



2018 年 04 月 11 日

增持(维持评级)

当前价: 21.44 元

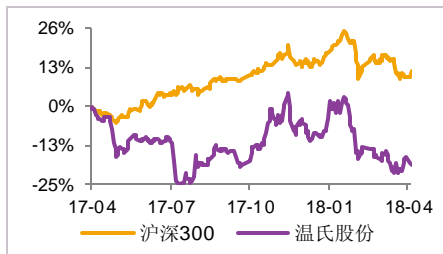
分析师: 石山虎

执业编号: S0300517060001

电话: 021-51782331

邮箱: shishanhu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	55,657	59,009	63,985	72,785
(+/-)	-6.23%	6.02%	8.43%	13.75%
归母净利润	6,751	5,130	3,941	5,964
(+/-)	-42.74%	-24.01%	-23.19%	51.35%
EPS(元)	1.29	0.98	0.75	1.14
P/E	16.58	21.82	28.40	18.77

资料来源: 联讯证券研究院

《【联讯农业中报点评】温氏股份(300498): 禽类养殖深度亏损拖累业绩增长》2017-08-16

《【联讯农业公司深度】温氏股份: 未来三年公司生猪养殖规模快速提升》2017-12-24

温氏股份(300498.SZ)

【联讯农业年报点评】温氏股份(300498): 生猪价格低位运行, 规模释放有序推进

投资要点

◇ 事件概述

公司发布 2017 年年报, 全年营业收入 556.57 亿元, 同比减少 6.23%; 净利润 67.51 亿元, 同比减少 42.74%, 扣非后净利润 65.77 亿元, 同比减少 44.42%, EPS 为 1.29 元, 2016 年 EPS 为 2.26 元。公司预计 2018 年第一季度净利润为 13.5 亿元~14.2 亿元, 同比下降 3.61%~8.36%, 上年同期净利润为 14.73 亿元。

◇ 17 年猪价下行幅度较大, 养猪业仍为盈利主力

(1) 17 年生猪销售收入占总营业收入的 60.72%, 毛利占总毛利的 82.57%。

2017 年, 公司商品肉猪销量为 1904.17 万头, 同比增长 11.18%; 销售收入为 337.95 亿元, 同比下降 6.74%。毛利与销售收入同比下降主要是受商品肉猪销售价格下降所致, 均价为 14.98 元/公斤, 同比下降 18.59%;

(2) 2018-2020 年生猪规模将快速提升, 市场占有率有望接近 5%。2017 年公司养猪业立项规模 1326 万头, 完成了全国区域种猪育种基地布局。其中, 新开工猪场规模 726 万头, 竣工猪场规模 502 万头, 为了“高品质”的饲养目标和未来新场引种与老场更新的种猪需求奠定了坚实的基础; 2018 年 3 月公司推出限制性股权激励计划预案, 按业绩考核计划推测, 未来 3 年生猪出栏量有望达 2180 万头、2570 万头和 3000 万头, 市场占有率有望接近 5%。

◇ 养禽业务推进转型升级, 2017 年实现盈利

(1) 2017 年公司销售商品肉鸡 7.76 亿只, 同比下降 8.49%; 收入 168.68 亿元, 同比下降 6.85%。上半年, 活禽销售受 H7N9 事件影响, 公司通过调整产投苗计划、促销、调整项目等方式扭亏; 下半年随着行情逐步回暖, 带动肉鸡销售价格上升, 公司实现年度扭亏为盈;

(2) 通过新建及收购肉鸡屠宰厂, 公司肉鸡屠宰产能提升到 1.3 亿只。以“掌控渠道, 直配终端”为转型目标, 公司推进养禽业务转型升级, 整合各类资源, 全面布局鲜品、屠宰业务。

◇ 三项费用同比增长 3.62%

2017 年公司销售、管理和财务三项期间费用为 40.19 亿元, 相比去年同期 38.79 亿元上升 3.62%。其中销售费用 6.71 亿元, 同比上升 13.62%, 管理费用 33.54 亿元, 同比下降 2.09%, 财务费用-523.17 万元, 同比上升 96.17%, 对外融资导致利息支出有所增加。

