

多举措恢复生猪业务，出栏成本双拐点已现

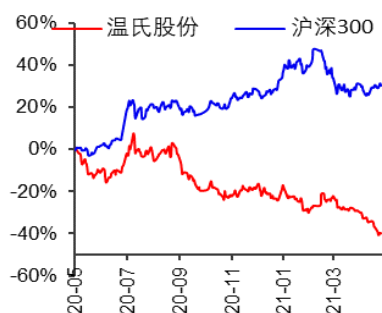
投资评级：买入（首次）

主要观点：

报告日期：2021-05-06

收盘价(元)	14.39
近12个月最高/最低(元)	26.06/14.12
总股本(百万股)	6373.46
流通股本(百万股)	4839.77
流通股比例(%)	75.9
总市值(亿元)	917
流通市值(亿元)	696

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

● 公司生猪业务遭受非瘟疫情重创。

首先，种猪繁育体系遭到破坏，2020年外购种猪占新增种猪比重高达36%，外购仔猪200万头；其次，2019-2020年生猪出栏量分别降至1852万头、955万头；再次，公司商品猪养殖成本大幅攀升。

● 公司多举措恢复生猪业务竞争力。

①2020年公司大力推动管理和组织架构变革，以适应非瘟防控常态化的行业新形势；②公司的紧密型“公司+农户”经营模式已运行三十多年，目前正逐步升级为3.0版“公司+现代养殖小区”模式，未来将向4.0版“公司+现代产业园区+职业农民”模式转型。非瘟疫情以来，公司落实以防为主的生物安全防控理念，努力完善防控配套设施和标准制度，努力将疫病威胁降至最低。③公司已将养猪业务重心从追求母猪数量调整至优化母猪结构，今年一季末，公司高繁母猪存栏量环比提升25%，占比超过90%。

● 公司生猪出栏、养殖成本双拐点将现。

公司生猪出栏量拐点有望在今年6月附近出现。首先，2021Q1公司投苗量较2020Q4提升47%左右；其次，公司能繁母猪生产成绩已稳步回升。公司生猪养殖成本有望步入下行通道。首先，公司高繁母猪比例已提升至90%以上，后期将逐步实现仔猪完全自给，仔猪环节成本将大幅降低；其次，2021年“公司+农户”三年长效合作机制的农户收益分享金有望降至5亿左右；再次，折旧摊销费将随着出栏量上升而下降。

● 投资建议

预计2021-2023年公司实现主营业务收入820.48亿元、938.64亿元、947.87亿元，同比增长9.5%、14.4%、1.0%，对应归母净利润63.65亿元、79.81亿元、24.86亿元，同比分别增长-14.3%、25.4%、-68.9%，对应EPS1.0元、1.25元、0.39元。我们给予公司2022年15倍PE，合理估值18.75元，给予“买入（首次）”评级。

● 风险提示

非瘟疫情失控；猪价下跌超预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	74939	82048	93864	94787
收入同比(%)	2.5%	9.5%	14.4%	1.0%
归属母公司净利润	7426	6365	7981	2486
净利润同比(%)	-46.8%	-14.3%	25.4%	-68.9%
毛利率(%)	19.6%	18.4%	18.5%	12.5%
ROE(%)	16.2%	12.2%	13.3%	4.0%
每股收益(元)	1.18	1.00	1.25	0.39
P/E	15.65	14.41	11.49	36.89
P/B	2.54	1.76	1.53	1.46
EV/EBITDA	12.50	12.54	10.87	24.31

资料来源：wind，华安证券研究所

目录

1 公司生猪业务遭受非瘟疫情重创.....	4
2 多举措提升生猪业务竞争力.....	5
2.1 推动组织架构调整，大胆启用新人.....	5
2.2 “公司+农户”模式升级，生物安全防控持续完善.....	6
2.3 母猪结构明显优化，高效能繁比例逾 90%.....	8
3 公司生猪出栏、养殖成本双拐点将现.....	9
3.1 公司生猪出栏拐点将现.....	9
3.2 公司生猪养殖成本有望步入下行通道.....	10
4 盈利预测、估值及投资评级.....	10
4.1 盈利预测.....	10
4.2 投资建议.....	12
风险提示：.....	12

图表目录

图表 1 温氏股份生猪业务生产性生物资产列表	4
图表 2 温氏股份商品猪出栏量及增速走势图	5
图表 3 温氏股份商品猪养殖成本走势图	5
图表 4 公司组织架构示意图	6
图表 5 温氏股份固定资产及在建工程扩张表.....	7
图表 6 公司现代农业产业园（区）示意图	7
图表 7 温氏股份非瘟防控具体措施列表.....	8
图表 8 公司能繁母猪、后备母猪存栏量走势图	9
图表 9 公司生猪月度出栏量走势图	10

1 公司生猪业务遭受非瘟疫情重创

公司是我国生猪养殖和肉鸡养殖龙头企业。2018年8月我国发生首例非洲猪瘟疫情，之后非瘟疫情重创我国生猪养殖行业，公司生猪养殖业务也遭到严重打击。

首先，公司种猪繁育体系遭到破坏。2020年公司外购种猪账面价值占新增种猪账面价值的比重大幅攀升至36%，且外购仔猪达到200万头。

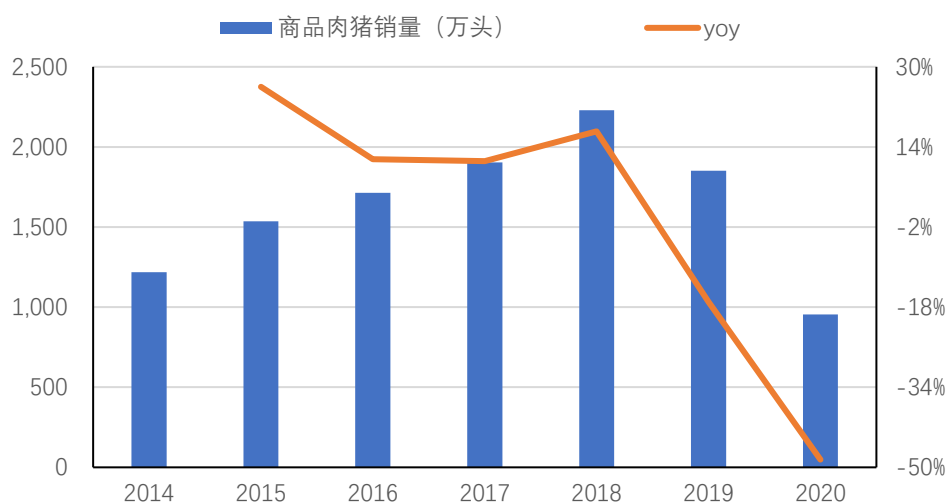
图表 1 温氏股份生猪业务生产性生物资产列表

百万元	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
一、账面原值					
1、期初余额	3,534	3,005	2,784	2,600	2,192
2、本期增加金额	14,527	4,730	2,183	2,347	2,094
(1) 外购	5,192	44	158	187	225
(2) 自行培育	9,087	4,685	2,026	2,159	1,868
(3) 合并增加	248	0	0	0	0
3、本期减少金额	9,188	4,202	1,926	2,198	1,686
(1) 处置	9,188	4,202	1,926	2,198	1,686
(2) 其他	0	0	0	0	0
4、期末余额	8,873	3,534	3,005	2,748	2,600
二、累计折旧					
1、期初余额	131	143	235	234	224
2、本期增加金额	553	602	359	470	392
(1) 计提	553	602	359	470	392
3、本期减少金额	286	614	450	470	382
(1) 处置	286	614	450	470	382
(2) 其他					
4、期末余额	398	131	143	235	234
三、减值准备					
本期增加金额	288		4		
本期减少金额		4			
四、账面价值					
1、期末账面价值	8,186	3,402	2,858	2,514	2,365
2、期初账面价值	3,402	2,858	2,514	2,365	1,968
本期外购占新增比重	36%	1%	7%	8%	11%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

其次，公司出栏商品猪的增长态势中断。2014-2018年公司商品猪出栏量从1218万头稳步攀升至2230万头，年复合增长率达到16.3%；然而，2019年、2020年公司商品猪出栏量分别下降至1852万头、955万头，年降幅分别达到17.0%、48.4%。

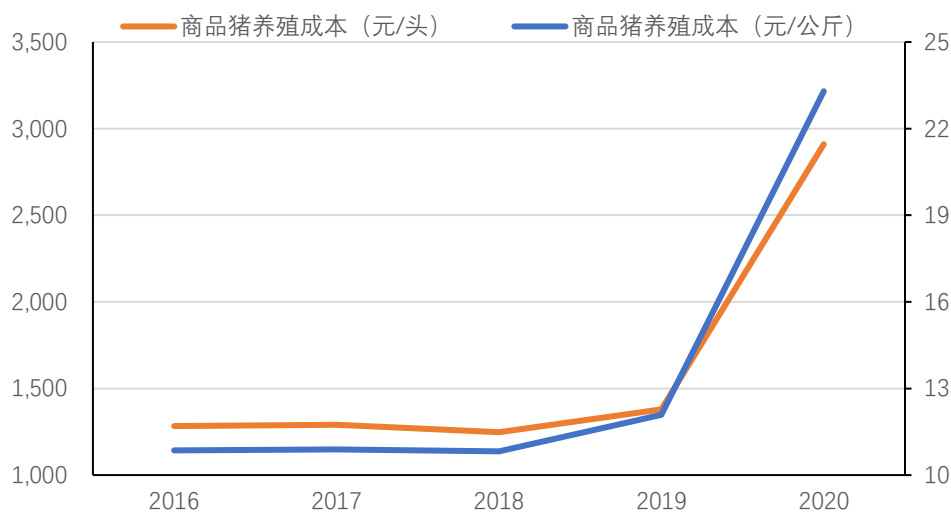
图表 2 温氏股份商品猪出栏量及增速走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

