业绩符合预期，养殖航母整装启航

温氏股份(300498)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	35.36
合理价格区间(元):	42.70~48.80

杨天明 研究员 执业证书编号：S0570519080004 yangtianming@htsc.com

冯鹤 研究员 执业证书编号：S0570517110004 021-28972251 fenghe@htsc.com

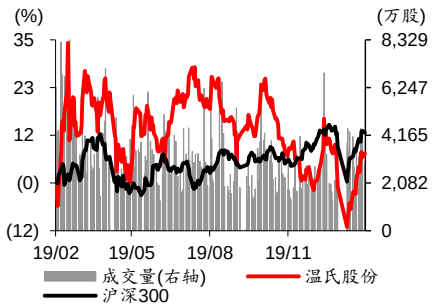
相关研究

1《温氏股份(300498 SZ,买入): 业绩符合预期，公司盈利逐季向上》2019.10

2《温氏股份(300498 SZ,买入): 业绩符合预期，经营逐季改善》2019.08

3《温氏股份(300498,买入): 猪鸡共舞，业绩有望再次刷新纪录》2019.04

一年内股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	5,312
流通A股 (百万股)	4,021
52周内股价区间 (元)	29.41-45.32
总市值 (百万元)	187,815
总资产 (百万元)	58,132
每股净资产 (元)	7.00

资料来源：公司公告

2019年净利润139.06亿元（yoy+251.38%），与此前业绩预告相符

公司发布2019年度业绩快报，全年营业总收入732.28亿元，yoy+27.92%，实现归母净利139.06亿元，yoy+251.38%。其中，19年单四季度实现营收249.20亿元，yoy+51.90%，实现归母净利78.21亿元，yoy+639.22%，与公司前期业绩预告相符，我们预计，2020-21年公司EPS为6.10和1.86元，维持“买入”评级。

鸡猪双引擎，预计贡献137.7亿利润

生猪销售方面，受非洲猪瘟疫情影响，公司2019年全年生猪出栏1851.66万头，同比减少16.95%，销售均价18.79元/千克，实现销售收入395.45亿元，同比增长20.03%，我们估算，2019年生猪完全成本为14.75元/公斤（出栏均重113.69公斤），生猪养殖业务贡献净利润85.05亿元；肉鸡养殖方面，公司全年销售肉鸡9.25亿只（出栏体重1.86公斤），同比增长23.58%，销售均价15.06元/公斤，实现销售收入258.92亿元，同比上升34.03%，我们估算，19年肉鸡完全成本为12元/公斤，全年黄鸡贡献净利润52.65亿元。

加强管理，备料充足，新冠疫情对公司负面影响不大

自新冠疫情发生以来，公司成立防控小组、加强员工管理并采取严格的隔离观察流程和防控措施，目前5万余员工无新冠肺炎确诊病例，复工有序进行。饲料方面，按照计划，公司在春节前进行备料，养殖厂、养殖户、饲料厂、原料储存仓库等环节均有备料，目前饲料供应充足。考虑到春节后为消费淡季，公司生猪销售原计划就少，预计疫情对公司负面影响不大。

养殖端扩张加速，产业协同布局加快

公司分别于19年12月27日和20年1月20日收购京海禽业和新大牧业部分股份，收购后分别持有新大牧业和京海禽业61.86%和80%的股权，收购有利于公司加速扩张生猪养殖和禽类养殖产能，此外京海禽业拥有2000万只肉鸡的年屠宰产能，有望与公司形成产业协同效应。公司提出将继续延伸和完善产业链，大力发展屠宰加工业务，向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式转变，未来有望打通产业链，充分发挥产业协同效应。

养殖航母再启航，给予“买入”评级

在非洲猪瘟疫情背景下，公司狠抓生物安全，全力推进生猪生产，考虑到公司收购加速，产能有望继续扩张，调整公司2020-21年生猪出栏量至2037/2241万头（前值为2007/2207万头）；同时考虑到生猪供给短缺，今年猪价有望仍将处于高位，调整2020年生猪均价为27元/公斤（前值为25元/公斤）。相应地，2020-21年公司EPS调整为6.10/1.86元（前值为4.36/1.82元），参考可比公司2020年8倍左右PE均值，给予公司2020年7-8PE估值，合理目标价为42.70-48.80元，给予“买入”评级。

