



温氏股份(300498)

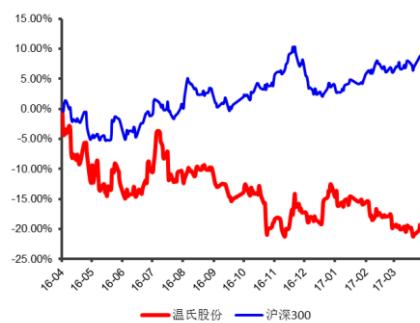
目标价：35

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 | ##### | ##### | ##### | ##### | | | | | | |
| 股本 | 3625 | 4350 | 4350 | 4350 | 4350 | 预测指标 | | | | | |
| 资本公积 | 6444 | 5714 | 5714 | 5714 | 5714 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 留存收益 | 12138 | 19940 | 31522 | 38832 | 46753 | 毛利率 | 19.6% | 28.2% | 24.2% | 17.4% | 17.0% |
| 归母公司股东权益 | 22264 | 30461 | 41586 | 48896 | 56818 | 销售净利率 | 13.8% | 20.6% | 18.1% | 11.4% | 11.3% |
| 少数股东权益 | 766 | 918 | 1218 | 1418 | 1718 | 销售收入增长率 | 26.8% | 23.0% | 10.7% | 0.2% | 10.2% |
| 股东权益合计 | ##### | ##### | ##### | ##### | ##### | EBIT 增长率 | 110% | 80.2% | -2.9% | -40.9% | 7.6% |
| 负债和股东权益 | ##### | ##### | ##### | ##### | ##### | 净利润增长率 | 131% | 84.4% | -2.9% | -36.8% | 9.5% |
| | | | | | | ROE | 34.8% | 45.0% | 32.0% | 16.1% | 15.1% |
| 现金流量表(百万) | | | | | | ROA | 22.9% | 33.0% | 24.9% | 12.9% | 12.2% |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROIC | 24.9% | 37.5% | 35.3% | 22.6% | 24.0% |
| 经营性现金流 | 9303 | 14653 | 18835 | 8433 | 9732 | EPS(X) | 1.71 | 2.71 | 2.66 | 1.68 | 1.82 |
| 投资性现金流 | (6096) | (8580) | 3282 | (1443) | (1525) | PE(X) | 19.39 | 12.25 | 12.47 | 19.75 | 18.23 |
| 融资性现金流 | (3186) | (6778) | 120 | 558 | 742 | PB(X) | 5.40 | 4.74 | 3.47 | 2.95 | 2.54 |
| 现金增加额 | 22 | (706) | 22238 | 7548 | 8948 | PS(X) | 2.49 | 2.43 | 2.20 | 2.19 | 1.99 |
| | | | | | | 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%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



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。