



黄鸡板块重回正轨，三季业绩回暖

——温氏股份（300498）三季报财报点评

2017年10月31日

强烈推荐/上调

温氏股份

财报点评

徐昊	分析师 xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	执业证书编号: S1480514070003
程诗月	研究助理 chengsy_yjs@dxzq.net.cn 010-66555458	

事件:

温氏股份发布2017年三季报，公司前三季度实现营收392.19亿元，同比下降10.14%，实现归属于上市公司股东的净利润40.39亿元，同比下降62.73%，EPS0.77元，其中第三季度净利润22.29亿元，同比下降38.22%，环比上升621.28%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	13456.24	14903.21	15285	15710.79	12802.61	12320.91	14095.94
增长率（%）	41.06%	38.97%	9.69%	11.91%	-4.86%	-17.33%	-7.78%
毛利率（%）	28.96%	33.88%	29.34%	21.13%	17.81%	8.60%	21.88%
期间费用率（%）	4.91%	4.74%	4.79%	11.33%	5.36%	6.46%	6.37%
营业利润率（%）	23.90%	29.40%	25.02%	6.86%	11.71%	3.00%	16.55%
净利润（百万元）	3212.31	4365.30	3747.17	913.15	1471.73	322.31	2324.76
增长率（%）	352.64%	283.24%	13.14%	-38.12%	-54.18%	-92.62%	-37.96%
每股盈利（季度，元）	0.85	0.95	0.83	0.22	0.34	0.06	0.43
资产负债率（%）	23.32%	21.42%	23.70%	24.27%	23.48%	30.44%	32.00%
净资产收益率（%）	12.20%	15.20%	12.34%	2.91%	4.47%	1.15%	7.63%
总资产收益率（%）	9.35%	11.95%	9.42%	2.20%	3.42%	0.80%	5.19%

观点:

- **黄鸡价格回暖，盈利回归正轨。**公司上半年受H7N9流感冲击，一二季度养殖业务业绩下滑较为严重。公司为了应对该事件，一方面推行订单式生产，以市场为导向调整肉鸡养殖品种，开拓大宗采购渠道；另一方面大力推进下游生鲜门店的布局，拓展肉鸡销售渠道。三季度前期事件影响基本消退，黄鸡价格全面回升，黄鸡售价一路上涨至8元/斤，公司黄羽肉鸡板块盈利重回正轨。公司全年出栏肉鸡约为8亿羽，按照三季度出栏2亿羽，养殖成本11.5元/公斤，黄鸡均重1.5公斤，市场均价14.5元/公斤来测算，预计公司三季度养殖板块贡献净利9亿元。四季度消费旺季，黄鸡价格持续回暖可期。
- **生猪板块收益稳定，未来产能扩张可期。**公司前三季度销售商品肉猪1362.59万头，销售均价15.14元，贡献收入244.49亿元，出栏均重118.49公斤。其中三季度销售商品肉猪465.47万头，同比增长10.73%，

销售均价14.43元，贡献收入78.69亿元，出栏均重117.16公斤，按照养殖成本12元/公斤计算，预计三季度商品肉猪头均盈利285元/头，养猪板块整体贡献利润约13亿元。预计全年出栏1900万头左右，同比增速10%以上，11、12月份猪价有望迎来季节性反弹，预计全年均价保持在15元/公斤左右，养猪板块整体贡献稳定收益。报告期内公司在建工程同比增加98.12%，公司积极扩张产能布局，18、19年有望实现年出栏增量400万头，预计18、19年生猪出栏2300万头、2700万头，出栏量的增加将有效抵御猪价下行的风险，助力公司穿越猪周期。

- **生鲜布局稳步发展，立足华南放眼全国。**公司生鲜业务延续了公司的轻资产基因，采用“公司+店主”模式，部分直营店铺主要发挥示范作用。目前生鲜门店已开业百余间，店主基本实现盈利，平均毛利能够达到20%左右，预计全年门店数有望达到200家。公司目前门店还主要集中在华南地区，今年来业务扩展到广州、东莞及肇庆以及长三角地区，未来有望将门店拓展到全国地区。

