

2020 年 4 月 29 日

温氏股份 (300498): 肉猪毛利率提升, 业绩持续释放

推荐 (首次)

农业

当前股价: 30.08 元

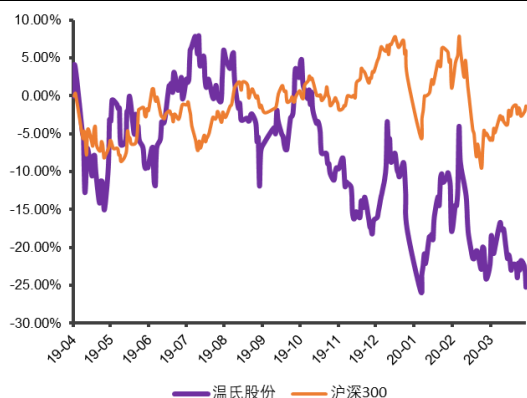
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	73,144	91,211	106,079	121,778
(+/-)	27.8%	24.7%	16.3%	14.8%
营业利润	14,900	17,239	18,848	21,398
(+/-)	240.4%	15.7%	9.3%	13.5%
归属母公司净利润	13,967	16,194	17,701	20,121
(+/-)	252.9%	15.9%	9.3%	13.7%
EPS (元)	2.63	3.05	3.33	3.79
市盈率	11.3	9.7	8.9	7.8

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	531151 / 402094
流通市值 (亿元)	1,191
每股净资产 (元)	8.85
资产负债率 (%)	28.9

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰

执业证书编号: S1050520020002

电话: (86 21) 64967860

邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **事件:** 公司 2019 年全年实现营业收入 731.2 亿元, 同比增长 27.75%; 归属于上市公司股东净利润 139.67 亿元, 同比增长 252.94%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 130.54 亿元, 同比增长 233.61%, 对应 EPS 2.66 元。2020 年第一季度公司实现营业收入 174.49 亿元, 同比增长 24.89%, 归母净利润 18.92 亿元, 同比增长 510.93%。

● **禽类养殖规模提升。**2017 年至 2018 年由于 H7N9 禽流感, 公司禽类养殖业务发展平稳, 分别销售商品肉鸡 7.76 亿只、7.48 亿只。2019 年在非瘟背景下肉食品供应下降, 公司借机加大禽类养殖的效率和规模, 销售肉鸡 9.25 亿只, 同比增长 23.58%, 销售肉鸭 4040.65 万只, 同比增长 28.96%, 肉鸡销售均价同比上涨 9.93%, 肉鸭销售均价同比上涨 6.57%。肉鸡类业务销售收入 267.86 亿元, 同比增长 34.87%。

● **生猪出栏量下降, 销售均价增长较多。**受非洲猪瘟疫情影响, 全国生猪出栏量同比下降 21.6%, 公司 2019 年销售肉猪量同比下降 16.95%, 但受到猪肉供给下降带来的价格变化影响, 肉猪销售均价上涨 46.57%, 公司肉猪类业务营收 418.12 亿元, 同比增长 23.83%, 毛利率达到 28.84%, 较去年同期增加 16.52 个百分点。

● **一季度禽类业务受影响较大。**由于疫情影响导致全国各地封城封路和延迟复工对活禽销售有不利影响, 公司毛鸡售价同比下降 15.33%, 毛鸭售价同比下降 29.15%。猪肉业务由于猪肉价格相比去年同期仍有较大涨幅, 销售收入同比增长 17.13%。

● **盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 161.94 亿元、177.01 亿元、201.21 亿元, 对应 EPS 分别为 3.05 元、3.33 元、3.79 元, 当前股价对应 PE 分别为 9.7/8.9/7.8 倍。我们预计上半年公司业绩增速将维持高位, 下半年猪价增速或将放缓, 禽类价格进一步回暖。首次给予“推荐”评级。



