

强烈推荐-A (维持)

温氏股份 300498.SZ

目标估值: 25.80-29.24 元

当前股价: 21.72 元

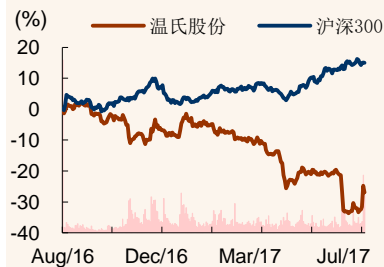
2017年08月09日

基础数据

上证综指	3276
总股本(万股)	522036
已上市流通股(万股)	361042
总市值(亿元)	1134
流通市值(亿元)	784
每股净资产(MRQ)	6.1
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	-6	-21	-25
相对表现	-8	-31	-41



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《温氏股份(300498)——华为和温氏,没有秘诀的奇迹》2017-08-09
- 2、《温氏股份-温氏岂是池中物,一遇风云便化龙》2016-12-06
- 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

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

研究助理

雷轶
075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

齐创共享以激励,厚积薄发以远行

8月5日,公司发布公告称证监会核准公司非公开发行不超过2985万股新股,认购对象包括2016年度员工持股计划和4名温氏家族成员。员工持股充分诠释了公司“齐创共享”的核心理念,而募投项目的投产将进一步提升公司主业竞争力。

顺应行业规模化趋势,温氏厚积薄发以远行

从行业角度来看,目前仍然是增量竞争,扩大养殖规模对公司维持龙头地位至关重要。我国生猪养殖行业市场空间1.4万亿,目前正处于养殖规模化加速阶段,行业集中度低,温氏作为我国最大的生猪养殖企业,市占率仅2.5%,是典型的“大行业,小公司”格局。在此背景下,规模企业之间竞争不足,扩大生猪养殖规模提高市占率,提前跑马圈地对公司维持龙头地位至关重要。从养殖模式来看,发力自繁自养,为公司后期发展提供全方位保障。公司此次募集资金投向的四个项目中,赤峰和永寿项目为自繁自养一体化项目。温氏靠“公司+农户”模式发展起家并成长为创业板第一股,如今发力自繁自养模式,将会为公司未来发展提供全方位保障。

从布局区域来看,针对性强,提高公司主业竞争力。目前公司业务主要集中于长江以南地区,东北、西北、西南地区业务布局较晚,在当地生猪养殖市场影响力较为有限。本次项目建成后,公司将提升在布局相对薄弱地区的实力,提高主业竞争力。

实施员工持股计划,进一步诠释“齐创共享”理念

温氏自成立之初,就是股份制企业,“齐创共享”是温氏出生就携带的基因,也是温氏最核心理念。本次参与认购的2016年度员工持股计划将提高员工凝聚力,为实现公司发展战略和股东利益最大化目标打下坚实基础。

业绩回升催化剂

1、自身养殖规模不断扩大。2、猪价阶段性超预期反弹。3、H7N9影响趋弱。

盈利预测与估值:我们预计2017/18/19年公司的归母净利润为52/58/90亿元,对应EPS为0.99/1.11/1.72元,给予19年15-17倍PE,得出目标价25.80-29.24元,较现价具有19%-35%的上涨空间,给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示:非公开发行价高于股票现价,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	53317	65675	79546
同比增长	27%	23%	-10%	23%	21%
营业利润(百万元)	6721	12501	5535	6202	9563
同比增长	144%	86%	-56%	12%	54%
净利润(百万元)	6205	11790	5151	5786	8990
同比增长	133%	90%	-56%	12%	55%
每股收益(元)	1.71	2.71	0.99	1.11	1.72
PE	12.7	8.0	22.0	19.6	12.6
PB	3.5	3.1	4.0	3.4	2.8

资料来源:公司数据、招商证券 注:2015-2017的股本分别为36.25、43.50、52.20亿股

盈利预测与估值

1、盈利预测

2017 上半年业绩下降原因: 2017 年上半年公司归母净利润同比下跌 76%，主要是受 H7N9 禽流感和猪周期影响。具体而言，公司生猪销量在 2017 年上半年同比增加 11.46%，销售均重同比增加 4.98 公斤/头，但是由于猪价同比下滑 19.9%，导致生猪板块盈利大幅下降，我们测算今年上半年公司商品猪盈利仅 38 亿元，同比下降 43%。而肉禽板块销售受 H7N9 影响，活禽产品市场行情整体持续低迷，销售价格跌幅超出预期，价格同比下降 30.19%，量价齐跌导致公司肉禽板块经营业绩由盈利转为亏损。我们预计公司 2017 年上半年盈利 17 亿元，禽肉板块亏损或将达到 21 亿元。

