

温氏股份（300498）：模式升级修内功，产业链延伸打造食品平台

2020 年 08 月 20 日

强烈推荐/维持

温氏股份 公司报告

事件：公司披露 2020 年半年报，公司 2020H1 实现营业收入 359.57 亿元，同比增长 18.20%，实现归母净利润 41.53 亿元，同比增长 200.33%。

猪价景气持续，成本改善有望提升盈利能力。2020H1 公司毛猪销售均价为 33.98 元/公斤，同比提升 152.88%，带动销售收入同比上升 13.97%，盈利能力大幅提升。虽然行业内生猪存栏量有所回升，然而南方非瘟疫情仍有反复，海外疫情也为进口带来不确定因素。进入下半年需求旺季，叠加全国餐饮消费逐步复苏，生猪供需格局仍将持续偏紧，猪价有望维持高位。随着公司产能升级和出栏量提升，完全成本有望逐步改善，盈利能力有望持续增强。

产能升级改造，生猪出栏量有望逐步回升。2020H1 公司销售肉猪 486.58 万头，同比减少了 58.67%，主要系公司加大种猪选留力度的缘故。公司产能稳步恢复，生产性生物资产相比年初增长 40%，7 月出栏同步降幅收窄，下半年公司生猪出栏量有望逐步回暖。公司推动养殖模式向“公司+养殖小区”转型升级，建立起更加集约高效的养殖体系，以适度规模增强生物安全防护能力。公司已实现新增自建养殖小区开工产能 187.6 万头，新增储备年饲养能力 1052.6 万头的养殖小区用地，为公司生猪养殖规模重回增长提供坚实基础。

活禽短期承压，产业链布局打造食品平台。疫情影响终端需求，2020H1 公司毛鸡、毛鸭价格同比分别下降了 17.86%、31.63%，活禽业务短期承压，随疫情后消费恢复，销售价格有望逐步回暖。为了抵御价格周期性波动影响，公司不断完善产业链布局，加速向下游屠宰-加工-生鲜等终端延伸。公司去年签订了 1230 万头屠宰产能的投资协议，2020H1 实现新增生猪屠宰开工产能 300 万头。未来公司将逐步向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式转变，致力于打造全产业链肉奶蛋白食品平台型企业。

公司盈利预测及投资评级：我们认为在猪价持续景气下，公司有望凭借产能升级迎来出栏提升和成本改善，提升盈利能力，远期看好食品布局。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 200.1、196.5 和 160.8 亿元，EPS 为 3.14、3.08 和 2.52 元，PE 值为 7.73、7.87 和 9.62 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、产能扩张幅度不及预期等。

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 | 82,565.38 | 89,670.75 | 98,192.40 |
| 增长率（%） | 2.85% | 27.78% | 12.88% | 8.61% | 9.50% |
| 归母净利润（百万元） | 3,957.44 | 13,967.20 | 20,006.25 | 19,646.16 | 16,077.14 |
| 增长率（%） | -39.19% | 239.38% | 40.87% | -1.62% | -17.71% |
| 净资产收益率（%） | 11.45% | 30.96% | 32.99% | 26.48% | 18.86% |
| 每股收益（元） | 0.75 | 2.66 | 3.14 | 3.08 | 2.52 |
| PE | 32.30 | 9.12 | 7.73 | 7.87 | 9.62 |
| PB | 3.73 | 2.86 | 2.55 | 2.08 | 1.81 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要从事猪禽养殖和销售，并围绕产业链上下游配套经营了相关业务，产品种类涵盖肉鸡、肉猪、肉鸭、鸡蛋、肉鸽、肉鹅、原奶及其乳制品、生鲜肉食品及其加工品、农牧设备和兽药等。公司是全国规模最大的黄羽鸡生产、种猪育种和肉猪生产企业，首批农业产业化国家重点龙头企业之一。

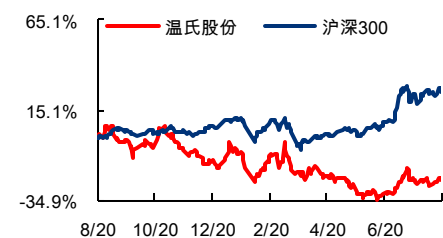
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-09-07 临时股东大会召开

交易数据

| | |
|----------------|-----------------|
| 52 周股价区间（元） | 33.45-20.46 |
| 总市值（亿元） | 1,546.29 |
| 流通市值（亿元） | 1,175.26 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 637,381/484,445 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 0.82 |

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

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 单位：百万元 | | | | | | 单位：百万元 | | | | | |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产合计 | 21802 | 26094 | 40266 | 54064 | 65619 | 营业收入 | 57244 | 73144 | 82565 | 89671 | 98192 |
| 货币资金 | 1798 | 1468 | 15543 | 27649 | 35771 | 营业成本 | 47590 | 52894 | 54471 | 62166 | 73692 |
| 应收账款 | 173 | 307 | 298 | 350 | 369 | 营业税金及附加 | 70 | 106 | 99 | 108 | 118 |
| 其他应收款 | 1058 | 1294 | 1461 | 1586 | 1737 | 营业费用 | 802 | 917 | 1032 | 1121 | 1227 |
| 预付款项 | 213 | 306 | 394 | 499 | 621 | 管理费用 | 3618 | 4728 | 5202 | 5649 | 6186 |
| 存货 | 12889 | 12486 | 13806 | 15216 | 18357 | 财务费用 | 101 | 241 | 72 | -121 | -222 |
| 其他流动资产 | 3614 | 4844 | 4844 | 4844 | 4844 | 研发费用 | 553 | 570 | 661 | 717 | 786 |
| 非流动资产合计 | 32148 | 39485 | 39095 | 39686 | 40423 | 资产减值损失 | 158.14 | -61.71 | 700.00 | 90.00 | 90.00 |
| 长期股权投资 | 462 | 508 | 508 | 508 | 508 | 公允价值变动收益 | -12.74 | 1056.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 18250 | 22733 | 20914 | 19096 | 17277 | 投资净收益 | -50.06 | 122.97 | 200.00 | 250.00 | 300.00 |
| 无形资产 | 1202 | 1371 | 1288 | 1211 | 1138 | 加：其他收益 | 67.99 | 139.34 | 139.34 | 139.34 | 139.34 |
| 其他非流动资产 | 111 | 529 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 4378 | 14900 | 20669 | 20330 | 16755 |
| 资产总计 | 53950 | 65579 | 79361 | 93750 | 106043 | 营业外收入 | 32.03 | 32.50 | 35.54 | 33.35 | 33.80 |
| 流动负债合计 | 13283 | 13897 | 12088 | 12540 | 13369 | 营业外支出 | 125.95 | 151.74 | 151.09 | 142.92 | 148.58 |
| 短期借款 | 1802 | 2072 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 4284 | 14780 | 20553 | 20221 | 16641 |
| 应付账款 | 2806 | 2658 | 2933 | 3214 | 3889 | 所得税 | 28 | 336 | 206 | 202 | 166 |
| 预收款项 | 284 | 473 | 574 | 746 | 899 | 净利润 | 4256 | 14445 | 20348 | 20019 | 16474 |
| 一年内到期的非流动负债 | 430 | 681 | 681 | 681 | 681 | 少数股东损益 | 299 | 477 | 341 | 372 | 397 |
| 非流动负债合计 | 5094 | 5054 | 4780 | 4780 | 4780 | 归属母公司净利润 | 3957 | 13967 | 20006 | 19646 | 16077 |
| 长期借款 | 2415 | 1360 | 1360 | 1360 | 1360 | 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 | 16868 | 17320 | 18149 | 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% | 12.88% | 8.61% | 9.50% |
| 实收资本（或股本） | 5313 | 5312 | 6374 | 6374 | 6374 | 营业利润增长 | -39.42% | 240.36% | 38.72% | -1.64% | -17.58% |
| 资本公积 | 6267 | 6501 | 6501 | 6501 | 6501 | 归属于母公司净利润增长 | -41.38% | 252.94% | 43.24% | -1.80% | -18.17% |
| 未分配利润 | 21017 | 30943 | 42946 | 54734 | 64380 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 34568 | 45112 | 60636 | 74201 | 85267 | 毛利率(%) | 16.86% | 27.69% | 34.03% | 30.67% | 24.95% |
| 负债和所有者权益 | 53950 | 65579 | 79361 | 93750 | 106043 | 净利率(%) | 7.44% | 19.75% | 24.64% | 22.32% | 16.78% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | 7.34% | 21.30% | 25.21% | 20.96% | 15.16% |
| 单位：百万元 | | | | | | ROE(%) | 11.45% | 30.96% | 32.99% | 26.48% | 18.86% |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 偿债能力 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 6494 | 18303 | 21498 | 20491 | 15414 | 资产负债率(%) | 34% | 29% | 21% | 18% | 17% |
| 净利润 | 4256 | 14445 | 20348 | 20019 | 16474 | 流动比率 | 1.64 | 1.88 | 3.33 | 4.31 | 4.91 |
| 折旧摊销 | 2409.14 | 3048.81 | 2015.29 | 1994.24 | 1975.91 | 速动比率 | 0.67 | 0.98 | 2.19 | 3.10 | 3.54 |
| 财务费用 | 101 | 241 | 72 | -121 | -222 | 营运能力 | | | | | |
| 应收账款减少 | 0 | -134 | 9 | -52 | -19 | 总资产周转率 | 1.11 | 1.22 | 1.14 | 1.04 | 0.98 |
| 预收账款增加 | -7 | 189 | 101 | 171 | 154 | 应收账款周转率 | 332 | 305 | 273 | 277 | 273 |
| 投资活动现金流 | -4768 | -10811 | -845 | -2612 | -2691 | 应付账款周转率 | 21.87 | 26.78 | 29.53 | 29.17 | 27.65 |
| 公允价值变动收益 | -13 | 1056 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.75 | 2.66 | 3.14 | 3.08 | 2.52 |
| 投资收益 | -50 | 123 | 200 | 250 | 300 | 每股净现金流(最新摊薄) | 0.30 | 0.49 | 2.21 | 1.90 | 1.27 |
| 筹资活动现金流 | -146 | -4867 | -6578 | -5773 | -4601 | 每股净资产(最新摊薄) | 6.51 | 8.49 | 9.51 | 11.64 | 13.38 |
| 应付债券增加 | 4 | 500 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 长期借款增加 | 1520 | -1055 | 0 | 0 | 0 | P/E | 32.30 | 9.12 | 7.73 | 7.87 | 9.62 |
| 普通股增加 | 93 | -2 | 1062 | 0 | 0 | P/B | 3.73 | 2.86 | 2.55 | 2.08 | 1.81 |
| 资本公积增加 | 1423 | 234 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 20.15 | 7.48 | 6.36 | 5.97 | 6.72 |
| 现金净增加额 | 1581 | 2625 | 14074 | 12106 | 8122 | | | | | | |

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 |
|--------|-------------------------------------|------------|
| 公司深度报告 | 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 | 2020-04-27 |
| 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 | 农林牧渔行业报告：粮食危机来了吗？ | 2020-08-16 |
| 行业深度报告 | 农林牧渔行业报告：饲料禁抗给养殖链带来哪些变化 | 2020-07-10 |
| 行业普通报告 | 农林牧渔行业：两会聚焦“米袋子”和“菜篮子” | 2020-05-26 |
| 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 |

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