- **风险提示：**疫情影响产品销售的风险；行业景气度下滑的风险；资本市场系统性风险等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产:					营业收入	73,144	91,211	106,079	121,778
货币资金	5,389	-1,214	-3,217	-3,070	营业成本	52,894	67,496	79,559	91,334
应收款	1,601	2,027	2,357	2,706	营业税金及附加	106	106	106	106
存货	12,486	14,999	17,680	20,296	销售费用	917	1,186	1,379	1,583
其他流动资产	6,618	7,279	8,007	8,808	管理费用	4,728	5,473	6,471	7,550
流动资产合计	26,094	23,092	24,828	28,741	财务费用	241	84	4	6
非流动资产:					费用合计	5,887	6,743	7,854	9,140
金融类资产	5,922	6,514	7,165	7,882	资产减值损失	-107	100	105	110
固定资产+在建工程	25,745	15,177	27,106	38,785	公允价值变动	1,056	1,109	1,165	1,223
无形资产+商誉	1,539	1,693	1,862	2,049	投资收益	123	129	136	142
其他非流动资产	6,280	6,908	7,599	8,358	营业利润	14,900	17,239	18,848	21,398
非流动资产合计	39,485	30,292	43,732	57,073	加: 营业外收入	32	36	39	43
资产总计	65,579	53,384	68,560	85,815	减: 营业外支出	152	167	184	202
流动负债:					利润总额	14,780	17,108	18,704	21,239
短期借款	2,072	0	0	0	所得税费用	336	389	425	483
应付账款、票据	2,658	3,562	3,978	4,313	净利润	14,445	16,719	18,279	20,757
其他流动负债	9,167	9,334	10,267	11,294	少数股东损益	477	525	578	635
流动负债合计	13,897	12,896	14,245	15,607	归母净利润	13,967	16,194	17,701	20,121
非流动负债:									
长期借款	1,360	0	0	0					
其他非流动负债	3,694	4,064	4,470	4,917					
非流动负债合计	5,054	4,064	4,470	4,917					
负债合计	18,951	16,960	18,715	20,524					
所有者权益									
股本	5,312	5,312	5,312	5,312					
资本公积金	6,501	6,501	6,501	6,501					
未分配利润	30,943	41,800	53,392	66,763					
少数股东权益	1,516	1,516	1,516	1,516					
所有者权益合计	46,628	59,157	72,578	88,024					
负债和所有者权益	65,579	76,117	91,293	108,548					
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	14445	16719	18279	20757	成长性				
折旧与摊销	3049	846	1734	2666	营业收入增长率	27.8%	24.7%	16.3%	14.8%
财务费用	366	84	4	6	营业利润增长率	240.4%	15.7%	9.3%	13.5%
存货的减少	382	-2513	-2681	-2617	归母净利润增长率	252.9%	15.9%	9.3%	13.7%
营运资本变化	-203	479	85	-14	总资产增长率	21.6%	-18.6%	28.4%	25.2%
其他非现金部分	265	-226	-248	-273	盈利能力				
经营活动现金净流量	18303	15389	17173	20526	毛利率	27.7%	26.0%	25.0%	25.0%
投资活动现金净流量	-10811	-13604	-14314	-15062	营业利润率	20.4%	18.9%	17.8%	17.6%
筹资活动现金净流量	-4867	-8388	-4863	-5317	三项费用/营收	8.0%	7.4%	7.4%	7.5%
现金流量净额	2,626	-6,602	-2,003	147	EBIT/销售收入	20.7%	18.9%	17.6%	17.4%
					净利润率	19.7%	18.3%	17.2%	17.0%
					ROE	31.0%	28.3%	25.2%	23.6%
					营运能力				
					总资产周转率	111.5%	170.9%	154.7%	141.9%
					资产结构				
					资产负债率	28.9%	31.8%	27.3%	23.9%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	1.27	0.92	0.94	0.99
					每股数据(元/股)				
					每股收益	2.63	3.05	3.33	3.79
					每股净资产	8.78	11.14	13.66	16.57

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部



分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>