

猪禽助力 19 业绩高增长，养殖航母稳健前行

温氏股份 (300498.SZ)

推荐 维持评级

核心观点：

1、事件

公司发布 2019 年年度报告及 2020 年一季报。

2、我们的分析与判断

1) 生猪、禽板块共同发力，19 年业绩高速增长

2019 年，公司实现营业收入为 731.44 亿元，同比+27.78%，其中肉猪、肉鸡、其他养殖、原奶及乳制品、兽药分别贡献 418.11/267.86/20.90/7.28/6.24 亿元，同比+23.83%/+34.22%/+19.98%/+23.04%/+24.94%。公司实现归母净利润 139.67 亿元，同比+252.94%；扣非后归母净利润为 130.54 亿元，同比+233.61%。综合毛利率为 27.66%，同比+10.81pct，主要为生猪养殖板块毛利率提升显著（+16.52pct）；期间费用占比为 8.83%，同比-0.03pct。公司业绩提升主要源于肉猪、肉鸡板块表现优异。19Q4，公司实现营收 248.32 亿元，同比+51.44%；实现归母净利润 78.82 亿元，同比+645.32%。**分红预案：**每 10 股派现金 10 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 2 股。

2020Q1，公司实现营收 174.49 亿元，同比+24.89%；实现归母净利润 18.92 亿元，同比+510.93%；综合毛利率为 20.55%，受肉禽业务价格下行影响，毛利率下行。

2) 禽肉替代效应显著，新冠疫情短期影响业务利润

2019 年，公司禽养殖业务实现营收 267.86 亿元，同比增加 34.22%；毛利率 26.31%，同比+3.03pct，主要由于报告期内肉禽高景气，叠加非洲猪瘟抬升猪肉价格，禽肉替代消费效应显著，禽肉价格高位。19 年公司销售肉鸡 9.25 亿只，同比+23.58%，均价 15.06 元/公斤，同比+9.93%；销售肉鸭 4040.65 万只，同比+28.96%。受益于肉鸡、肉鸭量价同升，公司禽肉板块营收增长达 33.9%。公司于 19 年 12 月完成对京海禽业的收购，持有京海禽业 80%股权，禽养殖产能进一步扩张，公司预期 2020 年肉鸡出栏增长 15%-20%。2020Q1 肉鸡行业受疫情冲击严重，需求端低迷，部分地区禁止活禽销售，黄羽鸡行业普遍亏损。期间公司毛鸡、毛鸭售价同比下降 15.33%/29.15%，禽养殖板块出现较大亏损。目前各地防控措施逐步解除，消费回暖，疫情影响已逐渐减弱。根据公司年报，2024 年公司计划出栏肉禽 15 亿只。

3) 猪价高位震荡，生猪养殖业务加速扩张

2019 年，公司生猪养殖业务营业收入为 418.11 亿元，同比增长 23.83%；毛利率 28.84%，同比+16.53pct，销售肉猪 1851.66 万头，同比-16.95%，销售均价 18.79 元/公斤，同比+46.57%。主要由于受非洲猪瘟影响，生猪销量下行，但受益于猪肉价格大幅上涨，生猪板块营收及毛利涨幅明显。目前公司持续完善生物安全防

分析师

谢芝优

☎：010-68597609

✉：xiezhijiu_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519020001

市场数据 时间 2020.4.23

A 股收盘价(元)	30.50
A 股一年内最高价(元)	43.56
A 股一年内最低价(元)	28.85
市净率	3.45
总股本(亿股)	53.12
实际流通 A 股(亿股)	40.10
限售的流通 A 股(亿股)	12.02
流通 A 股市值(亿元)	1226.39

控体系，严格落实核心种猪资源保护工作，能够有效防控非洲猪瘟。公司于 2020 年 1 月完成对新大牧业收购计划，持有新大牧业 61.86% 股份，加速扩张公司生猪养殖业务。19 年年末，公司生产性生物资产达 42.96 亿元，环比 Q3 增加 4.52 亿元。公司积极完善产能布局，新增高效化猪场项目产能 809 万头，竣工产能 688 万头，力争全年新增肉猪饲养能力 500 万头，计划 2024 年肉猪出栏超 5600 万头。

2020Q1，公司肉猪销量 225.6 万头，同比-62.2%；生猪销售均价 36.62%，同比+193.69%；实现营业收入约 97.9 亿元，同比+17.13%。受一季度疫情影响，猪肉消费疲软，供给依旧偏紧，猪肉价格高位震荡。随着疫情影响降低，消费逐步回暖，我们预计猪肉价格将有所突破，生猪业务持续高盈利趋势。

3. 投资建议

公司肉禽与生猪业务稳健发展，持续受益于高景气行情，未来业绩弹性可期。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别 5.3/4.06/3.83 元，对应 PE 为 6/8/8 倍，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

动物疫情的风险、原材料价格波动的风险、猪价波动的风险、食品安全的风险、市场竞争的风险等。

盈利预测

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入（百万元）	73,144.50	112,313.34	105,885.69	110,980.52
Yoy	27.78%	53.55%	-5.72%	4.81%
营业成本（百万元）	52,893.66	74,153.51	75,947.95	82,620.53
毛利率	27.66%	33.98%	28.27%	25.55%
猪肉类养殖				
收入（百万元）	41,811.51	79,228.56	72,302.45	71,296.50
Yoy	23.83%	89.49%	-8.74%	-1.39%
成本（百万元）	29,754.43	46,003.68	47,153.77	51,491.92
毛利率	28.84%	41.94%	34.78%	27.78%
肉鸡类养殖				
收入（百万元）	26,785.92	28,083.00	27,981.25	33,241.73
Yoy	34.22%	4.84%	-0.36%	18.80%
成本（百万元）	19,739.05	24,420.00	24,623.50	26,347.15
毛利率	26.31%	13.04%	12.00%	20.74%
其他				
收入（百万元）	4,547.07	5,001.78	5,601.99	6,442.29
Yoy	29.10%	10.00%	12.00%	15.00%
成本（百万元）	3,400.18	3,729.83	4,170.68	4,781.47
毛利率	25.22%	25.43%	25.55%	25.78%

数据来源：wind，中国银河证券研究院

主要财务指标

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	73144.50	112313.33	105885.68	110980.51
增长率%	27.78%	53.55%	-5.72%	4.81%
净利润(百万元)	13967.20	28156.79	21583.69	20352.74
增长率%	252.94%	101.59%	-23.34%	-5.70%
每股收益 EPS(元)	2.63	5.30	4.06	3.83
净资产收益率 ROE	30.98%	40.13%	24.99%	19.80%
PE	12	6	8	8

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn