

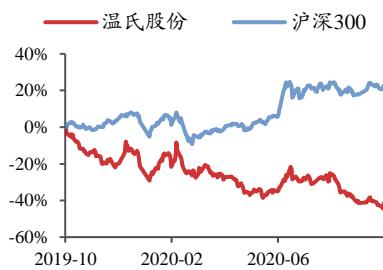
温氏股份 (300498.SZ) 种猪存栏有望加速恢复，禽养殖迎来边际改善

2020 年 10 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2020/10/29
当前股价(元)	19.47
一年最高最低(元)	42.38/18.20
总市值(亿元)	1,240.91
流通市值(亿元)	941.76
总股本(亿股)	63.73
流通股本(亿股)	48.37
近 3 个月换手率(%)	48.05

股价走势图

数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-前期非瘟疫情冲击较大，静待出栏拐点到来》 -
2020.8.20

《公司首次覆盖报告-猪鸡共振，养殖巨头迎来业绩释放黄金时期》 -
2020.4.26

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

陈昕晖（联系人）

chenxinhui@kysec.cn

证书编号: S0790120090006

● 种猪存栏有望加速恢复，禽养殖迎来边际改善，维持“增持”评级

温氏股份发布 2020 年三季报：2020Q1-Q3 公司实现营业收入 555 亿元，同比 +15%，归母净利润 82 亿元，同比+35%，销售肉猪 707 万头，同比-55%，肉鸡 7.7 亿只，同比+22%；单 Q3 实现营收 195 亿元，同比+9%，归母净利润 41 亿元，同比-13%，销售肉猪 220 万头，同比-41%，环比-16%，销售肉鸡 2.9 亿只，环比+14%。考虑到公司成本下降较慢，我们下调此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 114/107/11 亿元（前值 131/131/104 亿元），对应 EPS 为 1.8/1.7/0.2 元，当前股价对应 PE 为 13/14/138 倍，维持“增持”评级。

● 生猪出栏拐点有望于 2021Q3 到来，大笔债权融资加快产能布局

2020 年 9 月底存货 145 亿元，同比+22%，环比+15%，我们认为主要由消耗性生物资产贡献；生产性生物资产 90 亿元，同比+134%，环比+49%，已连续两个季度显著恢复，预计 2021Q3 生猪出栏有望迎来明显拐点；固定资产 249 亿元，同比+24%，环比+4%，当前生猪育肥产能充足，达 3000 万头以上；在建工程 80 亿元，同比+108%，环比+62%；单 Q3 资本开支 110 亿元，同比+248%，环比+49%。成本端来看，单 Q3 受前期高价外购仔猪育肥出栏影响，肥猪完全成本环比有所提升。2020Q3 完成境外 6 亿美元债券发行并拟用于向畜禽养殖子公司提供贷款，同时拟发行不超过 92.97 亿元可转债、150 亿元固定利率债券、100 亿元中期票据，截至 Q3 末公司资产负债率 38%，处于行业低位，加大债权融资力度有利于优化资本结构提升 ROE 水平，养殖小区模式产能扩张有望提速。

● 禽养殖于 2020Q3 扭亏为盈，未来有望持续改善

2020H1 受新冠疫情影响多省市关闭活禽交易，随着 Q3 活禽市场交易恢复，黄羽鸡价触底反弹，公司单 Q3 毛鸡均价 12.36 元/公斤，环比+9%，禽养殖扭亏为盈，预计盈利 8.6 亿元，其中跌价准备转回 6.7 亿元。未来随着活禽市场进一步放开、Q4 消费旺季提振需求端，禽养殖有望持续改善。

