

强烈推荐-A (维持)

温氏股份 300498.SZ

目标估值: 44.0-48.4 元

当前股价: 33.19 元

2017 年 04 月 07 日

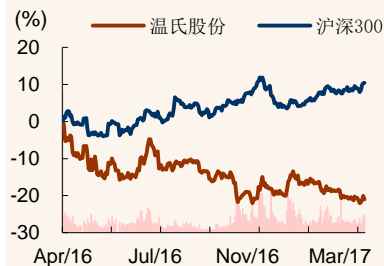
受益猪价高景气, 业绩大幅增长

基础数据

上证综指	3287
总股本(万股)	435030
已上市流通股(万股)	298088
总市值(亿元)	1444
流通市值(亿元)	989
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	38.7
资产负债率	24.3%
主要股东	温鹏程
主要股东持股比例	4.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-5	-20
相对表现	-4	-13	-28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《温氏股份(300498)——温氏岂是池中物, 一遇风云便化龙》2016-12-06
- 2、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告-与时俱进, 再次扬帆》2017-02-25
- 3、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之九-最严的环保, 最好的时代》2017-03-13

周莎

0755-82960734  
 zhousha@cmschina.com.cn  
 S1090516020002

研究助理

雷轶  
 075583218146  
 lei yi@cmschina.com.cn

4月6日, 公司发布2016年报, 全年实现营收593.6亿, 同增23.05%; 归母净利润117.9亿, 同增89.99%。同日, 公司发布2017年一季度业绩预告, 预计净利润为14~16亿, 同比下降48.25%~54.72%。业绩波动主要受猪价和鸡价影响。

量价齐升, 业绩大幅增加

2016年业绩大幅增加, 主要因为“超级猪周期”下猪价大幅提升、生猪产能持续释放与原材料价格下跌。

i) 受益于环保禁养政策, 生猪全年平均价18.4元/公斤, 同比大涨20.26%, 肉猪价格长时间高位运行, 是公司2016年利润大幅增长的主因。而2017年一季度虽然商品肉猪销量同比增长4.04%, 销售均重同比增加11.67斤/头, 但是由于生猪价格下行和肉禽价格的超预期下跌导致公司经营业绩仍然大幅下滑。

ii) 公司借助紧密型“公司+农户”的轻资产模式, 在全国范围进行生猪产能扩张。2016年, 公司实现竣工猪场35个, 竣工猪场设计产能380万头, 占2016年商品肉猪销售量22.19%。

iii) 2016年玉米均价为2.02元/公斤, 同比大幅下降14.8%, 豆粕均价为3.31元/公斤, 同比下降2.1%。原材料价格的下跌叠加生猪销售价格的上涨使得公司净利率由2015年的12.9%上升至19.9%。

发展生鲜和金融板块, 平抑周期

尽管公司在成本和规模方面有巨大的优势, 但养殖利润还是部分受制于生猪价格波动, 这也是资本市场对公司的最大顾虑, 并反映在了跌跌不休的股价中。目前公司正大力加强食品加工产业和金融板块的布局, 业绩的稳定性和增长的可持续性将有效维持, 估值将逐步走高。2016年公司投资收益合计2.29亿元, 专门负责生鲜业务的下属公司收入为1.06亿元。

盈利预测与估值: 我们预计2017/18/19年公司的归母净利润为95/112/146亿元, 对应EPS为2.20/2.59/3.36元, 给予17年20-22倍PE, 得出目标价44.0-48.4元, 较现价具有33%-46%的上涨空间, 给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 猪肉价格超预期下跌, 高致病性疫病, 重大食品安全事件。

财务数据与估值

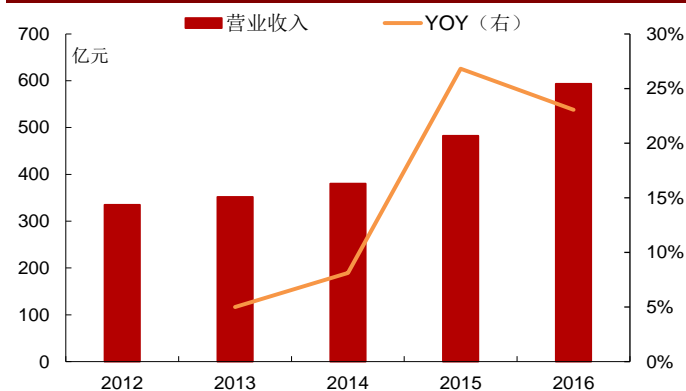
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	48237	59355	64781	72084	86939
同比增长	27%	23%	9%	11%	21%
营业利润(百万元)	6721	12501	10162	11948	15459
同比增长	144%	86%	-19%	18%	29%
净利润(百万元)	6205	11790	9560	11263	14608
同比增长	133%	90%	-19%	18%	30%
每股收益(元)	1.71	2.71	2.20	2.59	3.36
PE	19.6	12.4	15.3	13.0	10.0
PB	5.5	4.8	4.4	3.5	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 2015-2017年股本分别为36.3、43.5、43.5亿股

