

2020年01月19日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 金含

021-60199793

jinh@dwzq.com.cn

## 专注与共享，养殖龙头持续进击中 买入（首次）

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	57236.0	71467.1	103666.3	102667.8
同比(%)	2.8%	24.9%	45.1%	-1.0%
归母净利润(百万元)	3957.4	14180.1	39148.7	26489.9
同比(%)	-41.4%	258.3%	176.1%	-32.3%
每股收益(元/股)	0.75	2.67	7.37	4.99
P/E(倍)	47.51	13.26	4.80	7.10

### 投资要点

■ **猪鸡双龙头，三十余年的专注与共享。**1983年，温北英抓住土地联产承包制推行的机遇，以“七户八股”为基础，迈开温氏创业的步伐。经过三十余年的专注主业，18年肉猪销售规模突破2000万头，销售肉鸡7.48亿只，已成为国内最大的肉猪、肉鸡养殖龙头。同时，其始终贯彻“精诚合作，齐创美满生活”的企业文化，通过真诚的分享形成真正的利益共同体，这也是其开创“公司+农户”养殖模式的关键。2019年12月公司推出第二期限限制性股票激励计划，并定下2年的业绩考核目标，通过深度绑定核心高管利益，促进公司的长足发展。

我们认为在此轮超级猪周期下公司的养殖业务将迎来发展机遇：**1）生猪养殖行业将向规模化的头部企业集中，温氏将凭借自身的成本、效率、防控优势叠加资金实力，实现快速扩张；2）猪肉供给缺口的拉大带动禽类替代消费，禽养殖业务也有望持续景气周期。**

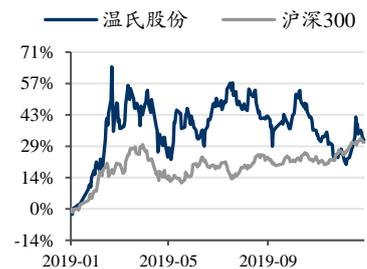
■ **生猪养殖：多元优势下有望穿越周期释放长期成长性。****1）模式：**温氏采用“公司+农户”的轻资产模式，能降低投资成本，并利用农户的土地资源。**2）管理：**虽然这种模式的资金门槛低，但对企业管理能力的要求远高于自繁自养。温氏无论是管理团队，还是对农户的管理，以及信息化技术的应用，都构筑了其管理体系上的竞争壁垒，并与合作农户建立长期稳定的信任关系。**3）成本：**非洲猪瘟发生前完全成本逐步下降至12元/公斤左右，与牧原的成本差异主要是养殖模式的原生性问题。**4）防疫：**完善生物安全防控体系，母猪产能较为充足且疫情导致的成本上升处于可控范围。**5）育种：**全国规模最大的种猪育种公司，在种质资源及育种技术上行业领先。虽然受非洲猪瘟影响，温氏19年生猪出栏量有所下滑、20年恢复增长，但长期来看，此轮超级猪周期下整个行业将发生质的变化，而温氏也将受益于产业整合，21年加速扩张，明确全国生猪市场占有率10%的发展目标（预计2027年出栏约7000万头），成长动力充沛。

■ **禽养殖：稳健的黄羽鸡龙头，进军白羽鸡打开增长空间。**虽然目前黄羽鸡处于增产周期，但猪肉缺口（预计20年猪肉产量较18年存在约1500万吨的供给缺口）带来的需求增长高于供给增速，预计20年黄羽鸡价格虽然达不到19年历史高位，但仍将高于18年的价格，保持相对高位运行。温氏作为黄羽鸡养殖龙头，18年市占率19%左右，远高于行业第二的立华（出栏2.61亿只，市占率6.5%左右）。19年10月收购京海禽业80%股权，战略上正式布局白羽鸡业务，以实现品类的多元化升级，并提升养禽业务的综合效益。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计19-21年公司实现营收714.7/1036.7/1026.7亿元，同增24.9%/45.1%/-1.0%，归母净利141.8/391.5/264.9亿元，同增258.3%/176.1%/-32.3%，当前股价对应PE为13.3/4.8/7.1X，考虑到公司养猪板块具备防疫、成本、资金、土地、人才储备等多元优势，有望把握此轮猪周期提升市占率，成长动力充沛，同时养鸡板块作为全国黄羽鸡龙头进一步拓展白羽鸡业务，打开利润空间，首次覆盖，给予“买入”评级！

■ **风险提示：**猪价波动，生猪出栏不及预期，疫情风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	35.40
一年最低/最高价	26.20/44.62
市净率(倍)	5.06
流通A股市值(百万元)	142341.24

### 基础数据

每股净资产(元)	7.00
资产负债率(%)	34.27
总股本(百万股)	5311.51
流通A股(百万股)	4020.94

## 内容目录

<b>1. 猪鸡双龙头，三十余年的专注与共享</b> .....	<b>4</b>
1.1. 三十余年发展史铸就国内第一养殖龙头 .....	4
1.2. 股权结构分散，员工持股激励机制完备 .....	5
1.3. 猪鸡双轮驱动，超级猪周期启动发展新机遇 .....	6
<b>2. 生猪养殖：多元优势下有望穿越周期释放长期成长性</b> .....	<b>8</b>
2.1. “公司+农户”，轻资产模式运作 .....	8
2.2. 出色的管理体系构筑竞争壁垒 .....	9
2.3. 成本保持行业低位，疫情防控能力较强 .....	10
2.4. 种猪育种规模全国最大 .....	12
2.5. 产能持续扩张，有望把握此轮周期提升市占率 .....	12
<b>3. 禽养殖：稳健的黄羽鸡龙头，进军白羽鸡打开增长空间</b> .....	<b>13</b>
3.1. 禽肉消费替代下黄羽鸡行业景气周期有望维持 .....	13
3.2. 黄羽鸡养殖龙头，进军白羽鸡扩大规模 .....	15
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>16</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 温氏发展历程 .....	4
图 2: 公司股权结构 (截止 2019Q3) .....	5
图 3: 公司第二期限限制性股票激励计划解锁条件 .....	5
图 4: 公司收入拆分 (百万元) .....	6
图 5: 公司核心财务数据 (百万元) .....	7
图 6: 温氏“公司+农户”模式.....	8
图 7: 牧原自繁自养模式 .....	8
图 8: 温氏、牧原头均投资额测算 .....	8
图 9: 温氏、牧原资产负债率对比 .....	9
图 10: 温氏、牧原头均财务费用对比 (元) .....	9
图 11: 温氏历年生猪养殖头均委托养殖费 .....	10
图 12: 覆盖全产业链的信息化系统 .....	10
图 13: 温氏生猪养殖成本显著优于行业 (元/头) .....	11
图 14: 2018 年温氏和牧原生猪养殖头均成本细项 .....	11
图 15: 温氏历年出栏量 (万头) .....	12
图 16: 温氏历年固定资产规模 (亿元) .....	12
图 17: 中国生猪出栏 500 头以上规模养殖比重 (%) .....	13
图 18: 2018 年美国生猪养殖市占率 .....	13
图 19: 黄羽鸡与白羽鸡特点对比 .....	13
图 20: 黄羽鸡与白羽鸡价格周期对比 (元/公斤) .....	13
图 21: 黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量 (万套) .....	14
图 22: 黄羽肉鸡单羽盈利 (元) .....	14
图 23: 中国猪肉供需平衡表 (万吨) .....	15
图 24: 2020 年黄羽鸡消费替代缺口测算 (万吨, 以 18 年为基数) .....	15
图 25: 黄羽肉鸡行业出栏量前十大企业出栏数量 (亿只) .....	16
图 26: 温氏主营业务预测 (亿元) .....	17
图 27: 温氏 2020 年业绩对猪价、出栏量敏感性测试 (亿元) .....	17
图 28: 可比公司估值表 .....	18

