

# 降成本有望见效，恢复性增长可期

华泰研究

2021年2月23日 | 中国内地

公告点评

必选消费/农林牧渔

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

25.32

研究员 SAC No. S0570519080004 杨天明 yangtianming@htsc.com

研究员 SAC No. S0570517110004 fenghe@htsc.com  
SFC No. BQL100 +86-21-28972251

联系人 SAC No. S0570120070176 fengyuan016921@htsc.com

## 2020年归母净利润74.11亿元, yoy-46.94%

公司披露2020年业绩快报, 全年实现归母净利润74.11亿元, 低于我们预期(我们此前预计为137.26亿元)。由于计提绩效奖励、农户维护费用、厂房资产减值等, 我们预计公司出现30亿+大额计提, 预计提前公司全年归母净利在110亿元左右, 公司目前主业经营正常, 养殖成本仍有较大下降空间, 生猪出栏量有望在今年下半年实现较大幅度增长。我们预计公司20-22年EPS为1.16/2.11/1.85元, 目标价25.32元, 维持“买入”评级。

## 生猪逐步向好, 禽业务承压

20年, 公司两大主业出现分化。禽业务: 受新冠疫情影响, 全国部分地区活禽交易受到阻碍, 同时叠加行业禽产能相对过剩, 20年禽价出现较大幅度回落, 公司毛鸡、毛鸭销售均价分别同比下降21.79%、32.94%, 全年销售肉鸡(含毛鸡、鲜品和熟食)10.51亿只, 肉鸭5692.80万只(含毛鸭、鲜品), 我们预计禽业务出现大幅亏损。生猪业务: 公司20年销售肉猪(含毛猪和鲜品)954.55万头, 我们预计销售均价为33.56元/公斤, 均重124公斤/头。随着公司生猪产能的逐步释放, 我们预计公司生猪完全成本有望逐步下降。

## 加快下游布局, 提升禽业盈利水平

公司目前黄羽肉鸡屠宰产能达到约单班2.5亿只/年, 2020年有近1.3亿只黄羽肉鸡通过屠宰冰鲜上市, 有约1400万只黄羽肉鸡通过熟食形态上市。公司大力布局下游商超渠道并拓展B端客户, 通过延伸禽业产业链的方式提升产品终端溢价, 提升食品端品牌力。据公司披露(投资者关系活动记录表, 编号: 202101), 公司未来规划50%的肉鸡以毛鸡形态销售, 30%以鲜品形态销售, 20%以熟食形态销售。

## 改善空间大, 盈利弹性高, 维持“买入”评级

据涌益咨询调研数据, 20年冬季生猪行业产能有所受损, 我们预计21年全国猪价仍将处于较高位置, 因此我们上调公司21年商品猪销售均价至23元/公斤(前值17元/公斤), 相应地上调公司21年盈利预测。我们预计公司20-22年EPS分别为1.16/2.11/1.85元(前值2.15/1.65/1.85元)。参考可比公司21年Wind一致预期PE均值9.85倍, 考虑公司仍具备龙头地位、育种体系完善、母猪后备群数量处于行业前列, 给予21年12X PE, 更新目标价至25.32元(前值23.65元), 维持“买入”评级。

风险提示: 生猪出栏量不达预期, 猪价不达预期, 非瘟疫情反复, 核心产能恢复进程不及预期等。

## 经营预测指标与估值

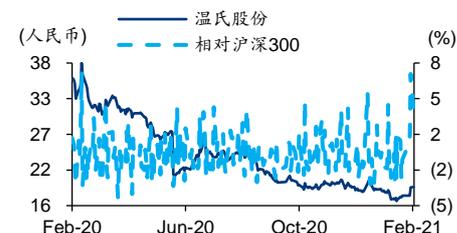
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	57,236	73,120	74,935	91,705	106,412
+/-%	2.84	27.75	2.48	22.38	16.04
归属母公司净利润(人民币百万)	3,957	13,967	7,411	13,429	11,798
+/-%	(41.38)	252.94	(46.94)	81.20	(12.14)
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.62	2.19	1.16	2.11	1.85
ROE(%)	11.96	30.98	15.80	24.04	18.57
PE(倍)	33.74	9.56	18.02	9.94	11.32
PB(倍)	3.86	2.96	2.83	2.38	2.10
EV EBITDA(倍)	19.80	7.67	12.39	7.50	7.79

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	25.32
收盘价(人民币 截至2月22日)	18.89
市值(人民币百万)	120,395
6个月平均日成交额(人民币百万)	686.49
52周价格范围(人民币)	16.71-38.00
BVPS(人民币)	7.34

## 股价走势图



资料来源: Wind

图表1: 可比公司估值 (盈利预测与估值取自 Wind 一致预期, 截至 2021/02/22)

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
牧原股份	002714 CH	124.95	4697.28	2.77	7.87	9.09	7.03	31.39	15.88	13.75	17.77
新希望	000876 CH	27.30	1230.21	1.20	2.30	3.55	2.94	16.68	11.88	7.70	9.29
天邦股份	002124 CH	19.46	255.65	0.09	2.85	2.41	2.41	144.95	6.82	8.09	8.08
<b>均值</b>									<b>11.53</b>	<b>9.85</b>	<b>11.71</b>

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

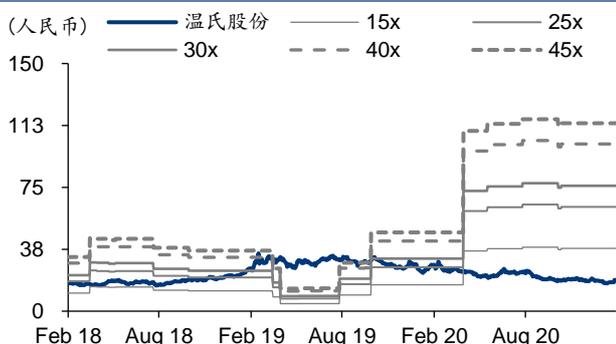
图表2: 核心假设调整前后对比

调整项目	调整前	调整后
	2020E	
出栏量 (万头)	1000	954.55
生猪价格 (元/公斤)	32	33.56
生猪成本 (元/公斤)	20	23
管理费用 (百万元)	4503	5995
资产减值 (百万元)	250	749
2021E		
出栏量 (万头)	2200	1800
生猪价格 (元/公斤)	17	23
生猪成本 (元/公斤)	15	20

注: 根据投资者关系活动记录表 (编号: 202102), 我们对 2020 年出栏量、生猪价格、生猪成本等进行修正, 此外, 公司计提激励费用等, 我们上调管理费用预测, 同时上调资产减值预测; 根据涌益咨询调研数据, 我们认为 21 年生猪供给仍然处于偏紧的局面, 预计猪价回落幅度有所收缩, 因此上调猪价预测。同时根据公司披露, 21 年生猪成本目标为 20 元/公斤, 我们认为目前公司仍处于大量淘汰低效母猪时期, 同时产能利用率在 21 年很难达到满产, 因此上调成本预测。

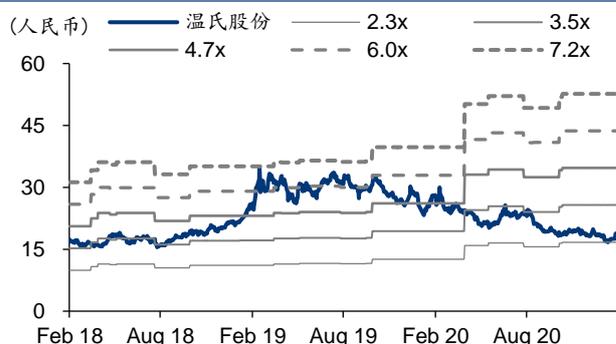
资料来源: 华泰研究预测

图表3: 温氏股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 温氏股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	21,802	26,094	37,974	43,372	50,321
现金	1,798	1,468	10,387	12,712	14,750
应收账款	172.63	306.90	163.96	424.59	251.13
其他应收账款	1,059	1,294	1,117	1,834	1,590
预付账款	212.92	305.91	225.80	424.90	330.15
存货	12,889	12,486	15,847	17,745	23,166
其他流动资产	5,671	10,232	10,232	10,232	10,232
<b>非流动资产</b>	32,148	39,485	37,700	41,157	43,534
长期投资	461.87	507.52	572.81	629.50	689.04
固定投资	21,847	27,029	25,653	28,869	31,126
无形资产	1,202	1,371	1,461	1,567	1,686
其他非流动资产	8,637	10,578	10,013	10,092	10,033
<b>资产总计</b>	53,950	65,579	75,673	84,529	93,854
<b>流动负债</b>	13,283	13,897	22,582	22,561	24,367
短期借款	1,802	2,072	7,450	6,687	3,623
应付账款	2,806	2,658	3,635	3,710	5,305
其他流动负债	8,675	9,167	11,497	12,164	15,438
<b>非流动负债</b>	5,094	5,054	4,024	3,439	2,732
长期借款	4,900	4,346	3,315	2,731	2,023
其他非流动负债	193.30	708.56	708.56	708.56	708.56
<b>负债合计</b>	18,377	18,951	26,606	26,000	27,099
少数股东权益	1,005	1,516	1,856	2,498	3,095
股本	5,313	5,312	6,374	6,374	6,374
资本公积	6,267	6,501	5,439	5,439	5,439
留存公积	24,207	34,132	38,542	46,328	52,745
归属母公司股东权益	34,568	45,112	47,212	56,031	63,661
<b>负债和股东权益</b>	53,950	65,579	75,673	84,529	93,854

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	6,494	18,303	10,452	14,635	15,569
净利润	4,256	14,445	7,751	14,071	12,395
折旧摊销	2,409	3,049	2,856	3,233	3,820
财务费用	100.76	241.48	274.57	227.48	32.12
投资损失	50.06	(122.97)	(319.62)	(161.03)	(163.88)
营运资金变动	(1,788)	179.35	159.09	(2,403)	(98.54)
其他经营现金	1,466	511.76	(268.46)	(332.14)	(416.30)
<b>投资活动现金</b>	(4,768)	(10,811)	(482.23)	(6,197)	(5,616)
资本支出	9,403	12,392	1,005	6,633	6,137
长期投资	2,859	(1,668)	(65.28)	(56.69)	(59.54)
其他投资现金	7,495	(87.02)	457.52	379.79	461.10
<b>筹资活动现金</b>	(145.94)	(4,867)	(6,564)	(5,283)	(4,884)
短期借款	(698.00)	270.43	(135.22)	67.61	(33.80)
长期借款	1,524	(554.87)	(1,031)	(584.21)	(707.44)
普通股增加	92.75	(1.60)	1,062	0.00	0.00
资本公积增加	1,423	233.63	(1,062)	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,488)	(4,815)	(5,398)	(4,766)	(4,143)
现金净增加额	1,584	2,626	3,406	3,155	5,069

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	57,236	73,120	74,935	91,705	106,412
营业成本	47,590	52,894	59,061	70,022	85,278
营业税金及附加	69.81	106.49	85.25	113.20	134.30
营业费用	802.02	916.70	909.39	1,163	1,367
管理费用	3,618	4,728	5,995	5,502	6,385
财务费用	100.76	241.48	274.57	227.48	32.12
资产减值损失	158.14	(61.71)	749.35	323.35	410.88
公允价值变动收益	(12.74)	1,056	264.70	327.45	408.95
投资净收益	(50.06)	122.97	319.62	161.03	163.88
<b>营业利润</b>	4,378	14,900	8,198	14,442	12,754
营业外收入	32.03	32.50	56.63	40.81	40.49
营业外支出	125.95	151.74	400.00	213.32	222.75
<b>利润总额</b>	4,284	14,780	7,855	14,269	12,572
所得税	27.61	335.93	103.87	198.10	176.89
<b>净利润</b>	4,256	14,445	7,751	14,071	12,395
少数股东损益	298.69	477.30	339.60	641.84	596.99
归属母公司净利润	3,957	13,967	7,411	13,429	11,798
EBITDA	7,072	18,198	10,948	17,683	16,371
EPS (人民币, 基本)	0.62	2.19	1.16	2.11	1.85

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.84	27.75	2.48	22.38	16.04
营业利润	(39.42)	240.36	(44.98)	76.16	(11.68)
归属母公司净利润	(41.38)	252.94	(46.94)	81.20	(12.14)
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	16.85	27.66	21.18	23.64	19.86
净利率	6.91	19.10	9.89	14.64	11.09
ROE	11.96	30.98	15.80	24.04	18.57
ROIC	13.11	34.66	19.78	31.30	26.13
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	34.06	28.90	35.16	30.76	28.87
净负债比率 (%)	15.48	13.01	3.43	(3.28)	(11.49)
流动比率	1.64	1.88	1.68	1.92	2.07
流动比率	0.23	0.33	0.58	0.73	0.74
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.11	1.22	1.06	1.14	1.19
应收账款周转率	331.61	304.90	338.45	331.68	326.66
应付账款周转率	18.18	19.36	18.77	19.07	18.92
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.62	2.19	1.16	2.11	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	2.14	1.64	2.30	2.44
每股净资产(最新摊薄)	5.42	7.08	7.41	8.79	9.99
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	33.74	9.56	18.02	9.94	11.32
PB (倍)	3.86	2.96	2.83	2.38	2.10
EV EBITDA (倍)	19.80	7.67	12.39	7.50	7.79

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 杨天明、冯鹤, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师杨天明、冯鹤本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司