

温氏股份 (300498.SZ) 买入 (首次评级)

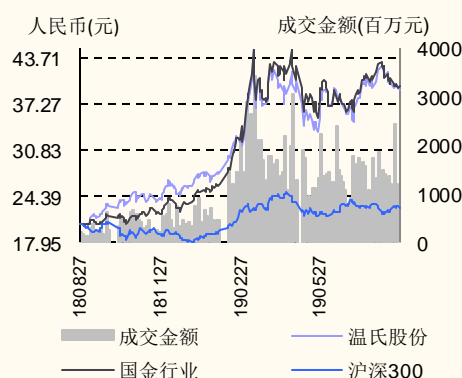
公司深度研究

市场价格 (人民币): 39.34 元

高壁垒穿越非瘟，双主业稳健发展

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	4,009.72
总市值(百万元)	209,017.71
年内股价最高最低(元)	42.76/39.34
沪深 300 指数	3765.91



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	2.384	4.384	3.773
每股净资产(元)	6.25	6.51	7.66	9.55	11.02
每股经营性现金流(元)	1.53	1.22	3.02	5.07	4.54
市盈率(倍)	18.48	35.15	16.56	9.00	10.46
净利润增长率(%)	-42.74%	-41.38%	220.01%	83.91%	-13.93%
净资产收益率(%)	20.70%	11.45%	31.11%	45.92%	34.24%
总股本(百万股)	5,220.36	5,313.84	5,313.11	5,313.11	5,313.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业: 非瘟疫情带来超级猪周期, 加速规模化进程:** 非瘟对我国生猪养殖业造成了较大影响, 截至 7 月能繁母猪存栏同比下降 31.9%, 达到了历史最大降幅, 而在疫情常态化下, 养殖户复产缓慢, 故本轮周期持续时间及价格高点均将超以往; 同时由于散养户生物防控能力较弱, 资金实力不足, 在疫情下会加速退出, 我国生猪养殖规模化进程有望加速, 龙头企业将充分受益。
- **公司: 养殖龙头, 有望稳健穿越非瘟:** 公司为生猪养殖龙头, 2018 年出栏量达到 2230 万头, 占生猪总出栏量的 3.2%; 我们认为目前在非瘟疫情及周期上行阶段, 模式管理及种猪产能是公司稳定生产的核心要素:
 - **1) 温氏“公司+农户”模式有效保证产能扩张及成本; 温氏模式可实现产能快速扩张,** 温氏模式养殖规模较分散, 受疫情影响相对较小, 同时在此模式下公司可有效缓解扩张的资金、土地需求, 充分保障农户利益, 为规模扩张提供支持; **温氏模式有效控制成本:** 2017 年公司完全成本为 12 元/kg, 远低于规模户行业平均 14.3 元/kg, 主要由于: a) 公司为合作养殖户统一提供物资与服务, 降低中间成本; b) 养殖户盈利水平与养殖效率直接挂钩, 养殖户会积极控制养殖成本。
 - **2) 疫情背景下种猪产能是核心资产, 公司拥有先进育种体系;** 公司为我国最大的种猪生产商, 现有核心群种猪、纯种扩繁种猪约 3.2 万头, 9 家育种分公司已辐射全国, 在疫情阶段能够有效保证种源供给。
- **公司未来扩张潜力有迹可循: 生猪企业发展需要足够的土地、产能及资金,** 目前公司模式下土地不是其主要限制因素, 主要因素为产能与资金: **1) 公司产能储备充分且布局广泛;** 公司 2018 年底产能约 3185 万头, 目前种猪产能趋稳, 未来公司或将进一步优化产能布局, 以保证持续稳定的出栏量; **2) 资金实力雄厚, 融资空间大;** 公司盈利能力强, 2018 年公司 ROE、ROA 分别为 11.10%、8.89%, 1H2019 资产负债率仅为 35%。

投资建议

- 公司是我国生猪、黄鸡双龙头企业, 其管理水平、技术、资金等优势明显, 我们持续看好公司未来发展, 2019-2021 年 EPS 分别为 2.38/4.38/3.77 元/股, 给予 20 倍 PE, 对应目标价为 51 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险

- 非洲猪瘟疫情风险; 猪价上涨不达预期风险; 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。

沈嘉妍 联系人
shenjiayan@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

1、养殖龙头，布局全产业链	5
1.1 从养鸡到养猪，稳扎稳打一体化布局发展	5
1.2 养殖龙头，业绩随周期波动	6
2、行业：非瘟带来超级猪周期，疫情常态下规模化迅速提升	8
2.1 非瘟疫情带来超级猪周期	8
2.2 非洲猪瘟疫情加速规模化进程	9
3、公司：超级猪周期下更看龙头	11
3.1 养殖龙头，出栏量稳健	11
3.2 成功关键：温氏模式有效保证成本优势及产能扩张	11
3.3 核心竞争力：疫情背景下拥有先进育种体系及多方位管理水平	15
3.4 可持续发展：共享文化与社会责任	16
4、产能+资金+土地万事俱备，未来扩张潜力有迹可循	18
4.1 公司产能储备充分且布局广泛	18
4.2 资金实力雄厚，融资空间大	20
5、禽类业务迎来景气周期，养鸡龙头进军白羽肉鸡行业	22
5.1 供给收缩+猪肉替代促使禽类景气周期有望延伸	22
5.2 公司黄羽肉鸡龙头，收购京海禽业进军白羽肉鸡行业	22
6、盈利预测及投资建议	23
6.1 营收拆分	23
6.2 盈利预测与投资建议	24
7、风险提示	25

图表目录

图表 1：公司从养鸡业到养猪，再到一体化布局的发展历程	5
图表 2：公司业务发展布局情况	6
图表 3：公司股权结构	6
图表 4：公司业务以养殖为主	7
图表 5：公司养殖业务构成	7
图表 6：公司营收、净利及同比	7
图表 7：公司归母净利、净利率及生猪价格	7
图表 8：生猪周期回顾	8
图表 9：本轮周期持续时间及价格高点均超以往	9
图表 10：能繁母猪存栏及同比	9
图表 11：生猪存栏及同比	9
图表 12：二元母猪价格（元/kg）	9

图表 13: 仔猪价格 (元/kg)	9
图表 14: 我国生猪养殖结构	10
图表 15: 2018 年前十大养殖企业市占率	10
图表 16: 非洲猪瘟导致俄罗斯小型猪厂养殖场规模急剧缩减	10
图表 17: 公司生猪出栏量	11
图表 18: 公司月销量	11
图表 19: 非洲猪瘟后公司调整限制性股票解锁条件	11
图表 20: 从产业链及公司、养殖户角度看温氏模式	12
图表 21: 几种模式比较	12
图表 22: 公司固定资产周转率最高	13
图表 23: 公司应收账款周转天数最低	13
图表 24: 公司养猪户数及委托代养费用	13
图表 25: 公司养殖户户均收益远高于农民工户年收入	13
图表 26: 公司完全成本拆分	14
图表 27: 公司成本远低于行业平均 (元/kg)	14
图表 28: 公司合资公司覆盖全产业链的信息化系统	15
图表 29: 公司拥有丰富的种质资源	16
图表 30: 育种公司分布	16
图表 31: 公司上市后分红情况	17
图表 32: 人均薪酬 (元)	17
图表 33: 环保投资情况	17
图表 34: 政府补贴情况	17
图表 35: 近四年前十二大项目	18
图表 36: 公司扩张计划	18
图表 37: 公司固定资产、在建工程及生产性生物资产	19
图表 38: 公司目前销售区域分布	19
图表 39: 根据子公司估算产能分布	20
图表 40: 公司 ROE 领先于行业	20
图表 41: 公司 ROA 领先于行业	20
图表 42: 1H2019 现金类资产达 36.15 亿元	21
图表 43: 经营性活动净现金流/营业收入高	21
图表 44: 公司净利润现金含量稳定	21
图表 45: 公司资产负债率行业最低	21
图表 46: 不同资产负债率水平下可新增债务空间巨大	21
图表 47: 近几年祖代存栏下降, 18 年回升	22
图表 48: 2018 年黄羽肉鸡盈利回大幅抬升	22
图表 49: 公司黄鸡销售量	23
图表 50: 2017 年禽类市场结构	23
图表 51: 京海禽业营收与净利	23

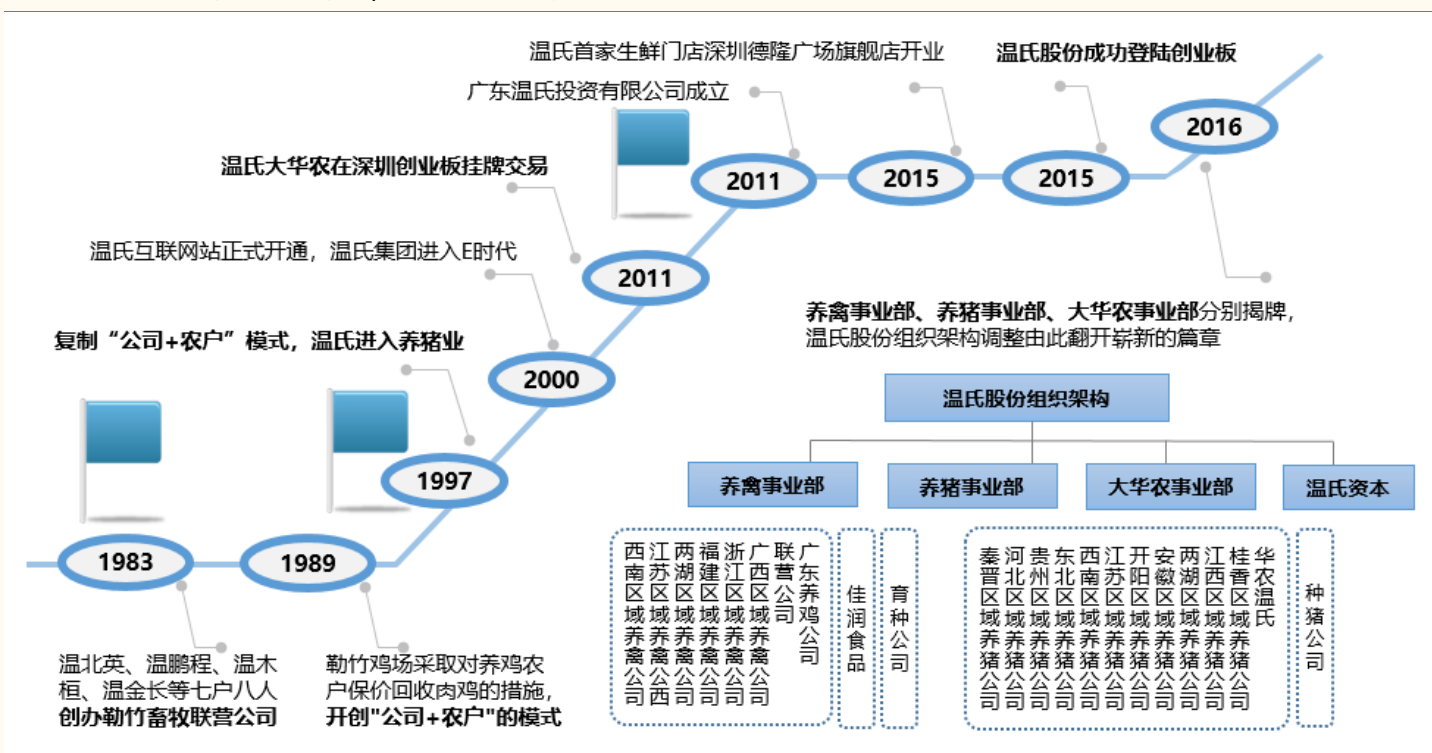
图表 52：公司营收拆分.....	24
图表 53：相关公司估值.....	24

