

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: 31.73 元
 2017 年 04 月 18 日

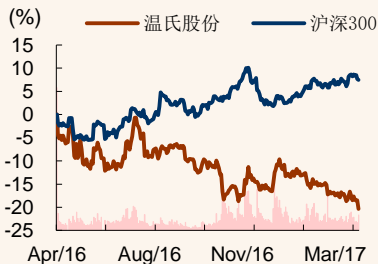
受累畜禽价格下跌, 一季度业绩下滑

基础数据

上证综指	3222
总股本(万股)	435030
已上市流通股(万股)	298088
总市值(亿元)	1395
流通市值(亿元)	956
每股净资产(MRQ)	7.4
ROE(TTM)	31.8
资产负债率	23.5%
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	-4	-11	-20
相对表现	-5	-17	-27



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《温氏股份(300498)——受益猪价高景气, 业绩大幅增长》2017-04-08
- 2、《温氏股份(300498)——温氏岂是池中物, 一遇风云便化龙》2016-12-06

周莎

0755-82960734
 zhousha@cmschina.com.cn
 S1090516020002

研究助理

雷轶
 075583218146
 lei yi@cmschina.com.cn

4 月 16 日, 公司发布一季报, 期间实现营收 128.03 亿, 同减 4.86%; 归母净利润 14.73 亿, 同减 52.36%, 业绩下降主要受鸡价和猪价影响。

□ 生猪价格季节性下跌, 看好后期猪价反转

2017 年一季度公司销售商品肉猪 427.51 万头, 同比增长 4.04%。由于育种技术不断进步, 商品肉猪生产性能持续提升, 报告期内公司销售商品肉猪均重达 118.5 公斤/头, 同比增加 5.8 公斤/头。但是受季节性市场供求关系变化的影响, 公司生猪出栏均价下滑至 16.76 元/kg, 同比减少 7.7%。综上因素, 公司一季度商品肉猪实现收入 88.48 亿元, 同比增长 1%。虽然公司一季度业绩下滑, 但是我们看好后期猪价, 预计生猪价格将在二季度开始上升, 三季度有望冲高超预期, 届时叠加生猪产能释放, 公司业绩有望实现量价齐升。

□ 受累 H7N9 事件影响, 肉鸡板块业绩下滑

2017 年一季度公司销售商品肉鸡 2.02 亿只, 同比增长 17.32%; 但受到去冬今春人感染 H7N9 病例事件的影响, 政府对活禽交易市场的管制日趋严格, 活禽流通渠道受限, 销售价格超预期下跌, 公司养鸡业务业绩大幅下滑。2017 年一季度, 公司商品肉鸡销售均价同比下跌 32.84%, 商品肉鸡收入同比下降 21.69%。我们认为 H7N9 对公司业绩只会造成阶段性影响, 目前鸡价已经触底反弹, 行业回暖将带动业绩逐渐回升。

□ 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, 但养殖利润还是受制于生猪和肉鸡价格波动。目前公司正大力加强食品加工产业和金融板块的布局, 维持业绩的稳定增长, 估值将逐步走高。2017 年一季度公司获得投资收益 1.31 亿元, 同比增长 1398%。目前公司拥有 60 家左右生鲜店, 单店平均利润约 30 万, 预计 2017 年至少将实现门店数量的翻倍增长。

□ 盈利预测与估值: 我们预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 95/112/126 亿元, 对应 EPS 为 2.20/2.59/2.74 元, 给予 17 年 20-22 倍 PE, 得出目标价 44.0-48.4 元, 较现价具有 38%-52% 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	83027
同比增长	27%	23%	9%	11%	15%
营业利润(百万元)	6721	12501	10161	11947	12648
同比增长	144%	86%	-19%	18%	6%
净利润(百万元)	6205	11790	9560	11263	11932
同比增长	133%	90%	-19%	18%	6%
每股收益(元)	1.71	2.71	2.20	2.59	2.74
PE	18.5	11.7	14.4	12.3	11.6
PB	5.2	4.5	4.1	3.3	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

