



猪鸡共同推动，业绩改善符合预期

——温氏股份（300498）三季报点评

2018年10月26日

强烈推荐/维持

温氏股份

财报点评

郑闵钢	分析师 zhengmgdks@hotmail.com	执业证书编号：S1480510120012
程诗月	研究助理 chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458

事件：

温氏股份公布了2018年三季报。2018前三季度公司实现营业收入408.39亿元，同比上升4.13%；实现归属于母公司股东的净利润29亿元，同比减少28.2%。其中第三季度公司实现营业收入155.22亿元，同比上升10.12%；实现归属于母公司股东的净利润19.83亿元，同比减少11.04%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	12802.61	12320.91	14095.94	16437.7	13154.03	12162.96	15522.2
增长率（%）	-4.86%	-17.33%	-7.78%	4.63%	2.74%	-1.28%	10.12%
毛利率（%）	17.81%	8.60%	21.88%	28.85%	18.41%	4.40%	20.63%
期间费用率（%）	5.36%	6.46%	5.24%	10.94%	6.87%	7.54%	6.52%
营业利润率（%）	11.90%	3.15%	16.78%	17.94%	11.39%	-3.72%	13.78%
净利润（百万元）	1471.73	322.31	2324.76	2880.23	1484.41	-474.09	2088.59
增长率（%）	-54.18%	-92.62%	-37.96%	215.42%	00.86%	-247.09%	-10.16%
每股盈利（季度，元）	0.34	0.06	0.43	0.52	0.27	-0.09	0.37
资产负债率（%）	23.48%	30.44%	32.00%	31.95%	29.68%	32.15%	33.23%
净资产收益率（%）	4.47%	1.15%	7.63%	8.63%	4.20%	-1.47%	6.08%
总资产收益率（%）	3.42%	0.80%	5.19%	5.87%	2.95%	-1.00%	4.06%

观点：

- 生猪板块量利齐升，三季度业绩环比大增。2018年前三季度公司销售商品肉猪1618.24万头，同比增长18.76%，销售均价12.44元/公斤，出栏肉猪均重116.26公斤。其中第三季度销售商品肉猪582.60万头，同比增长25.16%，销售均价13.69元/公斤，预计头均盈利180元左右，整个生猪板块贡献收益10.5亿元。公司固定资产、在建工程和生产性生物资产分别增长26.95%、9.47%和14.95%，在猪价低迷期依然稳步推进产能扩张，龙头地位进一步巩固，预计2018-2019年出栏量分别为2200万头-2600万头。黄羽肉鸡价格预计4季度还将维持景气，2019年也将维持合理盈利空间。

- 业务拓展及摊销费用影响，三项费用有所增长。公司前三季度四项费用率（含研发费用）为7.28%，同比

上升1.21个百分点。其中销售费用率上涨0.12个百分点，管理费用及研发费用上涨0.88个百分点，财务费用率同比增长0.21个百分点。由于公司一直践行的轻资产模式，公司费用率以及资产负债率(33.23%)均处于行业较低水平。

- **非洲猪瘟导致区域猪价分化。**两广地区是公司重要养殖基地，约有1/3的产能集中在此。而现在由于非洲猪瘟疫情在全国大部分省份的发生，跨省运输基本停滞，区域价格分化愈演愈烈。广东作为生猪净流入省份，预计生猪价格将持续高位。而全国性生猪跨省调运的局面将会严重抑制补栏需求，从而间接导致产能加速去化，周期提前见底。公司作为行业龙头，必将在又一轮周期中实现强者恒强。