## 1. 猪鸡双龙头，三十余年的专注与共享

### 1.1. 三十余年发展史铸就国内第一养殖龙头

1983年，温北英抓住土地联产承包制推行的机遇，以“七户入股”为基础，迈开温氏创业的步伐。三十多年的发展史可划分为三个阶段：

**1) 探索期 (1983-1993):** 创立“公司+农户”，86年何凤林成为第一个合作农户；创办一体化养殖公司，先后建起种鸡场、孵化厂、饲料厂等一体化设备；与华农大展开全面的技术合作，86年提出“科技兴场”方针，多次登门邀请华农大专家教授到温氏指导工作，并特意建造专家楼，赠予华南农大10%的技术股与之开展全面技术合作，涉及禽畜疾病防疫、育种、营养及计算机网络技术等多个方面。

**2) 扩张期 (1994-2004):** 94年温北英逝世，温鹏程接任，开始向外扩张，包括对养猪业的探索，并延伸产业链上下游。这个十年里集团每年新办一体化养殖公司3-4家，至2004年底下属公司67家，其中一体化公司40多家，分布于全国13个省市、自治区。

**3) 跨越期 (2005 迄今):** 温氏不断提高生产效率，积极调整产业结构，在规模上扩大的同时，产品质量也在不断提升。07年收入过百亿，08年“温氏及图”商标被认定为中国驰名商标，成功打造产品品牌。18年温氏肉猪销售规模突破2000万头，销售肉鸡7.48亿只，已成为肉猪、肉鸡养殖龙头企业，兼营肉鸭、奶牛、蛋鸡、鸽子、肉鹅的养殖及销售，并配套经营屠宰、食品加工、现代农牧装备制造、兽药生产、生鲜食品流通连锁经营以及金融投资等业务以完善产业链各环节布局。

图 1: 温氏发展历程

时间	事件
<b>1983-1993 探索发展时期</b>	
1983	温北英联合温鹏程、温木桓、温金长、温湛、梁洪初、严百草、温泽星等七户八人自愿入股，每股1000元，共集资8000元，牵头创办勒竹畜牧联营公司
1984	办起第一个种鸡场
1986	何凤林成为第一个合作养户 提出“科技兴场”方针，总结科学的“养鸡36条”，多次登门邀请华农大专家教授到温氏指导工作，并特意建造专家楼
1987	办起第一家孵化场
1992	建成第一家饲料厂 赠予华南农大10%的技术股与之开展全面技术合作，涉及禽畜疾病防疫、育种、营养及计算机网络技术等多个方面
<b>1994-2004 扩张发展时期</b>	
1994	温北英逝世，儿子温鹏程接班，更名广东温氏食品集团有限公司 开展养猪业的探索 探索发展下游产业，生产鸡肉和鸡汤罐头，并开始筹建肉鸡屠宰厂
1995	尝试发展上游产业，成立动物保健品研究所
2000	成立乳业公司，进一步调整产业结构

2004 十年间集团每年新办一体化养殖公司 3-4 家，至 2004 年底下属公司 67 家，其中一体化公司 40 多家，分布于全国 13 个省市、自治区

2005-

跨越发展时期

2007 销售收入突破 100 亿，率先成为广东省经营规模超百亿的农业龙头企业

2008 “温氏及图”商标被认定为中国驰名商标，成功打造产品品牌  
鹏福公司香港写字楼落成，迈出国际化之路的重要一步

2009 佳味熟食厂投产，加快肉产品深加工发展

2011 广东大华农动物保健品股份有限公司在深圳创业板挂牌交易

2013 温氏集团年上市肉猪突破 1000 万头

2015 登陆创业板

2018 温志芬当选为集团董事长

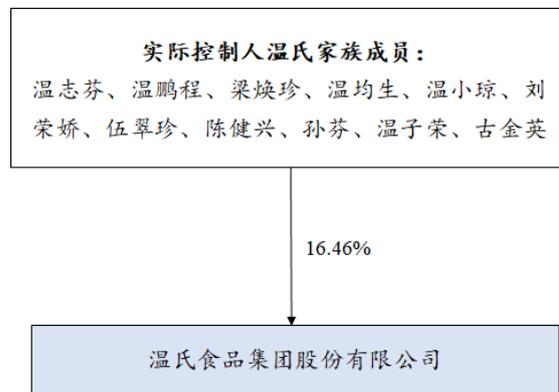
肉猪年上市量已突破 2000 万头

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 股权结构分散，员工持股激励机制完备

温氏“精诚合作，齐创美满生活”的企业文化核心理念贯彻在股权结构中。从 1983 年成立时的“七户八股”就带有股份性质；86 年温北英在内部推行职工全员持股制，并提出“温氏食品、人人有份”，对员工归属感和集团发展推动极大。温氏不存在单一持有公司 5% 以上股权的股东，实际控制人温氏家族温志芬、温鹏程等 11 人合计持股 16.46%，最大个人股东温鹏程持股仅 4.08%。

图 2：公司股权结构（截止 2019Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年 12 月公司推出第二期限限制性股票激励计划：授予包括董事、总裁、副总裁在内的 12 位高管和中层、基层管理人员及核心技术（业务）骨干人才 2810 人限制性股票 1.2 亿股，占总股本的 2.28%，授予价格为每股 17.42 元，并定下 2 年的业绩考核目标，通过深度绑定核心高管利益，促进公司的长足发展。

图 3：公司第二期限限制性股票激励计划解锁条件

解锁期	解锁条件
-----	------

第一个解锁期	1、2020 年销售畜禽产品总重量比 2019 年销售畜禽产品总重量的增长率不低于 8% 或 2020 年营业收入比 2019 年营业总收入的增长率不低于 8%； 2、2020 年度现金分红总额不低于 50 亿元。
第二个解锁期	1、2021 年销售畜禽产品总重量比 2019 年销售畜禽产品总重量的增长率不低于 22% 或 2021 年营业收入比 2019 年营业总收入的增长率不低于 22%； 2、2021 年度现金分红总额不低于 50 亿元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 猪鸡双轮驱动，超级猪周期启动发展新机遇

**温氏以生猪养殖和禽养殖为主业：**18 年生猪出栏 2230 万头，营收占比 59%，肉鸡销量 7.48 亿只，营收占比 35%。公司业绩受养殖行业周期波动影响：1) 猪周期，在 15、16 年猪周期上行期间，生猪养殖业务释放利润弹性，而在 17、18 年猪周期下行期间利润下滑明显；2) 黄羽鸡，14 年初到 17 年中受 H7N9 流感事件影响经历行业低谷期，从 17 年下半年开始好转，18 年黄羽鸡价格保持较高水平，养殖业务利润也得到显著改善。

图 4：公司收入拆分（百万元）

	2015	2016	2017	2018
营业收入	48237	59355	55657	57244
YOY		23.0%	-6.2%	2.8%
毛利	9442	16749	11167	9124
毛利率	19.6%	28.2%	20.1%	15.9%
生猪养殖收入	27287	37643	35049	33766
占比	56.6%	63.4%	63.0%	59.0%
出栏量（万头）	1535	1713	1904	2230
毛利	6066	14324	8692	4161
占比	64.3%	85.5%	77.8%	45.6%
鸡养殖收入	18049	18593	17564	19956
占比	37.4%	31.3%	31.6%	34.9%
销量（亿只）	7.44	8.19	7.76	7.48
毛利	2505	2046	1962	4646
占比	26.5%	12.2%	17.6%	50.9%
其他养殖收入	1291	1322	1447	1742
其他业务收入	1610	1798	1597	1780
乳液	334	390	490	592
兽药	703	482	487	500
食品加工	523	783	186	233
设备	47	32	97	91
其他	3	111	337	357

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

18 年 8 月非洲猪瘟爆发，截止 19 年 10 月，能繁母猪存栏同比/环比变动-37.8%/+0.6%，

生猪存栏同比/环比变动-41.4%/-0.6%，产能深度去化，预计 19/20 年生猪供给缺口较 18 年达到 1300/1500 万吨。供给收缩驱动猪价上行，10 月高点时已突破 40 元/公斤，其后虽有回调，但随着传统消费旺季的到来，供给缺口进一步体现，将带动猪价重回涨势。我们认为在此轮超级猪周期下公司的养殖业务将迎来发展机遇：1) 生猪养殖行业将向规模化的头部企业集中，温氏将凭借自身的成本、效率、防控优势叠加资金实力，实现快速扩张；2) 猪肉供给缺口的拉大带动禽类替代消费，禽养殖业务也有望持续景气周期。

图 5: 公司核心财务数据 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019Q3
<b>利润表相关</b>					
营业总收入	48,237	59,355	55,657	57,244	48,308
YOY		23.0%	-6.2%	2.8%	18.3%
毛利率 (%)	19.6%	28.2%	20.1%	16.9%	19.8%
期间费用率	6.5%	6.5%	7.2%	10.3%	8.4%
销售费用	468	590	671	1,650	611
销售费用率	1.0%	1.0%	1.2%	2.9%	1.3%
管理费用	2,551	3,425	3,354	3,618	2,859
研发费用				553	390
管理费用率	5.3%	5.8%	6.0%	7.3%	6.7%
财务费用	100	-137	-5	101	201
财务费用率	0.2%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%
归母净利润	6,205	11,790	6,751	3,957	6,085
YOY	132.9%	90.0%	-42.7%	-41.4%	109.8%
净利率 (%)	12.9%	19.9%	12.1%	6.9%	12.6%
ROE (%)	32.6%	43.3%	20.9%	11.5%	17.2%
<b>资产负债表相关</b>					
存货	8,895	10,548	11,328	12,889	11,854
YOY		18.6%	7.4%	13.8%	-0.6%
生产性生物性资产	2,544	3,091	3,205	3,597	3,844
YOY		21.5%	3.7%	12.2%	6.3%
固定资产	9,370	11,371	14,438	18,250	20,067
YOY		21.4%	27.0%	26.4%	27.4%
在建工程	1,105	1,946	3,608	3,507	3,827
YOY		76.1%	85.4%	-2.8%	-9.3%
资产负债率 (%)	29.6%	24.3%	32.0%	34.1%	34.3%
<b>现金流量表相关</b>					
经营活动产生的现金流量净额	9,303	14,653	7,994	6,494	8,890
投资活动产生的现金流量净额	-6,096	-8,580	-8,765	-4,768	-7,868
筹资活动产生的现金流量净额	-3,186	-6,778	1,112	-146	-1,841

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 生猪养殖：多元优势下有望穿越周期释放长期成长性

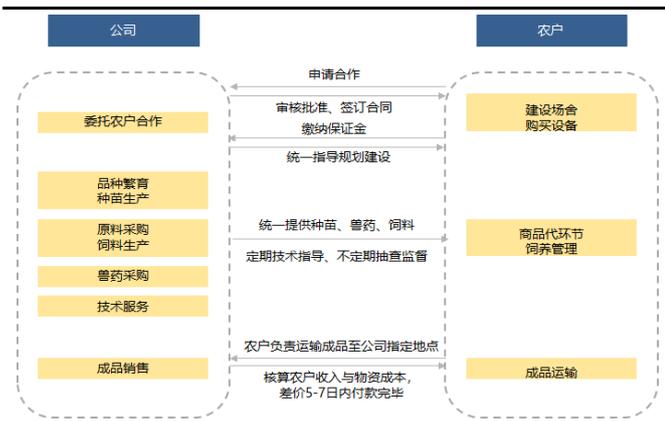
### 2.1. “公司+农户”，轻资产模式运作

生猪养殖模式一般分为“公司+农户”和自繁自养两种体系，上市公司中分别以温氏和牧原为代表。

**“公司+农户”：**公司提供仔猪、饲料、疫苗等，将育肥阶段以委托饲养的方式交由农户负责，由农户按标准出资新建或改造现有的养殖场，公司提供先进的技术指导，并统一管理分散的农户生产活动，最终回购成熟的商品猪销售，根据委托养殖合同及合作农户的养殖管理成绩等情况进行结算。

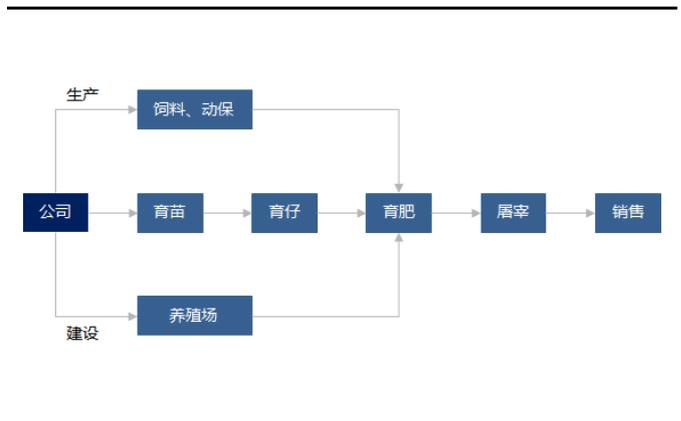
**自繁自养：**公司自建养殖场，雇用农工集约养殖、统一管理，自繁仔猪，采购或生产饲料，统一防疫，并对饲养工人进行养殖技术培训等，形成育种、饲料、疫苗、扩繁、育肥、屠宰、销售全环节把控的一体化产业链，具有标准化、规模化、集约化等特征。