再次，公司商品猪养殖成本大幅攀升。2016-2018年，公司商品猪养殖成本稳定在 10.8-10.9 元/公斤，2019 年、2020 年分别攀升至 12.1 元/公斤、23.3 元/公斤，这与公司外购仔猪数量增加、商品猪出栏量减少、三元母猪效率下降、防疫费用增加、代养费提升，以及生猪上市率下降等因素直接相关。

图表 3 温氏股份商品猪养殖成本走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 多举措提升生猪业务竞争力

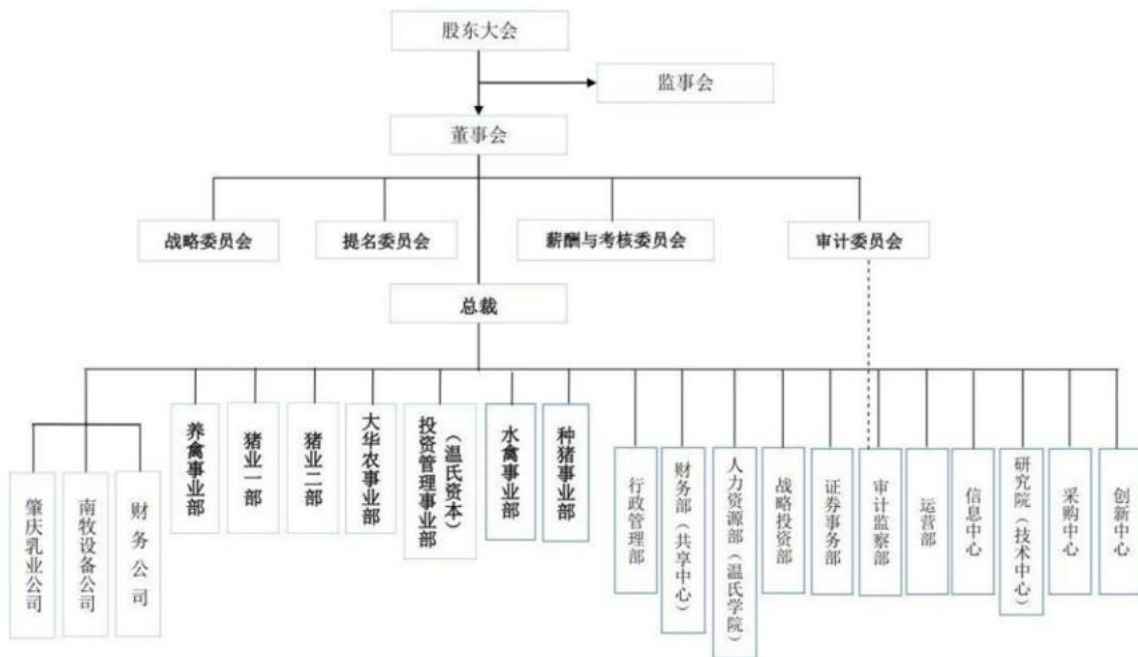
2.1 推动组织架构调整，大胆启用新人

公司痛定思痛，于 2020 年大力推动管理和组织架构变革，以适应非洲猪瘟防控常态化的行业新形势。公司推动组织拆分，化小管理单元，将原养猪事业部一分为

三, 成立种猪事业部、猪业一部和猪业二部, 合理控制管理规模和管理跨度, 促进公司养猪业的管理精细化和内部良性竞争。此外, 公司大胆启用一线具有丰富实践经验的成功管理者担任两个事业部总裁, 对激励干部快速成长效果明显。

此外, 公司还制定“一场一策”、“一段一策”激励制度, 鼓励基层单位员工“多创多享”, 实施了三级公司经营团队绩效考核激励机制, 突出业绩导向, 激励干部员工全力以赴投入复产工作。

图表 4 公司组织架构示意图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.2 “公司+农户”模式升级, 生物安全防控持续完善

公司的紧密型“公司+农户”经营模式已运行三十多年。公司根据养殖产业链中的技术难度、管理要求、劳动强度以及资金、市场等资源配置情况, 以封闭式委托养殖方式与合作农户在养殖产业链中进行分工与合作; 公司负责猪的品种繁育、种苗生产、饲料生产、技术指导、产品销售等环节的管理及配套体系建立, 向合作农户提供鸡苗、猪苗、饲料、药物、疫苗及其生产过程中的饲养管理、疫病防治、环保处理等关键环节技术支持和服务; 合作农户负责在自有或租用的土地上建设肉鸡和肉猪的生产栏舍, 公司验收合格后, 农户缴纳一定的合作保证金, 在公司开户并签订具有法律效力的委托养殖合同, 领取鸡苗、猪苗、饲料、药物、疫苗等养殖所需物资, 按公司技术和管理标准进行规范饲养; 肉鸡、肉猪饲养达到标准上市天龄之后, 公司负责统一销售。最后, 公司按委托养殖合同约定的方式与合作农户结算委托养殖费。

公司紧密型“公司+农户”经营模式最初为 1.0 版“公司+农户”模式, 然后发展为 2.0 版“公司+家庭农场”模式, 目前正逐步升级为 3.0 版“公司+现代养殖小区”模式, 未来将向 4.0 版“公司+现代产业园区+职业农民”模式转型。公司每次模式迭代升级的核心目标是, 提高合作农户的养殖规模、机械化、自动化和智能化水平, 以不断提高合作农户养殖效率和效益, 在保证合作农户总体效益的前提下, 进一步降低公司总体养殖成本。2020 年以来, 公司固定资产投资和在建工程扩张明显提速。

图表 5 温氏股份固定资产及在建工程扩张表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021.3
固定资产 (亿元)	94	114	144	183	227	285	294
固定资产 yoy	16.7%	21.4%	27.0%	26.4%	24.6%	25.4%	25.5%
在建工程 (亿元)	11	19	36	35	30	86	87
在建工程 yoy	43.2%	76.1%	85.4%	-2.8%	-14.1%	185.0%	166.7%
固定资产+在建工程 (亿元)	105	133	180	218	257	371	381
(固定资产+在建工程) yoy	19.1%	27.1%	35.5%	20.6%	18.3%	44.1%	42.7%
资产负债率	29.7%	24.3%	32.0%	34.1%	28.9%	40.9%	46.7%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

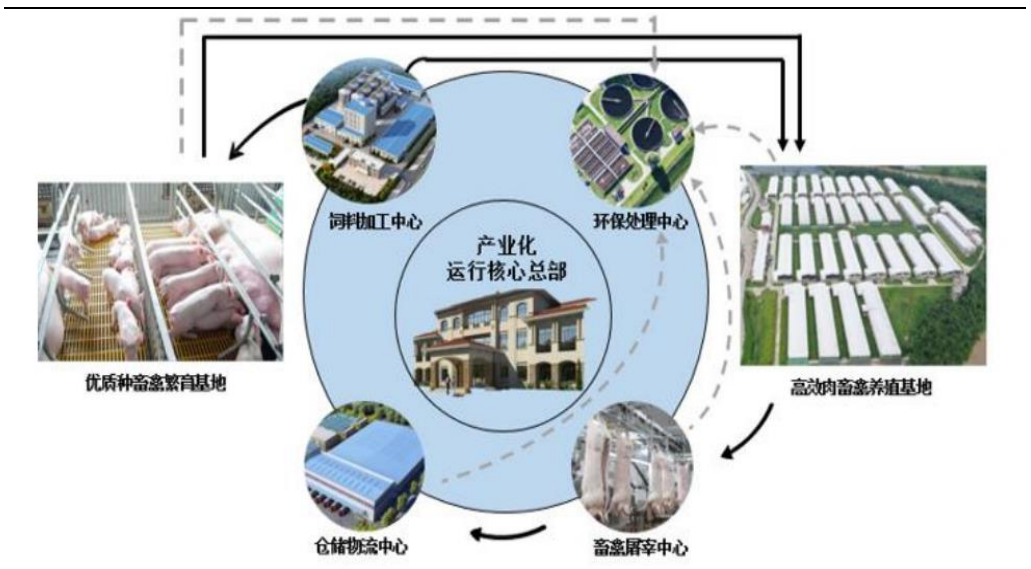
“公司+现代养殖小区”模式是指，公司负责整个养殖小区的租地，并统一做好“三通一平”（通水、通电、通路和平整土地）、建设规划和经营证照的办理等工作，通过三种形式与农户开展合作。目前，公司生猪业务中现代养殖小区出栏占比约为 20%，未来五年出栏生猪约 50%有望通过养殖小区的方式实现。

① 公司投资建设标准化养殖场，吸引农户到养殖小区内与公司合作养殖，这是公司当前养殖小区的主要形式；

② 合作农户根据公司标准，在养殖小区内投资建设标准化养殖场，与公司合作养殖。这类农户通常是公司的长期合作农户，与公司签订了长期的合作协议；

③ 地方政府专项产业基金投资，由公司建设标准化养殖场，然后吸引合作农户到养殖小区内与公司合作养殖。

图表 6 公司现代农业产业园（区）示意图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

“公司+现代产业园区+职业农民”模式是畜禽养殖、加工、分销等功能的集聚联合发展体，初步规划按照年产优质生猪 50-100 万头的规模进行设计。主要建设内容包括四个方面：①建设高标准养殖设施，包括种畜繁育基地和肉畜养殖基地；②建设行政和技术服务设施，包括产业化运行管理总部、技术服务中心、检测平台等；③建设产业链相关配套设施，包括饲料加工厂、畜禽屠宰加工厂、仓储物流基地等；④建设环保处理和资源化利用设施，包括污水处理设施、废弃物处理设施、资源化利用设施、种养结合基地等。