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 95/112/126 亿元，对应 EPS 为 2.20/2.59/2.74 元，给予 17 年 20-22 倍 PE，得出目标价 44.0-48.4 元，较现价具有 38%-52% 的上涨空间，给予“强烈推荐-A”评级。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	14682	13456	14903	15285	15711	12803
营业毛利	1721	3229	4291	3767	972	1368
营业费用	225	115	128	144	203	132
管理费用	1233	565	608	627	1627	606
财务费用	-23	-20	-29	-39	-49	-51
投资收益	-35	-10	73	55	108	131
营业利润	1675	3216	4382	3821	1078	1499
归属母公司净利润	1417	3092	4134	3607	953	1473
EPS (元)	0.33	0.71	0.95	0.83	0.22	0.34
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	22.0%	29.0%	33.9%	29.3%	21.1%	17.8%
营业费用率	1.5%	0.9%	0.9%	0.9%	1.3%	1.0%
管理费用率	8.4%	4.2%	4.1%	4.1%	10.4%	4.7%
营业利润率	11.4%	23.9%	29.4%	25.0%	6.9%	11.7%
有效税率	1.4%	0.4%	0.9%	1.2%	3.4%	2.9%
净利率	9.7%	23.0%	27.7%	23.6%	6.1%	11.5%
YoY	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	25.7%	43.9%	41.4%	11.8%	7.0%	-4.9%
归属母公司净利润	-3.4%	437.1%	241.5%	20.2%	-32.8%	-52.4%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
合计收入	59335	64759	72059	82999
猪肉类养殖	37643	38950	45760	51000
肉鸡类养殖	18593	22610	23000	28600
其他	3099	3199	3299	3399
收入增长率	23.0%	9.1%	11.3%	15.2%
猪肉类养殖	38.0%	3.5%	17.5%	11.5%
肉鸡类养殖	3.0%	21.6%	1.7%	24.3%
其他	6.8%	3.2%	3.1%	3.0%
毛利率	28.2%	22.3%	21.7%	17.6%
猪肉类养殖	38.1%	30.0%	28.0%	22.0%
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 3：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	48237	59355	64781	72084	83027
营业成本	38796	42606	50347	55748	65085
营业税金及附加	11	45	49	54	415
营业费用	468	590	644	717	826
管理费用	2551	3425	3790	3901	4570
财务费用	100	(137)	84	60	(74)
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	279	329	429
营业利润	6721	12501	10161	11947	12648
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	10028	11814	12516
所得税	53	131	105	124	130
净利润	6636	12238	9923	11691	12386
少数股东损益	431	448	363	428	453
归属于母公司净利润	6205	11790	9560	11263	11932
EPS (元)	1.71	2.71	2.20	2.59	2.74

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

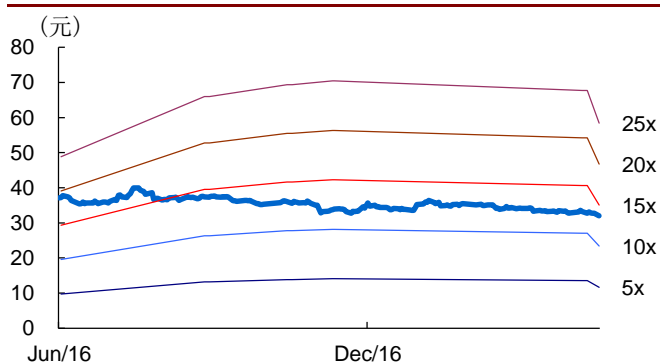
表 4：估值对比表

公司	最新	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
温氏股份	31.73	1.71	2.71	2.20	133%	84%	-19%	19	12	14	5.03	38.71%	1,380
正邦科技	5.65	0.52	0.52	0.51	265%	209%	11%	11	11	11	2.31	25.92%	129
牧原股份	26.50	1.23	2.12	2.57	643%	276%	23%	22	12	10	4.72	40.75%	274
天邦股份	10.71	0.51	0.53	0.69	296%	271%	30%	21	20	16	5.62	29.10%	83
雏鹰农牧	5.57	0.22	0.37	0.45	225%	421%	23%	25	15	12	3.17	16.51%	175
平均					357%	295%	22%	20	15	12	3.95	28.07%	

