作关系。公司以“产学研”为依托，建立了以研究院（技术中心）为核心的五级研发体系。

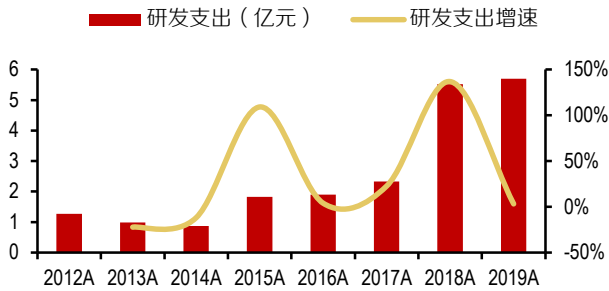
图 13：温氏股份五级研发体系



资料来源：公司公告、东方证券研究所

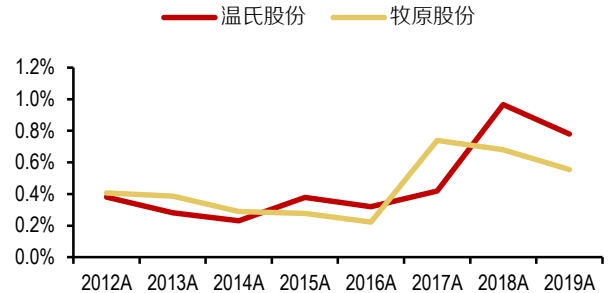
公司 2019 年进一步加大研发投入，2019 年研发费用 5.7 亿元，同比上升 3.22%，占收入比例达 0.78%，超过牧原股份。

图 14: 2019 年研发支出上升 3.22%



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

图 15: 温氏股份、牧原股份研发支出占营业收入比重



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

我们认为公司的育种优势体现在两个方面:

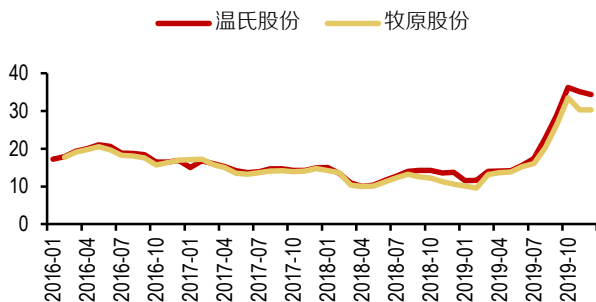
### ➤ 契合市场需求

公司针对不同需求, 开展多个专门化品系育种。

- 生猪: 量的方面, 公司种猪 PSY 达 24, 高于行业平均水平 21; 质的方面, 有针对性满足不同区域的出栏体重要求, 在成本稳定的同时保证体重略升; 猪肉肥少瘦多, 肌肉紧致, 需求端竞争优势明显。
- 肉鸡: 为满足从活鸡销售向冰鲜销售趋势, 公司改进黄鸡品种, 去毛光鸡饱满圆润、光泽度好, 提升冰鲜鸡销售的竞争力。

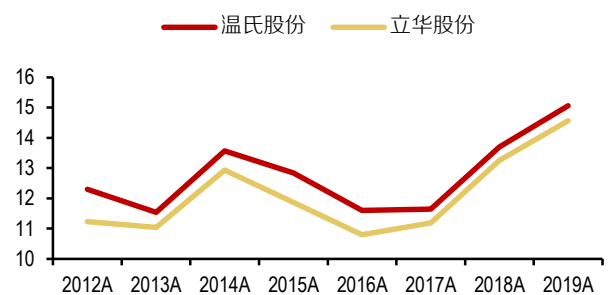
公司在生猪和活鸡的出栏均价始终高于同业, 除了地区价差, 也是育种品质的侧面体现。

图 16: 温氏股份与牧原股份商品猪售价对比 (元/公斤)



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

图 17: 温氏股份与立华股份商品肉鸡售价对比 (元/公斤)



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

### ➤ 育种规模庞大

育种需要数量庞大的原种素材, 以通过技术手段不断优中选优, 经积累固化后培育成具有某一明显特征、特性的品种。对此, 公司在全国布局, 建立了全国规模最大的种猪育种和鸡育种基地, 核心群纯种猪和纯种鸡规模行业领先。

## 调结构：迭代升级，探索创新

### ➤ 规模升级

因环保和当地土地政策的因素影响，养猪规模小的合作农户逐步退出或合并，单户的饲养规模逐渐上升。同时公司的肉猪养殖合作农户正向家庭农场方向升级，饲养规模和设备设施、自动化水平也进一步提高。近两年合作农户单批次饲养平均规模由 500 多头增长到 700 多头，合作农户单批饲养效率的提升，将为公司的规模扩张提供支持。

### ➤ 模式升级

公司正在研究现有模式的迭代升级，探索“公司+养殖小区”模式。公司计划在种猪场附近统一规划，统一建设，配套建立多个标准化、高效化养殖小区。小区由公司、合作农户、社会资本等三方的一方或两到三方共同投资。建成后，由合作农户承包养殖小区的栏舍与公司合作养殖，养殖层面仍采取“公司+农户”的模式。

我们认为，适度的规模升级和模式迭代有利于在现有环境下进一步优化公司养殖模式的优势，公司不断与国外先进生猪养殖模式靠拢，管理优势和成本管控能力有望进一步提升。

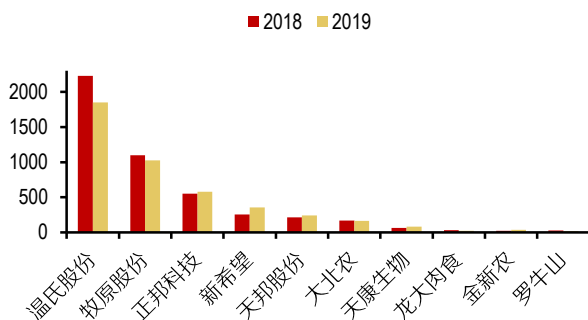
## 生猪：毛利业内领先，静待产能恢复

作为“公司+农户”的创立者和领军者，公司始终被模仿但从未被超越，在生猪业务上表现尤佳，先发优势领跑行业。

### 行业：产能尚未恢复，龙头优势明显

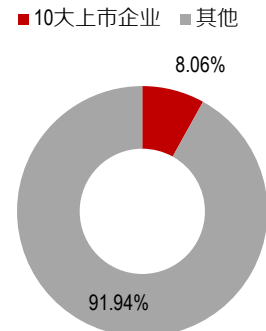
目前，我国肉猪养殖主体仍为散养农户，市场规模较大，根据国家统计局，2019 年生猪出栏 54419 万头，同比下降 21.6%，其中温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、龙大肉食、金新农、罗牛山 10 大生猪上市企业占比 8.06%，较上一年度上升 1.32%。规模化企业的集中度提升仍存较大空间，肉猪市场的竞争主要集中在散养农户与规模养殖企业之间。

图 18：10 大生猪上市企业出栏量（万头）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 19：10 大生猪上市企业占比 8.06%

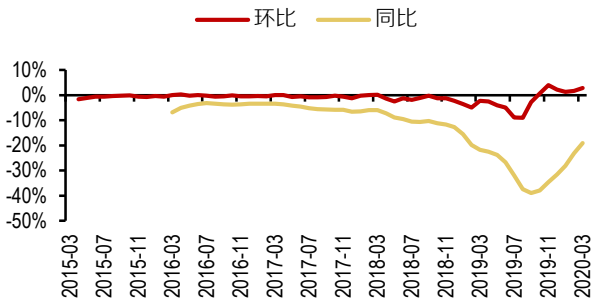


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

由于环保政策的推进和非洲猪瘟疫情的持续，行业门槛有所提升，导致中小养猪户逐步退出市场，生猪产能不足的现象加剧。

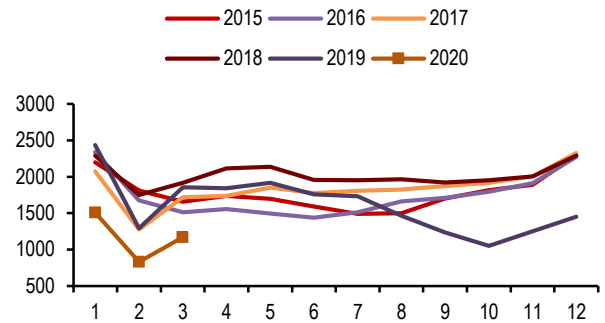
据农业农村部网站消息，2 月份全国生猪存栏环比平均下降 1.7%；3 月能繁母猪存栏量环比增长 2.8%，连续 6 个月环比增长，但由于其中二元母猪恢复速度偏慢，生产效率较低的三元母猪占比逐步扩大，整体产能仍旧偏紧。据商务部，3 月生猪定点屠宰企业屠宰量 1171.3 万头，同比下降 36.88%。我们认为生猪供给缺口仍存，全年猪价预计维持高位。

图 20：3 月能繁母猪存栏量环比增长 2.8%、同比下降 19.1%



资料来源：农业部、东方证券研究所

图 21：3 月生猪定点屠宰 1171.3 万头，同比下降 36.88%



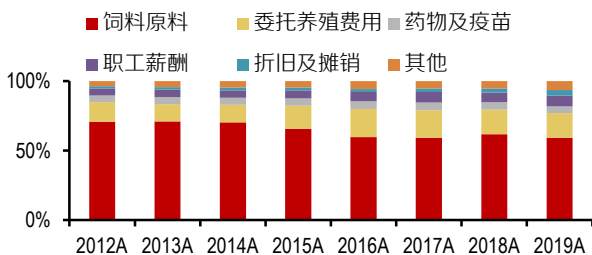
资料来源：商务部、东方证券研究所

## 成本：疫情拖累成本，长期优势仍存

由于生猪行业散户占比较高，行业价格由边际供给确定，成本优势是规模企业领先行业的重要因素。2019 年，公司的生猪养殖成本中，饲料原料、委托养殖费用分别占比为 59.3%、17.7%，构成养殖的主要成本，其次职工薪酬占比为 8%、药物及疫苗占比为 4.8%，折旧摊销占比为 3.8%。

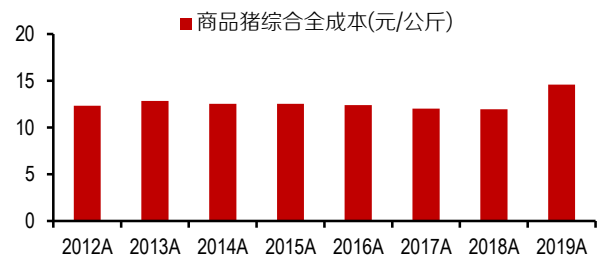
据公司公告口径，在非洲猪瘟前，公司生猪的完全成本约 12 元/公斤，旧厂的成本可达 11.2-11.6 元/公斤，2019 年受疫情影响，母猪更新率下降、防疫成本上升，完全成本上升至 14.6 元/公斤，但依旧处于行业领先地位。

图 22：饲料原料、委托养殖费用为公司生猪养殖主要成本



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 23：2019 年公司的生猪的完全成本约 14.6 元/公斤



资料来源：公司公告、东方证券研究所，注：全成本按生猪收入占比均摊费用

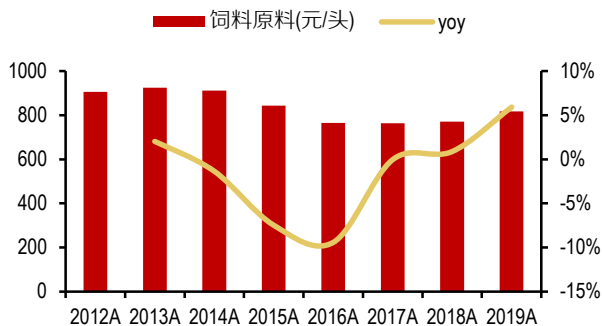
## 主要成本：采购端优势明显，代养费弹性可控

### ➤ 饲料原料

饲料原料是生猪养殖构成了生猪养殖的主要成本，占比通常在 60%左右。公司的饲料原料主要由玉米、小麦、高粱与豆粕等组成。公司从多方面控制饲料成本，使其保持稳定优势，2019 年饲料原料成本约为 816.98 元/头，同比上升 5.93%。