结论：

黄鸡板块业绩的持续回暖带来业绩环比改善，生猪板块持续贡献稳定收益，我们同时看好公司产业链向下游生鲜食品端的延伸布局。我们预计公司2017年-2019年EPS分别为1.17元，1.28元，1.64元，对应PE为21倍，19倍，15倍，给予2018年23倍PE，目标价30元，上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：畜禽价格波动风险，产能扩张不达预期，疾病风险。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
流动资产合计	15908	18446	23253	28295	34705	营业收入	48237	59355	53193	60307	71904			
货币资金	1493	792	7433	9576	11481	营业成本	38796	42606	43278	49391	58421			
应收账款	181	144	146	165	197	营业税金及附加	11	45	37	42	50			
其他应收款	176	293	263	298	355	营业费用	468	590	521	591	740			
预付款项	92	107	120	135	152	管理费用	2551	3425	2926	3317	3955			
存货	8895	10548	9960	11367	13445	财务费用	100	-137	-41	-85	-105			
其他流动资产	5070	6414	5182	6604	8924	资产减值损失	71.06	567.02	300.00	330.00	350.00			
非流动资产合计	16827	22992	24029	25563	27335	公允价值变动收益	-11.79	13.73	-14.00	10.00	12.00			
长期股权投资	369	659	700	700	700	投资净收益	491.04	228.87	300.00	400.00	500.00			
固定资产	9369.77	11370.5	13150.6	13089.4	13226.7	营业利润	6721	12501	6458	7131	9005			
无形资产	710	784	961	1174	1428	营业外收入	147.66	119.89	120.00	135.00	140.00			
其他非流动资产	92	183	150	180	210	营业外支出	179.01	252.34	50.00	75.00	80.00			
资产总计	32735	41438	47283	53858	62039	利润总额	6689	12369	6528	7191	9065			
流动负债合计	9569	9835	9205	11008	13213	所得税	53	131	65	72	91			
短期借款	910	0	0	0	0	净利润	6636	12238	6462	7119	8974			
应付账款	1844	2649	2134	2436	2881	少数股东损益	431	448	364	414	409			
预收款项	154	334	600	901	1261	归属母公司净利润	6205	11790	6098	6705	8566			
一年内到期的非流	1009	0	0	0	0	EBITDA	8978	14758	7730	8485	10415			
非流动负债合计	136	224	622	622	622	BPS(元)	1.71	2.71	1.17	1.28	1.64			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	500	500	500		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F			
负债合计	9705	10059	9828	11630	13835	成长能力								
少数股东权益	766	918	1283	1697	2106	营业收入增长	26.81%	23.05%	-10.38%	13.37%	19.23%			
实收资本(或股本)	3625	4350	5220	5220	5220	营业利润增长	143.75%	86.01%	-48.34%	10.43%	26.28%			
资本公积	6444	5714	6592	6592	6592	归属于母公司净利润	-48.27%	9.94%	-48.27%	9.94%	27.75%			
未分配利润	11387	18639	21871	25425	29965	盈利能力								
归属母公司股东权	22264	30461	35716	40074	45642	毛利率(%)	19.57%	28.22%	18.64%	18.10%	18.75%			
负债和所有者权	32735	41438	47283	53858	62039	净利率(%)	13.76%	20.62%	12.15%	11.80%	12.48%			
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	18.96%	28.45%	12.90%	12.45%	13.81%			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	27.87%	38.70%	17.07%	16.73%	18.77%			
经营活动现金流	9303	14653	8840	7407	8090	偿债能力								
净利润	6636	12238	6462	7119	8974	资产负债率(%)	30%	24%	21%	22%	22%			
折旧摊销	2157.11	2393.70	0.00	1423.19	1496.72	流动比率	1.66	1.88	2.53	2.57	2.63			
财务费用	100	-137	-41	-85	-105	速动比率	0.73	0.80	1.44	1.54	1.61			
应收账款减少	0	0	-2	-19	-32	营运能力								
预收帐款增加	0	0	266	302	360	总资产周转率	1.66	1.60	1.20	1.19	1.24			
投资活动现金流	-6096	-8580	-2353	-3002	-3292	应收账款周转率	403	366	367	388	397			
公允价值变动收益	-12	14	-14	10	12	应付账款周转率	28.55	26.42	22.24	26.39	27.05			
长期股权投资减少	0	0	-137	-100	0	每股指标(元)								
投资收益	491	229	300	400	500	每股收益(最新摊薄)	1.71	2.71	1.17	1.28	1.64			
筹资活动现金流	-3186	-6778	155	-2262	-2893	每股净现金流(最新)	0.01	-0.16	1.27	0.41	0.36			
应付债券增加	0	0	500	0	0	每股净资产(最新摊	6.14	7.00	6.84	7.68	8.74			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	435	725	870	0	0	P/E	14.21	8.97	20.80	18.92	14.81			
资本公积增加	1598	-731	878	0	0	P/B	3.96	3.47	3.55	3.17	2.78			
现金净增加额	22	-706	6642	2143	1905	EV/EBITDA	9.86	7.11	15.51	13.88	11.13			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9年食品饮料行业研究经验。

研究助理简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。