资料来源：公司数据、招商证券

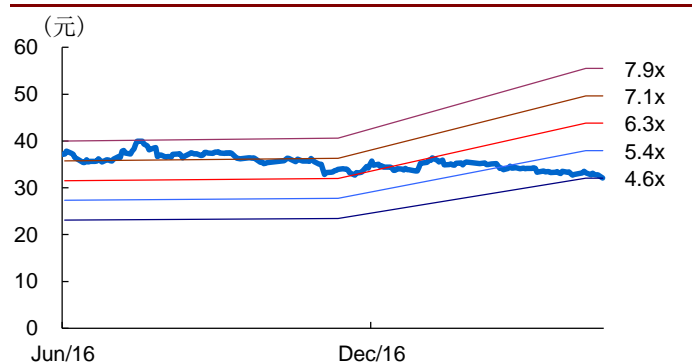
3、PE-PB Band

图 1：温氏股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：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(300498.SZ)-受益猪价高景气,业绩大幅增长》2017-04-07,4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。<http://t.cn/R6Dqf9e>
- 2、《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>
- 3、《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>
- 4、《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/Riuay2J>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	15908	18446	24224	28488	36950
现金	1493	792	4576	6707	11676
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	188
其它应收款	176	293	320	356	410
存货	8895	10548	11906	13183	15391
其他	5163	6521	7127	7930	9136
非流动资产	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
资产总计	32735	41438	48896	54578	64239
流动负债	9569	9835	13895	10755	11408
短期借款	910	0	3519	0	0
应付账款	1844	2649	3130	3466	4046
预收账款	154	334	394	436	510
其他	6662	6853	6853	6853	6853
长期负债	136	224	224	224	224
长期借款	0	0	0	0	0
其他	136	224	224	224	224
负债合计	9705	10059	14119	10979	11632
股本	3625	4350	4350	4350	4350
资本公积金	6501	6171	6171	6171	6171
留存收益	12138	19940	22974	31369	39922
少数股东权益	766	918	1282	1710	2163
归属于母公司所有者权益	22264	30461	33495	41890	50443
负债及权益合计	32735	41438	48896	54578	64239

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9303	14653	10201	11853	11450
净利润	6205	11790	9560	11263	11932
折旧摊销	1555	1750	1938	2198	2419
财务费用	204	(143)	84	60	(74)
投资收益	(491)	(229)	(293)	(343)	(443)
营运资金变动	1330	600	(1516)	(1815)	(2945)
其它	500	884	428	490	559
投资活动现金流	(6096)	(8580)	(3326)	(3276)	(3176)
资本支出	(4525)	(7289)	(3618)	(3618)	(3618)
其他投资	(1571)	(1292)	293	343	443
筹资活动现金流	(3186)	(6778)	(3091)	(6447)	(3305)
借款变动	(3253)	(3328)	3519	(3519)	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)	74
现金净增加额	22	(706)	3784	2131	4969

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	48237	59355	64781	72084	83027
营业成本	38796	42606	50347	55748	65085
营业税金及附加	11	45	49	54	415
营业费用	468	590	644	717	826
管理费用	2551	3425	3790	3901	4570
财务费用	100	(137)	84	60	(74)
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	279	329	429
营业利润	6721	12501	10161	11947	12648
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	10028	11814	12516
所得税	53	131	105	124	130
净利润	6636	12238	9923	11691	12386
少数股东损益	431	448	363	428	453
归属于母公司净利润	6205	11790	9560	11263	11932
EPS (元)	1.71	2.71	2.20	2.59	2.74

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	27%	23%	9%	11%	15%
营业利润	144%	86%	-19%	18%	6%
净利润	133%	90%	-19%	18%	6%
获利能力					
毛利率	19.6%	28.2%	22.3%	22.7%	21.6%
净利率	12.9%	19.9%	14.8%	15.6%	14.4%
ROE	27.9%	38.7%	28.5%	26.9%	23.7%
ROIC	27.1%	39.0%	26.5%	27.2%	23.6%
偿债能力					
资产负债率	29.6%	24.3%	28.9%	20.1%	18.1%
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	3.2
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.4	1.9
营运能力					
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	472.5
应付帐款周转率	23.0	19.0	17.4	16.9	17.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.71	2.71	2.20	2.59	2.74
每股经营现金	2.57	3.37	2.34	2.72	2.63
每股净资产	6.14	7.00	7.70	9.63	11.60
每股股利	0.50	1.50	0.66	0.78	0.82
估值比率					
PE	18.5	11.7	14.4	12.3	11.6
PB	5.2	4.5	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	23.9	14.1	16.2	13.9	13.2

资料来源：公司数据、招商证券

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。