



温氏股份（300498）：价格景气助力业绩增长，出栏及成本有望逐步改善

事件：公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报。2019 年，公司实现销售收入 731.4 亿元，同比增长 27.75%，实现归母净利润 140 亿元，同比增长 252.94%。2020Q1，公司实现销售收入 175 亿元，同比增长 24.89%，实现归母净利润 18.9 亿元，同比扭亏。

畜禽价格景气推升 19 业绩，20 盈利持续释放。公司 2019 年业绩同比增长 2.5 倍主要是受益于生猪价格上涨及肉鸡产品量利齐升。2019 年公司合计出栏生猪 1852 万头，同比下滑 16.95%，销售均价同比上涨 46.57%；出栏肉鸡 9.25 亿羽，同比增长 23.58%，销售价格同比上涨 9.93%，实现量利齐升。2020Q1，公司出栏生猪 225.26 万头，同比下降 62%，受益于猪价高企，公司销售价格同比提升 193.69%。生猪产能恢复无法一蹴而就，预计全年猪肉供给仍有缺口，价格将处于高位震荡，公司生猪养殖业务将持续贡献高收益。

生猪出栏规模及完全成本有望持续改善。公司 2019 年完全成本约 14.6 元/公斤，2020Q1 由于旧产能改造和主动淘汰低效能母猪，完全成本上升至 23 元/公斤。目前公司产能稳步恢复，生产效率提升，能繁母猪存栏超过 100 万头，后备母猪 30—40 万头，到年底能繁母猪群计划增长到 170 万头。公司出栏量有望逐季增长，完全成本有望回归合理水平，盈利能力逐步抬升。

肉禽先抑后扬，规模稳步扩张。肉禽板块 2020Q1 受活禽市场关闭，运输受阻，消费不振的影响，销售价格出现大幅下滑，一季度处于亏损状态。目前随着复工复产，消费提振，黄羽鸡价格回暖，目前已处于盈利状态，随着后续消费提振以及猪肉转移需求，肉禽价格仍有支撑。公司 2020 年预计出栏肉鸡 10 亿羽，并将逐步增加水禽布局，预计肉禽板块将回归景气。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 284.37、267.92 和 189.76 亿元，对应 EPS 分别为 5.29、4.97 和 3.50 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 5.86、6.23 和 8.87 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：非瘟疫情反复，畜禽价格波动风险，极端天气风险等。

财务指标预测

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 57,244.07 | 73,144.50 | 95,230.38 | 99,697.05 | 98,192.40 |
| 增长率（%） | 2.85% | 27.78% | 30.19% | 4.69% | -1.51% |
| 归母净利润（百万元） | 4,256.12 | 14,444.50 | 28,437.15 | 26,792.23 | 18,975.50 |
| 增长率（%） | -39.19% | 239.38% | 96.87% | -5.78% | -29.18% |
| 净资产收益率（%） | 11.45% | 30.96% | 42.82% | 31.41% | 19.13% |
| 每股收益(元) | 0.75 | 2.66 | 5.29 | 4.97 | 3.50 |
| PE | 41.29 | 11.65 | 5.86 | 6.23 | 8.87 |
| PB | 4.77 | 3.65 | 2.51 | 1.96 | 1.70 |



公司简介：

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，主要从事猪禽养殖和相关配套业务。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-05-15 股东大会召开

交易数据

| | |
|----------------|-----------------|
| 52 周股价区间（元） | 42.43-29.41 |
| 总市值（亿元） | 1,647.1 |
| 流通市值（亿元） | 1,246.89 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 531,151/402,094 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 0.79 |