◇ 投资评级

预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 590.09 亿元、639.85 亿元和 727.85 亿元, 归母净利润分别为 51.30 亿元、39.41 亿元和 59.64 亿元, 对应 EPS 分别



为 0.98 元、0.75 元和 1.14 元，PE 分别为 22 倍、28 倍和 19 倍，目标价 24~25 元，给予公司“增持”评级。

✧ 风险提示

1、生猪产品价格低迷；2、活禽爆发禽流感；3、天气异常等。



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	55,657	59,009	63,985	72,785	货币资金	1,129	8,440	7,975	8,712
减：营业成本	44,491	49,265	55,062	61,099	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	63	59	64	73	应收账款	173	177	192	218
销售费用	671	696	749	844	预付账款	142	136	154	182
管理费用	3,354	3,541	3,775	4,222	其他应收款	554	590	640	728
财务费用	(5)	(59)	64	146	存货	11,328	12,316	14,316	16,497
资产减值损失	122	150	160	170	其他流动资产	6,232	6,200	6,300	6,400
加：投资收益	169	170	165	175	流动资产合计	19,674	27,859	29,576	32,737
营业利润	7,226	5,528	4,277	6,407	长期股权投资	671	686	704	722
加：营业外收支净额	(133)	(130)	(131)	(132)	固定资产	14,438	15,695	17,101	18,607
利润总额	7,092	5,398	4,146	6,275	在建工程	3,608	5,608	8,108	11,108
减：所得税费用	93	70	54	82	无形资产	1,005	905	804	704
净利润	6,999	5,327	4,092	6,193	其他非流动资产	143	93	53	23
归属于母公司的利润	6,751	5,130	3,941	5,964	非流动资产合计	29,366	22,986	26,770	31,163
基本每股收益（元）	1.29	0.98	0.75	1.14	资产总计	49,040	50,845	56,346	63,900
主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E	短期借款	2,500	2,600	2,700	2,800
EV/EBITDA	17.94	16.22	18.48	13.19	应付票据	0	0	0	0
成长能力					应付账款	2,431	2,660	2,918	3,177
营业收入同比	-6.23%	6.02%	8.43%	13.75%	预收账款	291	345	385	428
营业利润同比	-42.2%	-23.5%	-22.6%	49.8%	其他应付款	5,108	5,000	5,100	5,200
净利润同比	-42.81%	-23.88%	-23.19%	51.4%	应交税费	53	60	70	80
营运能力					其他流动负债	0	0	0	0
应收账款周转率	351.80	337.58	346.82	354.78	流动负债合计	12,104	10,665	11,174	11,685
存货周转率	5.09	4.99	4.81	4.72	长期借款	895	1,695	2,595	3,445
总资产周转率	1.23	1.18	1.19	1.21	其他非流动负债	0	0	0	0
盈利能力与收益质量					非流动负债合计	3,566	1,695	2,595	3,445
毛利率	20.1%	16.5%	13.9%	16.1%	负债合计	15,670	12,360	13,769	15,130
净利率	12.1%	8.7%	6.2%	8.2%	股本	5,220	5,220	5,220	5,220
总资产净利率 ROA	15.5%	10.7%	7.6%	10.3%	资本公积	4,844	4,844	4,844	4,844
净资产收益率 ROE	21.6%	14.8%	10.1%	13.6%	留存收益	22,341	27,471	31,412	37,376
资本结构与偿债能力					少数股东权益	753	950	1,101	1,330
流动比率	1.63	2.61	2.65	2.80	所有者权益合计	33,369	38,485	42,577	48,770
资产负债率	32.0%	24.3%	24.4%	23.7%	负债和股东权益合计	49,040	50,845	56,346	63,900
长期借款/总负债	5.7%	13.7%	18.8%	22.8%	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					经营活动现金流量	7,994	6,284	4,571	6,916
每股收益	1.29	0.98	0.75	1.14	投资活动现金流量	(8,765)	(4,795)	(5,813)	(6,813)
每股经营现金流量	1.53	1.20	0.88	1.32	筹资活动现金流量	1,112	(1,641)	836	704
每股净资产	6.39	7.37	8.16	9.34	现金及等价物净增加	337	(152)	(405)	807

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔行业首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年“水晶球”行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	zhaoyujie@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com