公司作为现代农业产业园区的实施主体，既是主要投资方，也是运营管理方。在养殖产业链的各环节与合作农户开展深度合作，建立利益联结与分享机制，形成产业化联合体。农户入园成为产业工人，可以从事专业化饲养，也可以参与园区专业服务队伍，还可以参与产业链后端的屠宰分割、加工、包装等环节，成为具备一定专业技能的职业农民。此外，公司也与外部第三方企业或专业机构、政府或其控股平台开展投资、建设、运营等层面的合作。

1、非瘟疫情发生以来，公司落实以防为主的生物安全防控理念，努力完善防控配套设施和标准制度，努力将疫病威胁降至最低。

2、完善生物安全防控所需的硬件配套设施。增建疾病监测实验室、二级三级洗消中心、物资中转站等配套设施，完善猪场内消毒设施设备、物理隔离等防疫硬件配置，外延防疫防线，阻断交叉感染风险；

3、修订生物安全防控手册。升级防控标准，完善各阶段、各流程检测方案，推动红外成像仪、咽拭子、抗体检测等新技术应用，推行全覆盖检测和网格化管理；

4、充分利用信息化技术。建立生物安全信息管理系统、视频监控系统、疫病监测数据管理系统等，强化实时监测效果；

5、加强防控流程管理。强化“单向流动、净污分区、有效消毒”等生物安全管理流程，通过检查评估、培训指导、考核监督，以行政管理力量推动技术措施落实，确保了生物安全线常态化有效运行；

6、增设生物安全专员等岗位，加强检测密度。强化了责任主体机制，明确关键环节责任人员，严格推行问责制度，规范操作和执行，注重过程监管，发挥体系力量动态跟踪各项工作的完成进度；

图表 7 温氏股份非瘟防控具体措施列表

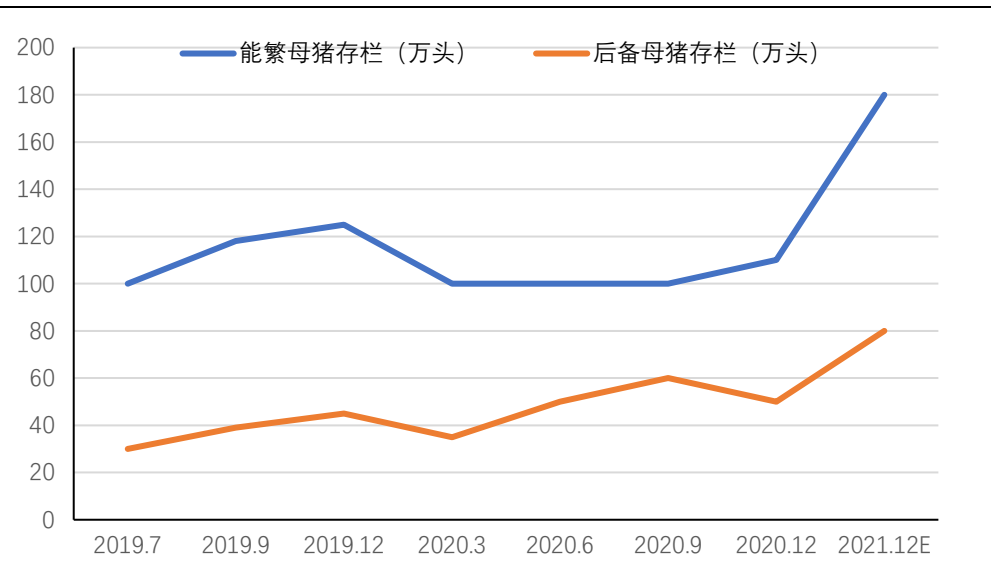
	具体内容
硬件配套	公司重点推进洗消/消毒中心的建设，完善猪场内消毒设施设备、物理隔离等防疫硬件配置
借鉴经验	学习借鉴行业成功经验，建立以结果为导向的考核机制，关键环节实行清单式管理
重要流程	全面推行猪只及饲料运输中转车的专车专用，推动猪苗与饲料的集中配送
	进一步优化和固化猪只饲养、销售、淘汰及运输等关键环节的生物安全管理，尽可能切断传播途径，降低疫情发生风险
	加快推进清空场的改造升级和灭源工作，保证后备猪回场配种
制定严密的引种计划，严格执行种猪质量标准，确保按时、按质、按量完成引种工作	
流程落实	做好基层员工培训，确保各项生物安全操作理解与执行到位
	执行压责、履责、问责机制，抓好非洲猪瘟防控措施的监督检查

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 母猪结构明显优化，高效能繁比例逾 90%

非瘟疫情以来，公司种群受到重创，2019-2020 年公司能繁母猪、后备母猪存栏量未明显增加。公司已将养猪业务重心从追求母猪数量调整至优化母猪结构，着力打造高效种猪场，增加高效能繁母猪供应量。截至 2020 年底，公司能繁母猪存栏量约 110 万头，其中，高效能繁母猪占比提升至 80% 左右；今年一季末，公司高繁母猪存栏量季度环比提升 25%，占比超过 90%。公司计划，2021 年底能繁母猪存栏量上升至 180 万头，后备母猪存栏量 80 万头，高繁母猪占比超过 95%。

图表 8 公司能繁母猪、后备母猪存栏量走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 公司生猪出栏、养殖成本双拐点将现

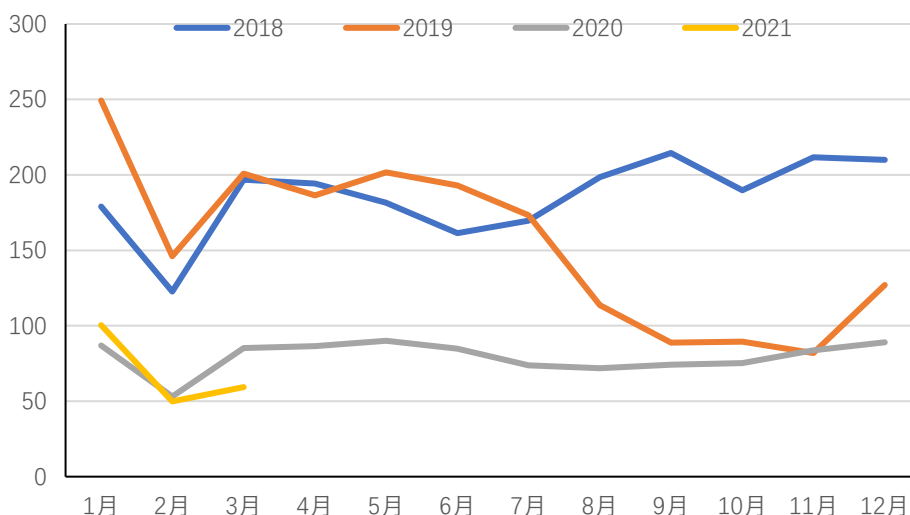
3.1 公司生猪出栏拐点将现

2021年1-3月，公司生猪出栏量分别为100.4万头、49.87万头、59.45万头，同比分别增长15.5%、-6.1%、-30.2%。2021Q1公司生猪出栏量偏低的原因包括：

- ① 前期能繁母猪效能偏低；
- ② 2020Q4公司根据往年规律，预判今年春节后猪价会走低，在去年9月、10月停止外购仔猪，对应今年一季度出栏偏少。

公司生猪出栏量拐点有望在今年6月附近出现。首先，2021Q1公司投苗量较2020Q4提升47%左右，今年3月投苗量超过190万头，创出近年来新高；其次，公司能繁母猪生产成绩已稳步回升。我们判断，今年出栏节奏会呈现前低后高的状况，上半年有望接近500万头，下半年700-800万头，全年出栏量有望突破1200万头。

图表 9 公司生猪月度出栏量走势图, 万头



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.2 公司生猪养殖成本有望步入下行通道

如上文所述, 2020 年公司商品猪养殖成本已攀升至 23.3 元/公斤 (即 2910 元/头)。2021Q1 受北方非瘟疫情影响, 公司成本较 2020Q4 上升 15%-20%。我们判断, 公司生猪养殖成本已见顶, 成本有望步入下行通道。

1、公司高效能繁母猪比例已提升至 90%以上, PSY 明显改善, 后期还将逐步实现仔猪完全自给, 仔猪环节成本将大幅降低;

2、公司自 2019 年下半年起实施“公司+农户”三年长效合作机制, 与合作农户签订长期合作协议, 并设定按畜禽上市量与净利润相关规则与养户进行收益的分享, 2020 年计提合作农户收益分享金额 11.9 亿元, 2021 年分享金额有望回落至 5 亿元左右;

3、随着出栏量上升, 折旧等摊销费用将下降。

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

我们假设:

1、2021-2023 年公司生猪销量 1200 万头、2000 万头、2600 万头, 同比分别增长 25.7%、66.7%、30%, 生猪销售均价分别为 28 元/公斤、22 元/公斤、17 元/公斤;

