

2020 年 8 月 25 日

温氏股份 (300498): 肉猪毛利率提升, 禽养殖短期承压

推荐 (维持)

农业

当前股价: 24.24 元

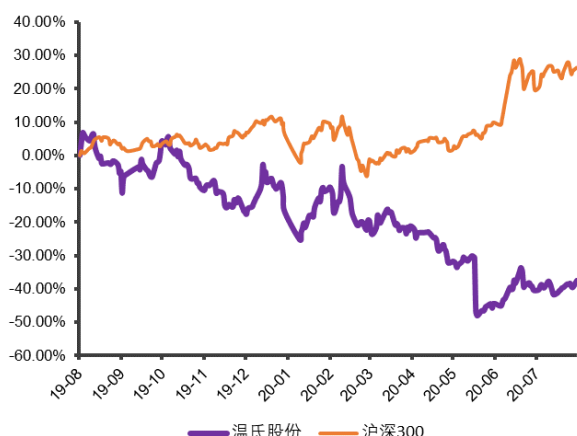
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	73,144	87,261	98,605	108,466
(+/-)	27.8%	19.3%	13.0%	10.0%
营业利润	14,900	21,057	19,772	21,632
(+/-)	240.4%	41.3%	-6.1%	9.4%
归属母公司	13,967	20,858	19,581	21,423
净利润				
(+/-)	252.9%	49.3%	-6.1%	9.4%
EPS (元)	2.63	3.93	3.69	4.03
市盈率	9.4	6.3	6.7	6.1

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	637381 / 484445
流通市值 (亿元)	1,192
每股净资产 (元)	6.98
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 2020 年上半年实现营业收入 359.57 亿元, 同比增长 18.20%; 归属于上市公司股东净利润 41.53 亿元, 同比增长 200.33%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 42.17 亿元, 同比增长 569.26%, 对应 EPS0.6541 元。2020 年 Q2 公司实现营业收入 185.18 亿元, 同比增长 12.48%, 归母净利润 22.61 亿元, 同比增长 22.66%。

● **单价下跌, 禽类业务承压。**公司上半年销售肉鸡 4.79 亿只, 肉鸭 (含毛鸭和鲜品) 2433.27 万只, 肉鸡肉鸭产品收入 111.32 亿元。由于毛鸡、毛鸭售价分别同比下降 17.86Pct 和 31.63Pct, 禽类业务承压并出现亏损, 报告期末计提肉鸡肉鸭跌价准备 7.17 亿元, 上半年资产减值损失同比增长 7187.83%。

● **肉猪均价大幅提升, 养殖毛利率增长较快。**上半年公司销售猪肉 486.58 万头, 毛猪销售均价为 33.98 元/公斤, 同比增长 152.88%。受此影响, 公司肉猪养殖业务毛利率为 38.39%, 同比增长 31.69%, 营业收入达 232.97 亿元, 同比增长 26.3%。

● **规模扩大, 管理费用率持续增长。**公司上半年管理费用 24.97 亿元, 同比增长 33.47%, 管理费用率为 7.85%, 比去年同期增长 0.72 个百分点。公司上半年养殖规模扩大, 职工薪酬与折旧摊销费用有所增长。公司利息收入增加, 利息支出减少, 使得财务费用同比减少 74.38%至 0.295 亿元。

● **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 208.58 亿元、195.81 亿元、214.23 亿元, 对应 EPS 分别为 3.93 元、3.69 元、4.03 元, 当前股价对应 PE 分别为 6.3/6.7/6.1 倍。我们预计下半年猪价仍将维持高位, 禽类价格有望回暖。养殖规模扩大, 营收有望步入新高度, 维持“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	87,261	98,605	108,466
货币资金	5,389	8,316	8,520	11,716	营业成本	52,894	61,083	71,982	79,180
应收款	1,601	1,939	2,191	2,410	营业税金及附加	106	106	106	106
存货	12,486	13,574	15,996	17,596	销售费用	917	1,134	1,282	1,410
其他流动资产	6,618	7,279	8,007	8,808	管理费用	4,728	5,672	6,015	6,725
流动资产合计	26,094	31,109	34,714	40,530	财务费用	241	-85	-205	-273
非流动资产:					费用合计	5,887	6,722	7,092	7,862
金融类资产	5,922	6,514	7,165	7,882	资产减值损失	-107	130	137	143
固定资产+在建工程	25,745	35,794	45,605	55,168	公允价值变动	1,056	2,000	1,000	1,050
无形资产+商誉	1,539	1,693	1,862	2,049	投资收益	123	300	315	331
其他非流动资产	6,280	6,908	7,599	8,358	营业利润	14,900	21,057	19,772	21,632
非流动资产合计	39,485	50,908	62,231	73,456	加: 营业外收入	32	36	39	43
资产总计	65,579	82,017	96,946	113,987	减: 营业外支出	152	167	184	202
流动负债:					利润总额	14,780	20,926	19,628	21,474
短期借款	2,072	1,000	1,000	1,000	所得税费用	336	167	157	172
应付账款、票据	2,658	3,224	3,599	3,739	净利润	14,445	20,758	19,471	21,302
其他流动负债	9,167	9,334	10,267	11,294	少数股东损益	477	-100	-110	-121
流动负债合计	13,897	13,558	14,866	16,033	归母净利润	13,967	20,858	19,581	21,423
非流动负债:									
长期借款	1,360	1,200	1,200	1,200	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	3,694	4,064	4,470	4,917	成长性				
非流动负债合计	5,054	5,264	5,670	6,117	营业收入增长率	27.8%	19.3%	13.0%	10.0%
负债合计	18,951	18,821	20,536	22,150	营业利润增长率	240.4%	41.3%	-6.1%	9.4%
所有者权益					归母净利润增长率	252.9%	49.3%	-6.1%	9.4%
股本	5,312	5,312	5,312	5,312	总资产增长率	21.6%	25.1%	18.2%	17.6%
资本公积金	6,501	6,501	6,501	6,501	盈利能力				
未分配利润	30,943	45,435	56,701	69,998	毛利率	27.7%	30.0%	27.0%	27.0%
少数股东权益	1,516	1,516	1,516	1,516	营业利润率	20.4%	24.1%	20.1%	19.9%
所有者权益合计	46,628	63,196	76,409	91,837	三项费用/营收	8.0%	7.7%	7.2%	7.2%
负债和所有者权益	65,579	82,017	96,946	113,987	EBIT/销售收入	20.7%	24.2%	20.0%	19.9%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润率	19.7%	23.8%	19.7%	19.6%
净利润	14445	20758	19471	21302	ROE	31.0%	32.8%	25.5%	23.2%
折旧与摊销	3049	2962	3851	4783	营运能力				
财务费用	366	-85	-205	-273	总资产周转率	111.5%	106.4%	101.7%	95.2%
存货的减少	382	-1088	-2422	-1600	资产结构				
营运资本变化	-203	228	123	-79	资产负债率	28.9%	22.9%	21.2%	19.4%
其他非现金部分	265	-226	-248	-273	现金流质量				
经营活动现金净流量	18303	22551	20569	23860	经营净现金流/净利润	1.27	1.09	1.06	1.12
投资活动现金净流量	-10811	-13604	-14314	-15062	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-4867	-6019	-6053	-5601	每股收益	2.63	3.93	3.69	4.03
现金流量净额	2,626	2,928	203	3,197	每股净资产	8.78	11.90	14.39	17.29

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>