公司研究

公司信息更新报告

开源证券 证券研究报告

温氏股份（300498.SZ）

2020 年 08 月 20 日

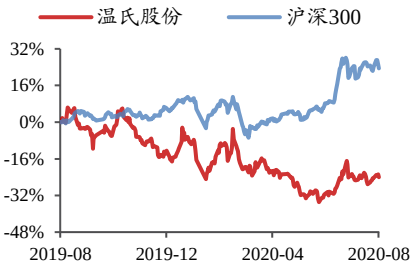
前期非瘟疫情冲击较大，静待出栏拐点到来

——公司信息更新报告

投资评级：增持（下调）

日期	2020/8/20
当前股价(元)	23.88
一年最高最低(元)	42.43/20.30
总市值(亿元)	1,522.07
流通市值(亿元)	1,156.86
总股本(亿股)	63.74
流通股本(亿股)	48.44
近 3 个月换手率(%)	63.09

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-猪鸡共振，养殖巨头迎来业绩释放黄金时期》-2020.4.26

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

● **生猪业务受前期非瘟疫情冲击较大，行情低迷下肉禽业务大幅亏损，下调至“增持”评级**

温氏股份发布 2020 年半年报：报告期内，公司实现营业收入 359.57 亿元，同比增长 18.20%；实现归母净利润 41.53 亿元，同比增长 200.33%。受益于猪价高景气公司盈利大幅增长，考虑到公司前期受非瘟疫情影响产能恢复较慢，我们下调此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 131（-187）/131（-126）/104（-114）亿元，对应 EPS 为 2.1/2.1/1.6 元，当前股价对应 PE 为 12/12/15 倍，下调至“增持”评级。

● **生猪养殖：公司积极应对前期非瘟冲击，静待出栏拐点到来**

前期非洲猪瘟疫情对公司种猪群负面影响较为严重，2020H1 公司肉猪销售量释放较为缓慢，共销售肉猪 486.58 万头，同比减少 59%；单 Q2 销售肉猪 261.33 万头，同比减少 55%。我们测算 Q2 生猪业务利润 34.5 亿元，完全成本下降至 21.8 元/公斤，未来随着养殖效率的提升及出栏量的释放预计持续下行。产能布局稳步推进，上半年公司共签订生猪养殖投资协议规模 1090 万头，新增储备 1506.9 万头猪苗产能的种猪场用地和年饲养能力 1052.6 万头的养殖小区用地，实现新增自建养殖小区开工产能 187.6 万头。种猪存栏大幅增长，截止 2020 年 6 月底公司生产性生物资产账面价值 60.4 亿元，同比增长 84%。我们认为当前公司生猪出栏处于底部区间，随着能繁母猪存栏的增长出栏量预计逐步改善。

● **禽养殖：行情低迷下陷入亏损，未来有望边际改善**

受行业产能过剩及终端消费低迷影响 2020H1 公司黄羽鸡售价约 10.6 元/公斤，同比下滑 18%，销售肉鸡 4.79 亿只、肉鸭 0.24 亿只，考虑到市场行情及实际业务情况，计提了肉鸡和肉鸭跌价准备 7.17 亿元，我们测算公司单 Q2 禽养殖业务亏损 11 亿元（含减值），预计下半年随着下游需求的恢复禽养殖盈利有望好转。

● **风险提示：**畜禽出栏量释放不及预期、畜禽价格景气度不及预期、养殖成本大幅上升。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	57,236	73,120	67,990	87,913	102,588
YOY(%)	2.8	27.8	-7.0	29.3	16.7
归母净利润(百万元)	3,957	13,967	13,148	13,091	10,440
YOY(%)	-41.4	252.9	-5.9	-0.4	-20.3
毛利率(%)	16.9	27.7	28.2	23.4	19.9
净利率(%)	6.9	19.1	19.3	14.9	10.2
ROE(%)	12.0	31.0	24.2	21.0	15.2
EPS(摊薄/元)	0.62	2.19	2.06	2.05	1.64
P/E(倍)	38.5	10.9	11.6	11.6	14.6
P/B(倍)	4.4	3.4	2.9	2.5	2.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21802	26094	31510	46389	44724
现金	1798	1468	10344	12979	15299
应收票据及应收账款	173	307	126	439	219
其他应收款	1059	1294	795	1947	1236
预付账款	213	306	154	450	252
存货	12889	12486	11379	21355	18668
其他流动资产	5671	10232	8712	9218	9050
非流动资产	32148	39485	40929	53596	68934
长期投资	462	508	668	807	887
固定资产	21847	27029	29821	41721	56958
无形资产	1202	1371	1446	1550	1665
其他非流动资产	8637	10578	8994	9518	9423
资产总计	53950	65579	72439	99985	113657
流动负债	13283	13897	13927	32517	39400
短期借款	1802	2072	2634	13886	22058
应付票据及应付账款	2806	2658	2487	4567	4059
其他流动负债	8675	9167	8806	14064	13283
非流动负债	5094	5054	4008	4283	4642
长期借款	4900	4346	3471	3689	4067
其他非流动负债	193	709	537	594	575
负债合计	18377	18951	17935	36800	44042
少数股东权益	1005	1516	1556	1755	1914
股本	5313	5312	6374	6374	6374
资本公积	6267	6501	5439	5439	5439
留存收益	24207	34132	41635	48989	54476
归属母公司股东权益	34568	45112	52949	61430	67701
负债和股东权益	53950	65579	72439	99985	113657

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6494	18303	19020	13273	20845
净利润	4256	14445	13188	13290	10599
折旧摊销	2409	3049	3060	4087	5822
财务费用	101	241	434	1236	2434
投资损失	50	-123	-200	-150	-100
营运资金变动	-1788	179	2270	-5022	2266
其他经营现金流	1466	512	269	-169	-176
投资活动现金流	-4768	-10811	-4183	-16565	-20841
资本支出	9403	12392	2136	12243	15353
长期投资	2859	-1668	-161	-97	-80
其他投资现金流	7495	-87	-2208	-4419	-5567
筹资活动现金流	-146	-4867	-6613	-5296	-5865
短期借款	-698	270	-90	30	-10
长期借款	1524	-555	-874	218	378
普通股增加	93	-2	1062	0	0
资本公积增加	1423	234	-1062	0	0
其他筹资现金流	-2488	-4815	-5648	-5544	-6233
现金净增加额	1584	2626	8224	-8588	-5861

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	57236	73120	67990	87913	102588
营业成本	47590	52894	48797	67366	82189
营业税金及附加	70	106	77	109	129
营业费用	802	917	884	1055	1334
管理费用	3618	4728	4419	4378	5437
研发费用	553	570	612	615	513
财务费用	101	241	434	1236	2434
资产减值损失	158	-62	-717	67	138
其他收益	68	139	150	170	185
公允价值变动收益	-13	1056	-330	185	159
投资净收益	-50	123	200	150	100
资产处置收益	20	1	-3	5	10
营业利润	4378	14900	13500	13598	10867
营业外收入	32	32	20	32	29
营业外支出	126	152	155	152	146
利润总额	4284	14780	13365	13477	10750
所得税	28	336	177	187	151
净利润	4256	14445	13188	13290	10599
少数股东损益	299	477	40	199	159
归母净利润	3957	13967	13148	13091	10440
EBITDA	7072	18198	16519	17833	17365
EPS(元)	0.62	2.19	2.06	2.05	1.64

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	2.8	27.8	-7.0	29.3	16.7
营业利润(%)	-39.4	240.4	-9.4	0.7	-20.1
归属于母公司净利润(%)	-41.4	252.9	-5.9	-0.4	-20.3
获利能力					
毛利率(%)	16.9	27.7	28.2	23.4	19.9
净利率(%)	6.9	19.1	19.3	14.9	10.2
ROE(%)	12.0	31.0	24.2	21.0	15.2
ROIC(%)	11.1	28.1	22.0	16.8	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	34.1	28.9	24.8	36.8	38.8
净负债比率(%)	15.5	13.0	-5.5	9.7	18.3
流动比率	1.6	1.9	2.3	1.4	1.1
速动比率	0.2	0.3	0.9	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	331.6	304.9	313.8	310.8	311.8
应付账款周转率	18.2	19.4	19.0	19.1	19.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	2.19	2.06	2.05	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	2.87	2.98	2.08	3.27
每股净资产(最新摊薄)	5.42	7.08	8.31	9.64	10.62
估值比率					
P/E	38.5	10.9	11.6	11.6	14.6
P/B	4.4	3.4	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	22.4	8.7	9.1	8.9	9.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn