

公司研究/中报点评

2019年08月21日

农林牧渔/农业综合 II

投资评级: 买入 (维持评级)

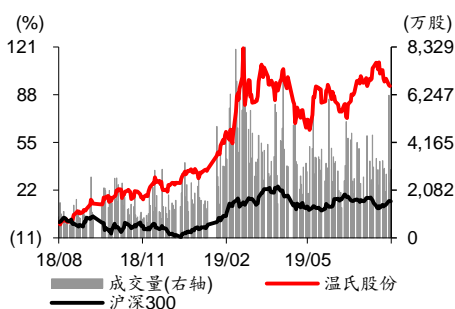
当前价格(元): 39.85  
合理价格区间(元): 45.15~54.18

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

相关研究

- 1《温氏股份(300498,买入): 猪鸡共舞, 业绩有望再次刷新纪录》2019.04
- 2《温氏股份(300498,买入): 猪价走出低迷, 业绩将迎来周期性回升》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩符合预期, 经营逐季改善

### 温氏股份(300498)

#### 2019H1 公司归母净利润同比增长 50.76%, 符合预期

公司公布 2019 年半年报, 2019H1, 公司实现营收 304.35 亿元, 同比增长 20.22%; 实现归母净利润 13.83 亿元, 同比增长 50.76%。单季度来看, 19Q2, 公司实现营收 164.63 亿元, 同比增长 35.35%; 实现归母净利润 18.43 亿元, 同比扭亏。由于公司此前已发布业绩预告, 业绩符合公司预告。此外, 公司公布中期利润分配方案, 以 53.12 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元 (含税)。我们预计, 2019-21 年公司 EPS 分别为 2.00/3.07/2.08 元, 参照牧原股份 2020 年 12 倍 PE, 我们给予公司 2020 年 15-18 倍 PE, 目标价 45.15-54.18 元, 继续给予“买入”评级。

#### 猪价景气上行、禽链景气持续, 公司业绩同比有较大改善

生猪养殖方面, 19H1 公司生猪出栏量 1177.4 万头, 同比增长 13.69%。受益于 3 月份之后猪价开始回升, 公司生猪养殖业务盈利情况有较大改善。19H1, 按照生猪销售均价 13.5 元/公斤计算, 我们估算, 公司生猪养殖业务亏损 2 亿元左右。禽养殖方面, 19H1, 公司销售商品肉鸡 3.94 亿羽, 同比增长 17.51%, 按照黄鸡均价 12.36 元/公斤计算, 我们估算禽养殖业务贡献净利润 8.5 亿元左右。19H1, 股权激励费用摊销 1.8 亿元, 金融资产业务稳健增长, 投资收益+公允价值变动损益 9 亿元+。此外, 截至报告期末, 公司生产性生物资产较年初仅下降 8.80%, 较一季度末上升 0.70%。

#### 联姻京海, 进军白鸡养殖业

京海禽业深耕白羽肉鸡行业 30 余年, 可年产白羽肉鸡父母代种鸡苗 800 万套、商品代鸡苗 1 亿羽, 2018 年实现营收 4.52 亿元, 净利润 2.22 亿元, 净利率 49.25%, 具有较强的盈利能力。本次公司拟通过发行股份 (30%)、可转换债券 (40%) 及支付现金 (30%) 的方式收购京海禽业 80% 股权, 有望将肉鸡养殖业务拓展至白羽肉鸡领域, 丰富公司在禽类养殖领域的产品结构, 不断完善公司产业链生态圈战略布局。

#### 生猪景气上行叠加禽业景气高位持续, 继续给予“买入”评级

非洲猪瘟疫情影响公司出栏节奏, 我们调整公司 2019-21 年生猪出栏预期至 2230/2430/2649 万头 (前值为 2430/2649/2888 万头)、调整肉鸡出栏预期至 8.23/8.30/8.50 亿羽 (前值为 7.50/8.10/8.10 亿羽), 相应地, 我们预计 2019-21 年, 公司 EPS 分别为 2.00/3.07/2.08 元 (前值为 2.54/4.49/1.78 元)。参照牧原股份 2020 年 12 倍 PE 水平, 结合公司生猪业务、肉鸡养殖业务稳健发展, 我们给予公司 2020 年 15-18 倍 PE, 目标价 45.15-54.18 元, 继续给予“买入”评级。

风险提示: 猪价上涨不达预期, 出栏量不及预期, 疫情风险。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	5,313
流通 A 股 (百万股)	4,010
52 周内股价区间 (元)	20.23-45.32
总市值 (百万元)	211,727
总资产 (百万元)	53,486
每股净资产 (元)	6.43

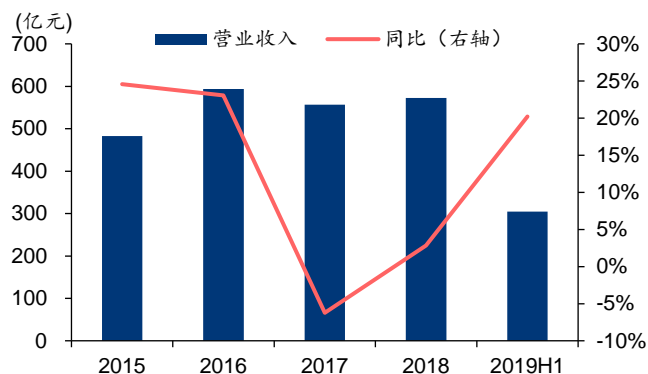
资料来源: 公司公告

### 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	68,999	77,791	73,807
+/-%	(6.23)	2.85	20.54	12.74	(5.12)
归属母公司净利润 (百万元)	6,751	3,957	10,640	16,308	11,034
+/-%	(42.74)	(41.38)	168.87	53.26	(32.34)
EPS (元, 最新摊薄)	1.27	0.74	2.00	3.07	2.08
PE (倍)	31.05	52.98	19.70	12.86	19.00

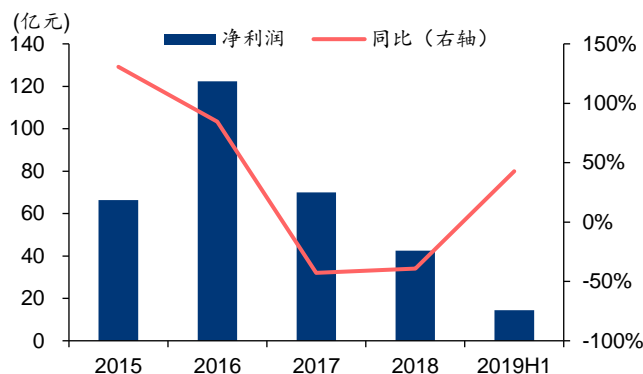
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2015-19H1, 温氏股份营业收入及增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2015-19H1, 温氏股份净利润及增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 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
商品肉猪						
出栏量 (万头)	2430.37	2649.11	2887.53	2229.70	2430.37	2649.11
售价 (元/公斤)	16.00	19.00	17.00	17.00	20.00	17.00
商品肉鸡						
出栏量 (亿羽)	7.50	8.10	8.10	8.23	8.30	8.50
售价 (元/公斤)	12.00	11.50	11.60	14.00	13.50	13.00

资料来源: 华泰证券研究所

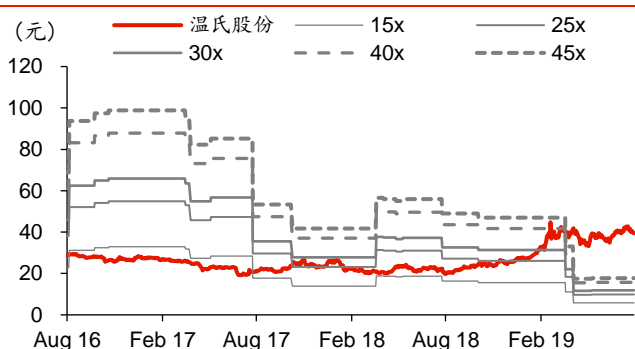
图表4: 可比公司盈利预测 (采用 Wind 一致预期, 股价截至 2019 年 8 月 21 日收盘价)

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	70.45	0.25	2.10	5.74	5.77	115	33	12	12
002100.SZ	天康生物	10.26	0.33	0.54	1.11	1.41	13	18	9	7
000876.SZ	新希望	17.85	0.40	0.75	1.22	1.71	18	23	14	10

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 注: 由于业务结构因素, 实际以牧原股份作为 PE 估值参考标准, 其他公司除了养殖业务, 兼有饲料、疫苗等业务

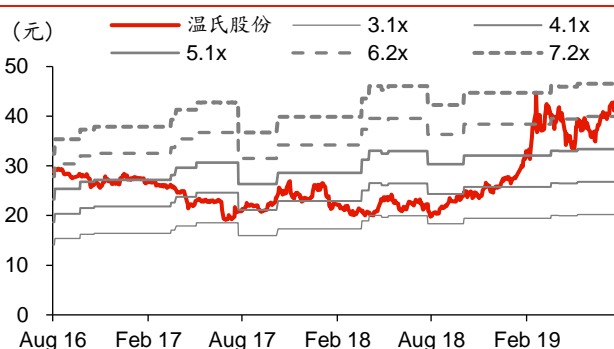
## PE/PB - Bands

图表5: 温氏股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 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	26,530	35,431	35,040
现金	1,129	1,798	4,235	10,935	8,343
应收账款	172.57	172.63	196.03	231.56	217.66
其他应收账款	553.63	1,059	760.35	866.72	817.83
预付账款	142.12	212.92	276.00	311.17	295.23
存货	11,328	12,889	14,246	15,047	16,031
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	62,682	75,522	79,666
流动负债	12,104	13,283	12,029	11,679	12,543
短期借款	2,500	1,802	2,000	1,000	1,000
应付账款	2,431	2,806	3,137	3,134	3,280
其他流动负债	7,174	8,675	6,891	7,544	8,264
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	16,210	16,296	17,822
少数股东权益	752.71	1,005	1,535	2,412	3,070
股本	5,220	5,313	5,313	5,313	5,313
资本公积	4,844	6,267	6,267	7,013	7,379
留存公积	22,341	24,207	32,157	43,277	44,862
归属母公司股东权益	32,617	34,568	44,937	56,813	58,774
负债和股东权益	49,040	53,950	62,682	75,522	79,666

### 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	12,212	19,294	14,731
净利润	6,999	4,256	11,170	17,185	11,691
折旧摊销	2,070	2,409	3,005	3,703	4,483
财务费用	(5.23)	100.76	279.05	99.10	(23.30)
投资损失	(169.49)	50.06	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(1,559)	(1,788)	(3,746)	(1,544)	(1,289)
其他经营现金	659.01	1,466	1,702	50.51	69.43
投资活动现金	(8,765)	(4,768)	(6,756)	(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	(195.34)	(167.77)	(173.87)
筹资活动现金	1,112	(145.94)	(3,019)	(5,127)	(8,449)
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	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(870.06)	1,423	0.00	745.78	366.07
其他筹资现金	(2,283)	(2,484)	(4,217)	(4,873)	(8,815)
现金净增加额	337.42	1,584	2,437	6,701	(2,592)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	55,657	57,244	68,999	77,791	73,807
营业成本	44,491	47,590	53,556	54,616	56,248
营业税金及附加	62.56	69.81	75.90	85.57	81.19
营业费用	670.65	802.02	896.99	1,011	959.49
管理费用	3,121	3,618	4,140	4,667	4,797
财务费用	(5.23)	100.76	279.05	99.10	(23.30)
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)	1,200	10.00	10.00
投资净收益	169.49	(50.06)	200.00	200.00	200.00
营业利润	7,226	4,378	11,401	17,472	11,904
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	11,284	17,357	11,795
所得税	93.16	27.61	113.46	171.46	103.71
净利润	6,999	4,256	11,170	17,185	11,691
少数股东损益	247.91	298.69	529.99	877.38	657.56
归属母公司净利润	6,751	3,957	10,640	16,308	11,034
EBITDA	9,290	6,888	14,686	21,274	16,363
EPS (元, 基本)	1.29	0.74	2.00	3.07	2.08

### 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	20.54	12.74	(5.12)
营业利润	(42.17)	(39.42)	160.45	53.24	(31.87)
归属母公司净利润	(42.74)	(41.38)	168.87	53.26	(32.34)
获利能力 (%)					
毛利率	20.06	16.86	22.38	29.79	23.79
净利率	12.13	6.91	15.42	20.96	14.95
ROE	20.70	11.45	23.68	28.70	18.77
ROIC	21.94	12.05	27.90	38.38	23.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.95	34.06	25.86	21.58	22.37
净负债比率 (%)	22.11	25.29	33.41	27.09	24.77
流动比率	1.63	1.64	2.21	3.03	2.79
速动比率	0.69	0.66	0.96	1.68	1.45
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.11	1.18	1.13	0.95
应收账款周转率	328.74	307.95	346.60	337.31	304.42
应付账款周转率	17.52	18.18	18.02	17.42	17.54
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.27	0.74	2.00	3.07	2.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.22	2.30	3.63	2.77
每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.51	8.46	10.69	11.06
估值比率					
PE (倍)	31.05	52.98	19.70	12.86	19.00
PB (倍)	6.43	6.06	4.67	3.69	3.57
EV_EBITDA (倍)	22.74	30.67	14.38	9.93	12.91

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

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、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：A0K809

©版权所有 2019 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

### 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