结论：

我们看好下半年生猪板块盈利改善及黄鸡板块景气持续，以及在生猪养殖行业的长期成长性。预计公司2018年-2020年EPS分别为0.86元，0.75元，1.96元，对应PE为29倍，34倍，13倍，维持“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，疫病风险等。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	18446	19674	21111	25318	33688	营业收入	59355	55657	54763	61096	74613			
货币资金	792	1129	2782	4966	11016	营业成本	42606	44491	45184	51717	57618			
应收账款	144	173	150	167	204	营业税金及附加	45	63	55	61	75			
其他应收款	293	554	545	608	742	营业费用	590	671	548	611	783			
预付款项	107	142	156	171	188	管理费用	3425	3354	3833	4277	5223			
存货	10548	11328	11141	12752	14207	财务费用	-137	-5	85	6	-24			
其他流动资产	6414	6232	6187	6504	7180	资产减值损失	567.02	121.61	300.00	330.00	350.00			
非流动资产合计	22992	29366	28686	29775	31104	公允价值变动收益	13.73	1.43	-14.00	10.00	12.00			
长期股权投资	659	671	700	700	700	投资净收益	228.87	169.49	200.00	200.00	200.00			
固定资产	11370.	14438.	17455.	16968.	16679.	营业利润	12501	7226	4944	4304	10800			
无形资产	784	1005	1179	1388	1639	营业外收入	119.89	42.08	120.00	135.00	140.00			
其他非流动资产	183	143	150	180	210	营业外支出	252.34	175.58	50.00	75.00	80.00			
资产总计	41438	49040	49797	55093	64793	利润总额	12369	7092	5014	4364	10860			
流动负债合计	9835	12104	9583	11446	13542	所得税	131	93	50	44	109			
短期借款	0	2500	0	0	0	净利润	12238	6999	4964	4320	10751			
应付账款	2649	2431	2476	2834	3157	少数股东损益	448	248	376	357	327			
预收款项	334	291	565	871	1244	归属母公司净利润	11790	6751	4588	3963	10424			
一年内到期的非流	0	70	70	70	70	EBITDA	14758	10133	6771	6178	12720			
非流动负债合计	224	3566	2516	3016	3516	EPS (元)	2.71	1.29	0.86	0.75	1.96			
长期借款	0	895	1895	2395	2895	主要财务比率								
应付债券	0	2482	500	500	500	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
负债合计	10059	15670	12099	14462	17058	成长能力								
少数股东权益	918	753	1128	1486	1813	营业收入增长	23.05%	-6.23%	-1.61%	11.56%	22.12%			
实收资本(或股本)	4350	5220	5314	5314	5314	营业利润增长	86.01%	-42.20	-31.58	-12.94	150.93			
资本公积	5714	4844	5722	5722	5722	归属于母公司净利润	-32.04	-13.62	-32.04	-13.62	163.03			
未分配利润	18639	19928	22360	24460	29985	获利能力								
归属母公司股东权	30461	32617	36359	38935	45710	毛利率 (%)	28.22%	20.06%	17.49%	15.35%	22.78%			
负债和所有者权	41438	49040	49797	55093	64793	净利率 (%)	20.62%	12.58%	9.06%	7.07%	14.41%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	28.45%	13.77%	9.21%	7.19%	16.09%			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	38.70%	20.70%	12.62%	10.18%	22.81%			
经营活动现金流	14653	7994	7122	6280	12766	偿债能力								
净利润	12238	6999	4964	4320	10751	资产负债率 (%)	24%	32%	24%	26%	26%			
折旧摊销	2393.7	2912.4	1742.4	1867.7	1944.6	流动比率	1.88	1.63	2.20	2.21	2.49			
财务费用	-137	-5	85	6	-24	速动比率	0.80	0.69	1.04	1.10	1.44			
应收账款减少	0	0	23	-17	-37	营运能力								
预收帐款增加	0	0	274	305	373	总资产周转率	1.60	1.23	1.11	1.16	1.24			
投资活动现金流	-8580	-8765	-1211	-3202	-3592	应收账款周转率	366	352	340	385	401			
公允价值变动收益	14	1	-14	10	12	应付账款周转率	26.42	21.92	22.32	23.01	24.91			
长期股权投资减少	0	0	1064	-100	0	每股指标 (元)								
投资收益	229	169	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	2.71	1.29	0.86	0.75	1.96			
筹资活动现金流	-6778	1112	-4259	-894	-3124	每股净现金流(最新)	-0.16	0.07	0.31	0.41	1.14			
应付债券增加	0	0	-1982	0	0	每股净资产(最新摊)	7.00	6.25	6.84	7.33	8.60			
长期借款增加	0	0	1000	500	500	估值比率								
普通股增加	725	870	93	0	0	P/E	9.23	19.34	28.97	33.53	12.75			
资本公积增加	-731	-870	878	0	0	P/B	3.57	4.00	3.66	3.41	2.91			
现金净增加额	-706	341	1653	2184	6050	EV/EBITDA	7.32	13.36	19.58	21.19	9.85			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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：

看涨：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。