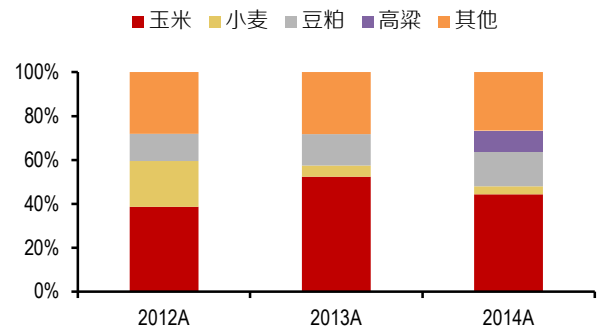
- **集中采购，强化议价：**为加强公司在采购过程中的议价能力，公司对大宗品种（玉米、豆粕等）实施集中采购，并利用信息分析共享平台随时分析饲料原料市场行情、提升采购技巧，从而降低饲料原材料的采购价格。
- **择时调整，优化配方：**玉米、小麦、高粱属于能量原料，具有一定的相互替代性，公司自主进行饲料原料价值评估与营养研究，在“玉米+豆粕”型配方的基础上，结合原材料性价比，及时有效地调整饲料配方中的主要材料，有效降低饲料成本。
- **管控结合，料肉比低：**公司前期的育种优势显著，中期的饲养管理全面，从而使料肉比处于行业领先水平，目前公司料肉比约为 2.45。

图 24：公司饲料原料成本较为稳定



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 25：公司视市场情况调整饲料配方

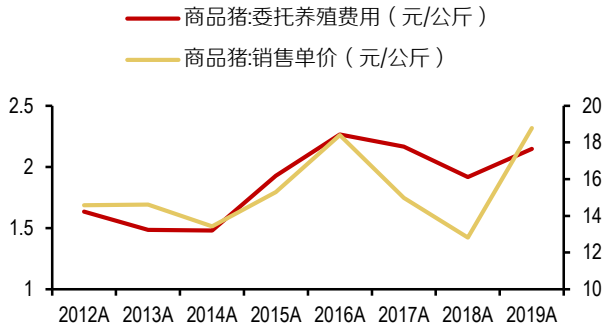


资料来源：公司公告、东方证券研究所

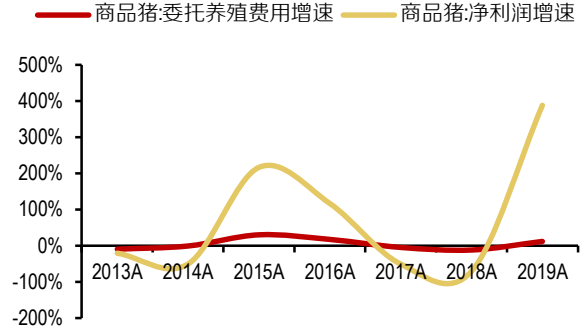
### ➤ 委托养殖费用

在“公司+农户”经营模式下，公司委托合作农户完成肉猪养殖工作，支付相应委托养殖费用。公司主要采取内部流程定价结算的方式，每批肉猪养殖都会和合作农户签署一次养殖合同，在肉猪高价期，公司也会根据市场变化对委托养殖费作出适当的调升，同时，公司也会根据效益情况给予合作农户适当的业绩奖励。由于 2019 年猪价较高，委托养殖费用约 244 元/头，同比上升 10.5%。

我们发现，公司的委托养殖费用较为稳定，与猪价的变化基本一致，但是委托养殖费用的弹性低于净利润的弹性，在生猪周期变化时，委托养殖费用并不显著影响公司利润。

**图 26: 公司委托养殖费用与猪价的变化基本一致**


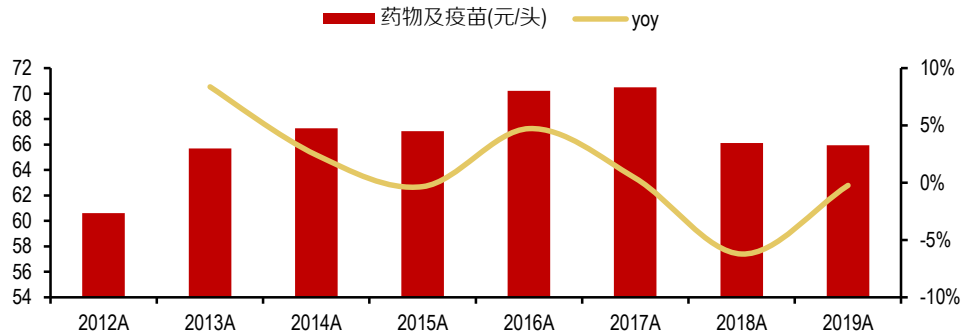
资料来源: 公司公告、东方证券研究所

**图 27: 净利润增速高于委托养殖费用增速**


资料来源: 公司公告、东方证券研究所

### ➤ 药物及疫苗

公司下设大华农事业部, 大华农作为国内龙头动物保健供应商, 为公司提供稳定的疫苗和兽药供给, 发挥协同效应。上市以来, 公司头均药物及疫苗成本控制在 60-70 元/头, 成本优势明显。2019 年药物及疫苗成本为 65.95 元/头, 同比下降 0.23%。

**图 28: 2019 年药物及疫苗成本为 65.95 元/头, 同比下降 0.23%**


资料来源: 公司公告、东方证券研究所

## 精细管理: 聚沙成塔, 全面管理优势凸显

成本控制是一个系统工程, 而公司在品种繁育、种苗生产、饲养生产、饲养管理、疫病防治、产品销售等环节均处于行业领先水平, 每个环节的重视使得公司整体成本较低。

### ➤ 高效的产业链一体化管理

公司将品种繁育、种苗生产、饲料生产、饲养管理、疫病防治、产品销售等环节进行产业整合, 形成了一体化养殖产业链。一体化产业链具有 2 点优势:

第一, 可以较少中间交易、降低交易成本, 提高流程管控效率;