1、养殖龙头，布局全产业链

1.1 从养鸡到养猪，稳扎稳打一体化布局发展

- 公司前身为 1983 年创办的新兴县勒竹鸡场，并于 1989 年开创“公司+农户”模式，1997 年复制此模式进军养猪业，2012 年公司改制为股份有限公司，2015 年通过换股方式吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司并于深交所创业板整体上市，2016 年调整组织框架分别成立养禽事业部、养猪事业部、大华农事业部。
- 随着近几年公司不断向下游发展，公司目前已经建立了包括种鸡及种猪繁育、商品肉鸡以及肉猪养殖、销售、疫病防治、饲料生产和技术研发在内的一体化经营模式，并配套金融投资、农牧设备、乳业及生鲜营销等产业，稳扎稳打向全产业链一体化经营布局，不断提升综合实力和竞争优势；2018 年公司共销售商品肉鸡 7.48 亿只，肉猪 2229.70 万头，肉鸭 3133.31 万只，鸡蛋 1.94 万吨，原奶 7.55 万吨，成品奶 1.69 万吨，并与 5 万户家庭农场合作。

图表 1：公司从养鸡业到养猪，再到一体化布局的发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所

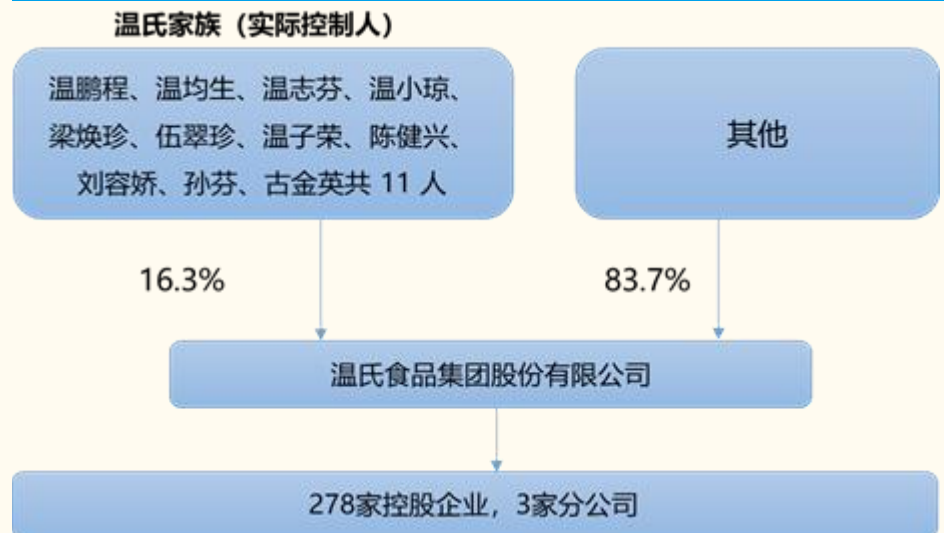
图表 2：公司业务发展布局情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司股本结构较为分散，温氏家族为公司的控股股东及实际控制人；公司无持有股份 5%以上的单一股东，各股东的持股数及持股比例均较小，截至目前，温氏家族成员合计持有公司股份占公司总股本的 16.3%，其次严居然家族合计持有公司股份的 4.8%，也正是在全员持股的背景下，以共同目标、共同利益为纽带，温氏稳扎稳打快速发展至今。

图表 3：公司股权结构



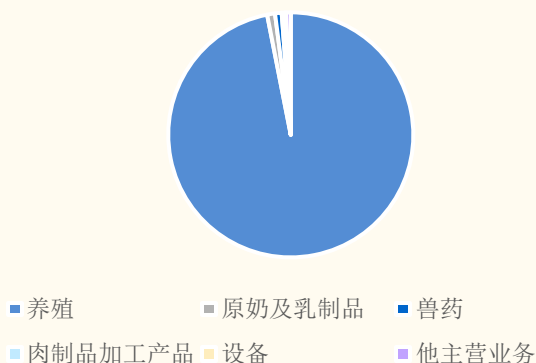
来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 养殖龙头，业绩随周期波动

- 公司为我国养殖龙头，以生猪和肉鸡养殖为主，2018 年生猪出栏 2230 万头，约占我国生猪总销售量的 3.2%，出栏黄羽肉鸡 7.48 亿只，占黄羽肉鸡总销售量的 19%，占全国肉鸡出栏量的 9%；从营收结构来看，公司

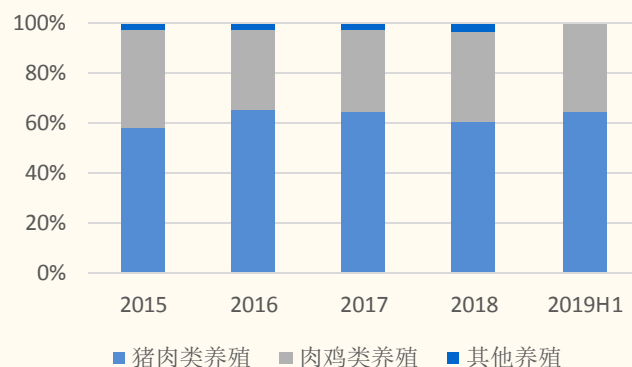
2018 年养殖业务占比 96.89%，其中养殖业务中生猪养殖占比 60.88%，禽类养殖占比 35.98%，生猪养殖及肉鸡养殖为公司两大业务板块。

图表 4：公司业务以养殖为主



来源：公司公告、国金证券研究所

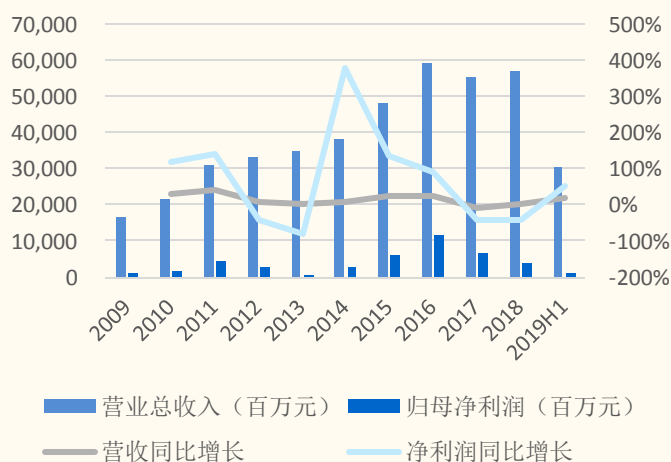
图表 5：公司养殖业务构成



来源：公司公告、国金证券研究所（1H2019 未考虑其他养殖）

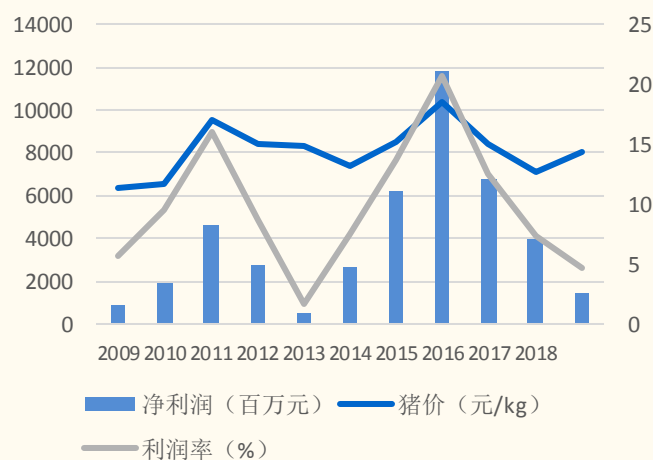
■ 生猪及肉鸡养殖为主要业务，故公司业绩也随养殖周期波动，我们也可以看到近十年以来公司业绩及净利率水平随生猪均价呈周期性波动；1H2019 公司营收 304.35 亿元，同比增长 20.22%，归母净利润为 13.29 亿元，同比增长 50.76%，其利润率水平为 4.74%，而上半年猪价已经高于 18 年生猪均价，主要源于非洲猪瘟疫情爆发，公司上半年增加了生物安全防控费用等支出，但随着非瘟对生猪产业造成的去产能影响，目前供需缺口显现，生猪价格逐步上涨，公司未来业绩也有望稳步提升。

图表 6：公司营收、净利及同比



来源：wind、国金证券研究所

图表 7：公司归母净利、净利率及生猪价格



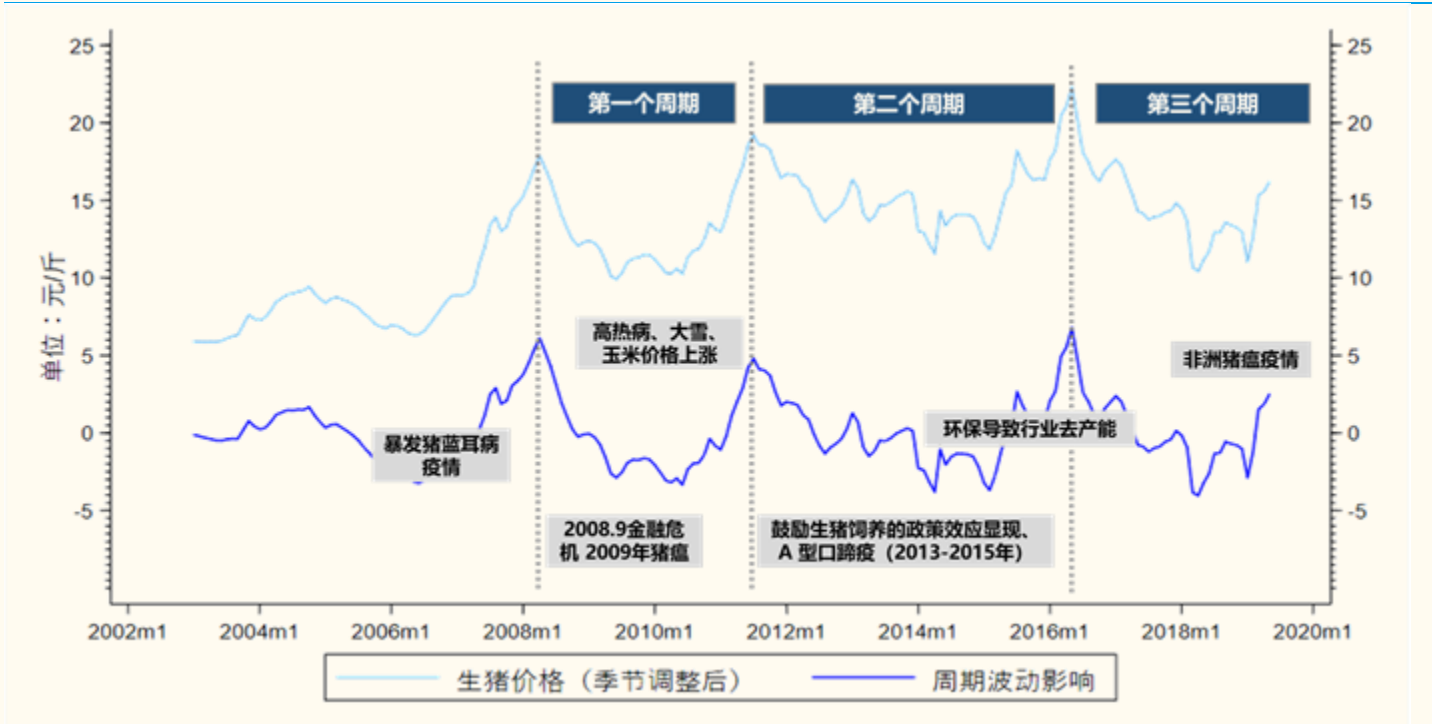
来源：wind、国金证券研究所

2、行业：非瘟带来超级猪周期，疫情常态下规模化迅速提升

2.1 非瘟疫情带来超级猪周期

- 由于蛛网模型及生猪生产周期的存在，我国生猪产业存在明显的猪周期现象：
- **第一轮周期：**第一轮周期主要由于部分生猪主产省暴发猪蓝耳病疫情，导致产能快速去化，推动了 2007 年下半年的猪价高涨；随后受到 2008 年全球性金融危机和 2009 年 4 月猪流感疫情的影响，消费者对猪肉需求明显降低，导致猪价开始下跌；2010 年上半年由于高热病、南方大雪以及玉米价格等饲料成本的上涨，猪价开始上涨，在 2011 年 6 月左右达到最高值。
- **第二轮周期：**2012 年开始随着政府鼓励生猪饲养的多项政策效应显现，猪价逐步震荡下行，2014 年环保政策逐步实施，行业持续去产能导致生猪价格高涨，在 2016 年 6 月左右达到最高值。
- **第三轮周期：**2016 年生猪价格高涨后农户积极养殖导致产能过剩，2017 年行业经历深度亏损，2018 年 8 月我国出现一起非瘟疫情，由于致死率高、疫苗短期无法研发生产，行业产能快速去化，生猪周期迎来上行周期。
- 可以看到由于我国生猪饲养规模化程度较低，且生猪产业链纵向整合程度较低，疫病、灾害、金融危机等外界冲击往往会推动“猪周期”的形成。

图表 8：生猪周期回顾



来源：农业农村部、国金证券研究所

- 目前生猪周期处于上行周期，本轮周期持续时间及价格高点均超以往；非瘟对我国生猪养殖业造成了较大影响，自非瘟疫情爆发以来，我国生猪存栏快速下降，截至 7 月，能繁母猪存栏同比下降 31.9%，环比下降 8.9%，达到了历史最大降幅；同时考虑到由于统计误差、环保导致的监测点误差等，目前能繁母猪存栏数据或存在失真情况，而价格是市场供需情况的真实反应，故从母猪价格及仔猪价格角度看，可以看到仔猪及母猪价格在今年 2、3 月份快速跳涨，并保持上涨趋势，反应出母猪及仔猪去化严重，产能供给减少，生猪周期处于上行阶段。
- 从产能去化幅度看，上轮周期去化幅度最大为 15%，带来猪价历史最高点 21.2 元/kg，而截至目前本轮产能去化已达到 31.9%，供给端的大幅去化将

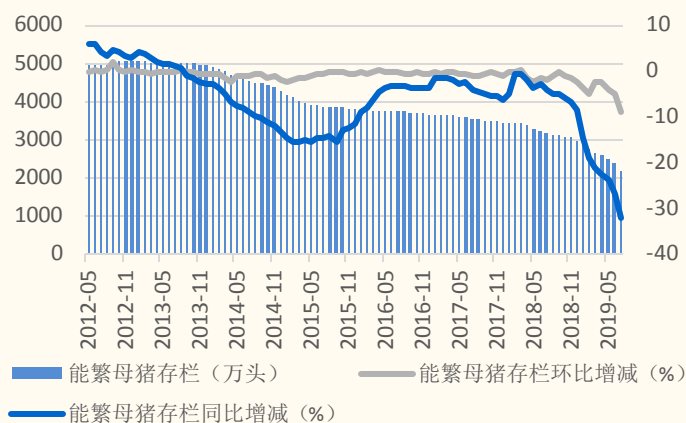
使得本周猪价高点远超以往；从补栏复产情况看，因为本来周期催化因素为非瘟疫情，致死率高，疫苗在短期内上市存在较大不确定性，故目前农户补栏复产情况并不积极，将导致本轮周期持续时间远超以往。

图表 9：本轮周期持续时间及价格高点均超以往

周期		周期时间	持续时长
	上行周期	2006.06-2008.02	20 个月
图示第一轮周期	下行周期	2008.03-2010.04	25 个月
	上行周期	2010.05-2011.07	14 个月
图示第二轮周期	下行周期	2011.08-2014.04	32 个月
	上行周期	2014.05-2016.06	25 个月
图示第三轮周期	下行周期	2016.07-2018.04	21 个月
	上行周期	2018.04-	预计 2-3 年

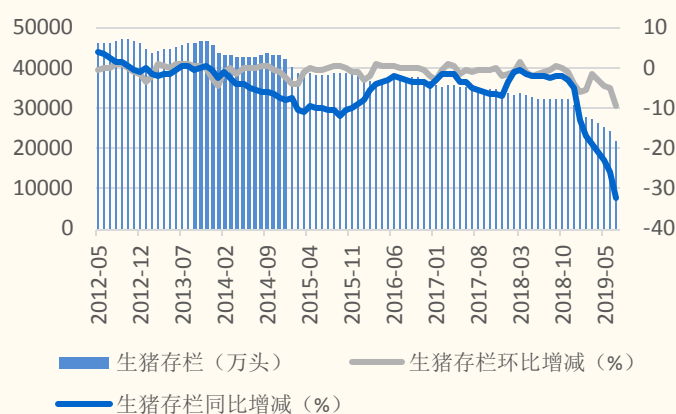
来源：农村农业部、国金证券研究所

图表 10：能繁母猪存栏及同比



来源：wind、国金证券研究所

图表 11：生猪存栏及同比



来源：wind、国金证券研究所

图表 12：二元母猪价格（元/kg）



来源：wind、国金证券研究所

图表 13：仔猪价格（元/kg）



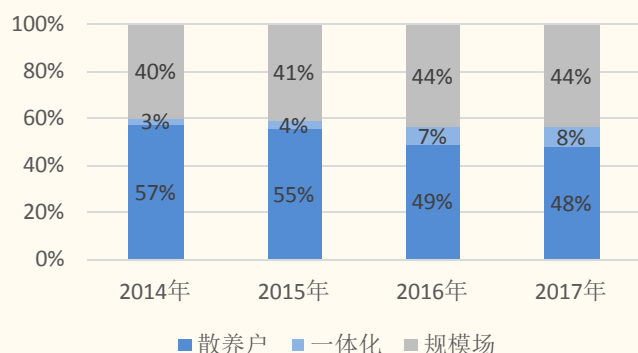
来源：wind、国金证券研究所

2.2 非洲猪瘟疫情加速规模化进程

- 目前我国生猪养殖规模化程度仍不高；我国生猪养殖业自 2007 年市场化发展以来规模化程度缓慢提升，2014 年环保政策出台促使规模化程度有较大提升，2017 年我国规模养殖场占比约 52%，其中前 20 大规模企业出栏量占

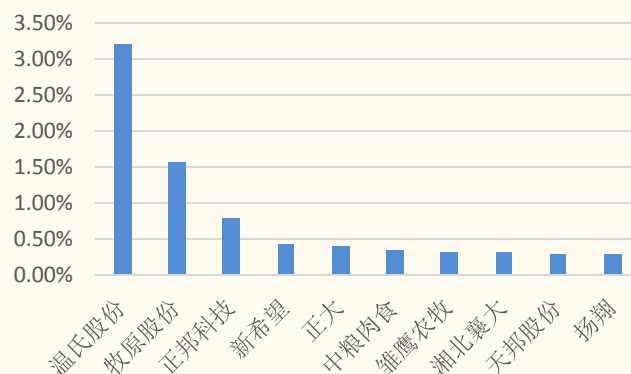
比约 9.8%，美国等欧美国家在上世纪生猪养殖规模化程度便已达到 95% 以上，相较而言，我国规模化水平仍有较大提升空间。

图表 14：我国生猪养殖结构



来源：wind、国金证券研究所

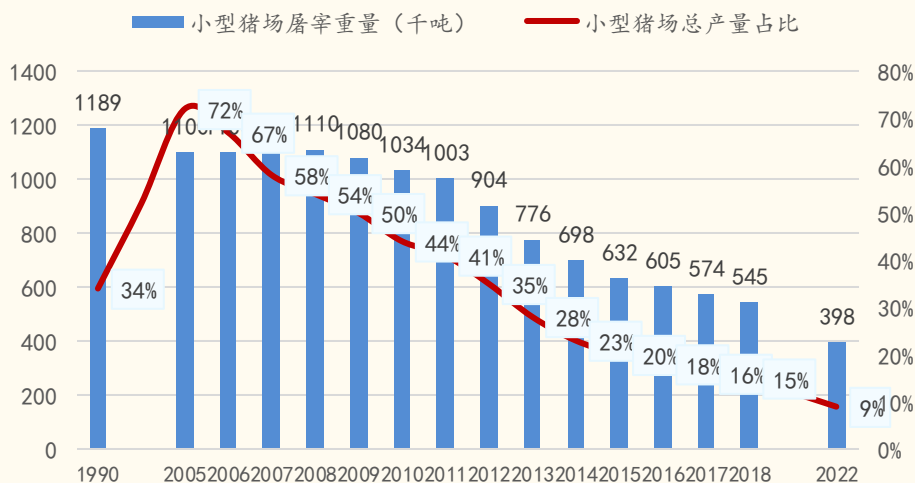
图表 15：2018 年前十大养殖企业市占率



来源：wind、国金证券研究所

- **疫情导致散户大幅去化，规模化程度加速提升：**以俄罗斯为例，非瘟疫情爆发后，由于小型养殖场相较于大型养殖场生物防控能力较弱，以及国家后期采取补贴大型养殖场的方式保证全国的生猪供应，小型养殖场其生猪产量占全国总产量的比例从 2006 年的 72% 降至 2018 年的 15%，预计未来将持续下滑。目前非瘟疫情对我国生猪养殖业造成的影响较大，相较于规模养殖户，散养户疫情防控能力较弱，资金实力及管理水平也相对较弱，在此情况下散养户将永久性退出，故在疫情常态化下，我国生猪养殖规模化程度有望加速提升。

图表 16：非洲猪瘟导致俄罗斯小型猪厂养殖场规模急剧缩减



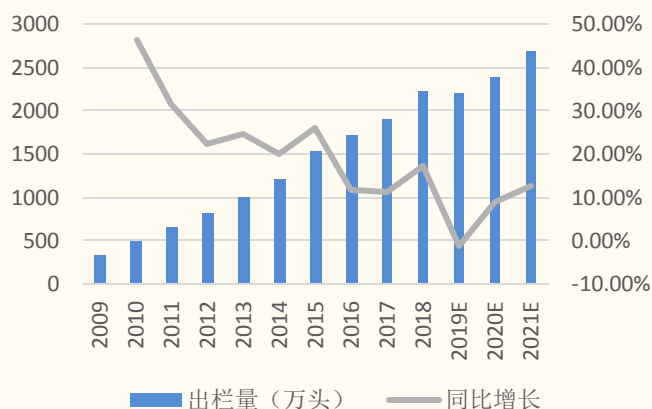
来源：USAD、国金证券研究所

3、公司：超级猪周期下更看龙头

3.1 养殖龙头，出栏量稳健

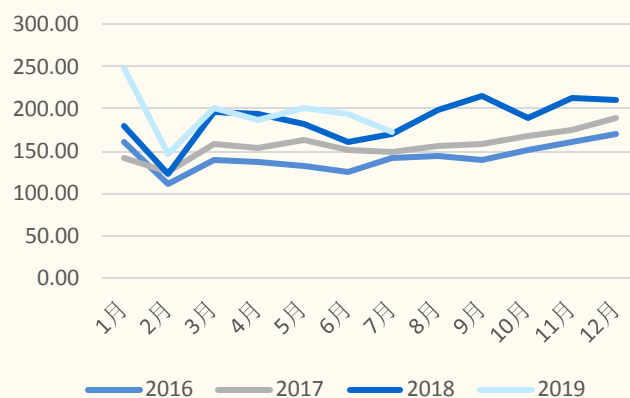
- 公司为生猪养殖龙头，2018 年出栏量达到 2230 万头，占我国生猪总出栏量的 3.2%，2019 年上半年公司出栏 1174 万头，在非瘟疫情常态化的趋势下预计公司 2019、2020、2021 年出栏量分别为 2200、2450、2800 万头。
- 非瘟疫情下为更好地调动员工积极性，公司调整了限制性股票解锁条件，限制性股票激励计划是温氏共享文化的核心及传承，公司有较强动力完成目标，调整后 2019 年度营业总收入比 2017 年度营业总收入增长 $\geq 10\%$ ，2020 年度营业总收入比 2017 年度营业总收入增长 $\geq 20\%$ 。

图表 17：公司生猪出栏量



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 18：公司月销量



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 19：非洲猪瘟后公司调整限制性股票解锁条件

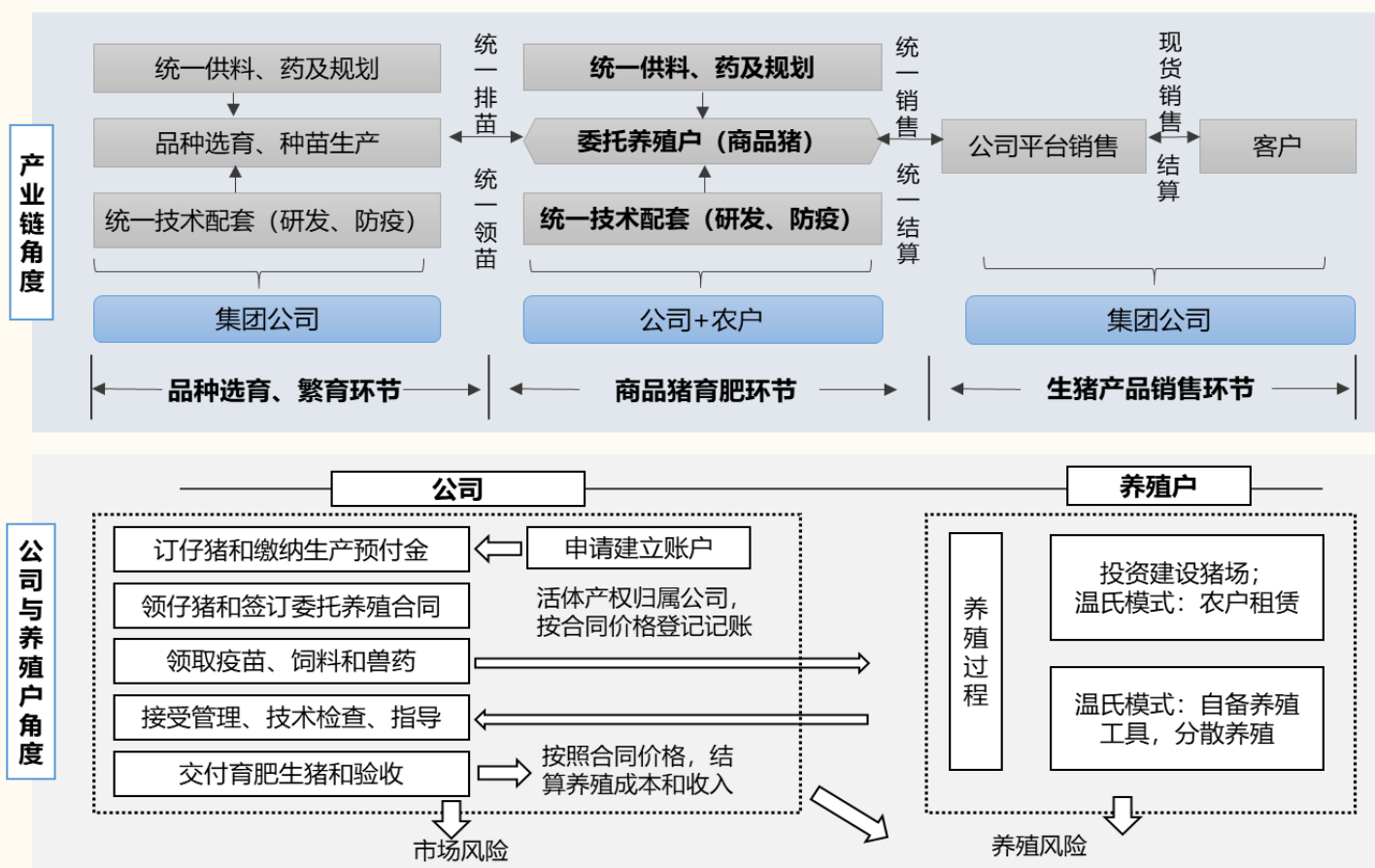
解锁期	解锁条件
第一个解锁期	2018 年度商品肉猪销售头数较 2017 年度商品肉猪销售头数的增长率不低于 12%；2018 年度净资产收益率比 2018 年度同行业对标上市公司加权平均净资产收益率高于三个百分点。
第二个解锁期	2019 年度营业总收入比 2017 年度营业总收入增长 $\geq 10\%$ ；2019 年度净资产收益率比 2019 年度同行业对标上市公司加权平均净资产收益率高于三个百分点。
第三个解锁期	2020 年度营业总收入比 2017 年度营业总收入增长 $\geq 20\%$ ；2020 年度净资产收益率比 2020 年度同行业对标上市公司加权平均净资产收益率高于三个百分点。

来源：wind、国金证券研究所

3.2 成功关键：温氏模式有效保证成本优势及产能扩张

- 公司于 80 年代首创“公司+农户”模式，与养殖户签订饲养合同，约定养殖过程中的产品产权、生猪回收的结算方式等，并向农户统一提供仔猪、饲料、疫苗等物料，生猪回收时按合同价格结算农户利润，此模式下公司承担了市场风险，养殖户承担部分养殖风险；经过几十年的发展，公司不断优化模式及合作养殖户，2018 年公司已在全国 20 多个省（直辖市或自治区）拥有 275 家控股公司、5 万户合作农户（或家庭农场）。

图表 20：从产业链及公司、养殖户角度看温氏模式



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 21：几种模式比较

项目	“公司+农户”紧密结合型	“公司+农户”松散结合型	重资产型
模式主要内容	<ol style="list-style-type: none"> 1. 农户建设或者租赁养殖场； 2. 公司向农户销售仔猪、饲料、疫苗，只做记账处理，而不进行现金结算； 3. 分散养殖、统一管理，必须按照养殖流程和标准，公司配备技术员进行指导； 4. 生猪产权归属于公司； 5. 生猪回收时按合同价格结算农户利润，农户利润取决于生猪肉料比、上市均重、饲养天数、鸡苗和货物领用等情况； 6. 分阶段养殖，分工化提高养殖效率 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公司与农户签订商品猪收购的合同，约定收购价格和标准； 2. 大部分公司向农户销售仔猪、饲料、疫苗产品，并与农户现金结算；部分养殖屠宰一体化的企业并不向农户提供仔猪、饲料等，只是为了保证猪源，直接与农户签订约定收购的合同； 3. 农户分散养殖，难以实现统一管理； 4. 生猪产权归属于农户； 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公司建设养殖基地； 2. 雇用农工，集约养殖、统一管理； 3. 公司自繁殖仔猪、采购或生产饲料、统一防疫并对饲养工人进行养殖技术培训等 4. 职工获得固定工资，可能会有根据养殖效果的提成
农户养殖积极性	农户缴纳保证金，利润取决于肉料比、上市率，农户愿最大限度发挥积极性和责任心，提高养殖效率，有效控制了养殖成本	农户的养殖积极性较高，但畜禽活体产权归农户所有，市场行情好时，农户可能违约	畜禽活体的养殖更依赖于养殖责任心，但农工缺乏主人翁意识，调动其养殖积极性和管理难度较大
疫病防治	“物理隔离”和“技术防疫”相结合	农户愿接受公司技术防疫的指导，但封闭性较差，难以有效防范疫病	主要依赖技术防疫的手段进行防疫管理，但存在管理风险
产品质量、安全	公司实行统一供料、供种、防疫，遵照标准化养殖流程，保证产品安全	养殖在农户养殖场完成，难以实施统一饲养管理，存在产品安全风险	易于实施统一供料、供种及饲养管理，易于控制质量
规模扩张	易于实现快速扩张：分散养殖，解决了难	易于实现规模扩张：受土地限制	实现规模快速扩张具有瓶

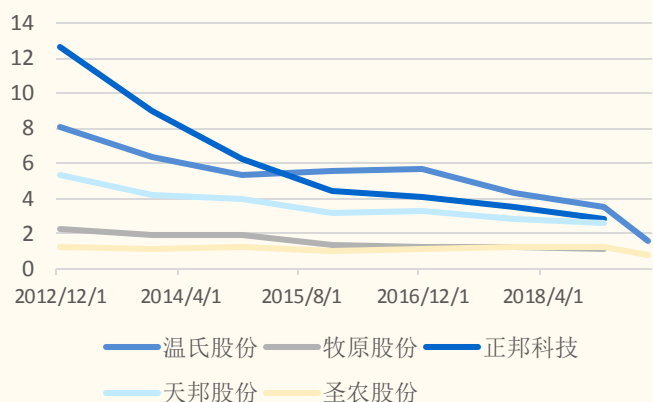
	以获取“大面积养殖土地”瓶颈；与农户合作建设养殖场，以及养殖场规模的灵活性有效缓解了资金瓶颈	程度较小，资金投入较小	颈：面临持续获取大面积土地的瓶颈，规模扩张需要一次性投入的资金占用较大
代表公司	温氏股份		牧原股份、新五丰

来源：公司公告、知网、国金证券研究所

■ 养殖模式决定公司未来的成长性，温氏模式进可攻，退可守，有效保证规模扩张速度及成本控制两大核心因素：

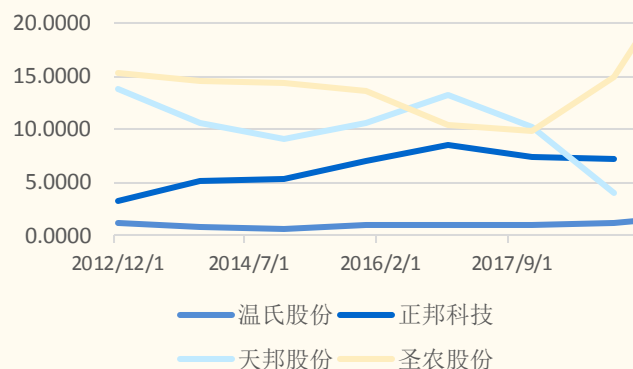
- 1) 有效保证轻资产快速扩张：缓解资金压力：此模式下猪场建设由养殖户或者第三方承担，有效缓解公司扩张的资金需求，公司资产负债率远低于行业平均，经营稳健；缓解土地压力：畜牧业为重污染行业，土地需求紧张，但在此模式下公司合作养殖户规模在几百到几千，农户自行建设猪场，可利用其闲散土地进行快速扩张；
- 充分保障农户利益，为公司规模扩张提供支持：公司紧密型的“公司+农户（家庭农场）”模式充分保障农户利益，近两年公司养猪合作户数量虽有所下降，但合作农户单批次饲养平均规模由 500 多头增长到 700 多头，合作农户单批饲养效率的提升，为公司的规模扩张提供支持；同时我们可以看到公司户均养殖费用逐年增加，农村人口一般从事农业生产或选择外出打工，2018 年公司合作户户均养殖收入达到 24.5 万元，大幅高于农民工户均收入，在公司模式下农户收益远高于外出打工收益，可以做到对农户的有效绑定。

图表 22：公司固定资产周转率最高



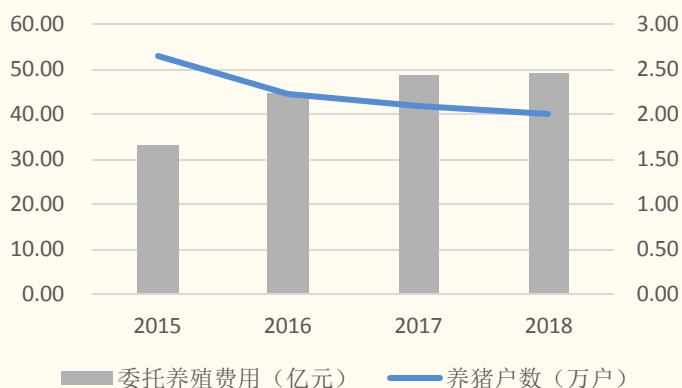
来源：wind、国金证券研究所

图表 23：公司应收账款周转天数最低



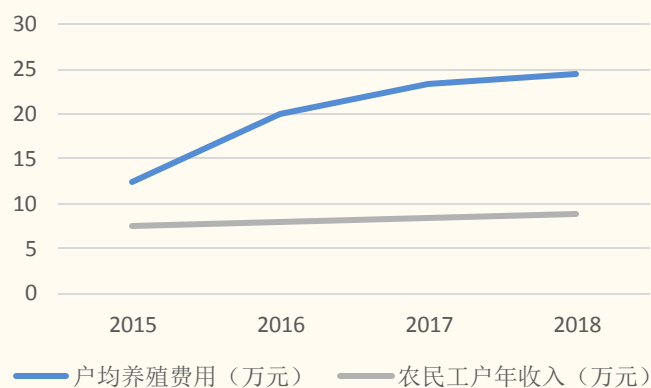
来源：wind、国金证券研究所

图表 24：公司养猪户数及委托代养费用



来源：wind、国金证券研究所

图表 25：公司养殖户户均收益远高于农民工户年收入



来源：wind、国金证券研究所

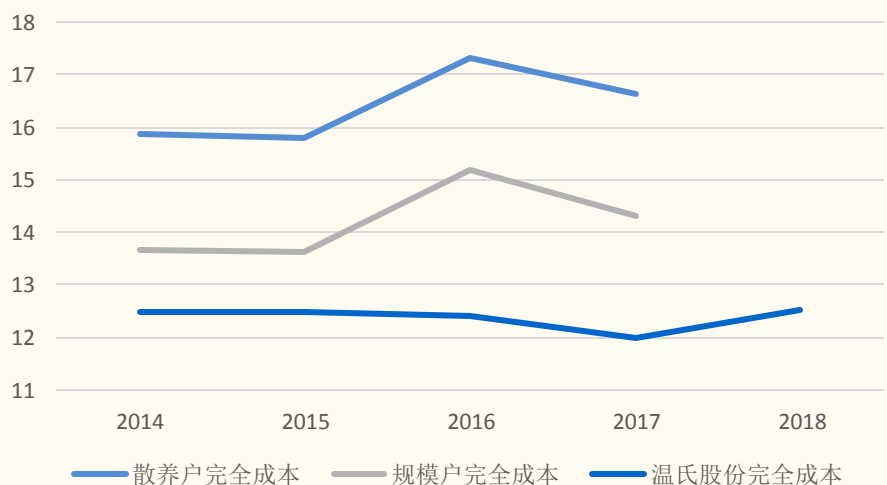
- **2) 有效控制成本：**公司完全成本远低于行业平均，并且在高管理水平下近几年呈现下降趋势，2017 年完全成本为 12 元/kg，远低于规模化、散养户的养殖成本，18 年由于非瘟疫情公司加大生物防控费用，完全成本上升至 12.53 元/kg 左右。**从公司角度看：**公司为合作养殖户或家庭农场统一提供物资供应、技术服务和市场销售服务，可以有效减少种苗、饲料、兽药等物料的市场波动，并且有效降低中间成本；**从养殖户角度看：**养殖户利润会取决于回收生猪的肉料比、上市均重、饲养天数、苗种和货物领用等情况，其收入水平与养殖效率、成果直接挂钩，养殖户会最大限度发挥积极性和责任心，提高养殖效率，有效控制养殖成本。
- **3) 有效防控疫情：**此模式下养殖规模较分散，养殖人员少，可避免与外界过多接触，相对而言受疫情影响较小，公司目前已启动了疫情 I 级应急响应，加强了生物安全防控配套建设，也因地制宜地调整了销售策略，通过实施“一司一策”的定价机制，主动与周边屠宰企业对接，建立了“点对点”调运模式，确保生产经营有序进行。

图表 26：公司完全成本拆分

元/头	2015	2016	2017	2018
饲料原料	844.15	764.69	764.48	771.27
委托养殖费用	215.79	260.39	256.46	220.85
药物及疫苗	67.05	70.22	70.50	66.11
职工薪酬	74.34	86.47	97.22	86.20
固定资产折旧及摊销	27.71	27.62	32.29	36.05
其他	58.27	73.64	69.65	67.14
合计	1287.31	1283.04	1290.59	1247.62
三项费用	114.92	143.64	132.93	134.22
其中：销售费用	17.23	21.86	22.18	21.22
管理费用	94.02	126.84	103.21	95.72
财务费用	3.68	-5.06	-0.17	2.67
研发费用			7.71	14.62
完全成本（元/kg）	12.52	12.41	12.00	12.53

来源：公司公告、国金证券研究所

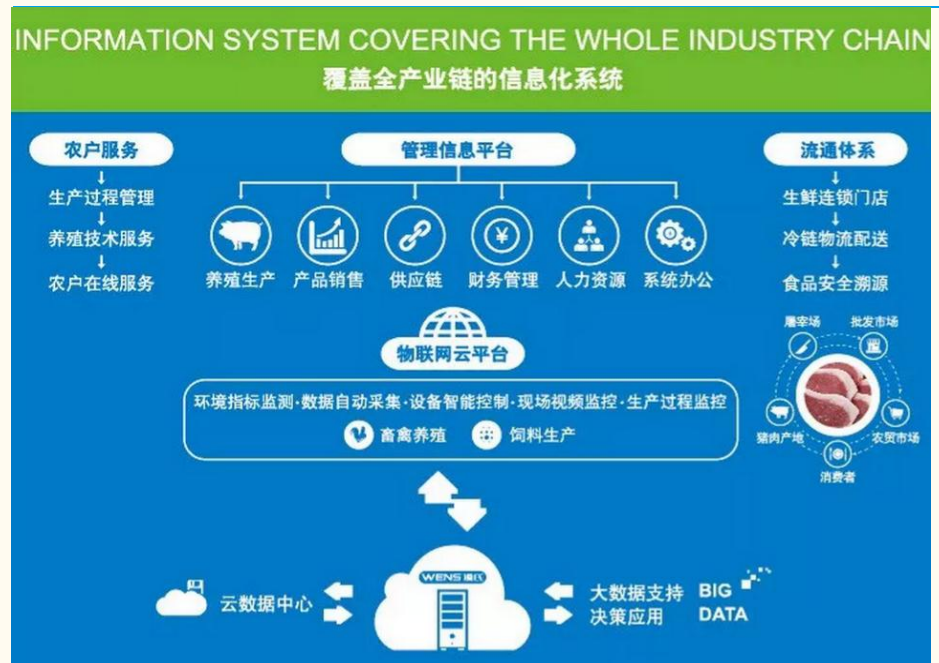
图表 27：公司成本远低于行业平均（元/kg）



来源：农产品成本收益、国金证券研究所

- **4) 现代化农业是未来趋势，信息化管理为温氏模式保驾护航；**公司在行业内率先启动 ERP 平台系统，对公司生产、销售、财务和人力资源实施信息化管理；并且为每只猪、每套养猪设备、每个养猪人、每座猪场建立数字孪生，根据分析的数据对农户进行有效管理，对经营指标优异者进行超额奖励，对经营指标稍差的合作户进行排查及技术人员指导，帮助其更好的生产养殖，实行集中式数据管理，可以为管理层决策提供了及时有效的信息支持，大幅提升了生产管理效率。
- 同时公司为部分合作养殖户配备智能化养殖设备，合作户可以通过公司开发的信息管理系统对养殖场进行自动喂料、自动清粪、自动环境控制等操作，从而提高养殖效率，响应公司高标准、高效性养殖要求。

图表 28：公司合资公司覆盖全产业链的信息化系统



来源：公司公告、国金证券研究所

3.3 核心竞争力：疫情背景下拥有先进育种体系及多方位管理水平

- **育种是养猪业的制高点，**公司为我国最大的种猪生产商，公司于 1998 年开始从事育种工作，于 12 年成立了温氏种猪科技有限公司，现拥有 9 家分公司，2 个国家核心原种猪场，5 个高新科技实验室，2018 年公司不断加快母本纯种扩繁生产布局，扩大了二杂及三系配套种猪生产，**新增 18 万头规模二杂种猪和 101 万头规模三系配套种猪的生产能力**，为发展所需的种猪供应提供了有力保障。
- **公司拥有丰富的种质资源，**目前公司种猪拥有五大品种 12 个品系，建立了冻精、细胞系等种质资源保存技术和大型瘦肉型猪种质资源库；并且不断优化种猪场存栏结构，加快种猪品系优化，目前提升主流品系占比达 97.4%，一级公猪占比从 68.3%提升至 72.5%，不断扩大优秀公猪的覆盖面。
- **其次公司种猪布局广泛，在疫情阶段能够有效保证种源供给；**目前种猪公司的 9 家育种分公司已覆盖了华南、华东、华中、华北、东北、西北及西南等地区，辐射全国，现有核心群种猪约 1.2 万头，纯种扩繁种猪约 2 万头，高质量的纯种种猪规模年产可达约 12 万余头，2018 年公司完成种猪场新增开工产能 666.2 万头，竣工产能 552.7 万头；未来，种猪公司将继续落实种猪育种战略规划，实现企业跨越发展，实现上市 8000 万肉猪的配套种猪规模。

- 同时公司在饲料营养、疫病防治、饲养方式等多方面拥有先进的技术，确保公司又好又快发展。

图表 29：公司拥有丰富的种质资源



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 30：育种公司分布

分公司	设立地点	育种规模（万头）	覆盖区域
新兴育种	粤西	1000	海南、广西、粤西
清远育种	清远	1100	粤北、湖南、江西、福建、粤东
华东育种	安徽	1300	安徽、江苏、浙江、山东
华中育种	湖北	600	湖北、湖南、河南
西北育种	陕西	800	陕西、山西、重庆、四川
东北育种	辽宁	1500	北京、天津、河北、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江
西南育种	贵州	1200	云南、贵州、重庆
华北育种	山东	600	山东等

来源：公司公告、国金证券研究所

3.4 可持续发展：共享文化与社会责任

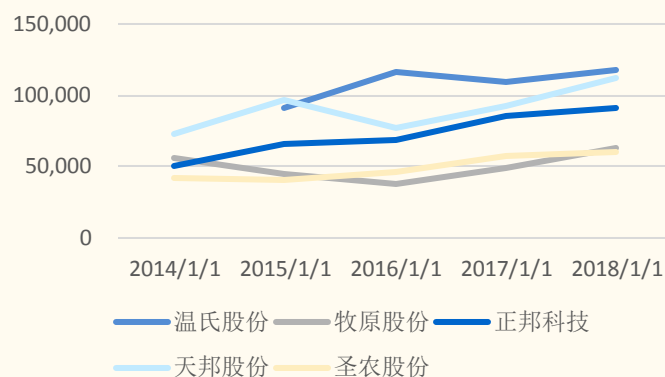
- 共享文化理念使公司更有把握渡过疫情困境；在非瘟疫情常态化背景下，生物安全防控需要整体解决方案，需要员工在每个环节每个细节都做到最好，长期以来公司秉承“精诚合作，齐创美满生活”的企业文化理念，共享文化保证了全体员工极高的忠诚度和工作积极性，在非瘟疫情下共同进退，也铸就了公司与合作农户（或家庭农场）、客户的稳定合作关系，在其支持下能够渡过一个又一个行业危机。
- 秉持着共享文化理念，公司上市近四年现金分红总额达 130 亿元，累计归母净利润达 287 亿元，同时员工薪酬也领先于行业，2018 年人均薪酬达 11.8 万元，较上年提高 8.5%。

图表 31：公司上市后分红情况

年度	归母净利润 (亿元)	现金分红总额 (亿元)	股利支付率
2018	39.57	26.57	67.13%
2017	67.51	20.88	30.93%
2016	117.90	65.25	55.35%
2015	62.05	18.13	29.21%