2、2021-2023 年公司肉鸡外销量 10.37 亿羽、10.37 亿羽、10.89 亿羽, 同比分别增长 0%、0%、5%, 肉鸡销售均价分别为 13.8 元/公斤、13.11 元/公斤、13.76 元/公斤, 同比分别增长 15%、-5%、5%。

图表 10 公司收入成本预测表

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	55,657	57,244	73,144	74,939	82,048	93,864	94,787
YoY	-6.2%	2.9%	27.8%	2.5%	9.5%	14.4%	1.0%
营业成本	44,491	47,590	52,894	60,229	66,943	76,540	82,948
毛利率	20.1%	16.9%	27.7%	19.6%	18.4%	18.5%	12.5%
毛利	11,167	9,654	20,251	14,710	15,106	17,324	11,839
YOY	-33.3%	-13.5%	109.8%	-27.4%	2.7%	14.7%	-31.7%
1、养殖	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	54,060	55,464	70,687	72,687	79,571	91,139	91,790
yoy	-7.1%	2.6%	27.4%	2.8%	9.5%	14.5%	0.7%
营业成本 (百万元)	43,162	46,196	51,094	58,632	65,186	74,608	80,823
毛利率	20.2%	16.7%	27.7%	19.3%	18.1%	18.1%	11.9%
毛利 (百万元)	10,898	9,268	19,593	14,054	14,385	16,531	10,966
毛利率		-15.0%	111.4%	-28.3%	2.4%	14.9%	-33.7%
1.1 肉猪类	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	35,049	33,766	41,812	46,343	49,378	62,118	59,800
YoY	-6.9%	-3.7%	23.8%	10.8%	6.5%	25.8%	-3.7%
其中: 商品肉猪收入	33,795	32,945	39,545	40,016	41,971	52,800	50,830
成本	26,357	29,605	29,754	32,169	38,797	48,000	52,765
毛利率	24.8%	12.3%	28.8%	30.6%	21.4%	22.7%	11.8%
其中: 商品肉猪成本	24,575	27,818	25,531	27,777	32,978	40,800	44,850
毛利	8,692	4,161	12,057	14,174	10,581	14,118	7,035
YoY		-52.1%	189.8%	17.6%	-25.3%	33.4%	-50.2%
商品肉猪销量 (万头)	1,904	2,230	1,852	955	1,200	2,000	2,600
YoY	11.2%	17.1%	-17.0%	-48.4%	25.7%	66.7%	30.0%
商品猪销售均价 (元/头)	1,775	1,478	2,136	4,192	3,498	2,640	1,955
商品猪单头成本 (元/头)	1,291	1,248	1,379	2,910	2,748	2,040	1,725
头均毛利 (元/头)	484	230	757	1,282	749	600	230
1.2 肉鸡类产品	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入(百万元)	17,564	19,956	26,786	24,294	27,938	26,541	29,262
YoY	-8.6%	13.6%	34.2%	-9.3%	15.0%	-5.0%	10.3%
成本 (百万元)	15,602	15,311	19,739	24,202	24,202	24,202	25,412
毛利率	11.2%	23.3%	26.3%	0.4%	13.4%	8.8%	13.2%

毛利	1,962	4,646	7,047	92	3,736	2,339	3,849
YoY		136.8%	51.7%	-98.7%	3971.8%	-37.4%	64.6%
销量(亿只)	7.76	7.48	9.15	10.37	10.37	10.37	10.89
YoY	-8.5%	-3.6%	22.3%	13.3%	0.0%	0.0%	5.0%
销售均价(元/只)	22.6	26.7	29.3	23.4	26.9	25.6	26.9
单只成本(元/只)	20.1	20.5	21.6	23.3	23.3	23.3	23.3
羽均毛利(元/只)	2.5	6.2	7.7	0.1	3.6	2.3	3.5
1.3 其他养殖类	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
收入(百万元)	1,447	1,742	2,090	2,050	2,254	2,480	2,728
YoY	9.4%	20.4%	20.0%	-1.9%	10.0%	10.0%	10.0%
成本(百万元)	1,203	1,281	1,600	2,261	2,187	2,406	2,646
YoY	58.9%	6.5%	24.9%	41.3%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利	244	461	489	(211)	68	74	82
毛利率	16.9%	26.5%	23.4%	-10.3%	-10.3%	-10.3%	-10.3%
2、其他业务	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入(百万元)	1,597	1,780	2,457	2,252	2,477	2,725	2,998
YoY	37.2%	11.5%	38.0%	-8.4%	10.0%	10.0%	10.0%
成本(百万元)	1,328	1,394	1,800	1,597	1,756	1,932	2,125
YoY	-6.1%	5.0%	29.1%	-11.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	269	386	657	656	721	793	873
毛利率	16.8%	21.7%	26.8%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 投资建议

