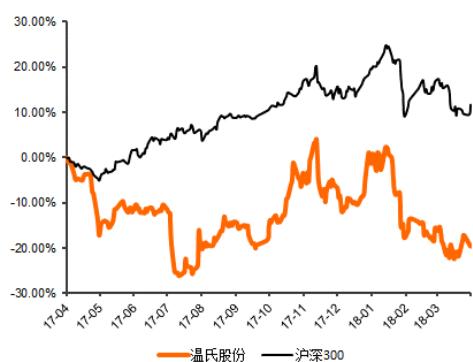


温氏股份 (300498) : 成本保持稳定, 扩张持续推进
审慎推荐(维持)
农林牧渔
当前股价: 21.62 元
报告日期: 2018 年 4 月 12 日
主要财务指标 (单位: 亿元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	556.57	593.69	663.39	784.13
(+/-)	-6.2%	6.7%	11.7%	18.2%
营业利润	72.26	58.24	57.48	72.60
(+/-)	-42.2%	-19.4%	-1.3%	26.3%
归母净利润	67.51	55.36	52.90	68.61
(+/-)	-42.7%	-18.0%	-4.5%	29.7%
EPS (元)	1.29	1.06	1.01	1.31
市盈率	17	20	21	16

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	52.20 / 35.45
流通市值 (亿元)	766.51
每股净资产 (元)	6.25
资产负债率 (%)	21.4

股价表现 (最近一年)

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部
分析师: 万蓉
执业证书编号: S1050511020001
电话: 021-54967577
邮箱: wanrong@cfsc.com.cn
联系人: 朱瞰
电话: 021-54967650
邮箱: zhukan@cfsc.com.cn

● 温氏股份公布 2017 年年报, 公司全年实现营业收入 556.57 亿元, 同比下降 6.23%; 归属于上市公司股东的净利润 67.51 亿元, 同比下降 42.47%; 基本每股收益 1.29 元/股。此外, 公司公布利润分配预案, 拟每 10 股派发现金红利 4 元。公司同时公布 2018 年第一季度业绩预告, 实现归属于上市公司股东的净利润 13.5-14.2 亿元, 同比下降 3.61%-8.36%。

● **业绩符合预期, 猪价下跌拖累盈利水平:** 生猪价格经过 2015 年下半年以来的上涨后, 2017 年进入整体下行趋势, 全年平均价格为 15 元/公斤左右, 同比下降 18.8%。虽然 2017 下半年受季节性需求回暖以及市场当期供应偏紧等因素影响, 价格一度出现反弹, 然而进入 2018 年, 猪价持续超预期下跌, 母猪淘汰量增加。2018 年一季度末能繁母猪存栏较 2017 年四季度末下降 0.35%, 较 2017 年一季度末下降 0.61%, 全国生猪存栏量环比下降 2.33%, 同比下降 0.67%。展望后市, 随着供应压力的逐步释放, 有望利好 6 月市场行情, 猪价整体有望回到成本线, 公司盈利水平或将回升。

● **产能扩张成本稳定, 以量补价成效显著:** 公司 2017 年共计出栏生猪 1905 万头, 同比增长 11.18%, 受猪价低迷影响销售均价 14.98 元/公斤, 同比下降 18.59%。与此同时, 公司产能扩张仍在继续, 2017 全年养猪业立项规模 1326 万头, 新开工猪场规模 726 万头, 竣工猪场规模 502 万头。成本方面, 公司 2017 年商品肉猪合计成本 245.75 亿元, 根据测算头均成本约为 1290 元, 较上年的 1283 元/头相差无几, 结合公司产能的持续扩张, 可见“以量补价”应对猪周期效果显著。

● **盈利预测:** 我们预计 2018-2020 年归属于上市公司股东的净利润为 55.36、52.90、68.61 亿元, 对应 EPS 分别为 1.06、1.01、1.31 元, PE 分别为 20、21、16 倍, 考虑到公司产能的持续扩张且成本保持稳定, 及猪价反弹为公司带来盈利水平回升, 因此维持“审慎推荐”评级。

