

猪鸡利润释放，全年业绩高增长 买入（维持）

2020 年 02 月 24 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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	57236	73228	95841	109617
同比（%）	2.8%	27.9%	30.9%	14.4%
归母净利润（百万元）	3957	13906	34551	28629
同比（%）	-41.4%	251.4%	148.5%	-17.1%
每股收益（元/股）	0.75	2.62	6.50	5.39
P/E（倍）	47.46	13.51	5.44	6.56

投资要点

■ **公司发布 FY19 业绩快报：**FY19 实现收入 732.28 亿同增 27.92%，归母净利润 139.06 亿同增 251.38%；单四季度实现收入 164.05 亿同增 51.91%，归母净利润 78.21 亿同增 639.50%。

■ **生猪养殖贡献利润弹性：**19 年公司销售肉猪 1851.66 万头，同降 16.95%；销售均价 18.79 元/公斤，同增 46.57%；收入 395.45 亿元，同增 20.03%；按完全成本 14.7 元/公斤计算，全年生猪养殖盈利约 86 亿元。单四季度出栏 298 万头，扣除奖金和股权激励费用，生猪养殖盈利 60-70 亿元。

20 年猪价将持续高位运行：整体供需格局而言，我们预计 20 年猪肉产量 3950 万吨，较 18 年减产 1450 万吨，进一步扣除进口肉弥补、肉类消费替代仍有约 800 万吨的供给缺口。20 年将依旧处于猪肉供给紧缺的状态，且由于养殖密度和猪瘟疫情间的不确定性叠加三元留种导致生产效率降低，进一步加入此次新冠疫情的变量因素，2 月正常的补栏大幅减少，进一步拉长复产进度，全年猪价将依旧保持高位运行。

养猪板块有望继续释放利润：根据 20 年 1 月数据来看，销售肉猪 86.94 万头，销售均价 36.62 元/公斤，收入 37.18 亿元，均重 117 公斤，单月盈利约 20 亿元，保持高盈利趋势。假定 20 年公司生猪出栏 1800 万头，预计 20 年生猪养殖板块利润 310-360 亿元。

■ **禽板块景气度高，量利齐升。**非洲猪瘟疫情导致猪肉供应缺口拉大，消费替代效应下禽养殖持续景气。19 年公司销售肉鸡 9.25 亿只，同增 23.58%；销售均价 15.06 元/公斤，同增 9.93%；收入 258.92 亿元，同增 34.03%；预计完全成本约 12 元/公斤，单羽盈利 5.5-6 元，全年肉鸡板块盈利 50-55 亿元。单四季度出栏 2.9 亿羽，肉鸡板块盈利约 20 亿元。

新冠疫情影响短期禽价，预计 20Q2 后期价格有望回升。由于新冠疫情影响，1-2 月鸡价出现大幅回落，行业短期陷入深度亏损。但 20 年猪价持续高位将继续对鸡价形成支撑，叠加疫情影响后续逐渐减弱，消费回暖后有望在 5-6 月迎来价格拐点。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年公司实现营收 732.28/958.41/1096.17 亿元，同增 27.9%/30.9%/14.4%，归母净利润 139.06/345.51/286.29 亿元，同增 251.4%/148.5%/-17.1%，当前股价对应 PE 为 13.5/5.4/6.6X，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，维持“买入”评级！

■ **风险提示：**猪价波动，出栏不及预期，自然灾害及疫情风险，原材料价格波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.36
一年最低/最高价	28.85/44.62
市净率(倍)	5.05
流通 A 股市值(百万元)	142180.40

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

相关研究

1、《温氏股份 (300498)：专注与共享，养殖龙头持续进击中》
2020-01-19

温氏股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	21802	20117	18067	25560	营业收入	57236	73228	95841	109617
现金	1798	1672	2794	2047	减:营业成本	47590	52271	51975	70759
应收账款	174	314	453	643	营业税金及附加	70	76	108	123
存货	12889	12002	8788	16943	营业费用	802	952	1246	1425
其他流动资产	6941	6128	6032	5927	管理费用	3618	4613	5942	6577
非流动资产	32148	38996	55266	63515	财务费用	101	139	68	80
长期股权投资	462	597	577	545	资产减值损失	158	36	44	57
固定资产	18250	21683	34882	41056	加:投资净收益	(50)	246	122	106
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	营业利润	4378	14823	35896	29934
无形资产	1202	1512	1900	2384	加:营业外净收支	(94)	(106)	(111)	(104)
其他非流动资产	8727	10645	11981	12419	利润总额	4284	14717	35785	29830
资产总计	53950	59113	73333	89074	减:所得税费用	28	95	231	298
流动负债	13283	11582	12541	18627	少数股东损益	299	717	1003	903
短期借款	1802	1622	1784	1427	归属母公司净利润	3957	13906	34551	28629
应付账款	3915	2235	2285	7824	EBIT	5226	15392	36677	30856
其他流动负债	7566	7726	8472	9377	EBITDA	2817	13407	33883	30856
非流动负债	5094	4491	3940	3559	重要财务与估值指标				
长期借款	2415	1811	1268	888	每股收益(元)	0.75	2.62	6.50	5.39
其他非流动负债	2679	2680	2672	2671	每股净资产(元)	6.70	8.10	10.70	12.59
负债合计	18377	16074	16481	22186	发行在外股份(百万股)	5,313.8	5,311.5	5311.5	5311.5
少数股东权益	1005	1106	1216	1338	ROIC(%)	12.3%	31.2%	58.4%	42.6%
归属母公司股东权益	34568	43039	56852	66888	ROE(%)	11.5%	35.4%	69.2%	46.3%
负债和股东权益	53950	59113	73333	89074	毛利率(%)	16.9%	28.6%	45.8%	35.4%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	6.9%	19.0%	36.1%	26.1%
经营活动现金流	6494	15715	41975	31098	资产负债率(%)	34.1%	27.2%	22.5%	24.9%
投资活动现金流	(4768)	(13590)	(32776)	(10215)	收入增长率(%)	2.8%	27.9%	30.9%	14.4%
筹资活动现金流	(146)	(2250)	(8078)	(21630)	净利润增长率(%)	-41.4%	251.4%	148.5%	-17.1%
现金净增加额	1584	(125)	1122	(748)	P/E	47.46	13.51	5.44	6.56
折旧和摊销	2409	1985	2794	3713	P/B	5.28	4.36	3.30	2.81
资本开支	9403	6613	17435	11112	EV/EBITDA	68.43	14.33	5.62	6.18
营运资本变动	(1788)	(875)	3650	(2169)					

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>