公司是我国大型生猪、肉鸡养殖企业，近年来受到非瘟疫情严重打击，公司通过多项举措努力恢复竞争力，我们判断公司出栏量、生猪养殖成本拐点已现。

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 820.48 亿元、938.64 亿元、947.87 亿元，同比增长 9.5%、14.4%、1.0%，对应归母净利润 63.65 亿元、79.81 亿元、24.86 亿元，同比分别增长-14.3%、25.4%、-68.9%，对应 EPS1.0 元、1.25 元、0.39 元。我们给予公司 2022 年 15 倍 PE，合理估值 18.75 元，给予“买入（首次）”评级。

风险提示：

非瘟疫情失控；猪价下跌超预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	23055	19432	21015	18408	
现金	1865	-5126	-7769	-13458	
应收账款	343	375	429	434	
其他应收款	2218	2429	2778	2806	
预付账款	1254	1394	1593	1727	
存货	13312	14796	16917	18334	
其他流动资产	4063	5564	7066	8566	
非流动资产	57445	69628	78812	85995	
长期投资	510	512	514	516	
固定资产	28508	34458	38408	41358	
无形资产	1743	1993	2243	2493	
其他非流动资产	26684	32665	37647	41628	
资产总计	80500	89060	99827	104403	
流动负债	16799	18130	20035	21300	
短期借款	3991	3991	3991	3991	
应付账款	4140	4601	5261	5701	
其他流动负债	8669	9538	10783	11608	
非流动负债	16113	16913	17713	18513	
长期借款	7162	7162	7162	7162	
其他非流动负债	8951	9751	10551	11351	
负债合计	32912	35043	37748	39813	
少数股东权益	1800	1865	1945	1970	
股本	6373	6373	6373	6373	
资本公积	5408	5408	5408	5408	
留存收益	34006	40371	48353	50839	
归属母公司股东权	45788	52153	60134	62620	
负债和股东权益	80500	89060	99827	104403	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	8465	7552	8879	3867	
净利润	7426	6365	7981	2486	
折旧摊销	3409	2050	2050	2050	
财务费用	239	892	930	968	
投资损失	-388	-410	-469	-474	
营运资金变动	-2198	-1537	-1822	-1317	
其他经营现金流	9602	8093	10012	3956	
投资活动现金流	-15690	-14451	-11392	-9387	
资本支出	-20416	-13378	-10378	-8378	
长期投资	4489	-711	-711	-711	
其他投资现金流	238	-362	-303	-298	
筹资活动现金流	4753	-92	-130	-168	
短期借款	1918	0	0	0	
长期借款	5802	0	0	0	
普通股增加	1062	0	0	0	
资本公积增加	-1093	0	0	0	
其他筹资现金流	-2936	-92	-130	-168	
现金净增加额	-2537	-6991	-2643	-5689	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	74939	82048	93864	94787	
营业成本	60229	66943	76540	82948	
营业税金及附加	90	99	113	114	
销售费用	880	924	970	1019	
管理费用	5764	6052	6354	6672	
财务费用	196	878	969	1026	
资产减值损失	-537	-50	-50	-50	
公允价值变动收益	-1324	0	0	0	
投资净收益	388	410	469	474	
营业利润	8387	6926	8665	2753	
营业外收入	72	72	72	72	
营业外支出	488	150	150	150	
利润总额	7972	6848	8587	2675	
所得税	488	419	525	164	
净利润	7484	6429	8062	2511	
少数股东损益	58	64	81	25	
归属母公司净利润	7426	6365	7981	2486	
EBITDA	10706	9338	11086	5225	
EPS (元)	1.18	1.00	1.25	0.39	

主要财务比率					
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入	2.5%	9.5%	14.4%	1.0%	
营业利润	-43.7%	-17.4%	25.1%	-68.2%	
归属于母公司净利	-46.8%	-14.3%	25.4%	-68.9%	
获利能力					
毛利率 (%)	19.6%	18.4%	18.5%	12.5%	
净利率 (%)	9.9%	7.8%	8.5%	2.6%	
ROE (%)	16.2%	12.2%	13.3%	4.0%	
ROIC (%)	10.2%	9.2%	10.2%	3.4%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.9%	39.3%	37.8%	38.1%	
净负债比率 (%)	69.2%	64.9%	60.8%	61.6%	
流动比率	1.37	1.07	1.05	0.86	
速动比率	0.50	0.18	0.12	-0.08	
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.92	0.94	0.91	
应收账款周转率	218.59	218.59	218.59	218.59	
应付账款周转率	14.55	14.55	14.55	14.55	
每股指标 (元)					
每股收益	1.18	1.00	1.25	0.39	
每股经营现金流	1.33	1.18	1.39	0.61	
每股净资产	7.18	8.18	9.44	9.83	
估值比率					
P/E	15.65	14.41	11.49	36.89	
P/B	2.54	1.76	1.53	1.46	
EV/EBITDA	12.50	12.54	10.87	24.31	

分析师简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。