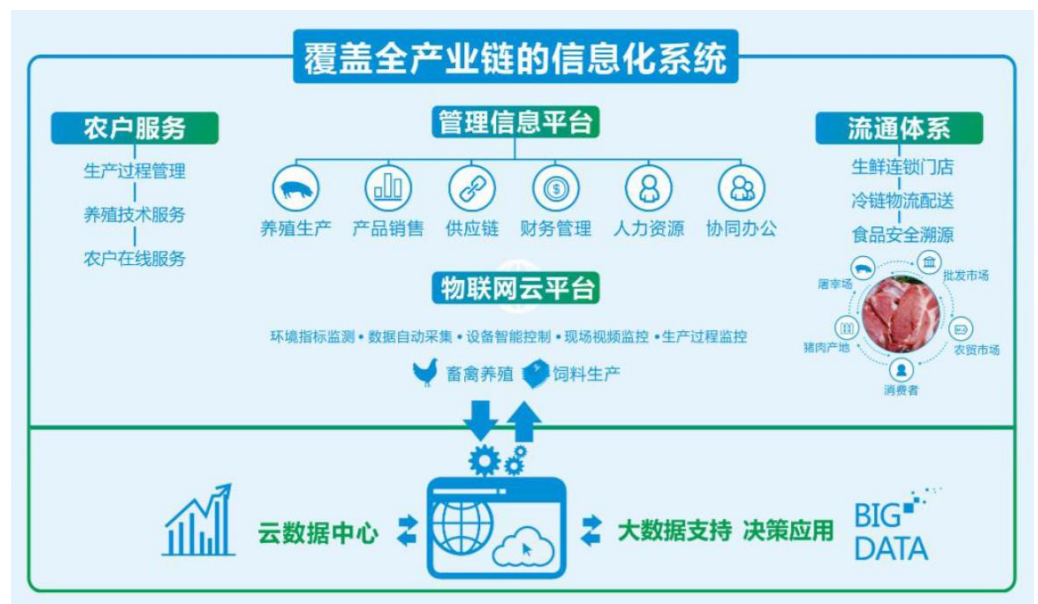


第二，可以形成有效的自主监督机制，实现产业链流程的高效管理。

### ➤ 精细的信息化管理策略

公司建立了完善的行政体系、财务体系和采购体系，实行“权力下放、数据上移”的互联网管理策略，依托自主研发的 ERP 信息管理系统、IO 办公系统、决策支持系统以及物联网技术，运用大数据支持、辅助经营决策，做到在企业信息对称的前提下，对公司经营单元进行充分授权，既激发内在经营活力，又能实现有效管控，使授权与管控协同发力，不会因企业规模扩大而“四处抓瞎”。

图 29：温氏股份覆盖全产业链的信息化系统



资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 完全成本：疫情影响下，完全成本边际上行

2019 年，受非洲猪瘟疫情影响，公司死淘率提升、母猪更新率下降、生产成绩也有所下降。在非洲猪瘟疫情发生前，公司的 PSY 为 24。我们沿用在《生猪周期复盘与预测——迎接 2020 年高景气》中的成本模型，考虑发生非洲猪瘟后，公司的养殖成本与 PSY 的弹性关系，假设如下：

1. 考虑三元回交导致母猪折旧等成本上升，母猪成本约为 6600 元/年；
2. 考虑猪价上升影响，公司加大对农户的补贴力度，假设 2020 年委托养殖费上升至 450 元/头；
3. 考虑饲料价格上升 3%，药物及疫苗、职工薪酬、折旧摊销分别为 70 元/头、115 元/头、55 元/头；
4. 考虑 2020 年压栏情况，假设公司全年出栏均重为 121 公斤，料肉比 2.45。

**表 2：疫情影响下公司养殖成本弹性分析（元/公斤）**

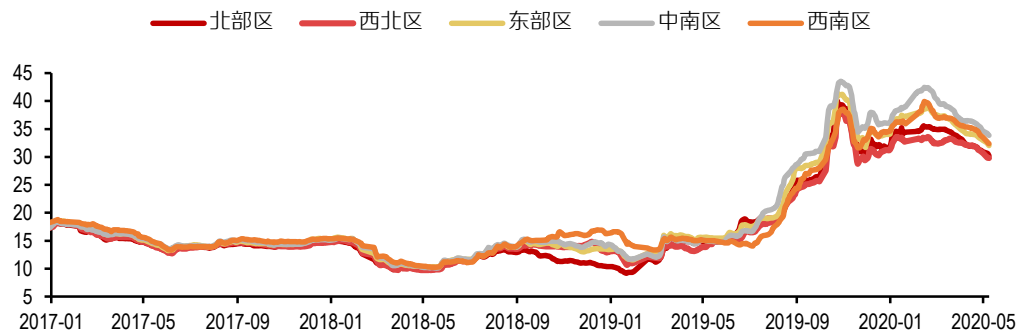
PSY	2019A	7	9	11	13	15	17	19	21	23
毛成本	<b>12.13</b>	21.53	20.14	19.26	18.65	<b>18.20</b>	17.86	17.59	17.37	17.19
完全成本	<b>14.60</b>	25.33	23.94	23.06	22.45	<b>22.00</b>	21.66	21.39	21.17	20.99

资料来源：Wind、东方证券研究所

假设 2020 年 PSY 为 15，则对应毛成本约 18.2 元/公斤，完全成本约 22 元/公斤。

## 利润：毛利龙头不改，景气值得期待

生猪价格的产销区价差明显，南方猪价普遍高于北方，除公司育种溢价外，扎根南方地区使公司销售价格的区位优势显著。

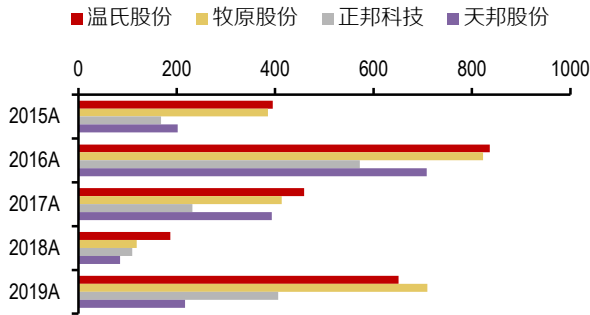
**图 30：南方地区猪价高于北方地区猪价（元/公斤）**


资料来源：博亚和讯、东方证券研究所

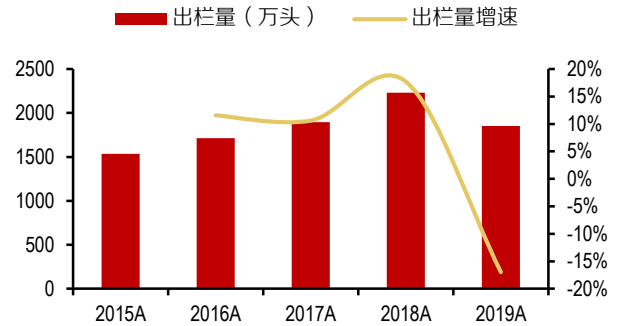
公司成本优势、育种溢价及区位优势在毛利上充分显现，头均盈利位于行业领先地位，平均高出天邦 70%、正邦 57%。

在出栏量方面，由于生产模式兼顾规模与效益，符合我国农业生产的地理条件和发展方向。公司出栏量始终位于行业首位，2015-2018 年的 CAGR 达 13%。2019 年，公司上半年调整投苗与销售计划、下半年加大种猪选留以及提升肉猪体重，全年出栏生猪 1851.66 万头，同比下降 16.95%。