来源：公司公告、国金证券研究所

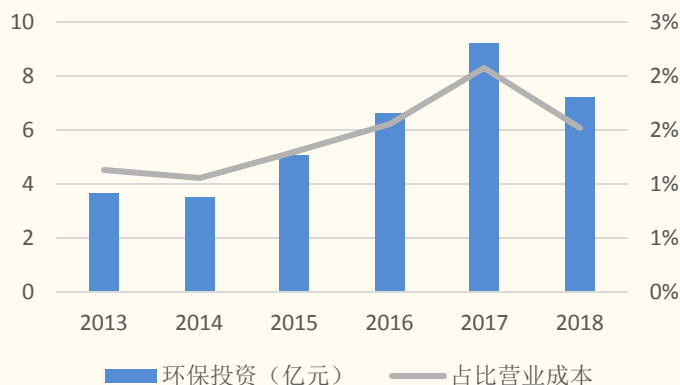
图表 32：人均薪酬（元）



来源：公司公告、国金证券研究所

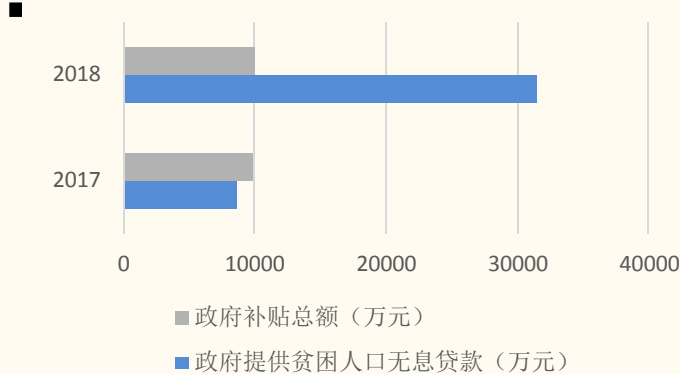
- **履行社会责任，积极参与造血式扶贫；**2018 年，公司精准扶贫覆盖安徽、辽宁、内蒙古、贵州、湖南、广西、山东等多个省市或自治区，各地子公司根据当地贫困户养殖发展要求，提供其包括设施设备投入、贫困人口工资、场地租金分红等精准扶贫措施，全年共投入扶贫资金 1.87 亿元，帮助建档贫困人口 100563 人，其中 31700 人实现脱贫；**作为农业产业龙头公司，大力发展产业扶贫，**在国家扶贫工作重点县及 14 个集中连片特困区建设 25 个一体化养猪公司及 1 个种猪育种基地，总投资累计 90.31 亿元，提供就业岗位 4430 个。
- **公司发展符合我国国情与政策方向，政府大力支持；**公司积极与贫困政府进行合作，结合政府土地资源及为贫困户提供的无息贷款和补贴共同投入，高效建设现代家庭农场，2018 年政府为公司养猪业帮扶的贫困人口提供的无息贷款总额近 3.15 亿元，提供补贴近 1 亿元。

图表 33：环保投资情况



来源：社会责任报告、国金证券研究所

图表 34：政府补贴情况



来源：社会责任报告、国金证券研究所

4、产能+资金+土地万事俱备，未来扩张潜力有迹可循

4.1 公司产能储备充分且布局广泛

- 公司产能充足，预计目前产能约 3500 万头；公司 2014 年商品肉猪产能为 1531 万头，并且公司在 2016 年、2017 年、2018 年分别竣工猪场规模 380 万头、502 万头、552.7 万头，2015 年公司新开工 29 个猪场项目，达产后可新增产能 300 多万头，根据 15 年固定资产增加额保守估计 15 年竣工规模为 220 万头，则 2018 年底公司产能可达 3185 万头。
- 从在建工程及生产性生物资产看，1H2019 公司在建工程 34.93 亿元，同比增长转正，公司目前正在加快猪场建设，提升防疫能力，为后续出栏奠定基础，同时公司生产性生物资产单二季度环比一季度有所上升，说明目前公司核心种猪保护工作初显成效，种猪存栏量已企稳回升。
- 未来公司仍继续实施扩张计划，扩展山东、西南、贵州、安徽、湖南等区域内的商品肉猪生产布局，2018 年公司新签订投资协议规模 246.00 万头，目前其主要投资项目预计投产时间集中在 2020 年和 2021 年，届时公司产能将有所提升。

图表 35：近四年前十二大项目

项目主体	计划总投资 (亿元)	预计投产时间	设计年产能 (万头)
埇桥温氏畜牧有限公司	7.78	2019 年 12 月	60
凌源温氏农牧有限公司	6.21	2021 年 12 月	60
教汉温氏农牧有限公司	6.18	2020 年 12 月	60
寿县温氏畜牧有限公司	6.13	2021 年 12 月	80
宁城温氏农牧有限公司	5.81	2021 年 12 月	40
定襄温氏畜牧有限公司	5.78	2020 年 5 月	60
遵义温氏畜牧有限公司	5.13	2018 年 12 月	60
旬邑温氏畜牧有限公司	4.41	2018 年 1 月	46
莱芜温氏畜牧有限公司	4.36	2019 年 7 月	50
宁阳温氏畜牧有限公司	4.20	2016 年 10 月	55
埇桥温氏畜牧有限公司	4.06	2017 年 3 月	60
道县温氏畜牧有限公司	3.99	2017 年 11 月	50

来源：公司公告、国金证券研究所（备注：预计投产时间为第一批猪苗进入）

图表 36：公司扩张计划

高度匹配国家“十三五”生猪生产发展规划要求，主力发展养猪业，实施东增、西进、南稳、北拓、中扩，扩大第一产业规模优势。



来源：公司公告、国金证券研究所

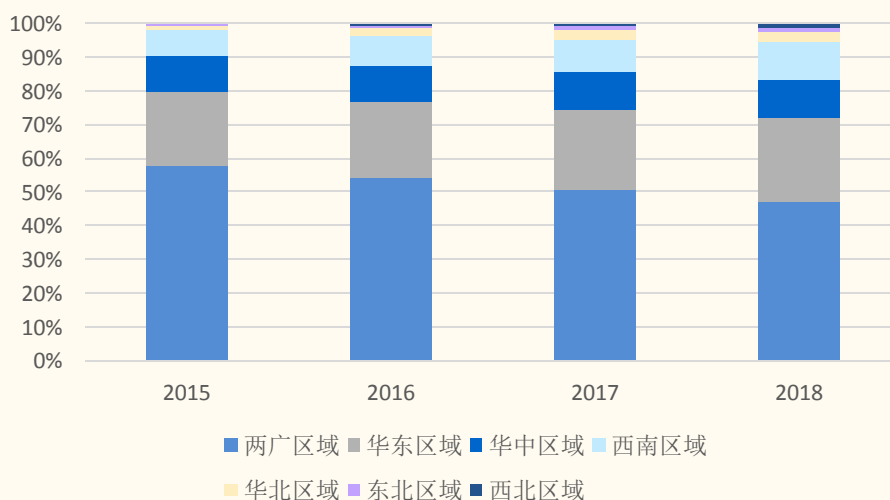
图表 37：公司固定资产、在建工程及生产性生物资产

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H2019
固定资产	25.29	31.30	35.47	47.06	62.86	80.26	93.70	113.71	144.38	182.50	194.39
		23.76%	13.34%	32.67%	33.57%	27.68%	16.74%	21.35%	26.98%	26.40%	26.82%
在建工程	6.19	4.59	8.49	18.87	18.49	7.71	11.05	19.46	36.08	35.07	34.93
		-25.8%	84.97%	122.2%	-2.02%	-58.3%	43.19%	76.15%	85.44%	-2.81%	0.60%
固定资产+在建工程	31.48	35.89	43.96	65.93	81.35	87.98	104.74	133.16	180.46	217.57	229.32
		14.01%	22.50%	49.96%	23.39%	8.15%	19.06%	27.13%	35.52%	20.56%	21.98%
生产性生物资产	10.32	11.35	13.45	18.84	19.96	22.54	25.44	30.91	32.05	35.97	32.81
		9.91%	18.55%	40.03%	5.93%	12.97%	12.83%	21.53%	3.70%	12.22%	-6.91%

来源：公司公告、国金证券研究所

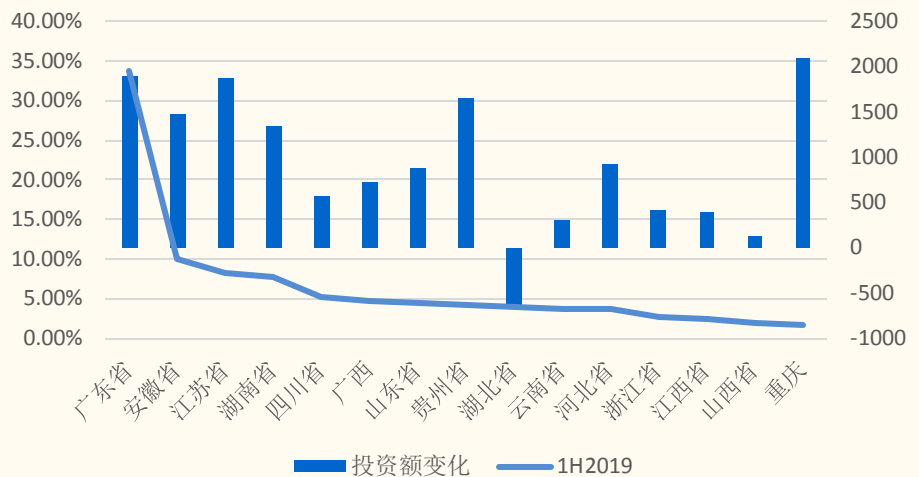
- 公司产能分布较广泛，在疫情常态化背景下有效保证稳定出栏量；从出栏量角度看，目前公司销售区域主要在两广及华东这些主要销区，2018 年公司在两广、华东、华中、西南、华北的出栏量占比分别为 46.75%、24.96%、11.36%、11.11%、3.37%，近几年两广区域比例有所下滑；从产能角度看，我们根据公司子公司及其投资额估算了 2018 年公司产能分布情况，其主要产能分布在广东，其次为安徽、江苏、湖南、四川等地，可以看出 18 年公司产销情况差距不大，禁运政策对公司影响较小，未来在疫情常态化背景下，公司产能及种猪分布均较为广泛，未来公司或将进一步优化产能布局，以保证持续稳定的出栏量。

图表 38：公司目前销售区域分布



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 39：根据子公司估算产能分布

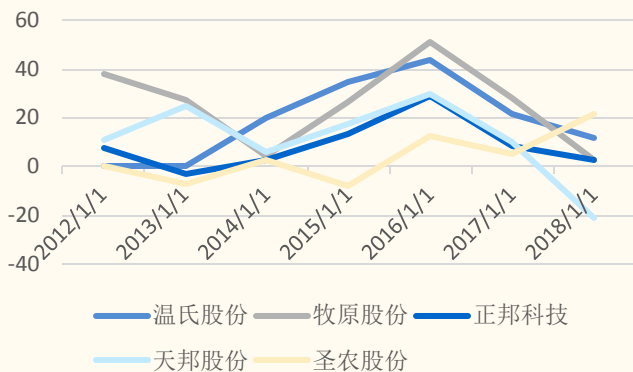


来源：公司公告、国金证券研究所（备注：根据子公司及投资额估算产能分布，仅供参考）

4.2 资金实力雄厚，融资空间大

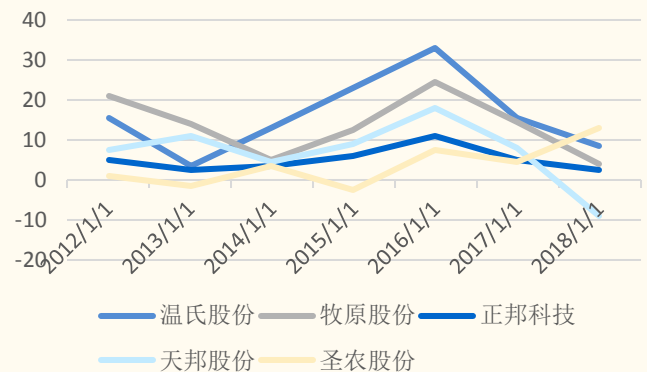
- 公司盈利能力强，资金实力雄厚；2018 年公司 ROE、ROA、ROIC 分别为 11.10%、8.89%和 12.35%，受行业情况影响，盈利能力有所下降，但各指标均处于行业领先水平，近五年公司平均 ROE 达 26%；公司净利率水平往年仅次于牧原，在生猪养殖公司里位列第二，2018 年在疫情的情况下净利率水平达 7.9%，位列第一；同时近几年在行业深度亏损状态下，公司资金实力仍雄厚，现金流充沛，1H2019 公司货币类资产达 36 亿元，2018 年经营活动产生的现金流量净额为 64.94 亿元，经营活动产生的现金流净额/营业收入为 11.35%，净利润现金含量保持稳定，均表明公司经营现金流转化能力强。

图表 40：公司 ROE 领先于行业



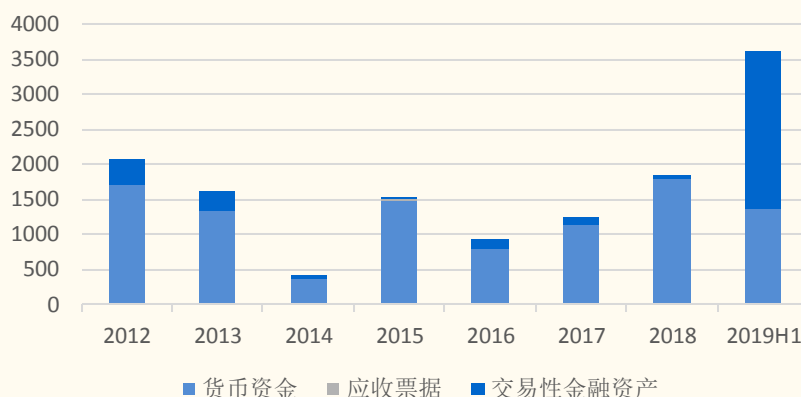
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 41：公司 ROA 领先于行业



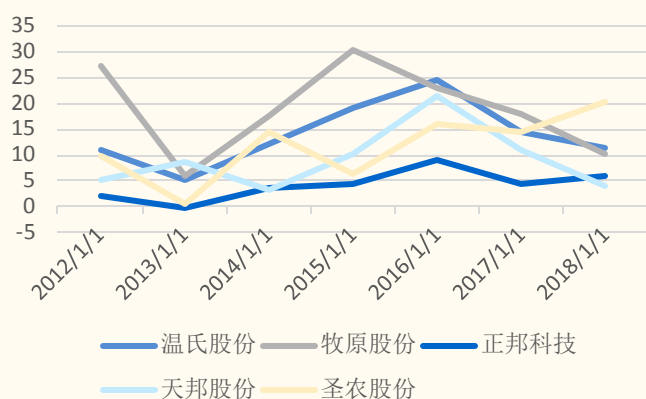
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 42：1H2019 现金类资产达 36.15 亿元



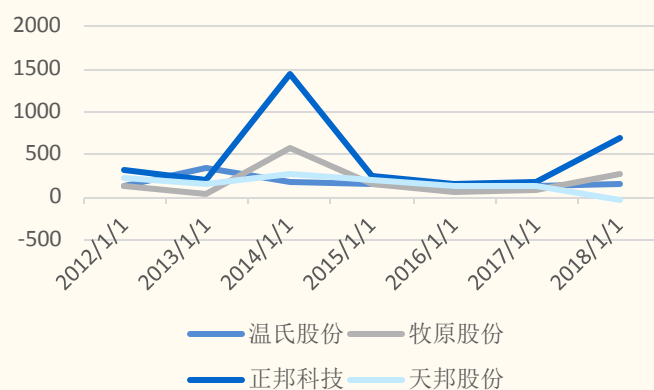
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 43：经营性活动净现金流/营业收入高



来源：公司公告、国金证券研究所

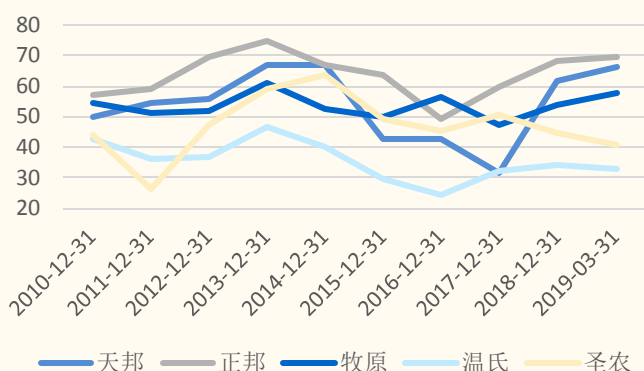
图表 44：公司净利润现金含量稳定



来源：公司公告、国金证券研究所

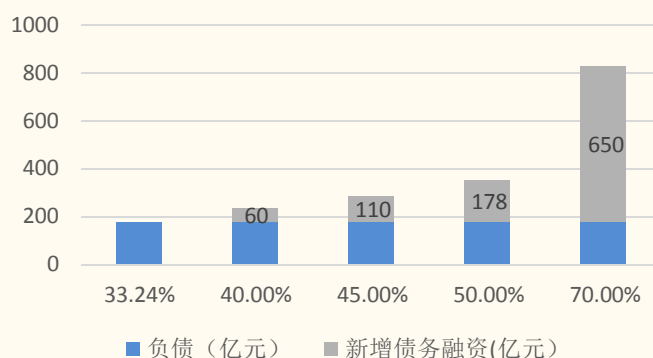
- 资产负债率处于行业最低水平，融资空间大；公司资产负债率水平常年位于行业最低水平，1H2019 仅为 34.63%，我们假设资产负债率水平提升到 40%、45%、50%及行业最高水平时的 70%，则公司可新增加负债 60 亿元、110 亿元、178 亿元、650 亿元，根据公司募投项目情况，新增一头生猪需建设投资及流动资金为 1000 元左右，则对应公司可新增产能约为 600 万头、1100 万头、1780 万头、6500 万头，扩产空间十分大。

图表 45：公司资产负债率行业最低



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 46：不同资产负债率水平下可新增债务空间巨大



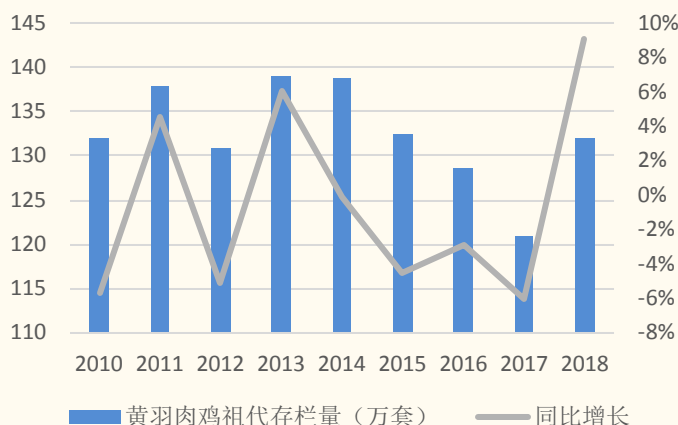
来源：公司公告、国金证券研究所

5、禽类业务迎来景气周期，养鸡龙头进军白羽肉鸡行业

5.1 供给收缩+猪肉替代促使禽类景气周期有望延伸

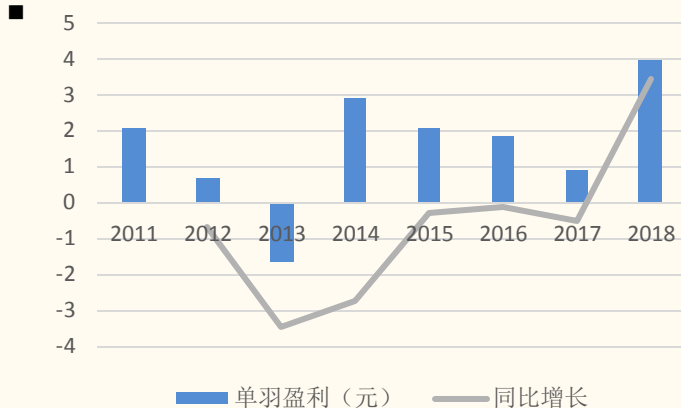
- 近几年黄羽肉鸡祖代存栏下滑，供给端持续收缩带来景气周期；黄羽肉鸡祖代存栏从 2014 年的 138.82 万套下滑到 2017 年的 120.98 万套，供给端持续收缩以及 H7N9 流感事件影响的消退，使得黄羽肉鸡价格在 2017 年下半年迎来大幅上涨，18 年黄羽肉鸡祖代存栏有所回升，价格出现波动，目前价格处于快涨阶段。
- 黄羽肉鸡生长周期较长，带来更长的价格周期，黄羽鸡生长周期较长，快速鸡一般在 60 天以内出栏，中速鸡一般 60-100 天出栏，慢速鸡出栏则需要 100 天以上，生长周期较长导致供给反应时间长，从来带来更长的周期，目前白羽鸡价格周期最长为 31 个月，黄羽鸡价格周期最长为 37 个月。
- 猪肉替代使得景气周期有望延长；根据各种肉类价格及供给周期，禽类是猪肉最好的替代肉品，牛羊肉价格过高且生产周期长限制替代效应，水产品供给稳定短期无法替代，并且从价格周期看，鸡肉价格与猪肉价格呈相关关系，在目前生猪大幅去化及价格飞涨情况下，鸡肉替代空间有望加大。

图表 47：近几年祖代存栏下降，18 年回升



来源：中国畜牧业协会、国金证券研究所

图表 48：2018 年黄羽肉鸡盈利回大幅抬升

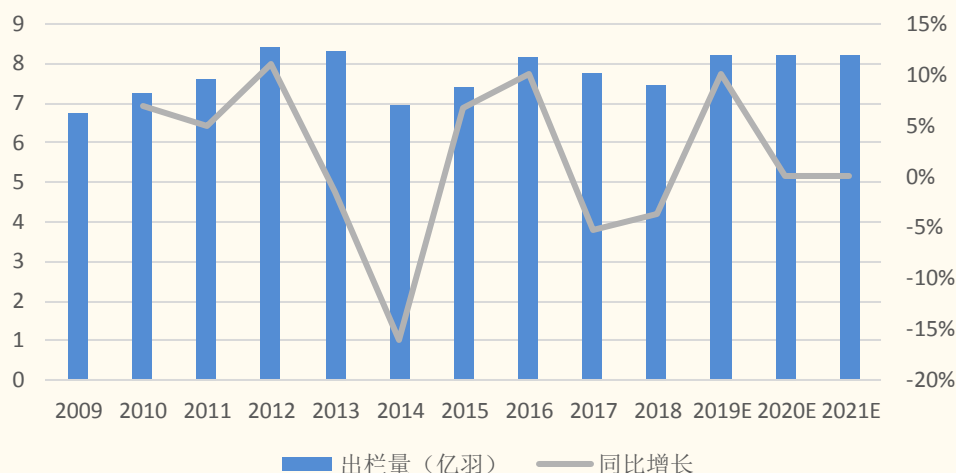


来源：中国畜牧业协会、国金证券研究所

5.2 公司黄羽肉鸡龙头，收购京海禽业进军白羽肉鸡行业

- 公司是全国规模最大的肉鸡养殖上市公司以及国家肉鸡 HACCP 生产示范基地；公司以养鸡业务起家，并开创“公司+农户”模式，经过近 36 年发展，目前公司为国内最大的黄羽肉鸡生产企业，2018 年出栏肉鸡 7.48 亿羽，占全国黄羽鸡出栏量的 19%左右，占全国肉鸡出栏量的 9.4%左右。目前公司致力于养鸡业务加快转型升级，在规模化程度较低的背景下降质增效扩产能，实现高质量增长。
- 公司育种技术及规模优势突出，成本可控；公司育种技术先进，针对不同需求开展多个专门化品系育种，共培育出国家禽类新品种（配套系）7 个，目前共拥有 48 个优质鸡纯系，47 个肉鸡品种（配套系），基本上覆盖了市面上所有优质类型黄羽肉鸡品种；同时在育种规模上优势突出，公司全国布局，建立了全国规模最大的鸡育种基地。公司多方面优势造就了较低的成本，近几年公司养殖成本及完全成本保持下降的趋势，2017 年完全成本为 10.83 元/kg，2018 年玉米价格有所上涨，饲料原料费用及管理费用均有所上涨，导致完全成本有所回升。