图 6：温氏“公司+农户”模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：牧原自繁自养模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

相较于完全需要企业自身投资建设养殖场的自繁自养模式而言，“公司+农户”模式下，公司不需要提供仔猪育肥舍，而是由合作农户自己出资新建或改造现有的养殖场，**优势在于：1) 降低投资成本**，农户承担部分投资（固定资产折旧成本），温氏的头均投资额约 1000 元，显著低于牧原约 1500 元的头均投资额；**2) 解决土地问题**，规模化养殖趋势下对于土地的需求更高，而近年来环保趋紧，拿地难度增加，但“公司+农户”模式可以充分利用农户的土地资源。

图 8：温氏、牧原头均投资额测算

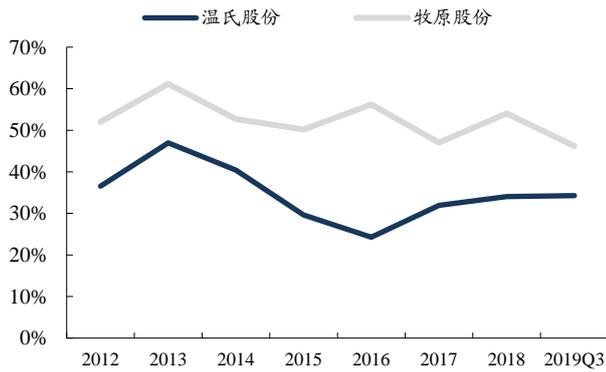
温氏部分项目	产能 (万头)	投资 (亿元)	头均投资额 (元/头)
赤峰市松山区温氏农牧有限公司生猪养殖一体化一期项目	42	4.4	1050
永寿温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目一期	40	4.4	1100
亳州温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目	50	5.0	1000
江永温氏畜牧有限公司一体化养猪建设项目	50	5.1	1020
牧原部分项目	产能 (万头)	投资 (亿元)	头均投资额 (元/头)
内蒙古翁牛特牧原农牧有限公司 70 万头生猪养殖建设项目	70	10.1	1438

内蒙古开鲁牧原农牧有限公司 60 万头生猪养殖建设项目	60	8.0	1337
辽宁建平牧原农牧有限公司 40 万头生猪养殖建设项目	40	6.5	1621
黑龙江兰西牧原农牧有限公司 20 万头生猪养殖建设项目	20	2.7	1360
吉林农安牧原农牧有限公司年出栏 20 万头生猪养殖建设项目	20	3.9	1937

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

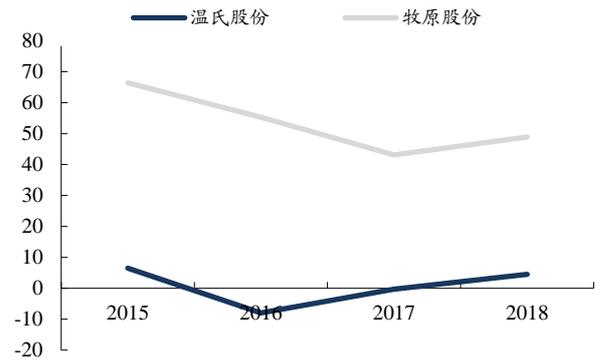
从财务数据来看，近年来温氏的资产负债率保持在 30% 左右，低于牧原 50% 的负债率，温氏的头均财务费用在个位数水平，也低于牧原约 50 元的头均财务费用。

图 9：温氏、牧原资产负债率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：温氏、牧原头均财务费用对比 (元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 出色的管理体系构筑竞争壁垒

“公司+农户”的模式需要企业具备出色的管理能力，而温氏无论是管理团队，还是对农户的管理，以及信息化技术的应用，都构筑了其管理体系上的竞争壁垒。

从管理团队来看，公司的核心管理团队积累了超过 20 年的行业经验，对行业有深度的认知，中层管理团队平均从业经验也有 10 年以上，管理实践经验和技能出色。同时，公司不断通过内部培养及对外引进核心技术人员和骨干员工，完善管理团队和人才队伍建设。

从对农户的管理来看：**1) 前期选择**，事先了解农户情况，选择信用良好的农户合作。**2) 保护养户收益相对稳定**，饲养前已签订委托饲养合同，明确定价，降低农户的市场风险，行情低迷时，公司承担亏损风险，行情好时，适当提高农户收益。**3) 强化管理**，公司统一供种、统一供料、统一供药、统一防疫、统一技术服务培训、统一收购，同时对农户养殖流程的每一个环节都实现信息化管理，每一批肉猪、肉鸡的饲料领取时间、喂养食量、出栏时间、疫苗时间等信息都会上传至总部，以往分散随意的传统养殖方式向高效的现代农业迈进。**4) 结算考核**，农户最终获得的总收益受出栏体重、成活率、正品率、耗料量、耗药量等生产成绩影响，若生产成绩出色可获得超额收益，并会帮助低于平均收益的农户排查原因，协同共进。18 年公司合作农户（或家庭农场）5 万家，获得收益 81.47 亿元，户均收益达到 15.48 万元，其中商品肉猪合作农户 2 万多户，

平均出栏量约为 650 头/批。

图 11: 温氏历年生猪养殖头均委托养殖费

	出栏数 (万头)	委托养殖费 (亿元)	头均委托养殖费 (元/头)
2012	814	14.39	177
2013	1013	16.04	158
2014	1218	19.85	163
2015	1535	33.13	216
2016	1713	44.60	260
2017	1904	48.83	256
2018	2230	49.24	221

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从管理技术来看, 公司建立了企业大数据信息化管理中心, 实行“权力下放、数据上移”的互联网管理策略, 运用大数据辅助经营决策, 有效管控分布于全国各地的经营单元。公司依托物联网技术和高度集成的 ERP 信息管理系统, 建成了财务共享系统、OA 办公系统、种猪&种鸡&奶牛&农牧设备管理系统、合作农户 (或家族农场) 管理系统等多个业务系统, 可以实现充分授权, 激发内在经营活力, 提高管理效率。

图 12: 覆盖全产业链的信息化系统



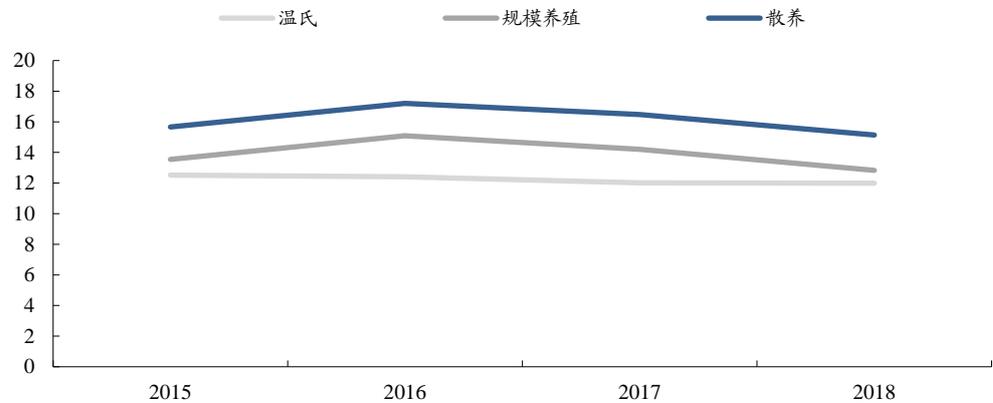
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.3. 成本保持行业低位, 疫情防控能力较强

