

## 出栏稳定增长，三季报业绩符合预期

核心观点：

### 1、事件

温氏股份发布2016年三季报：公司前三季度实现营收436.4亿元，同比增长27.6%；归母净利润108.4亿元，同比增长124.9%。其中，单三季度实现营收152.9亿元，同比增长9.7%，环比增长2.6%；归母净利润36.1亿元，同比增长15%，环比下降12.7%。摊薄EPS为0.83元，同比增长15.28%。

### 2、我们的分析与判断

三季度猪价下跌导致盈利环比略有下滑，业绩增长整体符合预期。三季度公司商品肉猪销售均价达18.7元/公斤，同比增长5.2%，环比下跌9.1%（前三季度公司销售均价分别是18.2、20.6、18.7元/公斤）；销售商品肉猪合计达到425.7万头，同比增长6.1%，环比增长8.1%。尽管猪价下跌导致三季度业绩环比略有下滑，但受益于出栏稳定增长，公司盈利情况良好，业绩整体符合预期。以公司目前完全成本12元/公斤测算，预计公司头均盈利维持在750元高位，三季度生猪板块盈利约32亿。黄羽肉鸡方面，三季度销量达到2.21亿羽，同比增长9.24%，预测羽均盈利1.2元，整体贡献净利润2.7亿元。

饲料成本控制良好，三项费用率保持低位。饲料成本和代养费用是公司最主要的养殖成本，其中饲料成本在商品肉猪养殖中占比达到65%左右，在肉鸡养殖中占比达到70%。三季度豆粕和玉米成本整体维持震荡，预计公司完全成本维持在12元/公斤的水平。公司养殖自动化程度较高，管理精细，饲料成本控制良好，且长期看好玉米价格下滑带动公司饲料成本继续下降。此外，公司三项费用率维持4.77%的水平，行业内优势明显。

生猪龙头地位牢固，下游拓展发展全产业链。公司近几年凭借紧密型“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进行了全面生猪产能扩张。公司定增方案审批进展顺利，预计募集资金约11.6亿元用于建设4个肉猪养殖一体化项目，提升公司在华东、华中及西北等地区的肉猪市场生产供应能力，4个养殖项目合计增加公司商品代生猪产能共182万头，保证了公司未来几年生猪出栏量以15%左右的速度增长。此外，公司积极延伸产业链至屠宰业务端，下游生鲜门店目前运营良好，有望打造农牧业全产业链龙头。

### 3、投资建议

我们预计公司2016/2017肉猪出栏量为1700/2050，肉鸡出栏量为8/8.5亿羽。预计2016年肉猪头均盈利约780元/头，肉鸡单羽盈利约1元/羽，2016年净利润约为140亿元。我们认为公司通过优秀的养殖模式和精细化管理，具有持续稳定的盈利能力，长期推荐。预计2016-2017年公司EPS分别为3.2、2.9元/股，对应PE分别为11x、13x，给予“推荐”投资评级。

### 4、风险提示

生猪价格不达预期，疫病风险等。

温氏股份 (300498.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

分析师：周颖

电话：010-83571701

邮箱：zhouying\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090001

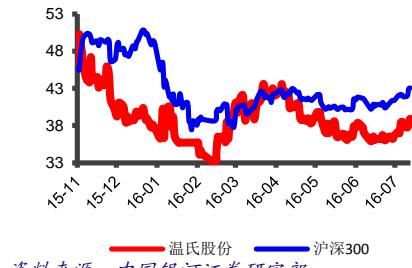
特此鸣谢：

史凡可

电话：(8510) 83571363

邮箱：shifanke@chinastock.com.cn

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究：

2016.2.2《温氏股份：定增完善产能布局，全员持股彰显信心》

2016.4.17《温氏股份：价量齐升叠加成本下降将使2016年业绩爆发性增长》

2016.7.14《温氏股份：生猪高景气叠加养殖成本缩减，2016上半年业绩大幅增长》

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	233.90	16910.93	30832.10	42938.86	营业收入	48237.37	56965.59	61227.35	64288.72
应收和预付款项	449.54	461.57	335.32	516.33	营业成本	38795.81	41132.68	46393.73	51430.97
存货	8894.81	9523.16	11250.55	11778.68	营业税金及附加	10.55	12.46	13.40	14.06
其他流动资产	5070.27	5070.27	5070.27	5070.27	营业费用	467.59	170.90	275.52	321.44
长期股权投资	368.79	368.79	368.79	368.79	管理费用	2551.20	1595.04	2142.96	2250.11
固定资产和在建工程	13017.95	11170.39	9322.82	7475.26	财务费用	99.77	-151.63	-518.74	-810.64
无形资产和开发支出	836.46	753.16	669.85	586.54	资产减值损失	71.06	76.19	76.19	76.19
其他非流动资产	2557.79	283.93	123.59	123.59	投资净收益	491.04	0.00	0.00	0.00
资产总计	31463.76	44571.60	57997.84	68878.03	公允价值变动损益	-11.79	0.00	0.00	0.00
短期借款	910.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	6720.63	14129.96	12844.29	11006.58
应付账款	5999.27	5898.94	6480.89	6354.50	其他非经营损益	-31.35	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	6689.28	14129.96	12844.29	11006.58
其他负债	1524.86	1513.06	1513.06	1513.06	所得税	52.80	0.00	0.00	0.00
负债合计	8434.12	7412.00	7993.95	7867.56	净利润	6636.48	14129.96	12844.29	11006.58
归属母公司股东权益	22264.06	36294.02	49038.31	59944.89	少数股东损益	431.11	100.00	100.00	100.00
少数股东权益	765.58	865.58	965.58	1065.58	归属母公司股东净利润	6205.37	14029.96	12744.29	10906.58
股东权益合计	23029.64	37159.60	50003.89	61010.47	每股收益 (EPS)	1.43	3.23	2.93	2.51
负债和股东权益合计	31463.76	44571.60	57997.84	68878.03	财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E	毛利率	19.57%	27.79%	24.23%	20.00%
净利润	6205.37	14029.96	12744.29	10906.58	销售净利率	13.76%	24.80%	20.98%	17.12%
折旧与摊销	1554.93	2019.88	2019.88	1859.53	ROE	27.87%	38.66%	25.99%	18.19%
经营性现金净流量	9331.87	15316.60	13384.06	11276.84	ROA	21.49%	31.32%	21.22%	14.77%
投资性现金净流量	-6096.04	2101.71	0.00	0.00	ROIC	42.34%	63.93%	59.12%	51.44%
筹资性现金净流量	-3185.64	-741.28	537.11	829.92	销售收入增长率	26.81%	18.09%	7.48%	5.00%
现金流量净额	54.29	16677.03	13921.17	12106.76	营业利润增长率	111.24%	106.51%	-11.85%	-17.31%
EBITDA	8315.34	15981.12	14327.07	12036.19	净利润增长率	130.66%	112.91%	-9.10%	-14.31%

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**周颖，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区: 詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构: 李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区: 王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构: 刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)