风险提示：生猪出栏量不达预期，猪价不达预期，疫情反复。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	55,657	57,244	73,228	101,642	78,220
+/-%	(6.23)	2.85	27.92	38.80	(23.04)
归属母公司净利润 (百万元)	6,751	3,957	13,906	32,387	9,862
+/-%	(42.74)	(41.38)	251.40	132.89	(69.55)
EPS (元，最新摊薄)	1.27	0.75	2.62	6.10	1.86
PE (倍)	27.82	47.46	13.51	5.80	19.05

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：盈利预测核心假设调整前后对比

调整项目	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
出栏量	2006.73	2006.73	2207.4	1851.66	2036.83	2240.51
生猪价格（元/公斤）	18	25	17	18.79	27	17

资料来源：华泰证券研究所

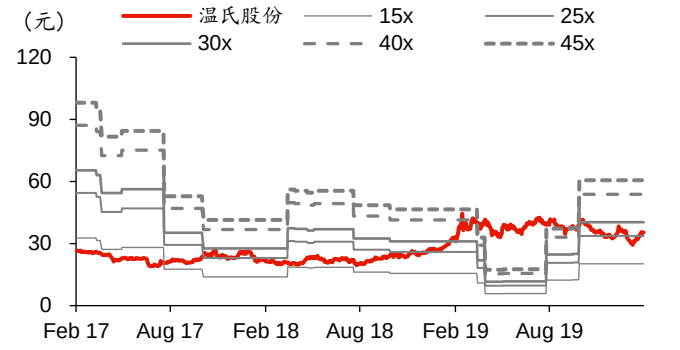
图表2：可比公司盈利预测（采用 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 2 月 24 日收盘价）

证券代码	证券名称	最新股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002714.SZ	牧原股份	111.57	0.25	2.55	13.84	12.83	115.24	43.81	8.06	8.69
002100.SZ	天康生物	12.57	0.33	0.56	2.3	1.99	12.9	22.47	5.47	6.33
000876.SZ	新希望	21.86	0.4	1.05	2.38	2.05	18.01	20.78	9.18	10.67
均值									7.57	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

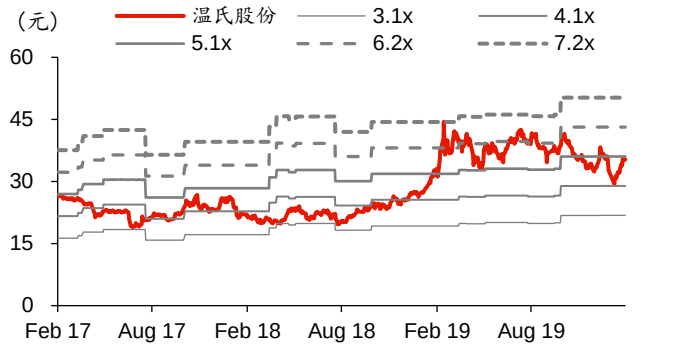
PE/PB - Bands

图表3：温氏股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：温氏股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	19,674	21,802	29,061	54,021	43,636
现金	1,129	1,798	6,352	26,998	14,527
应收账款	172.57	172.63	208.04	302.56	230.68
其他应收账款	553.63	1,059	806.95	1,132	866.72
预付账款	142.12	212.92	292.91	406.57	312.88
存货	11,328	12,889	14,585	17,142	18,363
其他流动资产	6,348	5,671	6,817	8,039	9,336
非流动资产	29,366	32,148	36,153	40,091	44,625
长期投资	671.07	461.87	1,000	1,500	2,000
固定投资	14,438	18,250	20,317	21,993	23,815
无形资产	1,005	1,202	1,335	1,498	1,650
其他非流动资产	13,251	12,234	13,501	15,101	17,160
资产总计	49,040	53,950	65,214	94,112	88,261
流动负债	12,104	13,283	12,126	12,238	13,043
短期借款	2,500	1,802	2,000	1,000	1,000
应付账款	2,431	2,806	3,212	3,571	3,757
其他流动负债	7,174	8,675	6,914	7,667	8,286
非流动负债	3,566	5,094	4,181	4,618	5,279
长期借款	895.00	2,415	3,415	3,415	3,415
其他非流动负债	2,671	2,679	766.25	1,203	1,864
负债合计	15,670	18,377	16,307	16,856	18,322
少数股东权益	752.71	1,005	1,698	3,440	4,028
股本	5,220	5,313	5,312	5,312	5,312
资本公积	4,844	6,267	6,269	6,269	6,269
留存公积	22,341	24,207	33,829	59,436	50,531
归属母公司股东权益	32,617	34,568	47,209	73,816	65,912
负债和股东权益	49,040	53,950	65,214	94,112	88,261