**公司成本管控能力强:** 过去几年的生猪养殖完全成本逐步下降至 12 元/公斤左右, 低于行业内规模化养殖的平均成本 1-3 元/公斤, 低于散养的平均成本 3-5 元/公斤, 成本优势显著。细拆温氏和牧原的养殖成本来看, 温氏完全成本比牧原高出 0.5 元/公斤, 其中的差异主要由于养殖模式的差别, 温氏的完全成本中包含每头肥猪约 200 多元的委托

养殖费用，同时“公司+农户”的模式也使其头均管理费用更高，而牧原的重资产模式则体现在完全成本中的折旧及财务费用更高。

图 13: 温氏生猪养殖成本显著优于行业 (元/头)



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2018 年温氏和牧原生猪养殖头均成本细项

成本细项	温氏		牧原	
	头均成本 (元/头)	占比	头均成本 (元/头)	占比
原材料	771.27	55.8%	659.80	55.3%
折旧	36.05	2.6%	92.87	7.8%
职工薪酬	86.20	6.2%	68.04	5.7%
药品及疫苗费用	66.11	4.8%	106.42	8.9%
其他费用	67.14	4.9%	158.84	13.3%
委托养殖费用	220.85	16.0%		
销售费用	21.22	1.5%	4.92	0.4%
管理费用	95.73	6.9%	45.44	3.8%
财务费用	2.67	0.2%	48.88	4.1%
研发费用	14.62	1.1%	8.28	0.7%
<b>合计</b>	<b>1381.85</b>	<b>100.0%</b>	<b>1193.50</b>	<b>100.0%</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

非洲猪瘟爆发后, 公司采取一系列措施防疫猪瘟: 1) 物理隔断, 全面封场, 严格管控猪场进出人员和物资, 同时加强对人员、物料、运输车辆等影响猪场生物安全的要素进行清洗、消毒和隔离, 落实专车专用。由于公司合作农户养殖规模相对较小, 养殖人员, 跟外界接触少, 传播途径相对可控。2) 硬件设施, 完善生物安全防控体系, 旧场升级改造, 配套新的自动化、高效化的设备及增加防疫设施, 新建的场直接增加防疫设施, 比如对空气、水的流动消毒、定期隔离等设施。3) 销售措施, 做好大区点对点对接, 保证销售顺畅。由于非洲猪瘟影响, 公司的防疫成本有所提高, 投入建设的生物防疫体系, 包括消洗中心、中转站、种猪厂内部设施的配套等大部分采用费用化, 19Q3 完全成本提升至约 16 元/公斤, 出色的防疫能力使其成本依旧处于可控范围。

## 2.4. 种猪育种规模全国最大

**温氏深耕育种环节：**98年起便致力于种猪育种，以大体型、快长、高瘦肉率、高产仔数等为育种方向。05年华农温氏I号猪配套系培育成功并通过国家审定，开创我国四系配套育种先河。12年专门成立种猪公司，13年依托温氏集团和华南农业大学组建国家生猪种业工程技术研究中心。同时，构筑起研发平台优势，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，研发体系完备。

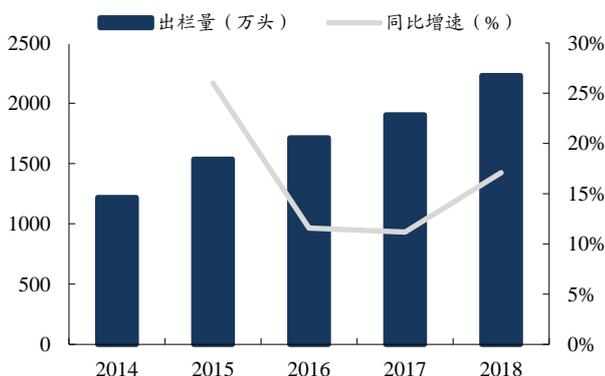
**种质资源方面，**公司选育有长白、大白、杜洛克、皮特兰和地方优质猪种等6大品种12大品系的种猪，结合各区域不同的市场需求开展多个专门化品系育种，竞争优势不断提升。**育种技术方面，**全基因组选择、体细胞克隆和大数据遗传评估技术均为行业首创或领先。**品系方面，**创建四系配套和五系配套系，肉猪综合生产性能行业领先。

**公司是全国规模最大的种猪育种公司：**在全国已拥有9大育种分公司（新兴育种、清远育种、华东育种、国农温氏、洪湖育种、咸阳育种、北票育种、贵州育种、山东育种），覆盖华南、华东、华中、华北、东北及西南等地区。现有纯种核心群种猪（不含筹建单位）约8800头，扩繁群约22000头，规模可达年产15万头纯种种猪。

## 2.5. 产能持续扩张，有望把握此轮周期提升市占率

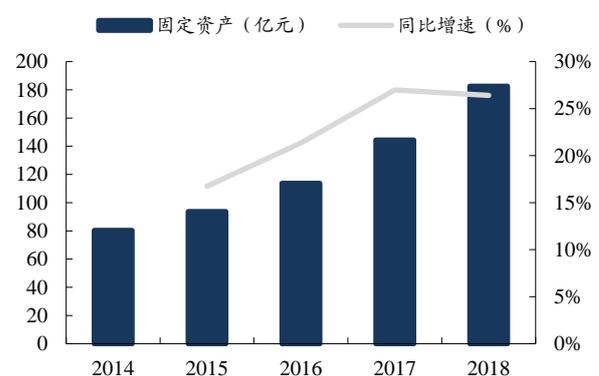
公司凭借轻资产模式产能快速扩张，2014-2018年的一轮周期内出栏量由1218万头增至2230万头，复合增速达到16%，固定资产也在同步扩张。按18年出栏分布看，两广占比约50%，华东（江苏、安徽）占比约25%，华中（两湖、江西）占比约10%，并逐步扩展山东、西南等区域内的商品肉猪生产布局。

图 15: 温氏历年出栏量（万头）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16: 温氏历年固定资产规模（亿元）