考虑公司下半年总体投苗量较少，预计 2020 年公司出栏 1500 万头，同比下降 19%；2020 年公司进一步夯实基础，预计 2021 年有望放量增长 66.7%至 2500 万头。

**图 31：公司头均毛利领先行业（元/吨）**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

**图 32：公司 2015-2018 年生猪出栏量的 CAGR 达 13%**


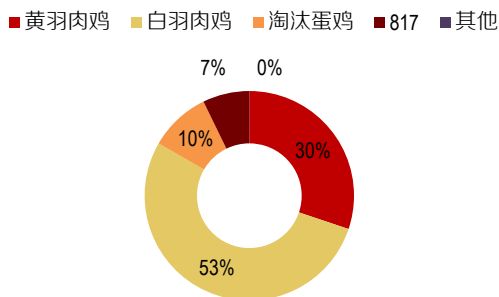
资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 肉禽：黄鸡龙头，横向蓄势待发

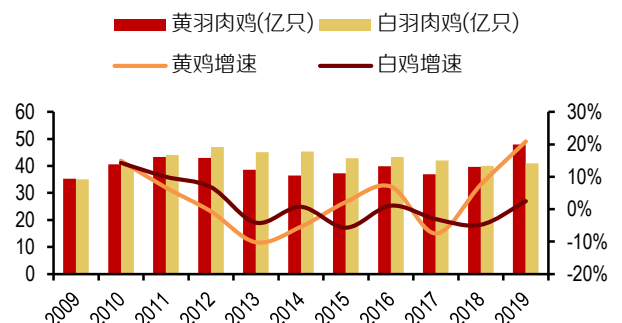
公司目前是全球最大的黄羽鸡养殖上市公司，综合优势领先全业。目前正进军白羽鸡，整合水禽业务，禽业发展值得期待。

## 行业：受益猪价上行，需求替代首选

国内鸡肉的供给来源包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817 杂交鸡、淘汰蛋鸡等，其中白羽鸡、黄羽鸡为主要来源，2017 年白羽鸡肉、黄羽鸡肉分别占鸡肉的比例约为 53%、30%。2019 年受猪肉供给减少和猪价上升影响，黄羽鸡大幅放量，据新牧网，2019 年全年出栏量预计 48 亿只，同比上升 20.9%，超过白羽肉鸡 41 亿只规模。

**图 33：我国鸡肉产量结构（2017）**


资料来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

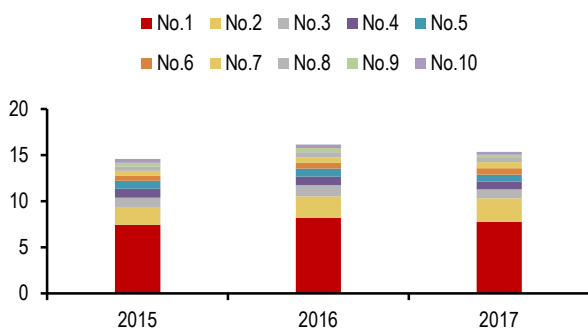
**图 34：2009-2019 年黄羽肉鸡与白羽肉鸡出栏量变化情况**


资料来源：新牧网、东方证券研究所

当前，整个社会肉鸡产业产能相对充足，但行业机遇与优势仍存。

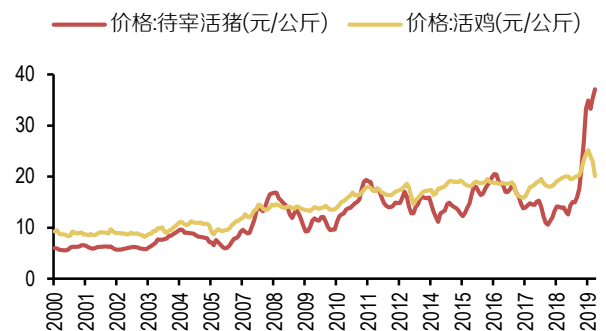
- **黄羽鸡市场集中度仍有提升空间。**2017年，前十大黄羽鸡生产企业的黄羽鸡出栏量占全国黄羽鸡出栏总量的 41.5%，其中第一大企业温氏股份占比 21%、第二大企业立华股份占比仅 6.9%。
- **活鸡与生猪共振，但价格波幅明显收窄。**在蛋白需求替代下，活鸡价格与生猪价格走势一致，但由于肉鸡养殖逐步由规模化企业主导，价格波幅明显收窄，抗跌性好于生猪。

图 35: 2017 年黄羽鸡行业 CR10 达到 41.5%



资料来源: 中国产业信息网、东方证券研究所

图 36: 活鸡价格波幅小于生猪价格

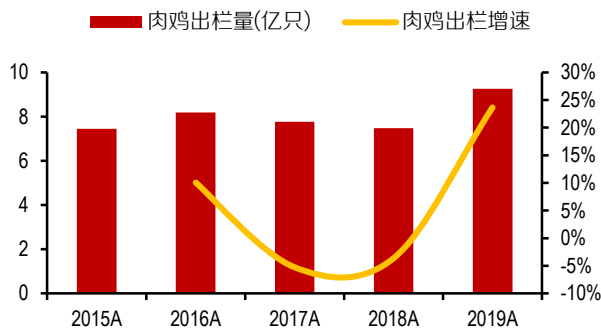


资料来源: 中国畜牧业信息网、东方证券研究所

## 黄鸡: 高市占稳增长, 龙头地位难以撼动

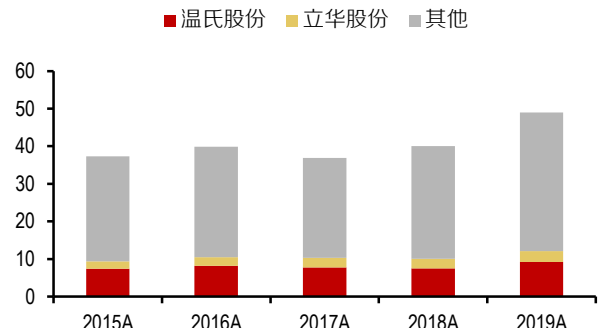
公司肉鸡业务以黄羽肉鸡为主, 2019 年公司出栏肉鸡 9.25 亿只, 同比上升 23.58%, 2015-2019 年 CAGR 达 6%, 占全国黄羽肉鸡出栏比重 18.88%, 大幅领先第 2 位立华股份(市占率 5.9%), 2015-2019 年, 公司出栏量市占率维持在 20%上下, 龙头地位难以撼动。

