

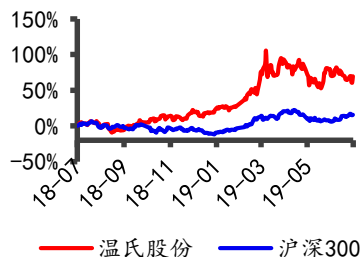
## 投资评级

**推荐**

## 公司基本情况

收盘价(元)	36.88
52周最高(元)	44.97
52周最低(元)	19.67
总市值(亿元)	1959
流通市值(亿元)	1479
总股本(亿股)	53.13
流通股本(亿股)	40.10
每股净资产(元)	6.49
资产负债率(%)	33.24

## 股价走势图



## 研发部

分析师：程毅敏  
 SAC 执业证书编号：S1340511010001  
 Email: [chengyimin@cnpsec.com](mailto:chengyimin@cnpsec.com)

研究助理：杨浩  
 SAC 执业证书编号：S1340118010016  
 Email: [yanghao@cnpsec.com](mailto:yanghao@cnpsec.com)  
 电话：010-67017788-9506

## 相关研究报告

《温氏股份(300498)：猪价上行+鸡价震荡趋弱，整体业绩望较快增长》-2019.4.13  
 《温氏股份(300498)：受益猪价上行、鸡价稳健，Q3业绩边际显著改善》-2018.10.12  
 《温氏股份(300498)：猪肉板块边际改善，中期猪价、鸡价不宜过分乐观》-2018.8.17

**月度生猪销售持续向好，借股价调整布局正当时**
**——温氏股份(300498)**
**事件：**

7月5日，公司发布6月份商品肉猪销售情况简报：公司6月销售商品肉猪192.98万头，收入33.35亿元，销售均价15.60元/公斤，环比变动分别为-4.29%、2.93%、10.48%，同比变动分别为19.57%、54.68%、34.72%。

据公司披露，商品肉猪销售收入同比上升，主要是销售数量和销售均价同比上升所致。

**核心观点**

**● 月度生猪销售持续向好，后续猪价仍存上行空间。**2019年1-6月公司商品肉猪每公斤销售均价分别为11.52元、11.62元、14.02元、14.08元、14.12元、15.60元，销售均价持续向好，非洲猪瘟导致的产能去化影响逐步显现。我们认为下半年猪价仍存震荡上行空间：1) 猪价淡季不弱。在正常猪价年内周期里，4-5月通常为猪肉价格相对低点，但2019年受猪瘟导致的产能去化影响，猪价表现淡季不弱，Q2季度22省市生猪均价同比+46.1%；2) 夏季出栏体重下降，供给季节性收紧。夏季高温影响出栏体重，生猪容易出现过激反应，导致死亡率上升，出栏体重一般会出现季节性下降；3) 能繁母猪数据未见好转。自2019年1月能繁母猪产能去化同比加速以来，截止5月数据，仍未见好转；考虑到商品猪养殖周期，能繁母猪可提前12个月反映生猪供应，此轮猪价景气将维持至2020年。

**● 猪价上行带动板块毛利率提升，贡献可观业绩增量。**目前公司种猪存量130万头左右，现有猪场总产能3000-3500万头，根据公司生猪板块历史数据测算，生猪销售价格与板块毛利率高度相关，假设养殖成本、单头出栏体重不变，生猪养殖板块毛利率=0.038\*单头均价-44.65，相关系数R2达到0.99。若2019年生猪销售均价同比上涨25%（最保守估计），板块毛利率将提升至26.71%，相较2018年提升超过14个百分点。若按年出栏3000万头计算，假设毛利增量全部转化为利润，将增厚利润约63.6亿（3000万头\*212元/头）。

**● 鸡价短期强势，中期将震荡趋弱：**鸡价方面，短期来看，猪价上行利好鸡肉消费，鸡价高位上行态势仍有望维持；中期伴随白羽鸡祖代引种增加，白羽鸡供给宽松及部分生猪养殖户转入，都将带动黄鸡价格承压，同时考虑到鸡周期时间跨度较短，中小养殖户产能调整相比生猪更迅速的特点，远期端价格将承压，整体维持震荡趋弱的判断。