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	7,994	6,494	15,479	35,201	14,075
净利润	6,999	4,256	14,599	34,129	10,449
折旧摊销	2,070	2,409	3,005	3,703	4,483
财务费用	(5.23)	100.76	235.22	(277.22)	(483.79)
投资损失	(169.49)	50.06	(600.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(1,559)	(1,788)	(4,086)	(3,309)	(1,224)
其他经营现金	659.01	1,466	2,325	1,154	1,051
投资活动现金	(8,765)	(4,768)	(6,356)	(7,466)	(8,874)
资本支出	9,777	9,403	4,103	5,800	7,200
长期投资	1,229	(2,859)	2,457	1,499	1,500
其他投资现金	2,241	1,776	204.66	(167.77)	(173.87)
筹资活动现金	1,112	(145.94)	(4,569)	(7,089)	(17,672)
短期借款	2,500	(698.00)	198.00	(1,000)	0.00
长期借款	895.00	1,520	1,000	0.00	0.00
普通股增加	870.06	92.75	(1.60)	0.00	0.00
资本公积增加	(870.06)	1,423	1.60	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,283)	(2,484)	(5,767)	(6,089)	(17,672)
现金净增加额	337.42	1,584	4,554	20,646	(12,471)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	55,657	57,244	73,228	101,642	78,220
营业成本	44,491	47,590	54,829	62,223	64,432
营业税金及附加	62.56	69.81	80.55	111.81	78.22
营业费用	670.65	802.02	1,025	1,016	782.20
管理费用	3,121	3,618	4,543	5,133	3,911
财务费用	(5.23)	100.76	235.22	(277.22)	(483.79)
资产减值损失	121.61	158.14	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	1.43	(12.74)	1,800	1,000	1,000
投资净收益	169.49	(50.06)	600.00	200.00	200.00
营业利润	7,226	4,378	14,865	34,585	10,651
营业外收入	42.08	32.03	64.09	46.07	47.40
营业外支出	175.58	125.95	181.58	161.03	156.19
利润总额	7,092	4,284	14,747	34,470	10,542
所得税	93.16	27.61	148.29	340.51	92.69
净利润	6,999	4,256	14,599	34,129	10,449
少数股东损益	247.91	298.69	692.66	1,742	587.69
归属母公司净利润	6,751	3,957	13,906	32,387	9,862
EBITDA	9,290	6,888	18,105	38,011	14,650
EPS (元，基本)	1.29	0.74	2.62	6.10	1.86

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(6.23)	2.85	27.92	38.80	(23.04)
营业利润	(42.17)	(39.42)	239.56	132.66	(69.20)
归属母公司净利润	(42.74)	(41.38)	251.40	132.89	(69.55)
获利能力 (%)					
毛利率	20.06	16.86	25.13	38.78	17.63
净利率	12.13	6.91	18.99	31.86	12.61
ROE	20.70	11.45	29.46	43.88	14.96
ROIC	21.94	12.05	35.79	71.81	19.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.95	34.06	25.01	17.91	20.76
净负债比率 (%)	22.11	25.29	33.21	26.19	24.10
流动比率	1.63	1.64	2.40	4.41	3.35
速动比率	0.69	0.66	1.13	2.94	1.86
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.11	1.23	1.28	0.86
应收账款周转率	328.74	307.95	356.26	369.02	271.77
应付账款周转率	17.52	18.18	18.22	18.35	17.59
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.27	0.75	2.62	6.10	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.22	2.91	6.63	2.65
每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.51	8.89	13.90	12.41
估值比率					
PE (倍)	27.82	47.46	13.51	5.80	19.05
PB (倍)	5.76	5.43	3.98	2.54	2.85
EV_EBITDA (倍)	20.39	27.50	10.46	4.98	12.93

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。

本公司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，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

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力。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。

本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。
全资子公司华泰金融控股（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
©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

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

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

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

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