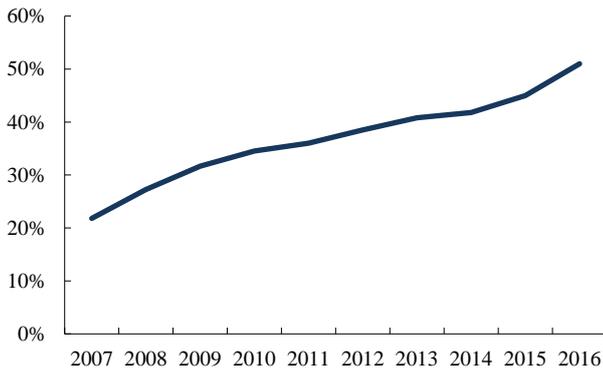


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

虽然受非洲猪瘟影响，温氏 19 年生猪出栏量有所下滑、20 年恢复增长，但长期来看，此轮超级猪周期下整个行业将发生质的变化，而温氏也将受益于产业整合。非洲猪瘟发生前，我国生猪养殖行业十分分散，以散养户为主，年出栏 500 头以下的小户出栏

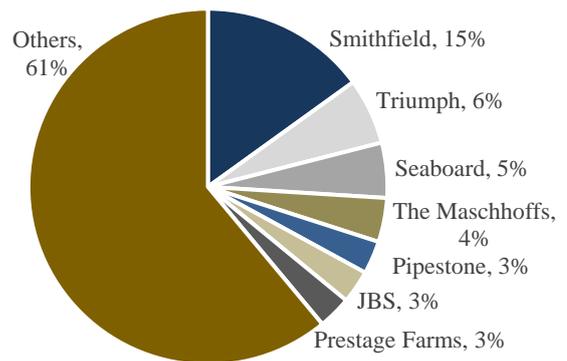
量占比约有一半，18年规模化养殖最大的温氏市占率仅3%。而疫情爆发后，防疫能力薄弱、资金不足的落后产能逐步退出，行业整合加速。对标成熟的美国生猪养殖行业，史密斯菲尔德市占率达到15%，前三大龙头企业市占率超过25%。我们认为龙头企业凭借防疫、成本、资金、土地、人才储备等多元优势，长期市占率有望达到美国的稳态水平。温氏也明确全国生猪市场占有率10%的发展目标(预计2027年出栏约7000万头)，成长动力充沛。

图 17: 中国生猪出栏 500 头以上规模养殖比重 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 2018 年美国生猪养殖市占率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 禽养殖: 稳健的黄羽鸡龙头, 进军白羽鸡打开增长空间

#### 3.1. 禽肉消费替代下黄羽鸡行业景气周期有望维持

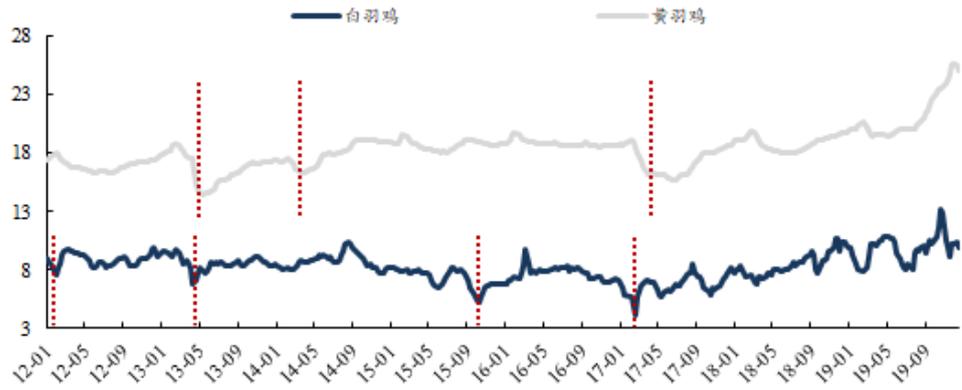
黄羽鸡是我国地方优势品种, 主要分布在南方, 以家庭消费为主, 与白羽鸡相比具有生长周期长、出栏体重轻、料肉比高、价格高、口感更好等特点。由于黄羽鸡的生长周期较长, 价格周期也比白羽鸡长。12 年以来白羽鸡经历 4 轮周期, 最长为 31 个月, 黄羽鸡经历 3 轮周期, 最长为 37 个月。

图 19: 黄羽鸡与白羽鸡特点对比

	黄羽鸡	白羽鸡
品种	我国地方优势品种	有外国引进的良种肉鸡
养殖周期	快速型 (65 天以内)、中速型 (60-100 天)、慢速型 (100 天以上)	38-42 天
出栏体重	1.5-2KG	2.2-2.7KG
料肉比	2.5	1.8
养殖区域	南方为主, 两广、江苏等地	北方为主, 东三省、山东等地
销售渠道	家庭餐桌, 传统农贸市场	团膳为主, 快餐店、工厂食堂、食品深加工、学校

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

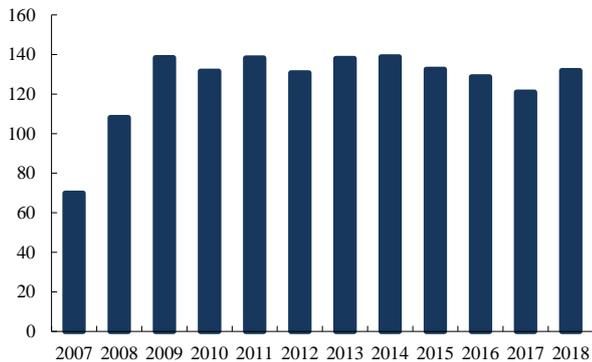
图 20: 黄羽鸡与白羽鸡价格周期对比 (元/公斤)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

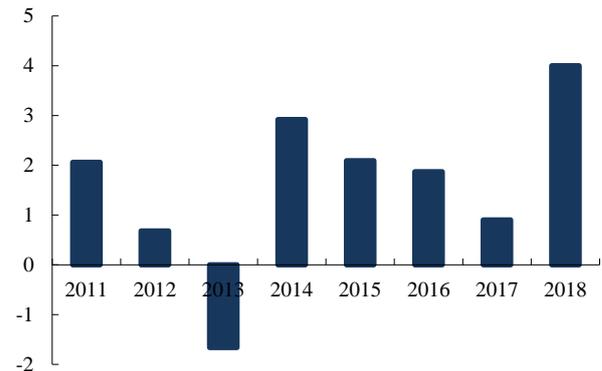
**供给端祖代存栏小幅回升：**2013年起 H7N9 禽流感影响导致消费需求下滑，产能随之收缩，祖代种鸡存栏从 14 年的 138.8 万套下滑至 17 年的 121 万套。在供给持续收缩叠加禽流感缓解，黄羽肉鸡价格在 17 年下半年大幅上涨，18 年祖代存栏有所回升，整体出栏量由 17 年的 37 亿只增至 38-40 亿只，在增产周期中整体产能供给依旧处于增速可控状态。18 年黄羽鸡价格较 17 年下半年有所回落，但仍处较高位置，全年单羽盈利提高至 4 元。