## 一、量价齐升，业绩大幅增加

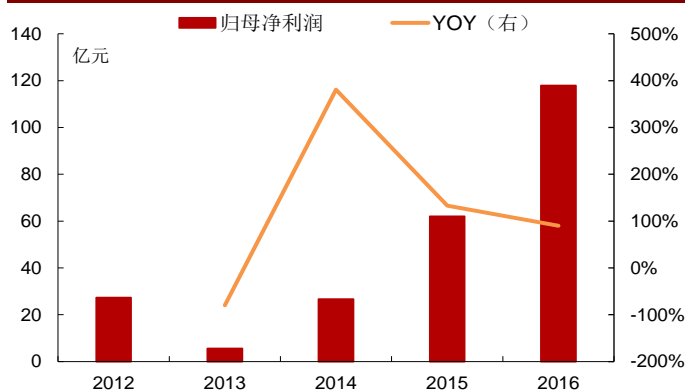
2016年，公司实现营业收入594亿元，同比增长23.05%；归母净利润118亿元，同比大涨89.99%。公司业绩增长主要源于“超级猪周期”下猪价大幅提升、生猪产能持续释放与原材料价格下跌。

图 1：2012-2016 公司营业收入与同比变化图



资料来源：公司年报、招商证券

图 2：2012-2016 公司归母净利润与同比变化图



资料来源：公司年报、招商证券

### (1) 猪价上行是业绩上涨主因

猪价上行是业绩上涨主因，预计17年仍将维持相对高位。受益于环保禁养政策，生猪价格延续2015年下半年以来的涨势，在2016年走出一波“超级猪周期”行情。并于当年6月刷新2011年以来历史新高，突破21元/公斤，下半年猪价虽有所回调，但仍位于高位区间运行。2016年，公司销售的肉猪价格全年平均价18.4元/公斤，同比大涨20.26%，猪肉类养殖板块实现收入376亿元，同比增长38%。肉猪价格长时间高位运行，是公司年度销售收入、利润大幅增长的主因。而2017年是环保大限，国务院最高指示要求在2017年底前，全国所有禁养区内的违规猪场都要完成关闭或搬迁。相比2016年的7个省份，2017年将会有18个省份完成禁养区的清退，其中包括河南、山东、湖北、广东、广西等几个主要生猪出栏省份。结合目前低位徘徊的存栏量，我们预计2017年猪价仍将维持相对高位，并且在3季度有望冲高超预期。

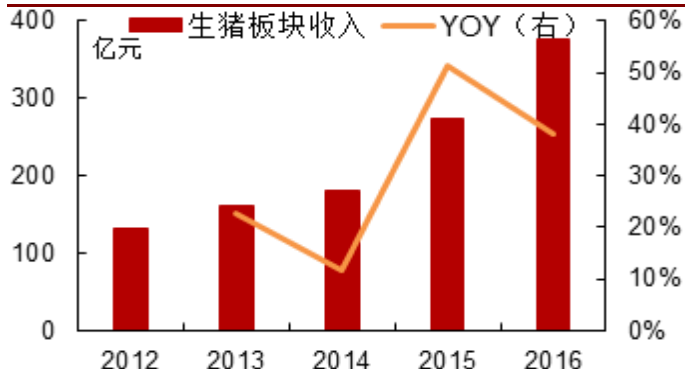
而2017年一季度虽然商品肉猪销量同比增长4.04%，销售均重同比增加11.67斤/头，但是由于生猪价格下行和肉禽价格的超预期下跌导致公司经营业绩仍然大幅下滑。