● 风险提示：出栏量释放不及预期、畜禽价格景气度不及预期、成本大幅上升。**财务摘要和估值指标**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,236	73,120	65,834	82,515	94,845
YOY(%)	2.8	27.8	-10.0	25.3	14.9
归母净利润(百万元)	3,957	13,967	11,429	10,745	1,105
YOY(%)	-41.4	252.9	-18.2	-6.0	-89.7
毛利率(%)	16.9	27.7	27.0	24.6	17.0
净利率(%)	6.9	19.1	17.4	13.0	1.2
ROE(%)	12.0	31.0	21.7	18.5	2.0
EPS(摊薄/元)	0.62	2.19	1.79	1.69	0.17
P/E(倍)	38.5	10.9	13.3	14.2	137.7
P/B(倍)	4.4	3.4	3.0	2.7	2.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21802	26094	30717	43332	43813	营业收入	57236	73120	65834	82515	94845
现金	1798	1468	10016	12182	14145	营业成本	47590	52894	48039	62250	78753
应收票据及应收账款	173	307	113	418	190	营业税金及附加	70	106	75	102	120
其他应收款	1059	1294	728	1845	1098	营业费用	802	917	889	1114	1992
预付账款	213	306	140	428	221	管理费用	3618	4728	4938	5776	9010
存货	12889	12486	11008	19241	19110	研发费用	553	570	593	578	948
其他流动资产	5671	10232	8712	9218	9050	财务费用	101	241	457	1284	2754
非流动资产	32148	39485	40659	53038	68181	资产减值损失	158	-62	-45	67	138
长期投资	462	508	493	500	499	其他收益	68	139	150	170	185
固定资产	21847	27029	29803	41659	56844	公允价值变动收益	-13	1056	760	0	0
无形资产	1202	1371	1446	1550	1665	投资净收益	-50	123	305	18	19
其他非流动资产	8637	10578	8917	9329	9173	资产处置收益	20	1	-35	-50	-50
资产总计	53950	65579	71376	96370	111994	营业利润	4378	14900	12069	11482	1284
流动负债	13283	13897	14596	33029	51348	营业外收入	32	32	75	45	46
短期借款	1802	2072	3574	15954	33687	营业外支出	126	152	203	164	161
应付票据及应付账款	2806	2658	2408	4111	4155	利润总额	4284	14780	11941	11364	1169
其他流动负债	8675	9167	8614	12964	13507	所得税	28	336	478	455	47
非流动负债	5094	5054	4000	4262	4612	净利润	4256	14445	11464	10909	1122
长期借款	4900	4346	3463	3668	4038	少数股东损益	299	477	34	164	17
其他非流动负债	193	709	537	594	575	归母净利润	3957	13967	11429	10745	1105
负债合计	18377	18951	18595	37291	55961	EBITDA	7072	18198	15128	15823	8218
少数股东权益	1005	1516	1551	1714	1731	EPS(元)	0.62	2.19	1.79	1.69	0.17
股本	5313	5312	6374	6374	6374						
资本公积	6267	6501	5439	5439	5439	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	24207	34132	40654	46691	47272	成长能力					
归属母公司股东权益	34568	45112	51230	57365	54302	营业收入(%)	2.8	27.8	-10.0	25.3	14.9
负债和股东权益	53950	65579	71376	96370	111994	营业利润(%)	-39.4	240.4	-19.0	-4.9	-88.8
						归属于母公司净利润(%)	-41.4	252.9	-18.2	-6.0	-89.7
						获利能力					
						毛利率(%)	16.9	27.7	27.0	24.6	17.0
						净利率(%)	6.9	19.1	17.4	13.0	1.2
						ROE(%)	12.0	31.0	21.7	18.5	2.0
						ROIC(%)	11.1	28.1	19.5	14.4	2.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	34.1	28.9	26.1	38.7	50.0
						净负债比率(%)	15.5	13.0	-3.3	15.2	45.4
						流动比率	1.6	1.9	2.1	1.3	0.9
						速动比率	0.2	0.3	0.8	0.5	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
						应收账款周转率	331.6	304.9	313.8	310.8	311.8
						应付账款周转率	18.2	19.4	19.0	19.1	19.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.62	2.19	1.79	1.69	0.17
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	2.87	2.56	1.85	1.78
						每股净资产(最新摊薄)	5.42	7.08	8.04	9.00	8.52
						估值比率					
						P/E	38.5	10.9	13.3	14.2	137.7
						P/B	4.4	3.4	3.0	2.7	2.8
						EV/EBITDA	22.4	8.7	10.0	10.2	21.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn