



2017-04-09

公司点评报告

增持/首次

温氏股份(300498)

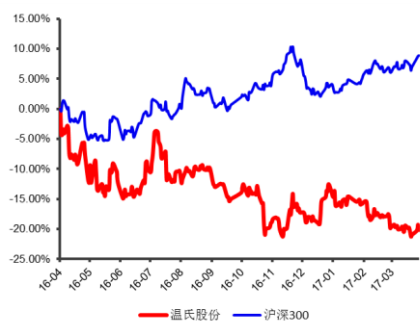
目标价: 35

昨收盘: 33.19

农林牧渔 畜禽养殖 II

## 温氏股份(300498): 低估值龙头企业, 业绩支撑高分红

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,350/2,981
总市值/流通(百万元)	144,386/98,936
12个月最高/最低(元)	51.18/32.73

### 相关研究报告:

证券分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511050002

**事件:** 公司近日发布 2016 年财报, 实现营业收入 593.55 亿元, 同比增长 23.05%; 归属于上市公司股东的净利润为 117.89 亿元, 同比增长 89.99%。基本每股收益是 2.71 元。同时, 公司公布分红预案, 拟 2016 年末总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金 10 元(含税), 每 10 股转增 2 股。公司同时发布 2017 年 1 季度业绩预告: 归属于母公司所有者的净利润 14.00 亿元—16.00 亿元, 比上年同期下降 48.25%—54.72%。

### 点评:

**1、生猪养殖量增价涨本降, 是 2016 年盈利增长的核心动力源。** 2016 年, 受益于行业景气上升、自身增重增效大体重肉猪销售策略得当以及原料市场低迷, 公司生猪养殖业务实现了量增价涨本降。全年, 生猪出栏量达到 1712.73 万头, 同比增长 11.57%。据我们测算, 单头商品猪平均出栏体重为 119.45 公斤, 较上年提高了 3.27 公斤; 单头均价为 2197.84 元, 较上年提高了 23.64%; 单位平均养殖成本是 11.4 元/公斤, 较上年下降了 4.2%。生猪养殖业务推动整体盈利大幅增长。全年, 生猪养殖业务毛利率为 38.05%, 较上年提高 15.82 个百分点; 贡献毛利 143.24 亿元, 同比增长 136.09%, 毛利同比增长额占全部业务毛利增长额的 113%。公司是国内绝对的生猪养殖龙头企业, 市占率排名第一, 近年来一直在推行较为稳健的扩张策略。2016 年, 公司竣工猪场设计产能是 380 万头, 2017 年计划完成新养猪项目开工规模为 600 万头, 预计竣工规模为 450 万头。产能扩张将支撑出栏量的增长, 使得生猪养殖盈利继续维持较高水平。我们预计 17/18 年, 公司生猪出栏量将达到 2160/2400 万头。

**2、肉鸡屠宰加工快速发展, 肉鸡业务盈利中长期趋于稳定。** 公司是国内黄羽肉鸡养殖行业的龙头, 规模多年稳居第一。2016 年, 公司肉鸡出栏量达到 8.19 亿羽, 同比增长 10.08%; 肉鸡养殖业务贡献毛利 20.46 亿元, 较上年减少了 4.59 亿元。肉鸡养殖业务盈利水平有所下降, 主要是因为 4 季度行业供给过剩导致鸡价大幅下跌所致。报告期内, 公司发力肉鸡屠宰和加工业务, 成效明显, 生鲜鸡销量总体增长 19.75%; 港澳市场生鲜鸡业务总量同比增长 12.87%; 熟食业务同比增长 45.05%。我们认为, 屠宰加工的发展将有利于减少肉鸡业务盈利波动。但短期内, 由于屠宰加工占比不高, 肉鸡业务盈利弹性仍然较大。

**3、生鲜业务进展顺利, “养殖-屠宰加工-仓储-物流配送-连锁**

门店”全产业链经营模式初步成型。自 2015 年 10 月起, 公司开始探索开展生鲜食品流通连锁经营业务, 采取的是“公司+店主”的经营模式, 公司负责提供生鲜产品, 店主自主经营和自负盈亏, 公司和门店之间的货物按照成本加成的方式进行定价, 当前加成比例是 6%。截至 2016 年年底, 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, 盈利门店的盈利在几万至 30 万不等。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。2017 年, 预计新开门店 200-300 家, 公司生鲜门店中长期发展目标是 3000 家。生鲜业务的发展是公司“畜禽养殖-屠宰加工-中央仓储-物流配送-连锁门店”业务模式的积极实践, 有利于打通温氏全产业链, 我们看好该业务发展前景。预计, 随着生鲜业务的发展和门店布局的全面铺开, 公司品牌价值将得到显著提升, 生鲜连锁经营所蕴含的盈利增长点也将被逐渐挖掘出来。

4、给予公司“增持”评级。我们预计, 公司 7/18/19 年实现归属于母公司的净利润是 118.82 亿元/75.1 亿元/82.21 亿元, 每股收益是 2.66 元/1.68 元/1.82 元, 对应的 PE 是 12.4/19.7/18.2 倍, 净资产收益率是 32%、16.1%、15.1%, PB 是 3.47/2.95/2.54。我们比较看好公司生猪养殖业务的规模增长空间和全产业链经营模式所蕴含的价值潜力, 且当前 PB 处于历史低位, 高净资产收益率和高分红更加体现了长期投资价值, 因此给予“增持”评级。

#### ■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	59355	65717	65842	72548
净利润(百万元)	12238	11882	7510	8221
摊薄每股收益(元)	2.71	2.66	1.68	1.82

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1493	792	23030	30578	39526	营业收入	48237	59355	65717	65842	72548
应收和预付款项	273	251	392	464	659	营业成本	38796	42606	49796	54386	60192
存货	8895	10548	11881	12830	14239	营业税金及附加	11	45	13	13	15
其他流动资产	5247	6856	348	264	399	销售费用	468	590	657	658	725
流动资产合计	#####	#####	#####	#####	#####	管理费用	2551	3425	3312	3490	3627
长期股权投资	369	659	741	797	836	财务费用	100	(137)	(121)	(558)	(742)
投资性房地产	34	48	0	0	0	资产减值损失	71	567	253	327	444
固定资产	9370	11371	11492	11170	10617	投资收益	491	229	165	111	80
在建工程	1105	1946	1473	1236	1118	公允价值变动	(12)	14	0	0	0
无形资产开发支出	710	784	704	610	492	营业利润	6721	12501	11970	7638	8366
长期待摊费用	321	467	467	467	467	其他非经营损益	6689	12369	12000	7585	8303
其他非流动资产	4919	7719	3547	3891	4269	利润总额	6689	12369	12000	7585	8303
资产总计	#####	#####	#####	#####	#####	所得税	53	131	118	75	82
短期借款	910	0	0	0	0	净利润	6636	12238	11882	7510	8221
应付和预收款项	1998	2982	2611	3206	3285	少数股东损益	431	448	300	200	300
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	6205	11790	11582	7310	7921
其他负债	6798	7077	7894	7682	9323						
负债合计	9705	#####	#####	#####	#####	预测指标					
股本	3625	4350	4350	4350	4350		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资本公积	6444	5714	5714	5714	5714	毛利率	19.6%	28.2%	24.2%	17.4%	17.0%
留存收益	12138	19940	31522	38832	46753	销售净利率	13.8%	20.6%	18.1%	11.4%	11.3%
归母公司股东权益	22264	30461	41586	48896	56818	销售收入增长率	26.8%	23.0%	10.7%	0.2%	10.2%
少数股东权益	766	918	1218	1418	1718	EBIT 增长率	110%	80.2%	-2.9%	-40.9%	7.6%
股东权益合计	#####	#####	#####	#####	#####	净利润增长率	131%	84.4%	-2.9%	-36.8%	9.5%
负债和股东权益	#####	#####	#####	#####	#####	ROE	34.8%	45.0%	32.0%	16.1%	15.1%
						ROA	22.9%	33.0%	24.9%	12.9%	12.2%
现金流量表(百万)						ROIC	24.9%	37.5%	35.3%	22.6%	24.0%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EPS (X)	1.71	2.71	2.66	1.68	1.82
经营性现金流	9303	14653	18835	8433	9732	PE (X)	19.39	12.25	12.47	19.75	18.23
投资性现金流	(6096)	(8580)	3282	(1443)	(1525)	PB (X)	5.40	4.74	3.47	2.95	2.54
融资性现金流	(3186)	(6778)	120	558	742	PS (X)	2.49	2.43	2.20	2.19	1.99
现金增加额	22	(706)	22238	7548	8948	EV/EBITDA (X)	18.29	10.99	9.68	14.08	12.40

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于 -15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。