业绩回升催化剂：

1、自身养殖规模不断扩大。 公司今年争取完成竣工规模 450 万头，预计 2019 年出栏量将达到 2750 万头，养殖规模的不断扩大为公司后期业绩释放奠定了坚实的基础。

2、猪价阶段性超预期反弹。 二季度创业板迎来机构大举加仓，温氏作为创业板龙头首当其冲。由于环保限制产能恢复，明年的猪价将由预期的全民亏损转为不错盈利，明年的业绩预期差比今年四季度还大，奠定了未来继续上涨的基础。

3、H7N9 影响趋弱。 鸡肉消费是我国居民日常消费的重要组成部分，虽然短期受到 H7N9 冲击导致行业严重亏损，但是从长期来看，H7N9 影响必将逐渐减弱，鸡肉消费也将逐渐回暖。

我们预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 52/58/90 亿元，对应 EPS 为 0.99/1.11/1.72 元，给予 19 年 15-17 倍 PE，得出目标价 25.80-29.24 元，较现价具有 19%-35% 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)	0.27	0.59	0.79	0.69	0.18	0.28
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%
Yoyo	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	53299	65652	79519
猪肉类养殖	37643	32499	39353	51150
肉鸡类养殖	18593	17600	23000	24970
其他	3099	3199	3299	3399
收入增长率	23.0%	-10.2%	23.2%	21.1%
猪肉类养殖	38.0%	-13.7%	21.1%	30.0%
肉鸡类养殖	3.0%	-5.3%	30.7%	8.6%
其他	6.8%	3.2%	3.1%	3.0%
毛利率	28.2%	17.0%	16.4%	19.4%
猪肉类养殖	38.1%	21.4%	20.0%	24.0%
肉鸡类养殖	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%
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	53317	65675	79546
营业成本	38796	42606	44228	54888	64124
营业税金及附加	11	45	40	49	398
营业费用	468	590	530	653	791
管理费用	2551	3425	3077	3790	4591
财务费用	100	(137)	149	335	322
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	5535	6202	9563
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	5403	6069	9431
所得税	53	131	56	63	99
净利润	6636	12238	5347	6006	9332
少数股东损益	431	448	196	220	342
归属于母公司净利润	6205	11790	5151	5786	8990
EPS (元)	1.71	2.71	0.99	1.11	1.72

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

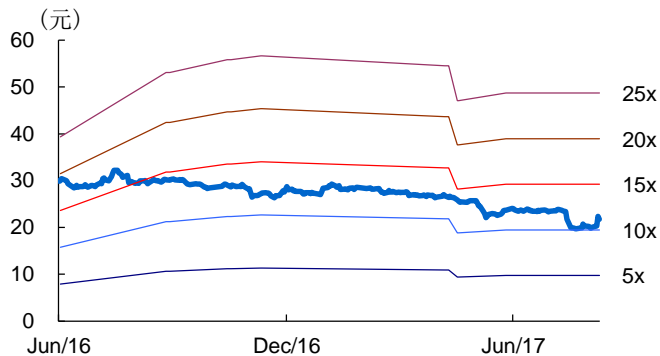
表 4：估值对比表

公司简称	最新股价	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	21.72	1.71	2.71	0.99	133%	84%	-56%	13	8	22	5.03	38.71%	1,134
正邦科技	5.58	0.52	0.52	0.48	265%	209%	5%	11	11	12	2.31	25.92%	128
牧原股份	32.24	1.23	2.25	2.41	643%	290%	20%	26	14	13	4.25	40.75%	373
天邦股份	9.47	0.51	0.59	0.51	296%	246%	7%	19	16	18	5.50	29.10%	73
雏鹰农牧	4.84	0.22	0.28	0.38	225%	278%	38%	22	17	13	3.06	16.51%	152
平均					357%	256%	18%	19	15	14	3.78	28.07%	

资料来源：公司数据、招商证券*注：牧原股份、正邦科技、天邦股份、雏鹰农牧盈利数据为 wind 一致预期。

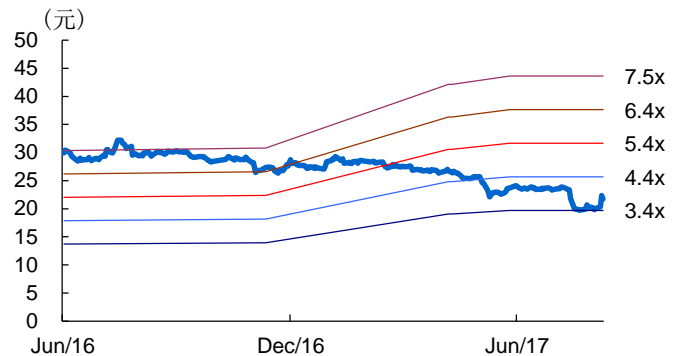
3、PE-PB Band

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

发行价高于公司股票现价，进口猪肉大幅上升、高致病性不可控疫病、环保政策不达预期。

参考报告：

- 1、《温氏股份（300498.SZ）深度报告-温氏和华为，没有秘诀的奇迹》2017-08-09，伟大的企业都有与生俱来的基因，或是先天拥有宽阔的护城河，或是具有先发优势的企业战略，或是卓越的营销手段，然而华为和温氏成功的秘诀是什么？本文从二者的深度对比中得出了答案：恐怕没有秘诀，而是将管理和技术做到了极致。<http://t.cn/R9HaL0i>
- 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。
- 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。
- 4、《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，第七篇提出现正是在长周期的黄金时代，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。

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	20866	25813	31666
现金	1493	792	4002	4976	7023
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	121	149	180
其它应收款	176	293	263	325	393
存货	8895	10548	10459	12980	15164
其他	5163	6521	5873	7235	8757
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	45538	51903	58954
流动负债	9569	9835	15548	17453	16908
短期借款	910	0	5600	6758	5567
应付账款	1844	2649	2750	3412	3986
预收账款	154	334	346	430	502
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	15772	17676	17132
股本	3625	4350	5220	5220	5220
资本公积金	6501	6171	5300	5300	5300
留存收益	12138	19940	18131	22372	29626
少数股东权益	766	918	1114	1334	1676
归属于母公司所有者权益	22264	30461	28652	32893	40147
负债及权益合计	32735	41438	45538	51903	58954

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9303	14653	8095	5072	8671
净利润	6205	11790	5151	5786	8990
折旧摊销	1555	1750	1938	2198	2419
财务费用	204	(143)	149	335	322
投资收益	(491)	(229)	(243)	(243)	(243)
营运资金变动	1330	600	909	(3346)	(3264)
其它	500	884	191	341	447
投资活动现金流	(6096)	(8580)	(3376)	(3376)	(3376)
资本支出	(4525)	(7289)	(3618)	(3618)	(3618)
其他投资	(1571)	(1292)	243	243	243
筹资活动现金流	(3186)	(6778)	(1509)	(722)	(3249)
借款变动	(3253)	(3328)	5600	1158	(1191)
普通股增加	435	725	870	0	0
资本公积增加	1485	(330)	(870)	0	0
股利分配	(798)	(3988)	(6960)	(1545)	(1736)
其他	(1056)	142	(149)	(335)	(322)
现金净增加额	22	(706)	3210	974	2046

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	48237	59355	53317	65675	79546
营业成本	38796	42606	44228	54888	64124
营业税金及附加	11	45	40	49	398
营业费用	468	590	530	653	791
管理费用	2551	3425	3077	3790	4591
财务费用	100	(137)	149	335	322
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	5535	6202	9563
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	5403	6069	9431
所得税	53	131	56	63	99
净利润	6636	12238	5347	6006	9332
少数股东损益	431	448	196	220	342
归属于母公司净利润	6205	11790	5151	5786	8990
EPS (元)	1.71	2.71	0.99	1.11	1.72

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	27%	23%	-10%	23%	21%
营业利润	144%	86%	-56%	12%	54%
净利润	133%	90%	-56%	12%	55%
获利能力					
毛利率	19.6%	28.2%	17.0%	16.4%	19.4%
净利率	12.9%	19.9%	9.7%	8.8%	11.3%
ROE	27.9%	38.7%	18.0%	17.6%	22.4%
ROIC	27.1%	39.0%	15.9%	15.8%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	29.6%	24.3%	34.6%	34.1%	29.1%
净负债比率	5.9%	0.0%	12.3%	13.0%	9.4%
流动比率	1.7	1.9	1.3	1.5	1.9
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	1.0
营运能力					
资产周转率	1.5	1.4	1.2	1.3	1.3
存货周转率	4.6	4.4	4.2	4.7	4.6
应收帐款周转率	403.5	365.7	402.9	487.2	483.5
应付帐款周转率	23.0	19.0	16.4	17.8	17.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.71	2.71	0.99	1.11	1.72
每股经营现金	2.57	3.37	1.55	0.97	1.66
每股净资产	6.14	7.00	5.49	6.30	7.69
每股股利	0.50	1.50	0.30	0.33	0.52
估值比率					
PE	12.7	8.0	22.0	19.6	12.6
PB	3.5	3.1	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	20.6	12.2	22.3	19.5	13.8

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。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

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。