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------|--------|---------|---------|--------|---------|--|--|--|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | | |
| 流动资产合计 | 21802 | 26094 | 46218 | 66891 | 82155 | 营业收入 | 57244 | 73144 | 95230 | 99697 | 98192 | | | |
| 货币资金 | 1798 | 1468 | 18610 | 38045 | 51270 | 营业成本 | 47590 | 52894 | 58971 | 65166 | 71922 | | | |
| 应收账款 | 173 | 307 | 343 | 389 | 369 | 营业税金及附加 | 70 | 106 | 114 | 120 | 118 | | | |
| 其他应收款 | 1058 | 1294 | 1685 | 1764 | 1737 | 营业费用 | 802 | 917 | 1190 | 1246 | 1227 | | | |
| 预付款项 | 213 | 306 | 402 | 512 | 631 | 管理费用 | 3618 | 4728 | 6000 | 6281 | 6186 | | | |
| 存货 | 12889 | 12486 | 14946 | 15950 | 17916 | 财务费用 | 101 | 241 | 1 | -228 | -381 | | | |
| 其他流动资产 | 3614 | 4844 | 4844 | 4844 | 4844 | 研发费用 | 158.14 | -61.71 | 300.00 | 200.00 | 150.00 | | | |
| 非流动资产合计 | 32148 | 39485 | 37762 | 38039 | 38658 | 资产减值损失 | -12.74 | 1056.39 | -14.00 | 10.00 | 12.00 | | | |
| 长期股权投资 | 462 | 508 | 700 | 700 | 700 | 公允价值变动收益 | -50.06 | 122.97 | 200.00 | 250.00 | 300.00 | | | |
| 固定资产 | 18250.1 | 22733.0 | 24460.4 | 23280.7 | 22299.4 | 投资净收益 | 4378 | 14900 | 28840 | 27172 | 19282 | | | |
| 无形资产 | 1202 | 1371 | 1539 | 1742 | 1987 | 加: 其他收益 | 32.03 | 32.50 | 35.54 | 33.35 | 33.80 | | | |
| 其他非流动资产 | 111 | 529 | 150 | 180 | 210 | 营业利润 | 125.95 | 151.74 | 151.09 | 142.92 | 148.58 | | | |
| 资产总计 | 53950 | 65579 | 83980 | 104930 | 120812 | 营业外收入 | 4284 | 14780 | 28724 | 27063 | 19167 | | | |
| 流动负债合计 | 13283 | 13897 | 10919 | 12502 | 14483 | 营业外支出 | 28 | 336 | 287 | 271 | 192 | | | |
| 短期借款 | 1802 | 2072 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 4256 | 14445 | 28437 | 26792 | 18976 | | | |
| 应付账款 | 2806 | 2658 | 3176 | 3369 | 3796 | 所得税 | 299 | 477 | 341 | 372 | 397 | | | |
| 预收款项 | 284 | 473 | 590 | 780 | 934 | 净利润 | 3957 | 13967 | 28096 | 26420 | 18578 | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 430 | 681 | 681 | 681 | 681 | 少数股东损益 | 7831 | 19306 | 31282 | 29510 | 21544 | | | |
| 非流动负债合计 | 5094 | 5054 | 5780 | 6280 | 6780 | 归属母公司净利润 | 0.75 | 2.66 | 5.29 | 4.97 | 3.50 | | | |
| 长期借款 | 2415 | 1360 | 2360 | 2860 | 3360 | 主要财务比率 | | | | | | | | |
| 应付债券 | 2485 | 2986 | 2986 | 2986 | 2986 | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | | |
| 负债合计 | 18377 | 18951 | 16699 | 18782 | 21263 | 成长能力 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 1005 | 1516 | 1858 | 2230 | 2627 | 营业收入增长 | 2.85% | 27.78% | 30.19% | 4.69% | -1.51% | | | |
| 实收资本(或股本) | 5313 | 5312 | 5312 | 5312 | 5312 | 营业利润增长 | -39.42 | 240.36% | 93.56% | -5.78% | -29.04% | | | |
| 资本公积 | 6267 | 6501 | 6501 | 6501 | 6501 | 归属于母公司净利润增长 | 101.16 | -5.97% | 101.16% | -5.97% | -29.68% | | | |
| 未分配利润 | 21017 | 30943 | 44991 | 58200 | 67490 | 盈利能力 | | | | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 34568 | 45112 | 65612 | 84106 | 97111 | 毛利率(%) | 16.86% | 27.69% | 38.07% | 34.64% | 26.75% | | | |
| 负债和所有者权益 | 53950 | 65579 | 83980 | 104930 | 120812 | 净利润率(%) | 7.44% | 19.75% | 29.86% | 26.87% | 19.32% | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | 7.34% | 21.30% | 33.46% | 25.18% | 15.38% | | | |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | ROE(%) | 11.45% | 30.96% | 42.82% | 31.41% | 19.13% | | | |
| 经营活动现金流 | 6494 | 18303 | 27110 | 29554 | 21210 | 偿债能力 | | | | | | | | |
| 净利润 | 4256 | 14445 | 28437 | 26792 | 18976 | 资产负债率(%) | 34% | 29% | 20% | 18% | 18% | | | |
| 折旧摊销 | 3352.56 | 4164.81 | 2441.09 | 2566.36 | 2643.15 | 流动比率 | 1.64 | 1.88 | 4.23 | 5.35 | 5.67 | | | |
| 财务费用 | 101 | 241 | 1 | -228 | -381 | 速动比率 | 0.67 | 0.98 | 2.86 | 4.07 | 4.44 | | | |
| 应收帐款减少 | 0 | 0 | -36 | -46 | 20 | 营运能力 | | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 117 | 190 | 154 | 总资产周转率 | 1.11 | 1.22 | 1.27 | 1.06 | 0.87 | | | |
| 投资活动现金流 | -4768 | -10811 | -971 | -2922 | -3292 | 应收账款周转率 | 332 | 305 | 293 | 272 | 259 | | | |
| 公允价值变动收益 | -13 | 1056 | -14 | 10 | 12 | 应付账款周转率 | 21.87 | 26.78 | 32.65 | 30.46 | 27.41 | | | |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | -207 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | | |
| 投资收益 | -50 | 123 | 200 | 250 | 300 | 每股收益(最新摊薄) | 0.75 | 2.66 | 5.29 | 4.97 | 3.50 | | | |
| 筹资活动现金流 | -146 | -4867 | -8997 | -7198 | -4692 | 每股净现金流(最新摊薄) | 0.30 | 0.49 | 3.23 | 3.66 | 2.49 | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 6.51 | 8.49 | 12.35 | 15.83 | 18.28 | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 1000 | 500 | 500 | 估值比率 | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 93 | -2 | 0 | 0 | 0 | P/E | 41.29 | 11.65 | 5.86 | 6.23 | 8.87 | | | |
| 资本公积增加 | 1423 | 234 | 0 | 0 | 0 | P/B | 4.77 | 3.65 | 2.51 | 1.96 | 1.70 | | | |
| 现金净增加额 | 1581 | 2625 | 17142 | 19435 | 13225 | EV/EBITDA | 21.72 | 8.82 | 4.86 | 4.51 | 5.59 | | | |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|---------------------------------|------------|
| 公司财报点评 | 温氏股份（300498）：存出栏稳中有升，养殖航母稳健前行 | 2019-08-22 |
| 行业深度报告 | 动保专题系列(一)：从非洲猪瘟疫苗看疫苗制备关键三要素 | 2020-03-26 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业：习主席指导春季农业生产，保障生产不误农时 | 2020-02-26 |
| 行业深度报告 | 【东兴农业】动保行业深度报告：动保空间超千亿，平台型企业潜力足 | 2019-11-07 |
| 行业深度报告 | 农林牧渔行业报告：独领风骚的养殖产业链 | 2019-11-05 |
| 专题报告 | 生猪行业专题报告：猪价加速上涨开启，坚定周期信心 | 2019-06-10 |
| 产业报告 | 农林牧渔行业--宠物食品产业报告：小动物吃出大产业 | 2019-05-20 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526