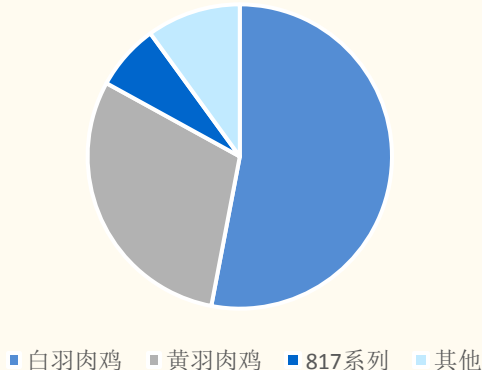
图表 49：公司黄鸡销售量



来源：公司公告、国金证券研究所

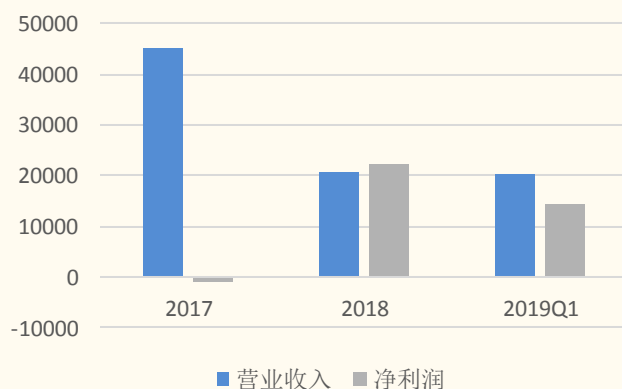
- **进军白羽肉鸡行业，把握更大市场：**公司于 2019 年 6 月收购京海禽业 80% 股权进军白羽肉鸡行业，目前禽类市场中白羽肉鸡占比第一，2017 年约占 53%；公司收购标的京海禽业深耕白羽肉鸡行业 30 余年，主要从事父母代种鸡苗与商品代鸡苗的生产与销售，近年来公司引种量近年来位于行业前列，目前可年产白羽父母代种鸡苗 800 万套，商品代鸡苗 10,000 万只；公司与京海禽业具有较强的互补性，共同发展把握白羽肉鸡更大市场。

图表 50：2017 年禽类市场结构



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 51：京海禽业营收与净利



来源：公司公告、国金证券研究所

6、盈利预测及投资建议

6.1 营收拆分

- 2018 年公司生猪及肉鸡养殖业务收入占比约 97%，毛利占比约 91%，故我们主要拆分了生猪业务及肉鸡养殖业务：
- **生猪养殖：**2018 年下半年行业出现非洲猪瘟重大疫情，对我国生猪产业造成了较大的影响，但公司作为深耕多年的龙头企业，在非瘟疫情下依托紧密型“公司+农户”模式具有行业领先的经营管理水平，并且拥有足够的土地储备、产能以及资金保证公司稳定发展，故我们给予 2019、2020 年生猪出栏 2150 万头、2400 万头，销售均价分别为 17.5 元/kg、22 元/kg。
- **养鸡业务：**公司为黄羽肉鸡龙头，黄羽肉鸡养殖周期较长以及猪肉替代有望延长景气周期，预计下半年盈利水平较好，故我们给予公司 2019-2021 年肉鸡出栏 8.3 亿羽，销售均价分别为 13.6 元/kg、12.8 元/kg、12.5 元/kg。

图表 52：公司营收拆分

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
猪肉类养殖						
量	1,712.73	1,904.00	2,229.70	2,150.00	2,400.00	2,600.00
价	18.40	15.30	13.20	17.50	22.00	21.00
收入	37,643.11	35,049.47	33,765.76	42,892.50	60,720.00	62,790.00
成本	23,319.28	26,357.31	29,604.63	29,412.00	31,188.00	32,890.00
毛利	14,323.84	8,692.16	4,161.13	13,480.50	29,532.00	29,900.00
毛利率(%)	38.05	24.80	12.32	31.43	48.64	47.62
肉鸡类养殖						
量	8.19	7.76	7.48	8.30	8.30	8.30
价	11.59	11.65	13.70	13.60	12.80	12.50
收入	18,592.64	17,564.23	19,956.31	21,447.20	20,185.60	19,712.50
成本	16,546.32	15,602.29	15,310.52	16,558.50	16,558.50	16,558.50
毛利	2,046.32	1,961.94	4,645.79	4,888.70	3,627.10	3,154.00
毛利率(%)	11.01	11.17	23.28	22.79	17.97	16.00
总营业收入			57236	68260	85217	87263
总成本			47590	49450	53745	59101
总毛利			9646	18810	31471	28162
毛利率(%)			16.85%	27.56%	36.93%	32.27%

来源：公司公告、国金证券研究所

6.2 盈利预测与投资建议

- 公司是我国生猪、黄鸡双龙头企业，在非瘟疫情下，龙头公司管理水平、技术等优势明显，公司拥有土地储备、产能以及资金保证公司稳定发展，同时疫情加速规模化程度提升，给公司带来发展机遇；我们持续看好公司未来发展，给予 2019-2021 年归母净利润分别为 127/233/200 亿元，EPS 分别为 2.38/4.38/3.77 元/股，对应 PE 分别为 16.5、9.0、10.4 倍，根据行业平均估值，给予公司 21 倍 PE，对应目标价为 51 元，首次覆盖，给予买入评级。

图表 53：相关公司估值

股票代码	公司名称	市值	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300498	温氏股份	2,103	2.38	4.38	3.77	16.5	9.0	10.4
002714	牧原股份	1,456	2.10	5.74	5.77	33.9	12.4	12.3
002157	正邦科技	434	0.89	2.91	3.06	19.9	6.1	5.8
002124	天邦股份	140	0.78	2.52	2.94	15.5	4.8	4.1
002299	圣农发展	336	2.58	2.60	2.39	10.6	10.5	11.4

来源：国金证券研究所（除温氏股份外其余为 wind 一致预期）

7、风险提示

- **非洲猪瘟疫情风险：**非洲猪瘟疫情对生猪养殖业造成较大影响，目前存栏生猪仍有被感染的风险，而疫情的感染将会加大死淘率以及养殖成本，对公司业绩造成较大影响；
- **猪价上涨不达预期风险：**公司业绩受到猪价影响较大，若 19 年猪价上涨不达预期，将会对公司业绩造成极大的影响；
- **产能扩张速度不达预期风险：**我们对公司未来业绩做出判断的重要假设，除了猪价上涨之外，便是产能扩张，若公司出栏量/屠宰量不达预期，将会影响公司业绩及未来发展；
- **食品安全风险：**若公司肉品发现食品安全事件，将对公司产生不良影响。
- **原材料成本上涨风险：**生猪养殖原材料成本占比较大，若主要原材料玉米、豆粕价格上涨，则对公司养殖成本和业绩产生较大影响。
- **其他疫病风险：**生猪养殖业受到疫情影响较大，若有其他疫病发生，则公司将受到影响。
- **限售股解禁风险：**2018 年 1 月公司通过了首期限制性股票激励计划，2019 年 5 月第一期解锁条件达成，解锁的限制性股票数量为 3687 万股，占总股本的 0.66%，或存在减持的风险。
- **股权投资风险：**公司股权投资存在一定风险，并且公司大股东持股比例较低，或存在利益冲突风险。

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	68,260	85,217	87,263
增长率		-6.2%	2.9%	19.2%	24.8%	2.4%
主营业务成本	-42,606	-44,491	-47,590	-49,450	-53,745	-59,101
%销售收入	71.8%	79.9%	83.1%	72.4%	63.1%	67.7%
毛利	16,749	11,167	9,654	18,810	31,471	28,162
%销售收入	28.2%	20.1%	16.9%	27.6%	36.9%	32.3%
营业税金及附加	-45	-63	-70	-89	-119	-122
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-590	-671	-802	-887	-1,108	-1,134
%销售收入	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-3,425	-3,354	-3,618	-4,437	-5,539	-5,498
%销售收入	5.8%	6.0%	6.3%	6.5%	6.5%	6.3%
研发费用	0	0	-553	-683	-852	-873
%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	12,714	23,853	20,535
%销售收入	21.4%	12.7%	8.1%	18.6%	28.0%	23.5%
财务费用	137	5	-101	-226	-147	-71
%销售收入	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-567	-122	-158	-163	-171	-182
公允价值变动收益	14	1	-13	500	0	0
投资收益	229	169	-50	150	150	150
%税前利润	1.9%	2.4%	n.a	1.1%	0.6%	0.7%
营业利润	12,501	7,226	4,378	13,046	23,755	20,502
营业利润率	21.1%	13.0%	7.6%	19.1%	27.9%	23.5%
营业外收支	-132	-133	-94	10	10	10
税前利润	12,369	7,092	4,284	13,056	23,765	20,512
利润率	20.8%	12.7%	7.5%	19.1%	27.9%	23.5%
所得税	-131	-93	-28	-91	-166	-144
所得税率	1.1%	1.3%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
净利润	12,238	6,999	4,256	12,964	23,599	20,369
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	12,664	23,291	20,047
净利率	19.9%	12.1%	6.9%	18.6%	27.3%	23.0%

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	12,964	23,599	20,369
少数股东损益	448	248	299	300	308	322
非现金支出	2,317	2,191	2,567	2,731	3,260	3,790
非经营收益	-291	367	1,147	-276	76	76
营运资金变动	389	-1,564	-1,476	652	0	-121
经营活动现金净流	14,653	7,994	6,494	16,071	26,935	24,114
资本开支	-5,499	-7,823	-7,838	-5,884	-6,365	-6,365
投资	-3,515	-1,254	2,776	-500	-200	-200
其他	434	312	295	150	150	150
投资活动现金净流	-8,580	-8,765	-4,768	-6,234	-6,415	-6,415
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	1,776	6,831	4,872

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3,574	10,405	15,277
应收款项	437	726	1,231	1,277	1,370	1,229
存货	10,548	11,328	12,889	13,142	13,841	15,382
其他流动资产	6,669	6,490	5,884	5,702	6,577	6,810
流动资产	18,446	19,674	21,802	23,695	32,194	38,698
%总资产	44.5%	40.1%	40.4%	39.7%	45.0%	47.9%
长期投资	5,010	6,211	4,598	5,098	5,098	5,098
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%	47.6%	44.0%	42.1%
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	35,991	39,297	42,084
%总资产	55.5%	59.9%	59.6%	60.3%	55.0%	52.1%
资产总计	41,438	49,040	53,950	59,686	71,491	80,783
短期借款	0	2,570	2,232	1,000	850	500
应付款项	7,751	7,894	9,714	9,841	11,321	12,657
其他流动负债	2,084	1,641	1,337	1,659	1,818	1,975
流动负债	9,835	12,104	13,283	12,500	13,989	15,132
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	17,670	19,159	20,302
普通股股东权益	30,461	32,617	34,568	40,711	50,719	58,545
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	26,774	36,782	44,609
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	59,686	71,491	80,783

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	2.710	1.293	0.745	2.384	4.384	3.773
每股净资产	7.002	6.248	6.506	7.662	9.546	11.019
每股经营现金净流	3.368	1.531	1.222	3.025	5.070	4.539
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%	31.11%	45.92%	34.24%
总资产收益率	28.45%	13.77%	7.34%	21.22%	32.58%	24.82%
投入资本收益率	39.88%	17.74%	10.73%	26.29%	40.71%	30.91%
增长率						
主营业务收入增长率	23.05%	-6.23%	2.85%	19.24%	24.84%	2.40%
EBIT增长率	97.89%	-44.21%	-34.86%	175.72%	87.61%	-13.91%
净利润增长率	89.99%	-42.74%	-41.38%	220.01%	83.91%	-13.93%
总资产增长率	26.59%	18.34%	10.01%	10.63%	19.78%	13.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	1.0	1.1	1.5	1.3	1.3
存货周转天数	83.3	89.7	92.9	97.0	94.0	95.0
应付账款周转天数	19.2	20.8	20.1	21.0	22.0	22.0
固定资产周转天数	88.9	115.7	139.3	130.5	113.4	117.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.00%	14.09%	14.84%	4.22%	-10.34%	-17.91%
EBIT利息保障倍数	-92.9	-1,353.2	45.8	56.3	162.6	288.5
资产负债率	24.27%	31.95%	34.06%	29.61%	26.80%	25.13%

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	8	12	23	34	68
增持	4	7	13	17	30
中性	0	0	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.37	1.41	1.40	1.37

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

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，不作为或被视为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