图 21：黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量（万套）



数据来源：中国畜牧业协会，东吴证券研究所

图 22：黄羽肉鸡单羽盈利（元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**需求端来看，千万吨猪肉供给缺口催生禽肉替代消费旺盛。**非洲猪瘟影响下，19 年前三季度全国猪肉产量 3181 万吨同降 17%，按照四季度产能降幅 40% 计算，预计 19 年猪肉产量较 18 年存在约 1300 万吨的供给缺口。考虑到 19 年上半年猪肉产量的高基数叠加 20 年下半年生猪出栏量同比有所改善，预计 20 年猪肉产量较 18 年存在约 1500 万吨的供给缺口。进口肉方面，预计 20 年猪肉进口量在 250-300 万吨，较 18 年猪肉进口 119 万吨增加 130-180 万吨，扣除进口肉弥补仍有约 1300 万吨的供需缺口，预计有三分之一将转至禽类消费，增量约 400 万吨。

**进一步测算黄羽鸡消费替代缺口：**1)按 18 年黄羽鸡出栏 38 亿只、出栏均重 1.8KG、全净膛率 65% 计算，全年黄羽鸡产肉量 445 万吨。2)按 19 年黄羽鸡增产 20% 计算，全年黄羽鸡产肉量 534 万吨（增产 89 万吨），考虑到 19 年 1300 万吨的猪肉缺口，黄羽鸡

替代率 15% (需求增量 195 万吨), 可推算全年黄羽鸡供需缺口为 24%, 温氏 19 年黄羽鸡均价 15.05 元/公斤, 相较 18 年 13.56 元/公斤上涨 11%。3) 假设 20 年黄羽鸡增产 10-15%, 全年黄羽鸡产肉量 600 万吨 (较 18 年增产 156 万吨), 按猪肉较 18 年减产 30%、进口肉弥补 300 万吨、黄羽鸡替代率 15% 计算 (需求较 18 年增加 219 万吨), 可推算全年黄羽鸡较 18 年供需缺口为 14%。虽然目前处于增产周期, 但猪肉缺口带来的需求增长高于供给增速, 预计 20 年黄羽鸡价格虽然达不到 19 年历史高位, 但仍将高于 18 年的价格, 保持相对高位运行。

图 23: 中国猪肉供需平衡表 (万吨)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国消费量	5,183.00	5,493.00	5,670.90	5,869.20	5,725.20	5,624.50	5,593.00	5,539.80
yoy	0.60%	5.98%	3.24%	3.50%	-2.45%	-1.76%	-0.56%	-0.95%
中国出口量	8.07	6.62	7.34	9.15	7.15	4.85	5.13	4.18
中国产量	5,131.65	5,443.55	5,618.60	5,820.80	5,645.41	5,425.49	5,451.80	5,404.00
yoy	-0.13%	6.08%	3.22%	3.60%	-3.01%	-3.90%	0.48%	-0.88%
中国进口总量	46.77	52.23	58.33	56.43	77.75	162.02	121.68	119.28
占比	0.90%	0.95%	1.03%	0.96%	1.36%	2.88%	2.18%	2.15%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 24: 2020 年黄羽鸡消费替代缺口测算 (万吨, 以 18 年为基数)

猪肉减产	猪肉产量	猪肉缺口	黄羽鸡替代率	黄羽鸡增量需求	缺口率
20%	4323	917	10%	92	-14%
			15%	137	-4%
			20%	183	6%
			25%	229	17%
25%	4053	1187	10%	119	-8%
			15%	178	5%
			20%	237	18%
			25%	297	32%
30%	3783	1457	10%	146	-2%
			15%	219	14%
			20%	291	31%
			25%	364	47%
35%	3513	1727	10%	173	4%
			15%	259	23%
			20%	345	43%
			25%	432	62%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 黄羽鸡养殖龙头, 进军白羽鸡扩大规模

公司以养鸡业务起家, 开创“公司+农户”模式, 目前已是国内规模最大的肉鸡养殖上市公司, 也是规模最大的黄羽肉鸡产业化供应基地之一和国家肉鸡 HACCP 生产示

范基地。近年来行业集中度正在稳步向头部企业提升，17年前10企业市占率41.5%，较15年提高2.4pct。18年温氏销售黄羽肉鸡7.48亿只，占全国黄羽鸡出栏量19%左右，远高于行业第二位的立华（出栏2.61亿只，市占率6.5%左右）。

公司育种技术领先，拥有全国规模最大的种鸡培育厂。目前公司拥有48个优质鸡纯系、47个肉鸡品种（配套系），产品类型多样、齐全，基本上覆盖了市面上所有优质类型黄羽肉鸡品种。

图 25：黄羽肉鸡行业出栏量前十大企业出栏数量（亿只）

	2015	2016	2017
1	7.44	8.19	7.76
市占率	19.95%	20.96%	21.03%
2	1.93	2.32	2.55
市占率	5.17%	5.94%	6.91%
3	1.02	1.22	0.97
4	0.95	0.94	0.84
5	0.86	0.85	0.75
6	0.55	0.65	0.70
7	0.53	0.59	0.67
8	0.45	0.54	0.43
9	0.44	0.44	0.36
10	0.42	0.40	0.30
合计	14.59	16.14	15.33
CR10	39.12%	41.31%	41.54%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**横向布局，进军白羽鸡行业。**19年10月公司以现金6.4亿收购京海禽业80%股权，战略上正式布局白羽鸡业务。京海禽业深耕白羽肉鸡行业30余年，近年来引种量位于行业前列，可年产白羽父母代种鸡苗800万套，商品代鸡苗1亿只，饲养成绩、综合成本等生产效率较为优秀。此次收购与公司已有的黄羽鸡业务形成较强的品种互补性，实现品类的多元化升级，并提升养禽业务的综合效益。

#### 4. 盈利预测与投资评级

分业务来看：

1) **生猪养殖**，非洲猪瘟影响下猪价快速上涨创下历史新高，虽然根据农业部数据，19年11月能繁母猪存栏环增4%，已连续2个月回升，但这部分产能对应11个月后的生猪供应，20年上半年将依旧处于猪肉供给紧缺的状态，同时由于养殖密度和疫情间的不确定性叠加三元留种导致生产效率降低，20年下半年猪价的回落是缓慢的，我们预计20年全年均价将依旧保持高位水平。假定19/20/21年猪价19/30/20元/公斤，温氏生猪

出栏量 1852/2000/3000 万头，预计贡献利润 86/351/242 亿。

2) 禽产业链，虽然目前处于增产周期，但猪肉缺口带来的需求增长高于供给增速，预计 20 年黄羽鸡价格虽然达不到 19 年历史高位，但仍将高于 18 年的价格，保持相对高位运行。假定 19/20/21 年黄羽鸡均价 15/14/13 元/公斤，温氏黄羽鸡出栏量 9/10/11 亿只，预计贡献利润 53/38/21 亿。

合计来看，温氏 20 年猪鸡主业利润合计 389 亿，进一步展开敏感性分析，根据 20 年猪价、出栏量测算主营利润的合理区间为 349-431 亿。

图 26: 温氏主营业务预测 (亿元)

	2019E	2020E	2021E
<b>猪</b>			
收入	395.45	702.00	690.00
单价 (元/KG)	18.8	30.0	20.0
成本 (元/KG)	14.7	15.0	13.0
出栏 (万头)	1,852	2,000	3,000
出栏均重 (KG/头)	113.7	117	115
利润	86	351	242
<b>鸡</b>			
收入	258.92	264.77	260.04
单价 (元/KG)	15.06	14.00	12.50
成本 (元/KG)	12.0	12.0	11.5
出栏量 (亿羽)	9.25	10.18	11.19
出栏体重 (KG/羽)	1.86	1.86	1.86
利润	53	38	21
<b>合计主营利润</b>	<b>139</b>	<b>389</b>	<b>262</b>

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 27: 温氏 2020 年业绩对猪价、出栏量敏感性测试 (亿元)

出栏量 (万头) \ 猪价 (元/公斤)	猪价 (元/公斤)						
	27	28	29	30	31	32	33
1800	291	312	333	354	375	396	417
1900	305	327	349	371	394	416	438
2000	319	342	365	389	412	436	459
2100	333	357	382	406	431	456	480
2200	347	372	398	424	450	475	501

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计 19-21 年公司实现营收 714.7/1036.7/1026.7 亿元，同增 24.9%/45.1%/-1.0%，归母净利润 141.8/391.5/264.9 亿元，同增 258.3%/176.1%/-32.3%，当前股价对应 PE 为 13.3/4.8/7.1X，考虑到公司养猪板块具备防疫、成本、资金、土地、人才储备等多元优势，有望把握此轮猪周期提升市占率，成长动力充沛，同时养鸡板块作为全国黄羽鸡龙头进一步拓展白羽鸡业务，打开利润空间，首次覆盖，给予“买入”评级！

图 28: 可比公司估值表

证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		19E	20E	21E	19E	20E	21E
<b>温氏股份</b>	<b>1,880</b>	<b>141.8</b>	<b>391.5</b>	<b>264.9</b>	<b>13.3</b>	<b>4.8</b>	<b>7.1</b>
牧原股份	1,958	56.1	300.5	283.0	34.9	6.5	6.9
新希望	824	62.4	136.7	104.3	13.2	6.0	7.9
正邦科技	370	21.4	107.8	128.6	17.3	3.4	2.9
天邦股份	128	7.8	45.1	40.8	16.5	2.8	3.1
立华股份	232	17.8	23.8	21.3	13.0	9.7	10.9
圣农发展	313	37.3	41.1	35.3	8.4	7.6	8.9
民和股份	93	16.0	13.6	10.4	5.8	6.8	8.9
仙坛股份	75	9.0	9.3	8.1	8.3	8.0	9.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 除温氏股份、新希望外其余均为 Wind 一致预期, 数据截止 2020 年 1 月 17 日)

## 5. 风险提示

**猪价波动:** 受非洲猪瘟影响国内猪价步入上升通道, 但猪价波动依旧存在不确定性, 若价格不及预期 (2020/2021 年预计均价 30/20 元/公斤) 将导致生猪养殖板块业务增量下滑。

**生猪出栏不及预期:** 若生猪出栏量没有达到预设目标 (2020/2021 年预计出栏量 2000/3000 万头), 将会影响生猪养殖板块利润弹性, 根据敏感性分析, 保持 2020 年猪价 30 元/公斤, 出栏量每变动 100 万头影响利润约 17 亿。

**疫情风险:** 若发生像 2013 年的 H7N9 禽流感疫情, 将导致消费需求下滑, 产能随之收缩, 影响禽类销量。

## 温氏股份三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>21802</b>	<b>20021</b>	<b>20742</b>	<b>23304</b>	<b>营业收入</b>	<b>57236</b>	<b>71467</b>	<b>103666</b>	<b>102668</b>
现金	1798	2431	3399	3319	减:营业成本	47590	50525	54852	66844
应收账款	174	302	527	499	营业税金及附加	70	74	117	116
存货	12889	11171	10770	13537	营业费用	802	929	1348	1335
其他流动资产	6941	6116	6045	5948	管理费用	3618	4502	6427	6160
<b>非流动资产</b>	<b>32148</b>	<b>38976</b>	<b>55354</b>	<b>65706</b>	财务费用	101	109	44	29
长期股权投资	462	597	577	545	资产减值损失	158	35	47	50
固定资产	18250	21683	34882	43326	加:投资净收益	(50)	116	79	48
在建工程	3507	4559	5926	7111	其他收益	20	0	0	0
生产性生物资产	3597	4835	5822	6360	<b>营业利润</b>	<b>4378</b>	<b>14858</b>	<b>40171</b>	<b>27457</b>
无形资产	1202	1512	1900	2384	加:营业外净收支	(94)	(120)	(116)	(110)
其他非流动资产	8727	10625	12070	12340	<b>利润总额</b>	<b>4284</b>	<b>14738</b>	<b>40055</b>	<b>27347</b>
<b>资产总计</b>	<b>53950</b>	<b>58997</b>	<b>76096</b>	<b>89009</b>	减:所得税费用	28	95	258	273
<b>流动负债</b>	<b>13283</b>	<b>11317</b>	<b>13280</b>	<b>17256</b>	少数股东损益	299	463	648	583
短期借款	1802	1622	1784	1427	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3957</b>	<b>14180</b>	<b>39149</b>	<b>26490</b>
应付账款	3915	2029	2740	6809	EBIT	5226	15511	41039	28329
其他流动负债	7566	7666	8756	9020	EBITDA	2817	13525	38253	28329
<b>非流动负债</b>	<b>5094</b>	<b>4491</b>	<b>3940</b>	<b>3559</b>					
长期借款	2415	1811	1268	888	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他非流动负债	2679	2680	2672	2671	每股收益(元)	0.75	2.67	7.37	4.99
<b>负债合计</b>	<b>18377</b>	<b>15809</b>	<b>17220</b>	<b>20814</b>	每股净资产(元)	6.70	8.13	11.08	12.84
少数股东权益	1005	1106	1216	1338	发行在外股份(百万股)	5,313.8	5,311.5	5311.5	5311.5
归属母公司股东权益	34568	43188	58876	68195	ROIC(%)	12.3%	31.4%	63.3%	38.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>53950</b>	<b>58997</b>	<b>76096</b>	<b>89009</b>	ROE(%)	11.5%	36.0%	76.7%	41.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	16.9%	29.3%	47.1%	34.9%
经营活动现金流	6494	16425	44313	32230	销售净利率(%)	6.9%	19.8%	37.8%	25.8%
投资活动现金流	(4768)	(13541)	(35117)	(7921)	资产负债率(%)	34.1%	26.8%	22.6%	23.4%
筹资活动现金流	(146)	(2250)	(8229)	(24389)	收入增长率(%)	2.8%	24.9%	45.1%	-1.0%
现金净增加额	1584	633	968	(80)	净利润增长率(%)	-41.4%	258.3%	176.1%	-32.3%
折旧和摊销	2409	1985	2786	3817	P/E	47.51	13.26	4.80	7.10
资本开支	9403	6613	17435	13456	P/B	5.29	4.35	3.19	2.76
营运资本变动	(1788)	(285)	1730	1318	EV/EBITDA	68.50	14.16	4.97	6.69

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