● **风险提示:** (1) 疫情; (2) 食品安全; (3) 生猪价格波动等。



公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产:									
货币资金	1,129	1,788	2,359	4,665	营业收入	55,657	59,369	66,339	78,413
应收账款	726	495	553	653	营业成本	44,491	49,399	56,193	65,479
存货	11,328	12,075	13,736	16,006	营业税金及附加	63	63	63	63
其他流动资产	6,490	6,490	6,490	6,490	销售费用	671	677	760	886
流动资产合计	19,674	20,848	23,138	27,815	管理费用	3,354	3,527	3,669	4,783
非流动资产:					财务费用	-5	38	21	-9
可供出售金融资产	5,498	5,498	5,498	5,498	费用合计	4,019	4,241	4,449	5,660
固定资产+在建工程	18,046	22,498	26,244	29,286	资产减值损失	122	130	145	171
无形资产+商誉	1,127	1,127	1,127	1,127	公允价值变动	1	2	2	2
其他非流动资产	4,694	4,694	4,694	4,694	投资收益	169	285	257	218
非流动资产合计	29,366	33,817	37,563	40,605	营业利润	7,226	5,824	5,748	7,260
资产总计	49,040	54,665	60,701	68,420	加: 营业外收入	42	139	148	186
					减: 营业外支出	176	165	202	183
流动负债:									
短期借款	2,500	2,500	2,500	2,500	利润总额	7,092	5,798	5,694	7,263
应付账款、票据	2,431	2,699	3,070	3,577	所得税费用	93	46	28	51
其他流动负债	7,174	7,174	7,174	7,174	净利润	6,999	5,752	5,665	7,212
流动负债合计	12,104	12,373	12,744	13,251	少数股东损益	248	215	376	351
非流动负债:					归属净利润	6,751	5,536	5,290	6,861
长期借款	895	500	500	500	主要财务指标				
其他非流动负债	2,671	2,671	2,671	2,671	2017A	2018E	2019E	2020E	
非流动负债合计	3,566	3,171	3,171	3,171	成长性				
负债合计	15,670	15,544	15,915	16,422	营业收入增长率	-6.2%	6.7%	11.7%	18.2%
所有者权益									
股本	5,220	5,220	5,220	5,220	营业利润增长率	-42.2%	-19.4%	-1.3%	26.3%
资本公积金	4,844	4,844	4,844	4,844	归母净利润增长率	-42.7%	-18.0%	-4.5%	29.7%
未分配利润	19,928	25,105	30,204	36,694	总资产增长率	18.3%	11.5%	11.0%	12.7%
少数股东权益	753	753	753	753	盈利能力	毛利润率	20.1%	16.8%	15.3%
所有者权益合计	33,369	39,121	44,786	51,998	营业利润率	13.0%	9.8%	8.7%	9.3%
负债和所有者权益	49,040	54,665	60,701	68,420	三项费用/营收	7.2%	7.1%	6.7%	7.2%
现金流量表					EBIT/销售收入	12.6%	9.8%	8.6%	9.3%
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	净利润率	12.6%	9.7%	8.5%	9.2%
净利润	6999	5752	5665	7212	ROE	21.0%	14.7%	12.6%	13.9%
折旧与摊销	2070	2746	3450	4155	营运能力	总资产周转率	113.5%	108.6%	109.3%
财务费用	0	38	21	-9	资产结构	资产负债率	32.0%	28.4%	26.2%
存货的减少	-788	-747	-1661	-2270	现金流质量	经营净现金流/净利润	1.14	1.44	1.37
营运资本变化	-771	500	313	407	每股数据 (元/股)	1.14	1.44	1.37	1.32
其他非现金部分	485	0	0	0	每股收益	1.29	1.06	1.01	1.31
经营活动现金净流量	7994	8288	7789	9494	每股净资产	6.39	7.49	8.58	9.96
投资活动现金净流量	-8765	-7197	-7197	-7197					
筹资活动现金净流量	1112	-433	-21	9					
现金流量净额	337	658	571	2,307					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>