

2017年07月13日

温氏股份 (300498.SZ)

公司快报

证券研究报告

半年度业绩预告点评：生猪出栏量稳步增长，黄鸡价格低迷拖累业绩

■事件：7月13日，公司发布了17年半年度业绩预告公告：17年上半年归属于上市公司股东的净利润：16亿元—19亿元，比上年同期下降：73.71%—77.86%，16年同期盈利：72.27亿元。

■我们的分析与判断：

1、生猪出栏稳步增长，贡献稳定业绩

17年公司养猪业务继续保持稳步发展，上半年生猪出栏约900万头，同比增长11.8%，销售额约27.63亿元。受市场供求关系变化的影响，生猪销售价格同比回落，公司销售均价约15.6元/公斤，同比下降19.90%，生猪养殖盈利水平同比大幅下降，导致业绩同比有所下降。16年公司共出栏生猪1713万头，预计17年公司生猪出栏量稳步增长，贡献稳定业绩。

2、活禽市场管理日趋严格，黄鸡价格持续低迷

受到H7N9事件的影响，各地政府对活禽市场的管理日趋严格，部分地区关闭活禽市场及不定期休市时间的增加，致使活禽流通渠道受限，活禽产品市场行情整体持续低迷，销售价格跌幅超出预期，整个行业出现亏损。公司养鸡业务也受到严重冲击，商品肉鸡销售价格同比下降30.19%，养鸡业经营业绩同比由盈利转为亏损。

3、业务规模整体继续扩大

公司鸡猪养殖业务继续保持良好的增长，养殖规模继续扩大。①生猪养殖：16年公司出栏肉猪1,713万头，同比增长11.57%，17年上半年出栏肉猪约900万头，同比增长11.8%；②禽养殖：16年实现上市肉鸡8.19亿只，同比增长10.08%，上市肉鸭2626万只，同比增长40.11%。公司坚持“公司+农户”为核心的“温氏模式”发展肉鸡和肉猪养殖业务。根据与合作农户（或家庭农场）签订的委托养殖合同回收商品肉鸡和商品肉猪进行统一销售，并在完成销售后，与合作农户进行结算。16年，公司拥有5.9万户合作养殖农户（或家庭农场），其中养鸡户3.5万户、养猪户2.2万户。17年公司有望继续扩大养殖规模。

■投资建议：

我们预计17/18/19年归属于母公司净利润50.8/54.4/32.4亿元，对应EPS为0.97/1.04/0.62元。6个月目标价25元，给予“增持-B”投资评级。

■风险提示：猪价上涨不达预期；改革推进不达预期；

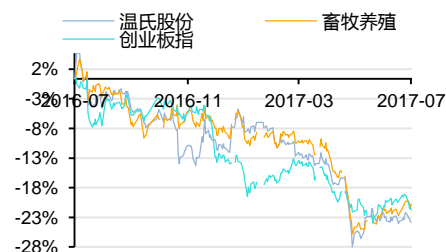
投资评级 **增持-B**
调低评级

6个月目标价：**25元**
股价(2017-07-13) **23.39元**

交易数据

总市值(百万元)	122,104.13
流通市值(百万元)	84,447.83
总股本(百万股)	5,220.36
流通股本(百万股)	3,610.42
12个月价格区间	23.32/40.58元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.16	-5.08	-0.92
绝对收益	-1.97	-11.33	-21.76

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001
lijf3@essence.com.cn
021-35082017

相关报告

温氏股份：受益猪价上涨，16年业绩大幅增长/李佳丰	2017-04-07
温氏股份：温氏股份(300498.SZ) 季报点评：猪价高位，增长延续！/吴立	2016-10-14
温氏股份：半年报点评：养殖景气，业绩大幅增长！/吴立	2016-08-26
温氏股份：温氏股份2015年年报点评：养殖高景气，盈利高增长，成长未完结！/吴立	2016-04-18

