

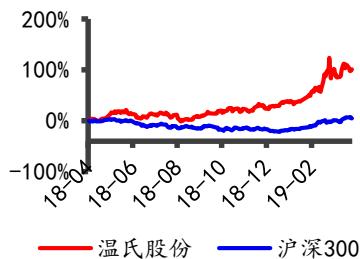
投资评级

推荐

公司基本情况

收盘价（元）	40.73
52周最高（元）	45.55
52周最低（元）	19.92
总市值（亿元）	2164
流通市值（亿元）	1514
总股本（亿股）	53.13
流通股本（亿股）	37.18
每股净资产（元）	6.51
资产负债率（%）	34.06

股价走势图



研发部

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

研究助理：杨浩
SAC执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

- 《温氏股份（300498）：受益猪价上行、鸡价稳健，Q3业绩边际显著改善》-2018.10.12
- 《温氏股份（300498）：猪肉板块边际改善，中期猪价、鸡价不宜过分乐观》-2018.8.17
- 《温氏股份（300498）：生猪价格触底反弹，龙头个股直接受益》-2018.6.1

猪价上行+鸡价震荡趋弱，整体业绩望较快增长

——温氏股份（300498）

事件：

4月10日，公司发布2018年年度报告：公司实现营业收入572.36亿元，同比增长2.84%；实现归母净利39.57亿元，同比下降41.38%；同期经营活动现金流量净额64.94亿元，同比下滑18.76%。

2019年一季度业绩预告：公司归母净利同比下降132.52%-132.87%，亏损金额为4.45亿-4.63亿元。

核心观点

● 受生猪疫情等因素影响，拖累整体增速略低于预期。年度业绩方面，受非洲猪瘟及行业周期影响，18Q4全国生猪价格各周均价同比下滑7.3%，公司全年收入、归母净利增速分别为+2.84%、-41.38%，两者略低于我们之前+6.0%、-30.0%的盈利预期。季度来看，公司Q1-Q4收入/扣非净利增速分别为2.75%/-1.22%、-1.28%/-250.93%、10.12%/-10.76%、-0.20%/-59.98%，在经历Q3边际改善之后，Q4季度业绩再次承压。一季度业绩方面，收入端生猪板块受非洲猪瘟、春节后猪价季节性走低影响，叠加黄羽鸡价格同比下降14.78%，业绩释放低于预期；财务上，公司报告期摊销股权激励费用1.15亿元，带来表观业绩承压。

● 2018年呈现猪弱鸡强，肉鸡景气对冲猪价下行：1) 养猪业务方面，受生猪价格低迷影响，全年实现销售收入约337.7亿元，同比-3.66%。销售量上，全年销售肉猪2229.7万头，销售量同比增长17.1%，占全国生猪出栏量3.2%，市场占比继续提升；销售价格上，受到18H1行业周期性低迷及18H2非洲猪瘟疫情影响，全年商品肉猪销售价格同比下滑14.42%，导致毛利率同比下降12.48个百分点，拖累了整体收入表现。2) 养鸡业务基本稳定，实现销售收入199.6亿元，同比增长13.62%。全年销售肉鸡7.48亿只，销售量同比下降3.48%，但受益销售价格同比上涨17.6%，养鸡业务、收入利润同比大幅增长。

● 猪价上行+鸡价震荡趋弱，整体业绩望较快增长。1) 生猪价格上，自2006年以来，我国生猪价格变动存在明显的三年周期波动特征，生猪价格常规波动区间为10-20元/公斤，目前时点猪价位于三年周期低位拐点附近；根据农业农村部3月数据，生猪存栏同比下降18.8%，能繁母猪存栏同比下滑21.0%，月度环比分别-1.2%、-2.3%，可见非洲猪瘟加速中小户出清，能繁母猪产能去化持续超预期，我们认为未来两年震荡上行概率较大；2) 鸡价方面，短期来看，目前父母代鸡苗价格仍维持高位，猪价上行也一定程度利好鸡肉消费，鸡价整体仍处于强势震荡中；中期则伴随

2018年10月以来祖代引种增加，同时考虑到鸡周期时间跨度较短，中小养殖户产能调整相比生猪更迅速的特点，远期端价格将承压，整体维持震荡趋弱的判断。3)至于出栏量方面，公司计划2019年肉鸡销量增长不低于10%，而生猪出栏上总体保持稳健增长的安排，整体出栏量有望维持在10%-15%左右。

● **盈利预测与评级：**考虑到非洲猪瘟对猪价周期的扰动以及公司2019年增加安全防控投入影响，预计公司2019-2021年EPS分别为1.32元、2.41元和3.05元，目前股价对应2019-2021年市盈率分别为30.9倍、16.9倍和13.4倍，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**猪肉价格波动；肉鸡价格波动；疫病风险；限售股解禁。

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	57,244	69,013	81,461	90,350
增长率（%）	2.9%	20.6%	18.0%	10.9%
净利润（百万元）	3,957	6,999	12,791	16,186
增长率（%）	-41.4%	76.9%	82.8%	26.5%
EPS（元）	0.74	1.32	2.41	3.05

财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,798	3,101	7,826	11,320	营业收入	57,244	69,013	81,461	90,350
交易性金融资产	55	55	55	55	营业成本	47,590	55,026	61,305	66,389
应收及预付	386	465	549	609	营业税金及附加	70	71	84	93
其他应收款	1,059	1,159	1,279	1,429	销售费用	802	828	958	1,041
存货	12,889	15,009	17,091	18,263	管理费用	3,618	4,585	4,674	4,911
其他流动资产	5,616	5,671	5,671	5,671	研发费用	553	555	577	581
流动资产合计	21,802	25,460	32,471	37,346	财务费用	101	219	172	134
长期投资	462	462	462	462	资产减值损失	158	334	394	437
固定资产	18,250	20,023	21,734	23,705	其他收益	68	68	80	89
无形资产	1,202	1,450	1,711	1,898	投资净收益	-50	124	137	148
其他非流动资产	12,234	12,321	12,719	14,262	公允变动收益	-13	1	1	1
非流动资产合计	32,148	34,255	36,626	40,326	资产处置收益	20	0	0	0
资产总计	53,950	59,715	69,097	77,672	汇兑净收益	-	-	-	-
短期借款	1,802	2,172	2,308	2,275	营业利润	4,378	7,587	13,515	17,001
应付及预收	3,089	3,724	4,396	4,876	加： 营业外收入	32	77	91	100
其他流动负债	8,391	7,895	7,370	6,995	减： 营业外支出	126	221	261	289
流动负债	13,283	13,792	14,074	14,146	利润总额	4,284	7,443	13,344	16,812
长期借款	2,415	2,911	3,437	3,812	减： 所得税	28	48	86	108
应付债券	2,485	2,485	2,485	2,485	净利润	4,256	7,395	13,258	16,704
其他非流动负债	193	214	229	239	减： 少数股东损益	299	396	468	519
非流动负债	5,094	5,611	6,151	6,536	归属母公司净利	3,957	6,999	12,791	16,186
负债合计	18,377	19,403	20,225	20,682					
股本	5,313	5,313	5,313	5,313					
资本公积	6,267	6,267	6,267	6,267					
留存收益	22,988	27,330	35,423	43,022					
母公司所有者权益	34,568	38,911	47,003	54,603					
少数股东权益	1,005	1,401	1,869	2,387					
负债和股东权益	53,950	59,715	69,097	77,672					
现金流量表摘要					主要财务比率				
会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营现金流净额	6,494	7,863	13,977	18,347	毛利率	16.9%	20.3%	24.7%	26.5%
投资现金流净额	-4,768	-3,929	-4,293	-5,767	净利率	7.4%	10.7%	16.3%	18.5%
筹资现金流净额	-146	-2,505	-4,735	-8,753	净资产收益率	11.4%	18.0%	27.2%	29.6%
					市盈率 (倍)	24.79	30.92	16.92	13.37
					市净率 (倍)	4.02	5.56	4.60	3.96
					EPS	0.74	1.32	2.41	3.05
					每股净资产 (元/股)	6.51	7.32	8.85	10.28
					经营现金流 (元/股)	1.22	1.48	2.63	3.45

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、意见及推测仅代表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申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50.6亿元人民币。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。