

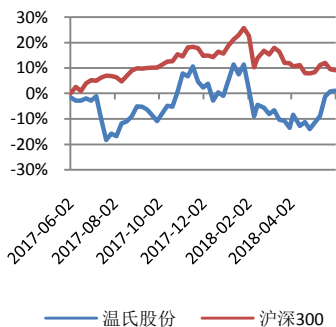
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价（元）	23.97
52周最高（元）	27.97
52周最低（元）	19.40
总市值（百万元）	127400
流通市值（百万元）	85600
总股本（百万股）	5314
流通股本（百万股）	3573
每股净资产（元）	6.61
资产负债率（%）	29.68

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

生猪价格触底反弹，龙头个股直接受益

——温氏股份（300498）

事件：

据新牧网猪价指数显示，2018年5月16日至今，生猪价格自5.00元/斤反弹至5月30日的5.71元/斤，阶段涨幅14.2%。

核心观点

- **我国生猪行业龙头，养殖规模行业第一。**温氏股份1993年成立，2015年上市，主要业务为肉鸡、肉猪的养殖和销售，目前是全国规模最大的种猪育种和肉猪生产企业，年出栏量位居行业第一，同时是全国规模最大的肉鸡养殖上市公司。公司2017年收入556.57亿元，同比-6.23%；实现归属于母公司净利润约67.51亿元，同比-42.74%。成长性方面，公司2013-2017营业收入、归属于母公司净利润复合增速分别为12.15%、86.8%，展现了一定的成长性及盈利的周期波动性。盈利能力方面，公司2014-2017年摊薄ROE均值为26.4%，居于农林牧渔行业前列。
- **行业集中度提升空间大，公司中长期充分受益。**从行业集中度看，2017年我国前五大养猪企业市占率仅为5%左右，生猪养殖行业呈现明显的“大行业、小公司”格局，龙头企业未来成长空间巨大。另外，自2014年以来，国家层面和地方政府都在畜禽业环境治理方面出台了多项环保性政策法规，环保监管趋严背景下，落后产能退出，规模化、规范化龙头企业市场份额扩大，行业集中度提升有望加速。公司作为养殖规模行业第一，目前市占率不到3%，有望充分受益于行业集中度提升，呈现强者恒强局面。
- **猪肉季节性供需波动利好猪价反弹，公司规模大、业绩弹性好。**过去10年，生猪价格存在明显的季节性：受制于供给端因素，生猪出栏一般在4-8月呈现出出栏数与出栏体重季节性下滑的特点，因此每年4-5月份猪价见底，然后持续上涨至9月份，10-11月份回落，到12月-次年2月回升。我们认为，目前猪价来到了常规年内向上波动的弹性区间，具备短期可持续性；公司养殖规模行业第一，产能规模效应带来的盈利弹性好。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.85元、1.02元和1.60元，对应的动态市盈率分别为28倍、23.4倍和15倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**猪价下跌超预期；夏季疫病风险；限售股解禁。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	55,657	60,216	67,861	76,969
增长率（%）	-6.23%	8.2%	12.7%	13.4%
净利润（百万元）	6,751	4,462	5,340	8,329
增长率（%）	-42.74%	-33.9%	19.7%	56.0%
EPS（元）	1.29	0.85	1.02	1.60

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,129	2,919	3,681	8,062
交易性金融资产	116	48	48	48
应收及预付	315	390	484	485
其他应收账款	554	662	763	812
存货	11,328	14,256	15,812	16,666
其他流动资产	6,232	5,021	5,021	5,021
流动资产合计	19,674	23,295	25,810	31,094
长期投资	671	621	621	621
固定资产	14,438	18,621	19,604	20,467
无形资产	1,005	1,073	1,140	1,230
其他非流动资产	13,251	14,466	15,977	17,347
非流动资产合计	29,366	34,781	37,343	39,665
资产总计	49,040	58,077	63,152	70,758
短期借款	2,500	5,705	4,048	2,457
应付及预收	2,722	2,821	3,179	3,606
其他流动负债	6,883	5,871	5,871	5,871
流动负债	12,104	14,397	13,099	11,935
长期借款	895	1,968	1,891	1,738
应付债券	2,482	3,483	4,483	4,983
其他非流动负债	189	328	350	370
非流动负债	3,566	5,779	6,724	7,090
负债合计	15,670	20,176	19,823	19,025
股本	5,220	5,220	5,220	5,220
资本公积	4,844	4,844	4,844	4,844
留存收益	22,552	27,014	32,353	40,682
母公司所有者权益	32,617	37,078	42,418	50,746
少数股东权益	753	823	912	987
负债和股东权益	49,040	58,077	63,152	70,758

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	7,994	4,784	6,949	11,535
投资现金流净额	-8,765	-6,274	-3,952	-2,910
筹资现金流净额	1,112	3,279	-2,234	-4,244

利润表

会计年度 (百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	55,657	60,216	67,861	76,969
营业总成本:	48,694	55,582	62,313	68,286
营业成本	44,491	51,191	57,365	62,673
营业税金及附加	63	60	68	77
销售费用	671	750	845	959
管理费用	3,354	3,391	3,821	4,334
财务费用	-5	-6	-7	-8
资产减值损失	122	196	221	251
其他经营收益:	171	32	49	54
公允变动收益	1	-13	-	-
投资净收益	169	34	34	34
汇兑净收益	-	-	-	-
其他收益	98	10	15	20
营业利润	7,226	4,666	5,597	8,737
加: 营业外收入	42	27	28	29
减: 营业外支出	176	21	23	25
利润总额	7,092	4,672	5,602	8,742
减: 所得税	93	61	73	114
净利润	6,999	4,612	5,530	8,629
减: 少数股东损益	248	150	190	300
归属公司净利	6,751	4,462	5,340	8,329

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	20.1%	15.0%	15.5%	18.6%
净利率	12.6%	7.7%	8.1%	11.2%
净资产收益率	20.7%	12.0%	12.6%	16.4%
市盈率 (倍)	25.0	28.0	23.4	15.0
市净率 (倍)	3.83	3.37	2.95	2.47
EPS	1.29	0.85	1.02	1.60
每股净资产 (元/股)	6.25	7.10	8.13	9.72
经营现金流 (元/股)	1.53	0.92	1.33	2.21

数据来源:公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。