图 37: 公司 2015-2019 年肉鸡出栏量的 CAGR 达 6%



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

图 38: 温氏股份黄鸡出栏量市占率维持在 20%左右



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

近年来，公司黄羽鸡发展逐步稳定，2019 年黄羽鸡总产能已超过 10 亿羽。产能的充分发挥和成本有效管控是公司黄羽鸡的核心优势。目前公司黄羽鸡完全成本约 11.6-12 元/公斤，处于行业领先水平。

## 白鸡战略进军，水禽未来可期

公司在黄羽鸡的市占稳定的基础上，进军白羽鸡，扩大水禽业务，以进一步巩固禽类的版图。

### ➤ 白羽鸡方面

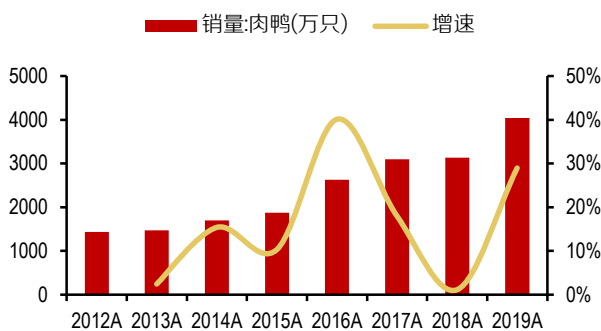
公司在 2019 年完成了对江苏京海禽业集团的收购，京海禽业深耕白羽肉鸡行业 30 余年，拥有经验丰富的人才团队，可年产白羽父母代种鸡苗 800 万套，商品代鸡苗 1 亿只。

### ➤ 水禽方面

公司肉鸭销量维持较快增长，2019 年上市肉鸭 4040.65 万只，同比增长 28.96%。公司 2020 年 3 月成立第五大事业部——水禽事业部，抓住水禽从目前传统养殖向现代养殖转型中的发展新机遇，积极推进养鸭业务做大做强。未来公司将“公司+农户”模式复制到水禽业，目标将养鸭业发展到 1 亿只。

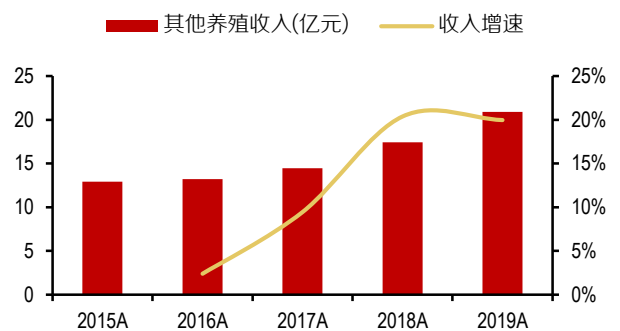
公司将水禽、蛋鸡等业务一并计入其他养殖业务，持续贡献稳定收入，2019 年实现营业收入 20.9 亿元，同比上升 20%。

图 39：公司肉鸭销量维持较快增长



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：2019 年其他养殖类收入同比上升 20%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

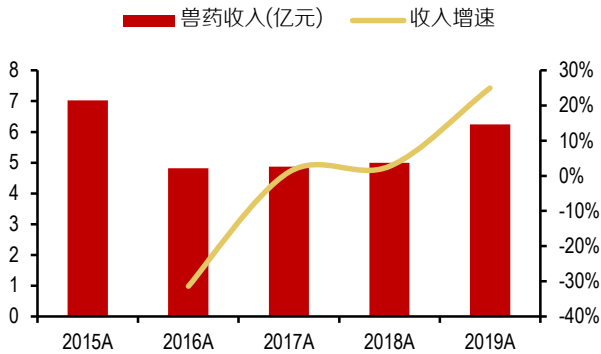
## 全产业链：合纵连横布局多元

### 纵向：上下游配套，为主业保驾护航

公司主业的优势地位与上下游配套支持密不可分。公司在上游布局粮食贸易、饲料生产、动物保健，下游布局屠宰、食品加工、生鲜营销，并配套农牧设备和金融投资，公司从传统生产型企业向食品企业逐步迈进的同时，也为猪鸡双主业保驾护航。

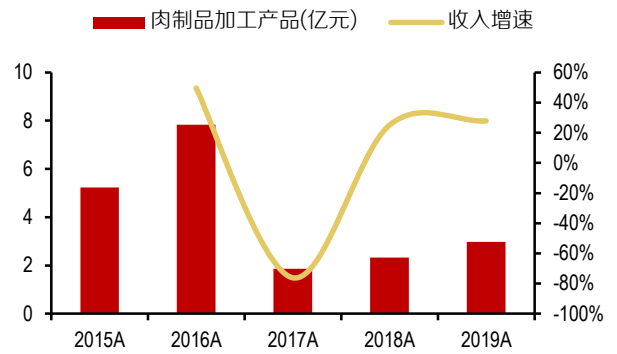
在非洲猪瘟疫情长期持续的情况下，屠宰与动保业务的重要性开始突显。2019年，公司兽药营业收入 6.25 亿元，同比上升 24.94%；肉制品加工产品收入 2.98 亿元，同比上升 27.86%。

图 41：2019 年兽药收入同比上升 24.94%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 42：2019 年肉制品加工产品收入同比上升 27.86%

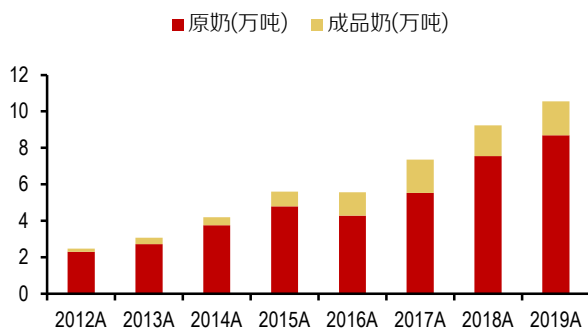


资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 横向：乳业表现稳定，收入贡献可持续

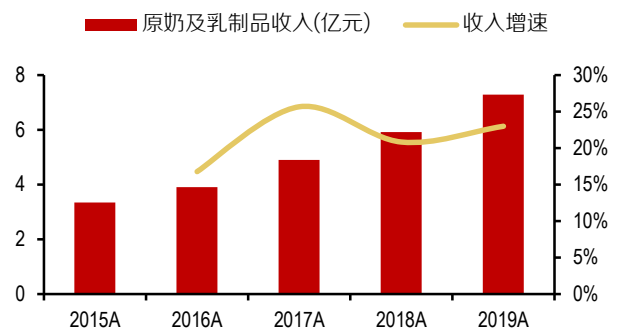
乳制品方面，公司区域市场份额稳定，2019 年公司销售原奶 8.69 万吨，同比增加 15.11%；销售成品奶 1.86 万吨，同比增加 10.41%；实现营业收入 7.28 亿元，同比上升 23%。

图 43：2019 年原奶、成品奶销量同比分别上升 15.11%、10.41%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 44：2019 年原奶及乳制品收入同比上升 23%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

#### 1) 生猪类：

- 出栏量：由于 2019 年下半年公司投苗偏少，且疫情影响下母猪更新率下降，2020 年出栏量降至 1500 万头。随着防疫升级，2021-2022 年出栏提升至 2500、3500 万头。
- 价格：考虑 2020 年全年生猪供给仍旧偏紧，全年生猪价格维持较高位置，预计销售价格 33 元/公斤，2021-2022 年龙头公司放量，供给环比改善，价格有所回落，预计分别为 25.5、18.5 元/公斤。
- 成本：2020 年公司受非瘟疫情影响，公司母猪生产效率降低，考虑 PSY 为 15，则毛成本约 18.2 元/公斤，随着公司防疫经验积累和水准提升，公司生产效率有望逐步恢复，2021-2022 年成本预计 13.7 元/公斤、12.05 元/公斤。

2020-2022 年生猪板块合计毛利率 38.6%/43.2%/30.9%。

#### 2) 肉鸡类：

- 出栏量：考虑公司黄羽鸡业务扩张稳定，估计出栏量为 10/10.5/11 亿只，同比分别上升 8.1%、5%、5%。
- 价格：考虑生猪供给不足，需求替代下 2020 年肉鸡景气度维持，但受疫情和活禽交易影响，价格环比下降，预计 2020 年销售价格 14 元/公斤；2021-2022 年在生猪供给恢复和养殖量上调的假设下，价格预计 13、12.5 元/公斤。
- 成本：2020 毛成本年维持 2019 年水平 11 元/公斤，2021-2022 年假设效率提升，分别下调至 10.5、10 元/公斤。

2020-2022 年肉鸡养殖板块合计毛利率 22.1%/19.9%/20.7%。

#### 3) 配套业务与其他业务：配套业务各板块维持历史增速，2020-2022 预计增长 22.2%/15.9%/14.6%，毛利率 17.5%/18.7%/18.1%；其他业务收入维持历史结构。

#### 4) 期间费用：管理费用中，根据公司首期、第二期股权激励计划，预计 2020-2021 分别摊销 13.13、4.12 亿元，其余费用维持历史平均水平，2020-2022 期间费用占营业总收入比重为 9.2%、8.3%、7.6%。

收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>肉猪类</b>					
销售收入（百万元）	33,765.8	41,811.5	62,717.3	75,971.5	77,163.2
增长率	-3.7%	23.8%	50.0%	21.1%	1.6%
毛利率	12.3%	28.8%	38.6%	43.2%	30.9%
<b>肉鸡类</b>					

销售收入 (百万元)	19,956.3	26,785.9	27,720.6	26,902.6	27,155.0
增长率	13.6%	34.2%	3.5%	-3.0%	0.9%
毛利率	23.3%	26.3%	22.1%	19.9%	20.7%
<b>其他养殖类</b>					
销售收入 (百万元)	1,741.6	2,089.6	2,507.5	3,009.0	3,460.4
增长率	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%
毛利率	2.8%	3.1%	3.3%	3.5%	3.5%
<b>配套业务</b>					
销售收入 (百万元)	1,415.8	1,839.3	2,247.4	2,603.8	2,984.2
增长率	12.4%	29.9%	22.2%	15.9%	14.6%
毛利率	15.0%	19.9%	17.5%	18.7%	18.1%
<b>其他业务</b>					
销售收入 (百万元)	356.6	594.1	651.7	742.8	758.3
增长率	5.9%	66.6%	9.7%	14.0%	2.1%
毛利率	46.4%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
<b>合计</b>	<b>57,236.0</b>	<b>73,120.4</b>	<b>95,844.5</b>	<b>109,229.7</b>	<b>111,521.2</b>
增长率	<b>2.8%</b>	<b>27.8%</b>	<b>31.1%</b>	<b>14.0%</b>	<b>2.1%</b>
综合毛利率	<b>16.9%</b>	<b>27.7%</b>	<b>32.9%</b>	<b>36.3%</b>	<b>27.9%</b>

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

在非洲猪瘟影响下，行业整体投苗量下降，母猪更新和生产效率下降，成本上升，但价格端弹性高于成本端弹性，预计 2020 年公司生猪头均利润达 1331 元，同比上升 179.5%，实现归母净利润 212.4 亿元，同比增长约 52.1%。公司稳扎稳打，不断优化“公司+农户”的防疫能力，生猪龙头地位不改，成本优化与出栏增长值得期待。

我们预测公司 2020-2022 的 EPS 为 4.00/5.40/3.99 元/股，参考可比公司估值，考虑公司生猪养殖和黄羽肉鸡的龙头地位，给予 2020 年 PE 为 9 倍，目标价 36.00 元，首次给予公司“买入”评级。

表 3：行业可比公司估值（截止于 2020 年 5 月 15 日）

行业	公司名称	公司代码	当前价格	每股收益				市盈率			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
生猪养殖	牧原股份	002714.SZ	114.00	2.77	15.06	14.35	12.41	41.10	7.57	7.95	9.19
	新希望	000876.SZ	30.15	1.20	3.30	3.98	3.50	25.21	9.12	7.58	8.63
黄鸡养殖	立华股份	300761.SZ	42.32	4.86	4.84	3.92	2.04	8.70	8.74	10.81	20.77
	平均值								8.48	8.78	12.86

资料来源：Wind、东方证券研究所



## 风险提示

### 疫病风险

由于发生疫病，导致需求超预期下滑、活禽和活猪交易受阻，对公司销售造成重大不利影响

### 价格超预期下跌风险

畜禽价格存在周期性，农户的超预期补栏可能导致价格大幅下跌，对公司利润造成重大不利影响。

### 原材料风险

饲料原料价格大幅上升，公司成本大幅提高、利润下降；或饲料原料供应不足，公司存栏肉猪、肉鸡被迫出栏。

### 消费需求超预期下滑风险

经济超预期减速、蛋白需求超预期下降对公司销售造成重大不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,798	1,468	23,201	44,171	48,680	营业收入	57,236	73,120	95,844	109,230	111,521
应收票据及应收账款	173	307	326	371	379	营业成本	47,590	52,894	64,272	69,566	80,396
预付账款	213	306	334	415	426	营业税金及附加	70	106	125	142	145
存货	12,889	12,486	16,315	17,640	19,924	营业费用	802	917	1,246	1,420	1,450
其他	6,730	11,526	11,798	12,019	12,070	管理费用及研发费用	4,171	5,299	7,255	7,574	7,082
<b>流动资产合计</b>	<b>21,802</b>	<b>26,094</b>	<b>51,974</b>	<b>74,616</b>	<b>81,481</b>	财务费用	101	241	311	77	(28)
长期股权投资	462	508	519	519	519	资产减值损失	158	107	43	24	22
固定资产	18,250	22,733	22,792	22,151	23,288	公允价值变动收益	(13)	1,056	0	0	0
在建工程	3,507	3,012	1,247	955	2,089	投资净收益	(50)	123	80	80	80
无形资产	1,202	1,371	1,331	1,292	1,253	其他	96	164	24	24	24
其他	8,727	11,863	5,943	6,131	6,146	<b>营业利润</b>	<b>4,378</b>	<b>14,900</b>	<b>22,698</b>	<b>30,531</b>	<b>22,558</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>32,148</b>	<b>39,485</b>	<b>31,833</b>	<b>31,047</b>	<b>33,294</b>	营业外收入	32	32	35	85	85
<b>资产总计</b>	<b>53,950</b>	<b>65,579</b>	<b>83,806</b>	<b>105,664</b>	<b>114,775</b>	营业外支出	126	152	150	150	150
短期借款	1,802	2,072	2,125	2,000	2,066	<b>利润总额</b>	<b>4,284</b>	<b>14,780</b>	<b>22,583</b>	<b>30,466</b>	<b>22,493</b>
应付票据及应付账款	2,806	2,658	3,510	3,798	4,273	所得税	28	336	318	430	317
其他	8,675	9,167	10,619	12,161	12,500	<b>净利润</b>	<b>4,256</b>	<b>14,445</b>	<b>22,265</b>	<b>30,036</b>	<b>22,176</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13,283</b>	<b>13,897</b>	<b>16,254</b>	<b>17,959</b>	<b>18,839</b>	少数股东损益	299	477	1,013	1,367	1,009
长期借款	2,415	1,360	1,387	1,472	1,861	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,957</b>	<b>13,967</b>	<b>21,252</b>	<b>28,670</b>	<b>21,167</b>
应付债券	2,485	2,986	2,591	2,591	2,591	每股收益(元)	0.75	2.63	4.00	5.40	3.99
其他	193	709	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,094</b>	<b>5,054</b>	<b>3,978</b>	<b>4,063</b>	<b>4,452</b>		<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>18,377</b>	<b>18,951</b>	<b>20,232</b>	<b>22,022</b>	<b>23,291</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1,005	1,516	2,529	3,896	4,905	营业收入	2.8%	27.8%	31.1%	14.0%	2.1%
股本	5,313	5,312	5,312	5,312	5,312	营业利润	-39.4%	240.4%	52.3%	34.5%	-26.1%
资本公积	5,082	5,851	5,843	6,501	6,501	归属于母公司净利润	-41.4%	252.9%	52.2%	34.9%	-26.2%
留存收益	24,207	34,132	50,073	68,116	74,949	<b>获利能力</b>					
其他	(34)	(183)	(183)	(183)	(183)	毛利率	16.9%	27.7%	32.9%	36.3%	27.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>35,574</b>	<b>46,628</b>	<b>63,574</b>	<b>83,642</b>	<b>91,483</b>	净利率	6.9%	19.1%	22.2%	26.2%	19.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>53,950</b>	<b>65,579</b>	<b>83,806</b>	<b>105,664</b>	<b>114,775</b>	ROE	11.8%	35.1%	40.0%	40.7%	25.5%
<b>现金流量表</b>						ROIC	10.8%	30.7%	36.7%	37.7%	23.6%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>偿债能力</b>					
净利润	4,256	14,445	22,265	30,036	22,176	资产负债率	34.1%	28.9%	24.1%	20.8%	20.3%
折旧摊销	1,703	2,303	2,386	2,524	2,740	净负债率	15.0%	12.1%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	101	241	311	77	(28)	流动比率	1.64	1.88	3.20	4.15	4.33
投资损失	50	(123)	(80)	(80)	(80)	速动比率	0.66	0.98	2.19	3.17	3.26
营运资金变动	(194)	(3,153)	(1,084)	(176)	(1,546)	<b>营运能力</b>					
其它	579	4,590	5,414	(298)	(97)	应收账款周转率	318.3	282.5	281.2	290.9	275.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,494</b>	<b>18,303</b>	<b>29,211</b>	<b>32,083</b>	<b>23,165</b>	存货周转率	3.9	4.1	4.4	4.1	4.3
资本支出	(5,333)	(6,311)	(455)	(1,414)	(4,876)	总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.2	1.0
长期投资	1,625	4,025	(47)	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(1,059)	(8,524)	(340)	80	80	每股收益	0.75	2.63	4.00	5.40	3.99
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,768)</b>	<b>(10,811)</b>	<b>(842)</b>	<b>(1,334)</b>	<b>(4,796)</b>	每股经营现金流	1.22	3.45	5.50	6.04	4.36
债权融资	1,889	(220)	(1,060)	391	380	每股净资产	6.51	8.49	11.49	15.01	16.30
股权融资	331	767	(7)	658	0	<b>估值比率</b>					
其他	(2,366)	(5,414)	(5,570)	(10,828)	(14,241)	市盈率	37.7	10.7	7.0	5.2	7.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(146)</b>	<b>(4,867)</b>	<b>(6,637)</b>	<b>(9,779)</b>	<b>(13,860)</b>	市净率	4.3	3.3	2.4	1.9	1.7
汇率变动影响	3	1	-0	-0	-0	EV/EBITDA	24.1	8.5	5.9	4.5	5.9
<b>现金净增加额</b>	<b>1,584</b>	<b>2,626</b>	<b>21,733</b>	<b>20,970</b>	<b>4,509</b>	EV/EBIT	33.3	9.8	6.5	4.9	6.6

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