图 3：生猪价格在 2016 年维持高位



资料来源：wind、招商证券

图 4：公司生猪板块收入与同比变化



资料来源：公司年报、招商证券

图 5：2017 年全国 18 个省份将完成猪场拆迁



资料来源：公开资料、招商证券

表 1：历史生猪价格单月环比及 2017 年猪价判断

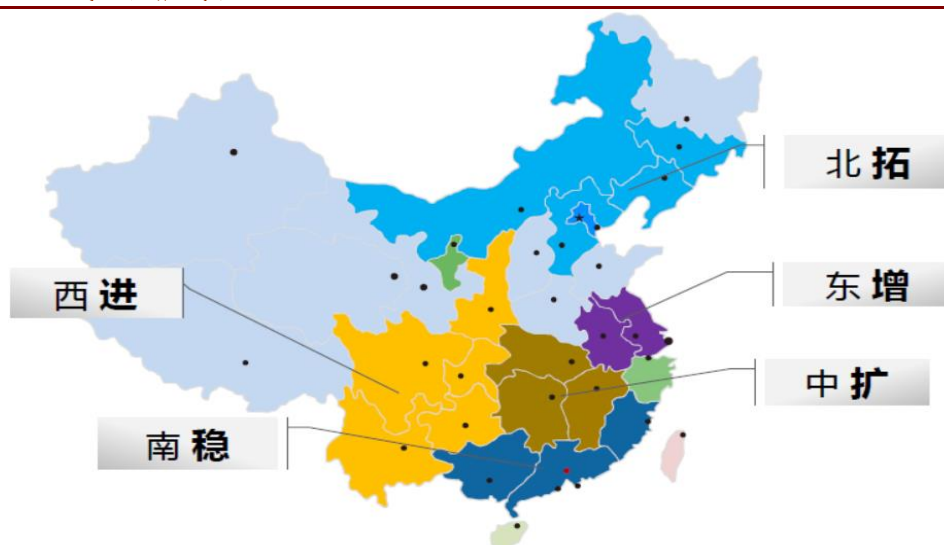
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2003		-1.56%	-2.73%	-1.64%	-0.93%	0.77%	5.49%	3.82%	4.79%	4.86%	9.15%	-0.51%
2004	0.08%	1.67%	1.86%	6.12%	0.86%	3.84%	2.51%	3.32%	3.96%	-1.31%	-5.69%	-0.09%
2005	-0.33%	-0.72%	-0.96%	-3.66%	-2.85%	-0.58%	-0.87%	-1.31%	-0.92%	-9.27%	-1.00%	0.44%
2006	5.42%	-5.89%	-6.05%	-7.04%	-4.03%	2.01%	6.41%	10.82%	9.34%	1.15%	5.04%	10.20%
2007	4.03%	-3.66%	-3.15%	1.23%	13.08%	11.47%	15.39%	8.77%	-4.70%	-2.87%	6.96%	9.41%
2008	6.73%	1.21%	0.78%	0.64%	-5.31%	-4.29%	-3.03%	-1.56%	-1.02%	-11.00%	-5.26%	7.91%
2009	1.64%	-5.36%	-9.55%	-11.01%	-9.59%	2.53%	8.40%	10.82%	4.15%	-3.26%	-1.45%	8.50%
2010	-1.69%	-7.59%	-9.71%	-5.26%	0.94%	0.28%	16.49%	8.46%	3.03%	2.15%	4.81%	2.72%
2011	0.51%	3.44%	3.01%	1.82%	3.16%	12.97%	8.18%	1.86%	1.80%	-3.82%	-8.33%	-1.17%
2012	2.96%	-3.11%	-7.45%	-6.51%	-3.74%	-1.38%	-0.36%	1.99%	4.29%	-0.27%	-0.12%	6.74%
2013	7.64%	-5.62%	-12.56%	-9.03%	0.06%	10.12%	3.65%	7.45%	2.18%	-1.15%	-0.54%	0.95%
2014	-9.21%	-9.35%	-8.05%	-7.75%	15.08%	2.09%	2.13%	9.18%	2.18%	-3.09%	-2.32%	-1.95%
2015	-3.10%	-5.01%	-3.48%	5.22%	7.84%	5.71%	12.72%	9.22%	-0.99%	-4.70%	-3.92%	1.51%
2016	5.68%	4.21%	2.89%	4.97%	3.08%	-0.18%	-6.74%	-2.18%	-1.41%	-7.07%	-0.48%	2.87%
<b>2017</b>	<b>4.35%</b>	<b>-2.33%</b>	<b>-4.26%</b>	<b>猪价冲高超预期</b>						<b>季节性回落</b>		<b>上涨</b>
平均	1.77%	-2.64%	-3.96%	-2.28%	1.26%	3.24%	5.03%	5.05%	1.91%	-2.83%	-0.22%	3.40%

资料来源：招商证券

## (2) 产能扩张，助力收入上升

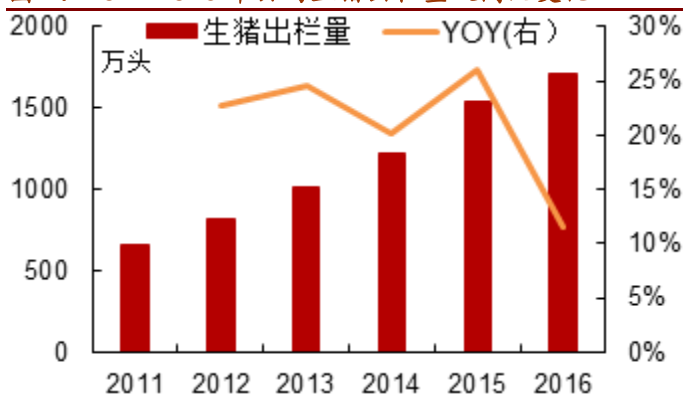
“公司+农户”轻资产模式扩张，2016 年竣工猪场设计产能 380 万头。公司借助紧密型“公司+农户”的轻资产模式，以“南稳、西进、中扩、东增、北拓”为区域发展定位在全国范围进行生猪产能扩张。2016 年，公司签订投资协议规模达 2000 万头，新批准开工建设的猪场 47 个；实现竣工猪场 35 个，竣工猪场设计产能 380 万头，占 2016 年商品肉猪销售量 22.19%。同时，猪育种方面，公司以适应区域市场需求为方向，培育市场适销品系。杜洛克父系种猪及新法系母系种猪的整体性能和质量得到提升，三系配套种猪推广应用加快，满足了生产及市场需求。

图 6：温氏的扩张战略



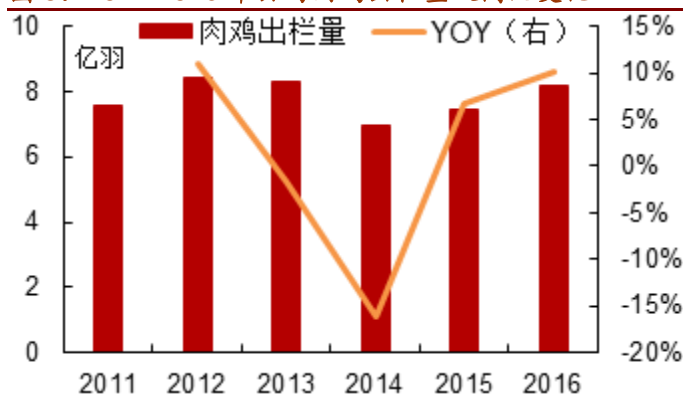
资料来源：公司公告、招商证券

图 7：2011-2016 年公司生猪出栏量及同比变化



资料来源：招商证券

图 8：2011-2016 年公司肉鸡出栏量及同比变化



资料来源：招商证券

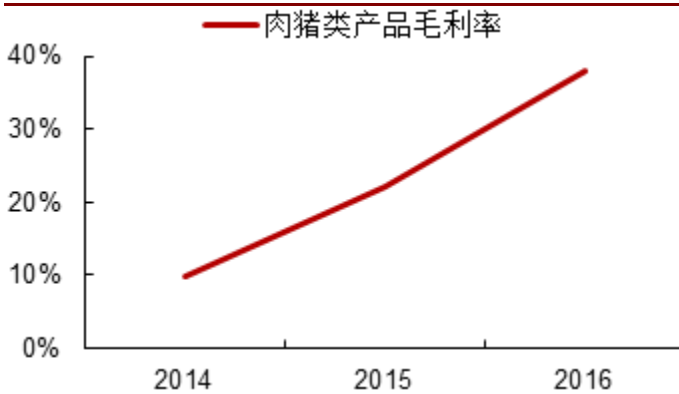
肉鸡销量增加带动收入稳步增长。2016 年公司销售商品肉鸡 8.19 亿只，同比增长 10.08%；实现收入 177.72 亿元，同比增长 3.18%；销售均价 11.59 元/公斤，同比下降 9.68%。商品肉鸡销量增加为公司收入增长做出了较大贡献，但受黄羽肉鸡行业景气度下降及四季度人感染 H7N9 病例增多等因素的影响，养鸡业务在报告期内的盈利水平有所下降。其他养禽业中，共销售肉鸭 2625.94 万只，收入 9.7 亿元；蛋类销售收入为 2 亿元。

### (3) 原材料价格下跌，净利率大幅提升

玉米、豆粕价格下跌，显著提升公司净利率。2016 年公司主要原材料玉米和豆粕价格出现不同幅度下跌，其中玉米均价为 2.02 元/公斤，同比大幅下降 14.8%，豆粕均价为 3.31 元/公斤，同比下降 2.1%。原材料价格的下跌叠加生猪销售价格的上涨，公司猪肉产品毛利率大幅提升至 38.05%，相比于 2015 年上升了 15.82 个百分点；净利率也由 2015 年的 12.9% 上升至 19.9%。

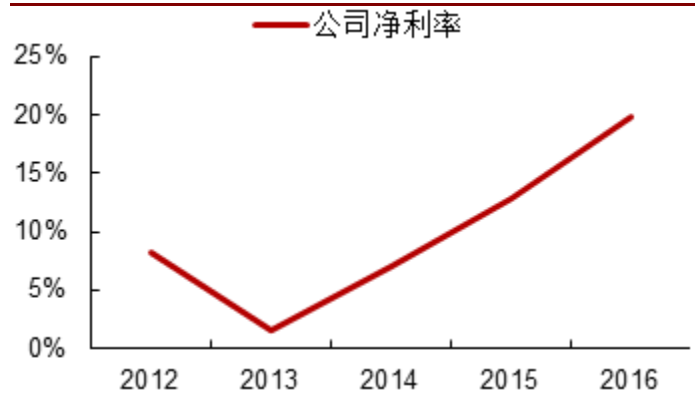
而目前我国玉米库存 2.6 亿吨，已超一年玉米消费量，供给端的巨大压力，预计玉米价格 2017 年仍将低位运行，结合对 17 年猪价的看好，我们认为公司未来肉猪类产品毛利率仍将保持较高水平。

图 9：公司肉猪类产品毛利率变化图



资料来源：招商证券

图 10：公司净利率变化图



资料来源：招商证券

## 二、发展生鲜和金融板块，平抑周期

尽管公司在成本和规模方面有巨大的优势，但养殖利润还是部分受制于生猪价格波动，这也是资本市场对公司的最大顾虑，并反映在了跌跌不休的股价中。目前公司正大力加强食品加工产业和金融板块的布局，业绩的稳定性和增长的可持续性将有效维持，估值将逐步走高。