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	48,237.4	59,355.2	61,319.9	65,256.6	66,875.0
净利润	6,205.4	11,789.9	5,079.5	5,435.9	3,235.0
每股收益(元)	1.19	2.26	0.97	1.04	0.62
每股净资产(元)	4.26	5.84	6.61	7.31	7.74
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	19.7	10.4	24.0	22.5	37.7
市净率(倍)	5.5	4.0	3.5	3.2	3.0
净利润率	12.9%	19.9%	8.3%	8.3%	4.8%
净资产收益率	27.9%	38.7%	14.7%	14.3%	8.0%
股息收益率	1.5%	5.3%	1.2%	1.7%	1.1%
ROIC	43.6%	58.7%	19.2%	17.1%	6.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	48,237.4	59,355.2	61,319.9	65,256.6	66,875.0	成长性					
减:营业成本	38,795.8	42,605.8	52,410.1	55,767.1	60,617.2	营业收入增长率	26.8%	23.0%	3.3%	6.4%	2.5%
营业税费	10.6	44.6	24.0	29.6	35.6	营业利润增长率	143.8%	86.0%	-53.7%	13.9%	-40.9%
销售费用	467.6	590.2	534.1	653.6	639.1	净利润增长率	132.9%	90.0%	-56.9%	7.0%	-40.5%
管理费用	2,551.2	3,425.5	3,090.7	3,712.3	3,678.2	EBITDA 增长率	95.1%	68.8%	-52.6%	-4.1%	-50.7%
财务费用	99.8	-136.6	-635.0	-1,713.7	-2,245.1	EBIT 增长率	122.0%	81.3%	-58.3%	-5.3%	-66.1%
资产减值损失	71.1	567.0	230.6	318.5	372.0	NOPLAT 增长率	123.5%	80.8%	-60.2%	-10.8%	-65.7%
加:公允价值变动收益	-11.8	13.7	-75.6	4.9	21.9	投资资本增长率	34.3%	21.9%	0.0%	-15.3%	11.5%
投资和汇兑收益	491.0	228.9	200.0	100.0	100.0	净资产增长率	52.6%	36.3%	13.9%	11.0%	6.1%
营业利润	6,720.6	12,501.3	5,789.8	6,594.1	3,899.9	利润率					
加:营业外净收支	-31.4	-132.4	-80.4	-142.0	-118.3	毛利率	19.6%	28.2%	14.5%	14.5%	9.4%
利润总额	6,689.3	12,368.9	5,709.4	6,452.1	3,781.7	营业利润率	13.9%	21.1%	9.4%	10.1%	5.8%
减:所得税	52.8	130.9	314.0	709.7	378.2	净利润率	12.9%	19.9%	8.3%	8.3%	4.8%
净利润	6,205.4	11,789.9	5,079.5	5,435.9	3,235.0	EBITDA/营业收入	17.2%	23.6%	10.8%	9.8%	4.7%
						EBIT/营业收入	14.1%	20.8%	8.4%	7.5%	2.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	83	80	81	68	58
						流动资产周转天数	39	44	49	44	47
						流动资本周转天数	99	104	131	163	187
						应收帐款周转天数	2	2	3	3	3
						存货周转天数	63	59	70	69	74
						总资产周转天数	217	225	257	269	284
						投资资本周转天数	136	140	149	129	123
						投资回报率					
						ROE	27.9%	38.7%	14.7%	14.3%	8.0%
						ROA	20.3%	29.5%	11.7%	11.2%	6.3%
						ROIC	43.6%	58.7%	19.2%	17.1%	6.9%
						费用率					
						销售费用率	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
						管理费用率	5.3%	5.8%	5.0%	5.7%	5.5%
						财务费用率	0.2%	-0.2%	-1.0%	-2.6%	-3.4%
						三费/营业收入	6.5%	6.5%	4.9%	4.1%	3.1%
						偿债能力					
						资产负债率	29.6%	24.3%	22.7%	22.5%	22.3%
						负债权益比	42.1%	32.1%	29.4%	29.1%	28.8%
						流动比率	1.66	1.88	2.63	2.90	3.14
						速动比率	0.73	0.80	1.30	1.86	1.80
						利息保障倍数	68.36	-90.53	-8.12	-2.85	-0.74
						分红指标					
						DPS(元)	0.35	1.25	0.27	0.39	0.25
						分红比率	29.2%	55.3%	28.2%	37.6%	40.4%
						股息收益率	1.5%	5.3%	1.2%	1.7%	1.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6,636.5	12,237.9	5,079.5	5,435.9	3,235.0	EPS(元)	1.19	2.26	0.97	1.04	0.62
加:折旧和摊销	1,554.9	1,750.4	1,484.6	1,484.6	1,484.6	BVPS(元)	4.26	5.84	6.61	7.31	7.74
资产减值准备	71.1	567.0	-	-	-	PE(X)	19.7	10.4	24.0	22.5	37.7
公允价值变动损失	11.8	-13.7	-75.6	4.9	21.9	PB(X)	5.5	4.0	3.5	3.2	3.0
财务费用	203.9	-143.5	-635.0	-1,713.7	-2,245.1	P/FCF	-157.0	23.0	20.6	13.4	193.7
投资损失	-491.0	-228.9	-200.0	-100.0	-100.0	P/S	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
少数股东损益	431.1	448.0	315.9	306.5	168.5	EV/EBITDA	19.8	10.6	17.0	16.6	33.7
营运资金的变动	-2,599.1	-484.3	-1,320.8	2,542.0	-3,833.9	CAGR(%)	-4.7%	-34.7%	23.3%	-4.7%	-34.7%
经营活动产生现金流量	9,303.2	14,652.7	4,648.5	7,960.2	-1,268.9	PEG	-4.2	-0.3	1.0	-4.8	-1.1
投资活动产生现金流量	-6,096.0	-8,580.2	1,799.3	-137.2	-275.0	ROIC/WACC	4.1	5.6	1.8	1.6	0.7
融资活动产生现金流量	-3,185.6	-6,778.3	435.6	-324.4	1,130.6	REP	1.9	1.0	2.4	3.0	6.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034