● **盈利预测与评级：**考虑到猪价上行超预期情况，我们上调之前盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.29 元、2.89 元和 2.78 元，目前股价对应 2019-2021 年市盈率分别为 16.1 倍、12.8 倍和 13.3 倍，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**猪肉价格波动；肉鸡价格波动；疫病风险；限售股解禁。

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	57,244	73,129	83,232	88,495
增长率（%）	2.9%	27.7%	13.8%	6.3%
净利润（百万元）	3,957	12,168	15,373	14,760
增长率（%）	-41.4%	207.5%	26.3%	-4.0%
EPS（元）	0.74	2.29	2.89	2.78

## 财务预测表

**资产负债表**

会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,798	7,422	11,584	12,612
交易性金融资产	55	55	55	55
应收及预付	386	493	561	596
其他应收款	1,059	1,159	1,279	1,429
存货	12,889	15,904	17,463	17,888
其他流动资产	5,616	5,671	5,671	5,671
流动资产合计	21,802	30,703	36,612	38,250
长期投资	462	462	462	462
固定资产	18,250	20,023	21,948	23,986
无形资产	1,202	1,536	1,748	1,859
其他非流动资产	12,234	12,535	12,806	14,148
非流动资产合计	32,148	34,556	36,965	40,455
<b>资产总计</b>	<b>53,950</b>	<b>65,259</b>	<b>73,576</b>	<b>78,705</b>
短期借款	1,802	2,302	2,358	2,229
应付及预收	3,089	3,947	4,492	4,776
其他流动负债	8,391	7,721	7,295	7,073
流动负债	13,283	13,970	14,145	14,077
长期借款	2,415	3,085	3,511	3,733
应付债券	2,485	2,485	2,485	2,485
其他非流动负债	193	214	247	273
非流动负债	5,094	5,784	6,244	6,492
<b>负债合计</b>	<b>18,377</b>	<b>19,754</b>	<b>20,389</b>	<b>20,569</b>
股本	5,313	5,313	5,313	5,313
资本公积	6,267	6,267	6,267	6,267
留存收益	22,988	32,499	39,704	44,145
<b>母公司所有者权益</b>	<b>34,568</b>	<b>44,080</b>	<b>51,285</b>	<b>55,726</b>
少数股东权益	1,005	1,425	1,903	2,411
<b>负债和股东权益</b>	<b>53,950</b>	<b>65,259</b>	<b>73,576</b>	<b>78,705</b>

**现金流量表摘要**

会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
经营现金流净额	6,494	12,306	16,954	17,502
投资现金流净额	-4,768	-4,230	-4,333	-5,579
筹资现金流净额	-146	-2,327	-8,235	-10,561

**利润表**

会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	57,244	73,129	83,232	88,495
营业成本	47,590	53,931	60,769	66,446
营业税金及附加	70	75	86	91
销售费用	802	878	979	1,020
管理费用	3,618	4,858	4,775	4,810
研发费用	553	588	589	569
财务费用	101	170	123	112
资产减值损失	158	0	0	128
其他收益	68	72	82	87
投资净收益	-50	122	135	147
公允变动收益	-13	1	1	1
资产处置收益	20	0	0	0
汇兑净收益	-	-	-	-
<b>营业利润</b>	<b>4,378</b>	<b>12,822</b>	<b>16,128</b>	<b>15,552</b>
加: 营业外收入	32	81	93	98
减: 营业外支出	126	234	267	283
<b>利润总额</b>	<b>4,284</b>	<b>12,669</b>	<b>15,954</b>	<b>15,367</b>
减: 所得税	28	82	103	99
<b>净利润</b>	<b>4,256</b>	<b>12,588</b>	<b>15,851</b>	<b>15,268</b>
减: 少数股东损益	299	420	478	508
<b>归属母公司净利</b>	<b>3,957</b>	<b>12,168</b>	<b>15,373</b>	<b>14,760</b>

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	16.9%	26.3%	27.0%	24.9%
净利率	7.4%	17.2%	19.0%	17.3%
净资产收益率	11.4%	27.6%	30.0%	26.5%
市盈率 (倍)	24.79	16.10	12.75	13.28
市净率 (倍)	4.02	4.45	3.82	3.52
EPS	0.74	2.29	2.89	2.78
每股净资产 (元/股)	6.51	8.30	9.65	10.49
经营现金流 (元/股)	1.22	2.32	3.19	3.29

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。