### (1) 明确“公司+店主”经营模式，单店平均盈利 30 万

公司自 2015 年 10 月起开始探索开展生鲜食品流通连锁经营业务。经过一年多时间的发展，公司对“畜禽养殖-屠宰加工-中央仓储-物流配送-连锁门店”业务模式进行了积极实践，初步构建了温氏生鲜食品连锁经营管理体系，明确了以“公司+店主”为经营模式的总体发展思路。同时，对生鲜食品连锁经营的发展步骤、战略目标进行了充分研讨，初步提出了“先深圳、再广东、后全国”的“三步走”发展计划，为打通温氏全产业链，提升产业链价值做出了积极有益的尝试。2016 年公司共签约门店 75 间，已开业 56 间，主要分布在深圳市，目前各生鲜门店运营状况良好，单店平均盈利 30 万。2016 年公司负责生鲜业务的下属公司---广东温氏食品营销有限公司收入为 1.06 亿元。

图 11：温氏生鲜店面设计



资料来源：温氏生鲜招商手册、招商证券

图 12：九统一标准



资料来源：温氏生鲜招商手册、招商证券

(2) 金融板块稳步推进，后期将不断加码

**PE/VC 投资初显成效，2016 年回报率达 27%。**公司自 2011 年成立温氏投资以来，大力发展金融板块，于 2016 年 8 月宣布斥资 9.1 亿元设立财务公司，加快推进产融结合。温氏投资以投资创造的资本收益来平抑产业周期波动，抵御农业周期性风险。截止目前温氏投资在大农业板块已经投资东亚水产、上海新农、佛山正典等非上市公司；在大消费领域投资了金百万餐饮、志鸿物流、美团及大众点评的母公司新美大等明星企业。2016 年公司投资已初显成效，通过股权转让等方式择机退出，账面退出回报合计 8.8 亿元，总收益率达到 32%，而且目前仍有 5 到 6 个标的公司已经在排队等待上市，将会显著增厚公司利润。

表 2: 公司的 PE/VC 投资 (暂未退出)

企业	行业	地区	投资时间	轮次	投资金额(百万元)
贝斯达	医疗设备	深圳市	2017-03-02	新三板定增	204
悠派智能	网络服务	东莞市	2017-01-03	新三板定增	26
渤海活塞	其他机械制造	滨州市	2016-12-29	上市定增	541
N.A	液体乳及乳制品制造	广州市	2016-11-01	C	50
N.A	娱乐传媒	昆明市	2016-11-01	A	100
N.A	出版业	杭州市	2016-10-01	C	50
N.A	生物技术/医疗健康	N/A	2016-09-01	C	10
华夏航空	交通运输	贵阳市	2016-06-01	A	119
N.A	房地产开发经营	北京市	2016-06-01	C	443
N.A	其他生物技术/医疗健康	珠海市	2016-06-01	C	30
探路者	体育	北京市	2016-05-13	上市定增	270
华强文化	娱乐与休闲	深圳市	2016-04-01	新三板定增	9
盈趣科技	电子元件及组件制造	厦门市	2016-03-01	A	50
会稽山	酒制造	浙江省	2016-01-01	D	50
N.A	其他食品加工	合肥市	2016-01-01	C	45
N.A	速冻食品制造	郑州市	2016-01-01	C	50
新兴融资	金融	绵阳市	2016-01-01	N/A	10
济川药业	其他机械制造	荆州市	2015-12-23	N/A	50
N.A	电子支付	北京市	2015-12-01	E	2
志鸿物流	配送及仓储	广州市	2015-12-01	A	30
松辽汽车	汽车制造	沈阳市	2015-08-20	上市定增	906
N.A	旅游	黄山市	2015-06-11	N/A	11
N.A	保险	深圳市	2015-06-11	N/A	10
N.A	医药	武汉市	2015-01-11	N/A	55
N.A	汽车制造	昆明市	2014-11-14	N/A	59
N.A	其他建筑/工程	深圳市	2014-09-30	N/A	90
松辽汽车	汽车制造	沈阳市	2014-08-01	上市定增	70
天翼视讯	网络视频	深圳市	2012-12-26	B	80
同力股份	通用仪器仪表制造业	西安市	2012-07-16	C	85
湖南盐业	其他食品制造业	长沙市	2011-12-15	A	56
贵州开磷	化工原料生产	南明区	2011-12-01	B	510
兴茂钛业	化工原料生产	漯河市	2011-09-06	A	15
金源矿业	有色金属矿采选	三门峡市	2011-07-25	A	611
索菱股份	其他汽车	深圳市	2011-07-18	B	88
扬州锻压机床	其他机械制造	扬州市	2011-07-15	A	165

资料来源：私募通、招商证券

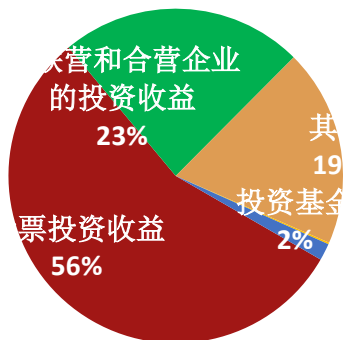
表 3: 公司投资的部分企业 (已退出)

