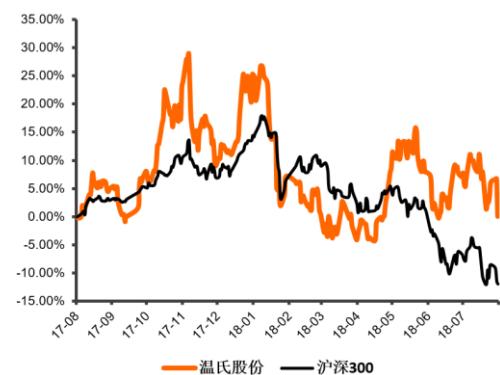


温氏股份（300498）：养禽盈利提升，弥补猪价低迷
审慎推荐(维持)
农林牧渔
当前股价：21.14 元
报告日期：2018年8月17日
主要财务指标（单位：亿元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	556.57	588.63	657.68	739.23
(+/-)	-6.2%	5.8%	11.7%	12.4%
营业利润	72.26	49.86	67.25	85.11
(+/-)	-42.2%	-31.0%	34.9%	26.6%
归母净利润	67.51	47.15	64.35	82.01
(+/-)	-42.7%	-30.2%	36.5%	27.5%
EPS（元）	1.29	0.89	1.21	1.54
市盈率	16	24	17	14

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	53.14 / 35.73
流通市值（亿元）	755.30
每股净资产（元）	5.97
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：朱瞰

执业证书编号：S1050518070001

电话：021-54967650

邮箱：zhukan@cfsc.com.cn

● 温氏股份公布2018半年报，公司上半年实现营业收入253.17亿元，同比增长0.77%；归属于上市公司股东的净利润9.17亿元，同比下降49.32%；基本每股收益0.17元/股。

● **黄羽肉鸡市场高景气，养禽板块盈利大幅提升：**上半年公司销售商品肉鸡3.36亿只，同比下降14.92%。受黄羽肉鸡行业市场上行、价格回升等因素的综合影响，养禽板块实现收入84.88亿元，同比增长36.63%，销售均价13.41元/公斤，同比上升58.16%，养禽业务盈利实现较大幅度增长。与此同时，公司上半年于湖北咸宁新设立活禽屠宰企业，预计公司目前年活禽屠宰产能已超过1.3亿只，占肉鸡年产能的比重或已达到20%。随着公司在食品加工及生鲜食品领域的持续发力，未来养禽板块盈利水平有望进一步提升。

● **猪价下行拖累业绩：**公司上半年销售商品肉猪1035.64万头，同比增长15.44%，产能继续扩张，但由于3至6月份国内生猪市场行情整体持续低迷，销售价格下跌幅度较大，持续时间较长，整个行业出现亏损。公司养猪业务受到影响，商品肉猪销售价格同比下降24.06%，养猪业务经营业绩同比由盈利转为亏损。然而由于养禽业务的大幅盈利，养猪业务的亏损得到弥补，且7月以来猪价进入回升态势，目前全国均价已涨破14元/公斤关口，部分南方地区突破15元/公斤，预计下半年生猪均价有望达到13元/公斤之上，公司养猪业务全年仍有望实现盈利。

● **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47.15、64.35、82.01亿元，对应EPS分别为0.89、1.21、1.54元，PE分别为24、17、14倍，考虑到公司未来养禽板块盈利水平有望进一步提升，以及下半年猪价回升，养猪业务全年仍有望实现盈利，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（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,129	6,349	8,263	12,426	营业收入	55,657	58,863	65,768	73,923
应收账款	726	491	548	616	营业成本	44,491	49,784	54,460	60,251
存货	11,328	12,170	13,312	14,728	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	647	723	813
流动资产合计	19,674	25,499	28,613	34,260	管理费用	3,354	3,414	3,815	4,288
可供出售金融资产	5,498	0	0	0	财务费用	-5	1	6	9
固定资产+在建工程	18,046	22,497	26,244	29,286	费用合计	4,019	4,063	4,544	5,109
无形资产+商誉	1,127	1,127	1,127	1,127	资产减值损失	122	85	95	107
其他非流动资产	4,694	4,694	4,694	4,694	公允价值变动	1	1	1	1
非流动资产合计	29,366	28,319	32,065	35,107	投资收益	169	117	117	117
资产总计	49,040	53,818	60,678	69,367	营业利润	7,226	4,986	6,725	8,511
短期借款	2,500	1,137	1,137	1,137	加：营业外收入	42	43	43	43
应付账款、票据	2,431	2,766	3,026	3,347	减：营业外支出	176	94	94	94
其他流动负债	7,174	7,174	7,174	7,174	利润总额	7,092	4,935	6,674	8,460
流动负债合计	12,104	11,076	11,336	11,658	所得税费用	93	54	73	93
长期借款	895	500	500	500	净利润	6,999	4,881	6,600	8,367
其他非流动负债	2,671	2,671	2,671	2,671	少数股东损益	248	166	166	166
非流动负债合计	3,566	3,171	3,171	3,171	归母净利润	6,751	4,715	6,435	8,201
负债合计	15,670	14,247	14,507	14,829	主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	5,220	5,314	5,314	5,314	成长性				
资本公积金	4,844	6,071	6,071	6,071	营业收入增长率	-6.2%	5.8%	11.7%	12.4%
未分配利润	19,928	24,321	30,262	37,792	归母净利润增长率	-42.7%	-30.2%	36.5%	27.5%
少数股东权益	753	753	753	753	总资产增长率	18.3%	9.7%	12.7%	14.3%
所有者权益合计	33,369	39,571	46,171	54,538	盈利能力				
负债和所有者权益	49,040	53,818	60,678	69,367	毛利率	20.1%	15.4%	17.2%	18.5%
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	三项费用/营收	7.2%	6.9%	6.9%	6.9%
净利润	6999	4881	6600	8367	EBIT/销售收入	12.6%	8.4%	10.2%	11.5%
折旧与摊销	2070	2746	3450	4155	净利润率	12.6%	8.3%	10.0%	11.3%
财务费用	0	1	6	9	ROE	21.0%	12.3%	14.3%	15.3%
存货的减少	-788	-841	-1143	-1416	资本结构				
营运资本变化	-771	571	202	254	资产负债率	32.0%	26.5%	23.9%	21.4%
其他非现金部分	485	0	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	7994	7358	9116	11368	经营净现金流/净利润	1.14	1.51	1.38	1.36
投资活动现金净流量	-8765	-1699	-7197	-7197	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	1112	-439	-6	-9	每股收益	1.29	0.89	1.21	1.54
现金流量净额	337	5,220	1,913	4,163	每股净资产	6.39	7.45	8.69	10.26

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



分析师简介

朱瞰：澳大利亚莫纳什大学，银行与金融硕士，主要研究和跟踪领域：农林牧渔

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>