



## 养殖巨无霸，业绩高增长

——温氏股份（300498）年报点评

2016年04月18日

推荐/维持

温氏股份 年报点评

### 事件：

温氏股份公布 2015 年年报，公司实现营业收入 482 亿元，同比增长 25%，实现归属于母公司股东净利润 62 亿元，同比增长 131%，同时公司向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税）、转增 2 股。

### 主要观点：

#### 1. 生猪业务量价齐升

猪价自 15 年 3 月 18 日触底反转，仅在 9 月出现小幅回调，至年底总体维持在高位运行。行业进入上升周期，公司产能快速释放，15 年生猪销售量 1535 万头，同比增长 26%。头均盈利 490 元，同比增长 170%。虽然公司将代养费提高了 32%，从 14 年的 163 元提高到 15 年 216 元，但饲料原料成本的下降使得头均成本降低 68 元。总体来看，养殖成本反而小幅降低，由 14 年平均 11.8 元/公斤降至 15 年平均 11.7 元/公斤。

#### 2. 肉鸡业务企稳放量

肉鸡市场有所回暖，公司全年鸡肉平均价格高于 2014 年约 0.9 元/公斤达到 14.4 元/公斤。销售量方面结束了连续两年的下跌，15 年实现 7.44 亿只的销售规模，同比增长 6.7%。只均盈利 4.4 元，同比增长 15%。单位养殖成本上升的主要原因是代养费提高，由 14 年的 2.5 元/只上升到 3.6 元/只，涨幅达 43%。饲料原料成本的下降使得每只均成本降低 0.92 元。总体来看，成本上升部分有助于“公司+农户”模式的复制。

#### 3. 管理效率业内翘楚

公司三项费用中，销售费用随销售量稳固增长，同比增长 25%；管理费用大幅上涨的主要原因是公司规模扩张过程中人员薪酬的增加，和 15 年上市中介费用；财务费用大幅下降主要受益于全年经营效益的支撑。我们认为，公司是养殖行业内，管理效率的佼佼者，未来随着规模继续扩张，管理优势将逐渐显露。

### 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

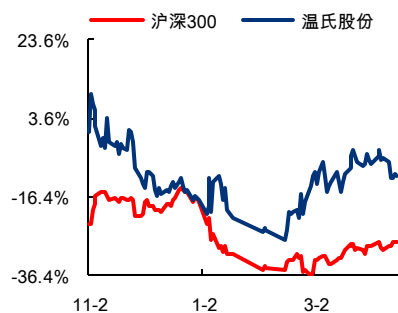
### 杨钊

010-66555458

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	48.99-55.31
总市值 (亿元)	1776.01
流通市值 (亿元)	213.23
总股本/流通 A 股 (万股)	362525/43525
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.16

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

### 结论:

我们认为，畜禽供给侧收缩推动行业反转，16年生猪和家禽价格将维持高位走势；玉米和豆粕价格下跌降低养殖成本，推高产品盈利；公司作为养殖龙头继续复制“公司+农户”的扩张模式，并提高代养费巩固合作关系和成本控制优势。我们预计，公司16、17年生猪销售量分别为1800万头和2000万头；肉鸡销售量分别为8亿只和8.5亿只。预计公司16、17年实现净利润分别为147、148亿元，全面摊薄EPS分别为3.99、3.99元，对应PE为12.47、12.47倍。给予公司20-22倍PE，公司6个月目标价区间为80-88元/股。维持“推荐”的投资评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	10579	15908	19424	22275	28461	<b>营业收入</b>	38040	48237	59161	65066	69724
货币资金	362	1493	1540	1456	4903	<b>营业成本</b>	33239	38796	41378	46907	53378
应收账款	58	181	140	166	201	营业税金及附加	8	11	16	15	17
其他应收款	251	176	216	238	255	营业费用	247	468	473	524	598
预付款项	121	92	135	15	-26	管理费用	1545	2551	2751	3036	3394
存货	8087	8895	9737	11069	12465	财务费用	315	100	153	125	-32
其他流动资产	1643	5070	7537	9274	10603	资产减值损失	20.65	71.06	76.19	55.97	67.74
<b>非流动资产合计</b>	14758	16827	15017	14038	12862	公允价值变动收益	-8.91	-11.79	-13.50	-11.40	-12.23
长期股权投资	300	369	652	440	487	投资净收益	100.52	491.04	300.62	297.39	363.02
固定资产	8026.1	9369.8	8877.1	7327.9	5802.7	<b>营业利润</b>	2757	6721	14602	14688	12651
无形资产	677	710	639	568	497	营业外收入	211.24	147.66	190.05	182.98	173.56
其他非流动资产	111	92	115	106	104	营业外支出	49.18	179.01	91.58	106.59	125.72
<b>资产总计</b>	25337	32735	34442	36314	41323	<b>利润总额</b>	2919	6689	14701	14764	12699
<b>流动负债合计</b>	9112	9569	12617	8307	8888	所得税	42	53	0	0	0
短期借款	2084	910	4680	0	0	<b>净利润</b>	2877	6636	14701	14764	12699
应付账款	1536	1844	2045	2218	2555	少数股东损益	213	431	234	293	319
预收款项	110	154	237	240	295	归属母公司净利润	2664	6205	14467	14472	12380
一年内到期的	500	1009	1009	839	953	EBITDA	4912	8978	16023	16034	13815
<b>非流动负债合计</b>	1131	136	1006	769	649	<b>BPS (元)</b>	0.84	1.71	3.99	3.99	3.41
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	996	0	829	608	479		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	10243	9705	13624	9076	9537	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	546	766	999	1292	1611	营业收入增长	8.11%	26.81%	22.65%	9.98%	7.16%
实收资本(或股	3190	3625	3625	3625	3625	营业利润增长	435.84%	143.75%	117.27%	0.59%	-13.87%
资本公积	4847	6444	7322	7322	7322	归属于母公司净利	133.14%	0.03%	133.14%	0.03%	-14.46%
未分配利润	5816	11387	3694	6807	8414	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	14548	22264	19819	25946	30174	毛利率(%)	12.62%	19.57%	30.06%	27.91%	23.44%
<b>负债和所有者</b>	25337	32735	34442	36314	41323	净利率(%)	7.56%	13.76%	24.85%	22.69%	18.21%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	10.51%	18.96%	42.00%	39.85%	29.96%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	18.31%	27.87%	73.00%	55.78%	41.03%
<b>经营活动现金</b>	4572	9303	11929	13426	11295	<b>偿债能力</b>					
净利润	2877	6636	14701	14764	12699	资产负债率(%)	40%	30%	40%	25%	
折旧摊销	1839.75	2157.11	0.00	1220.22	1196.22	流动比率	1.16	1.66	1.54	2.68	3.20
财务费用	315	100	153	125	-32	速动比率	0.27	0.73	0.77	1.35	1.80
应收账款减少	0	0	41	-26	-35	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	83	3	55	总资产周转率	1.54	1.66	1.76	1.84	1.80
<b>投资活动现金</b>	-3719	-6096	613	50	269	应收账款周转率	623	403	369	426	380
公允价值变动	-9	-12	-13	-11	-12	应付账款周转率	22.46	28.55	30.42	30.52	29.21
长期股权投资	0	0	182	-145	36	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	101	491	301	297	363	每股收益(最新摊	0.84	1.71	3.99	3.99	3.41
<b>筹资活动现金</b>	-1815	-3186	-12495	-13561	-8116	每股净现金流(最	-0.30	0.01	0.01	-0.02	0.95
应付债券增加	0	0	829	-221	-129	每股净资产(最新	4.56	6.14	5.47	7.16	8.32
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	435	0	0	0	P/E	59.24	29.10	12.47	12.47	14.57
资本公积增加	-51	1598	878	0	0	P/B	10.91	8.10	9.10	6.95	5.98
<b>现金净增加额</b>	-962	22	46	-84	3448	EV/EBITDA	32.97	20.14	11.57	11.25	12.81

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

### 杨钊

金融学硕士，中国准精算师，2015 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。