投资企业	行业	地区	投资时间	轮次	投资金额	退出时间	退出方式	账面退出回报	账面回报 (倍数)
N.A	医药	武汉市	2015-01-11	N/A	55	2016-10-20	股权转让	97.00	1.76
N.A	旅游	黄山市	2015-06-11	N/A	11	2016-09-01	股权转让	11.84	1.09
N.A	房地产开发经营	北京市	2016-06-01	C	443	2016-08-26	股权转让	511.36	1.16
N.A	保险	深圳市	2015-06-11	N/A	10	2016-03-01	股权转让	10.50	1.01
N.A	汽车制造	昆明市	2014-11-14	N/A	59	2016-01-06	股权转让	73.61	1.26
N.A	其他建筑/工程	深圳市	2014-09-30	N/A	90	2016-01-01	并购	175.98	1.97

资料来源: 私募通、招商证券 注: 表格中数据单位均为百万元

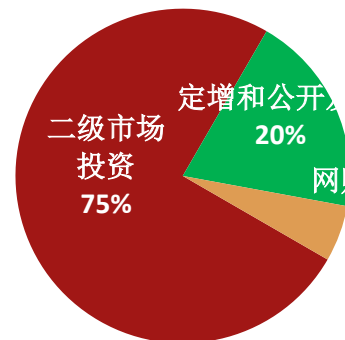
证券市场投资不断加码, 投资规模不断扩大。温氏投资不仅积极介入 PE/VC 市场, 寻找潜力标的, 还不断加大对证券市场的投资。2016 年公司股票投资的投资收益为 1.28 亿元, 新购入股票 11.47 亿元; 基金投资收益 376 万元, 新购入基金 6.13 亿元。通过对未上市公司的战略投资和证券市场的不断加码, 2016 年公司投资收益合计 2.29 亿元。而目前集团对公司金融板块颇有信心, 正在逐渐扩大其规模, 按照不超过公司净资产 20% 比率的要求在新三板不断增加投资, 相信未来公司金融板块将成为熨平农业周期的利器。

图 13: 公司投资收益构成



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 公司股票投资收益构成



资料来源: 公司公告、招商证券

### 三、盈利预测与估值

#### 1、盈利预测

我们预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 95/112/146 亿元，对应 EPS 为 2.20/2.59/3.36 元，给予 17 年 20-22 倍 PE，得出目标价 44.0-48.4 元，较现价具有 33%-46% 的上涨空间，给予“强烈推荐-A”评级。

表 4：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	13668	14682	13456	14903	15285	15711
营业毛利	3246	1721	3229	4291	3767	972
营业费用	108	225	115	128	144	203
管理费用	456	1233	565	608	627	1627
财务费用	43	-23	-20	-29	-39	-49
投资收益	36	-35	-10	73	55	108
营业利润	3284	1675	3216	4382	3821	1078
归属母公司净利润	3002	1417	3092	4134	3607	953
EPS (元)	0.69	0.33	0.71	0.95	0.83	0.22
主要比率	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
毛利率	27.3%	22.0%	29.0%	33.9%	29.3%	21.1%
营业费用率	0.8%	1.5%	0.9%	0.9%	0.9%	1.3%
管理费用率	3.3%	8.4%	4.2%	4.1%	4.1%	10.4%
营业利润率	24.0%	11.4%	23.9%	29.4%	25.0%	6.9%
有效税率	0.0%	1.4%	0.4%	0.9%	1.2%	3.4%
净利率	22.0%	9.7%	23.0%	27.7%	23.6%	6.1%
YoY	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
收入	27.8%	25.7%	43.9%	41.4%	11.8%	7.0%
归属母公司净利润	69.7%	-3.4%	437.1%	241.5%	20.2%	-32.8%

资料来源：公司数据、招商证券

表 5：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
合计收入	59335	64759	72059	86909
猪肉类养殖	37643	38950	45760	54000
肉鸡类养殖	18593	22610	23000	29510
其他	3099	3199	3299	3399
收入增长率	23.0%	9.1%	11.3%	20.6%
猪肉类养殖	38.0%	3.5%	17.5%	18.0%
肉鸡类养殖	3.0%	21.6%	1.7%	28.3%
其他	6.8%	3.2%	3.1%	3.0%
毛利率	28.2%	22.3%	21.7%	20.2%
猪肉类养殖	38.1%	30.0%	28.0%	26.0%
肉鸡类养殖	11.0%	10.5%	10.5%	10.5%
其他	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%

资料来源：公司数据、招商证券



表 6：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	48237	59355	64781	72084	86939
营业成本	38796	42606	50347	55748	65923
营业税金及附加	11	45	49	54	435
营业费用	468	590	644	717	865
管理费用	2551	3425	3739	3800	4583
财务费用	100	(137)	84	60	(82)
资产减值损失	71	567	0	0	0
公允价值变动收益	(12)	14	14	14	14
投资收益	491	229	229	229	229
营业利润	6721	12501	10162	11948	15459
营业外收入	148	120	120	120	120
营业外支出	179	252	252	252	252
利润总额	6689	12369	10029	11816	15326
所得税	53	131	106	125	163
净利润	6636	12238	9924	11691	15164
少数股东损益	431	448	363	428	555
归属于母公司净利润	6205	11790	9560	11263	14608
EPS (元)	1.71	2.71	2.20	2.59	3.36

资料来源：公司数据、招商证券

## 2、估值对比

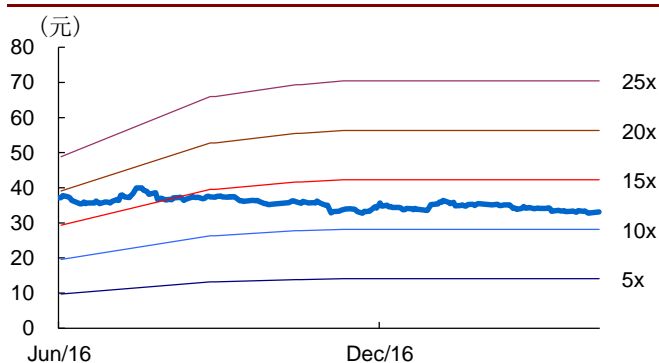
表 7：估值对比表

公司	最新	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		14	15	16E	14	15	16E	14	15	16E			
温氏股份	33.56	1.71	2.71	2.20	133%	84%	-19%	20	12	15	5.03	38.71%	1,460
正邦科技	6.19	0.52	0.49	0.52	265%	262%	5%	12	13	12	3.36	25.92%	142
牧原股份	27.77	1.23	2.12	2.54	643%	274%	21%	23	13	11	4.72	40.75%	287
天邦股份	11.20	0.51	0.53	0.69	296%	271%	30%	22	21	16	5.62	29.10%	87
雏鹰农牧	5.71	0.22	0.37	0.45	225%	421%	23%	26	16	13	3.17	16.51%	179
平均					357%	307%	20%	21	16	13	4.22	28.07%	

资料来源：公司数据、招商证券

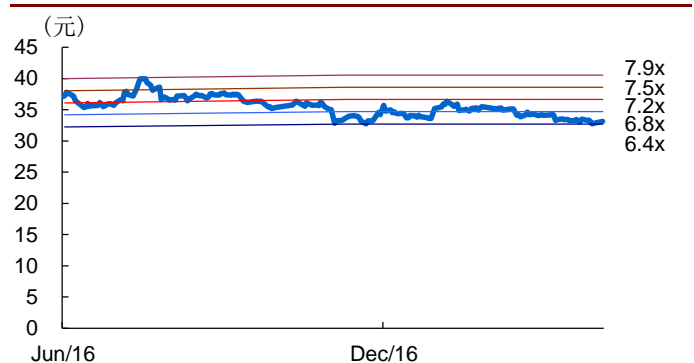
## 3、PE-PB Band

图 15：温氏股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 16：温氏股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 风险提示

### 猪肉价格超预期下跌

**高致病性疫病:**公司对行业的周期预判比较有把握,但往往出现一些事件是不可预测的,比如 2013 年的 H7N9 事件,这过程中有一些企业被淘汰了,而公司抵抗能力逐渐增强,后续的发展有目共睹。长远视野来看,公司将维持稳步向上的趋势。

**重大食品安全事件:**在中国现在的食品安全环境下,不管是本土企业还是外资企业,任何忽视食品安全的行为都将遭到重挫乃至倒闭。

### 参考报告:

- 1、《温氏股份-温氏岂是池中物，一遇风云便化龙》2016-12-06，当下，万亿生猪市场加速集约，龙头温氏长期投资价值凸显。公司仅靠养殖即可实现体量翻倍，且正大力布局生鲜，将再造一个温氏，予以目标价 49.3 元。<http://t.cn/RIMoRkZ>
- 2、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告-与时俱进，再次扬帆》2017-02-25，猪！猪！猪！系列报告全集内容分为八部分，第一篇介绍我们创新性提出的超长猪周期理论，第二篇介绍了规模化浪潮下的产业链巨变，第三篇对比了国内龙头企业的养殖模式，第四篇介绍了食品安全对企业存亡的重要性，第五篇主要对比国内外规模化养殖和龙头企业发展，第六篇点评了八月能繁母猪存栏再探底，第七篇提出现在正是长周期的黄金时代，也是中周期的白银时代，第八篇讲述了猪价底部抬高，高预期差下的价值筹码争夺战即将打响。<http://t.cn/RiRSgn4>
- 3、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之九-最严的环保，最好的时代》2017-03-13，环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段，给整个养殖业带来了巨大的冲击。“南猪北养”产业迁徙浩浩荡荡，然而罗马非一日建成。对于无法补栏的散养户而言，这是最糟糕的时代；但对于规模化养殖龙头，这无疑是最美好的时代。<http://t.cn/Riuyay2J>

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	15908	18446	24220	28488	39788
现金	1493	792	4572	6707	13862
交易性投资	0	148	148	148	148
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	181	144	147	163	197
其它应收款	176	293	320	356	430
存货	8895	10548	11906	13183	15590
其他	5163	6521	7127	7930	9560
<b>非流动资产</b>	16827	22992	24672	26090	27288
长期股权投资	369	659	659	659	659
固定资产	9370	11371	13222	14786	16107
无形资产	710	784	705	635	571
其他	6378	10179	10086	10011	9951
<b>资产总计</b>	<b>32735</b>	<b>41438</b>	<b>48892</b>	<b>54579</b>	<b>67076</b>
<b>流动负债</b>	9569	9835	13890	10755	11467
短期借款	910	0	3514	0	0
应付账款	1844	2649	3130	3466	4098
预收账款	154	334	394	436	516
其他	6662	6853	6853	6853	6853
<b>长期负债</b>	136	224	224	224	224
长期借款	0	0	0	0	0
其他	136	224	224	224	224
<b>负债合计</b>	<b>9705</b>	<b>10059</b>	<b>14114</b>	<b>10979</b>	<b>11691</b>
股本	3625	4350	4350	4350	4350
资本公积金	6501	6171	6171	6171	6171
留存收益	12138	19940	22975	31369	42599
少数股东权益	766	918	1282	1710	2265
归属于母公司所有者权益	22264	30461	33496	41890	53120
<b>负债及权益合计</b>	<b>32735</b>	<b>41438</b>	<b>48892</b>	<b>54579</b>	<b>67076</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	9303	14653	10251	11953	13827
净利润	6205	11790	9560	11263	14608
折旧摊销	1555	1750	1938	2198	2419
财务费用	204	(143)	84	60	(82)
投资收益	(491)	(229)	(243)	(243)	(243)
营运资金变动	1330	600	(1516)	(1815)	(3547)
其它	500	884	428	490	671
<b>投资活动现金流</b>	(6096)	(8580)	(3376)	(3376)	(3376)
资本支出	(4525)	(7289)	(3618)	(3618)	(3618)
其他投资	(1571)	(1292)	243	243	243
<b>筹资活动现金流</b>	(3186)	(6778)	(3096)	(6442)	(3296)
借款变动	(3253)	(3328)	3514	(3514)	0
普通股增加	435	725	0	0	0
资本公积增加	1485	(330)	0	0	0
股利分配	(798)	(3988)	(6525)	(2868)	(3379)
其他	(1056)	142	(84)	(60)	82
<b>现金净增加额</b>	<b>22</b>	<b>(706)</b>	<b>3780</b>	<b>2136</b>	<b>7155</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>48237</b>	<b>59355</b>	<b>64781</b>	<b>72084</b>	<b>86939</b>
营业成本	38796	42606	50347	55748	65923
营业税金及附加	11	45	49	54	435
营业费用	468	590	644	717	865
管理费用	2551	3425	3739	3800	4583
财务费用	100	(137)	84	60	(82)
资产减值损失	71	567	0	0	0
公允价值变动收益	(12)	14	14	14	14
投资收益	491	229	229	229	229
<b>营业利润</b>	<b>6721</b>	<b>12501</b>	<b>10162</b>	<b>11948</b>	<b>15459</b>
营业外收入	148	120	120	120	120
营业外支出	179	252	252	252	252
<b>利润总额</b>	<b>6689</b>	<b>12369</b>	<b>10029</b>	<b>11816</b>	<b>15326</b>
所得税	53	131	106	125	163
<b>净利润</b>	<b>6636</b>	<b>12238</b>	<b>9924</b>	<b>11691</b>	<b>15164</b>
少数股东损益	431	448	363	428	555
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6205</b>	<b>11790</b>	<b>9560</b>	<b>11263</b>	<b>14608</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.71</b>	<b>2.71</b>	<b>2.20</b>	<b>2.59</b>	<b>3.36</b>

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	27%	23%	9%	11%	21%
营业利润	144%	86%	-19%	18%	29%
净利润	133%	90%	-19%	18%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.6%	28.2%	22.3%	22.7%	24.2%
净利率	12.9%	19.9%	14.8%	15.6%	16.8%
ROE	27.9%	38.7%	28.5%	26.9%	27.5%
ROIC	27.1%	39.0%	26.5%	27.2%	27.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.6%	24.3%	28.9%	20.1%	17.4%
净负债比率	5.9%	0.0%	7.2%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.9	1.7	2.6	3.5
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.4	2.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
存货周转率	4.6	4.4	4.5	4.4	4.6
应收帐款周转率	403.5	365.7	445.8	464.9	482.6
应付帐款周转率	23.0	19.0	17.4	16.9	17.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.71	2.71	2.20	2.59	3.36
每股经营现金	2.57	3.37	2.36	2.75	3.18
每股净资产	6.14	7.00	7.70	9.63	12.21
每股股利	0.50	1.50	0.66	0.78	1.01
<b>估值比率</b>					
PE	19.6	12.4	15.3	13.0	10.0
PB	5.5	4.8	4.4	3.5	2.7
EV/EBITDA	36.3	21.5	24.6	21.1	16.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**周莎：**FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

**雷轶：**中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。