

2015 年 8 月 3 日

热点专题

中国财经会议平台

温氏整体上市对大华农股票，以及指数的影响

主讲人：

陈娇
农业行业分析师

陈云帆
金融工程分析师

主办方：

兴业证券

核心观点：

- 这一轮猪周期肯定会创新高的，未来一段时间供给会越来越少的，而需求端至少处于企稳的状态，今年猪价可能上 20 元，明年的猪价大概率高点是在 20 以上，判断高点可能是在 22 以上。
- 温氏吸并大华农整体上市已经顺利的过会，公司还将继续留在创业板，一、两个月后会进行最后停牌，以完成新增股本上市以及合并财务报表等事宜，上市之后将是创业板最大的公司。
- 温氏上市之后，前期会有 7 个亿的资金会被动的配置温氏，后期随着小非的不断解禁，将有超过 20 亿被动型基金进行配置，将对公司的股价产生积极的影响的。
- 按照今年均价 16 元，明年均价 17.5 元的中性偏保守价格对公司盈利进行假设，今年出栏的猪有 17500 万头，明年 20% 的增长，鸡 8 亿只，明年持平，预计今年 75 亿、明年 120 亿以上利润是一个非常谨慎的估计。
- 大华农（温氏）在现在时间点是市场最景气的行业里最好的一家公司，明年只有 15 倍的估值，维持强烈推荐评级，近期下跌是一个非常好的买入时机。



会议简介：此次会议兴业证券农业行业分析师陈娇、金融工程分析师陈云帆联合出品，大华农（300186.SZ）过会投资机会研讨电话会议。

陈娇：

各位投资者，下午好。非常感谢大家抽出时间来参加我们的电话会议，因为今天电话会议的场数也有点多，所以也非常感谢能够参加我们这一场。其次我们也很感谢，今天我们邀请的演讲嘉宾是我们金融工程的同事叫陈云帆。

这次电话会议主要分成三个部分，第一个部分我先把我们今天发的报告，包括这次电话会议的结论跟大家讲一讲，然后是我讲一讲我们行业的，还有包括大华农温氏公司的基本面，讲完之后由陈云帆跟大家介绍一下金融工程，就是上市之后指数的影响这部分，最后是投资者发言提问。

我想讲一讲结论吧，昨天晚上是大华农发的公告，就是温氏吸并整体上市是顺利的过会，然后我们跟公司沟通过，就是整体上市之后这个公司的代码应该不改变的，也就是说公司还是会留在创业板，可能上市之后应该就是创业板最大的公司了，所以这个影响还是比较大的。

这个整个的时间表大概是这样，今天开始是可以复牌交易，然后大概一到两个月后会最后停牌，然后停牌再来一个月，就是新增股本，包括财务报表都会上市合并，总共加起来大概是三个月时间，A 股上其它的一些集团公司，像美的，它们大概也是三个月左右，然后我们跟公司沟通下来，有可能是三季度底附近可以做完，这一次应该是年底之内就能完成了，这是公司整个上市的时间表。

这个指数调整的时间表是这样，沪深 300 是在每年的 5 月份和 11 月份，就是半年一次，在月底会有一个审核指数调整的一个时间段，创业板是每个季度的第一个交易日，除了定期调整之外，创业板还有一个临时调整，如果创业板新的公司特别大，就像温氏这种体量的话，就是它的总市值跟流动市值的综合指标能够排进前十的话，就是不用等定期调整，就直接进入临时调整，通过临时调整，可能温氏上市后，15 个交易日之内就能够纳入创业板指，这是指数的情况。

温氏整体上市的影响主要有这几方面，第一个是对公司本身的影响，就是关注度，首先来说，对公司的关注度会提升很多，因为这家公司以前是比较低调，不是太透明，然后资本市场对它们的关注也不多，然后上市之后可能会有大量的媒体，也包括财经杂志的报道，公司的关注度会提升很多。

第二，就是 ETF，有很多被动的 ETF 会强行配置大华农，就是温氏这家公司，我们大概算了一下，我们结论大概有七亿的资金要配置，这个公司过去一年的每日交易额大概是 2.5 亿左右，所以这个七亿资金还算是比较大的体量。

第三个，主要是对创业板的影响。因为创业板以前是没有农业，特别是养殖的股票，现在是来了一只市值最大的，而且是养猪的一个公司，然后对创业板整

个行业的格局会有比较大的影响，然后对创业板的业绩和估值习惯也有挺大的影响，我们测算了温氏占了创业板的总收入和总利润，大概是 15%到 20%左右，对估值水平的影响，对今年 2015 年的万得一致预期的 PE，创业板指会从 58 倍降到 53 倍左右，我们结论大概是这样子。

然后我再简单介绍一下这个行业跟公司的基本面。行业的情况是这样，现在猪价已经到 18.6 块左右，就反映出这个增速几乎是超出所有人预期的，然后反映出背后它的供需缺口已经是非常大了，然后我们去底下了解的话，下面都是收不到猪的，大家补栏的情况也不是太积极。

我们的观点主要有两个，第一个是这一轮周期肯定会创新高的，因为现在的价格是对应现在的需求和 10 个月前的母猪供给情况。然后这 10 个月期间，每个月的母猪存栏还在往下掉，所以我们可以看到就是未来一段时间，这个供给是越来越少，然后需求端的话，不能说它上的很快，至少是一个企稳的状态。所以说，供需缺口我们觉得未来 10 个月一直都会很大，今年都有可能猪价上 20，因为最近一周又开始加速上涨，大概每周涨 5 毛钱，如果按这个速度的话，可能两三周后就到 20 了，这还是中秋还没过，还有春节前的一拨。

明年的猪价我们觉得是肯定的，或者是极大概率高点是在 20 以上，我们判断高点可能是在 22 以上，就是 23、24 都有可能，这个可以明年再看。这是我们第一个观点，就是这一轮周期肯定会创新高。

第二个观点就是一个长牛的周期，就是它的周期会比以前更长一点。主要原因，这一轮很多养殖户包括上市公司，它们借钱养猪，然后反复抄底被套，自己欠了很多钱，资产负债率非常高，从上市公司报表来看，这个资产负债率应该是历史上一个，基本上可以说是最高的水平。所以它们现在才刚刚开始养猪赚钱三四个月吧，它们首先要还钱，就是要先修复自身的资产负债表，之后最后赚了钱之后，再去慢慢扩产能。

所以这一轮，我们看到未来这个母猪存栏可能会停止下降，但是补起来会非常慢的，就不像 2010 年那一轮周期，就补起来特别快。所以供给方补的慢，就会导致这一轮周期会特别长，然后高点会在一个比较高的位置，然后对供给的情况。

需求的情况就是现在的需求从餐饮数据，包括食品饮料反馈的情况来看，需求基本企稳，去年下半年有一个需求端得到冲击，今年的话，需求端已经没有冲击了，就是边际上不会再下降，然后屠宰场的库存也是处于一个比较低的水平，所以它们未来即使是需求不是很好的话，也有补库存的一个动力。这个是供需的情况，我们整个来说，这一轮周期是一个创新高一个长牛的周期，这个是猪的情况。

鸡的情况我可以简单提一下，就是鸡，这轮鸡周期和猪周期的对比，是鸡的

周期在周期的节奏上比猪迟了一年，也就是说现在的鸡就很像去年的猪，这个迟了一年其实更有好处，其实它的坏处，或者说猪的好处，就是猪现在是马上有业绩，现在养猪是一个暴利行业，但是养鸡还不是，就是现在市场环境下，大家可能会比较喜欢马上就有业绩的一些行业和公司。

它的好处，其实对投资者来说，我觉得它的股价也涨的不多，圣农的股价是明显弱于这个牧原的，在投资节奏上会慢一些，这个是比较适合还没有上车的投资者，他们可以下来的时候去买，这个是行业的情况。

我简单说一下公司的情况，其实温氏这家公司，我们给的盈利预测是猪价按照今年均价 16，明年均价 17.5 块的这个假设，这个假设从现在猪价增速来看，是中性偏保守的一个假设吧，这也是我们比较一贯的风格。

出栏量今年温氏的猪可能就到 17500 万头了，然后鸡有 8 亿只，明年再增长 20%，鸡大概持平，这样一个价格和量算下来，今年温氏的利润是 75 亿，明年能够到 120 亿以上，我觉得明年 120 亿是一个非常谨慎的估计。因为今天跌停了，现在市值大概 1800 亿，从 PE 来看，今年大概 26 倍左右，明年是 15 倍左右，这个 PE 在这个养殖股里面应该算是最便宜的一个估值，这是公司的盈利预测情况。

还有一点要补充的，之前我跟公司也探讨过，就是还要不要留在创业板，代码改不改？公司他们的看法是代码是不会改的，因为他们本身就是一家高科技公司，比较适合在这个创业板待着，高科技主要是明显在以下几点：第一个温氏其实是一个服务商农的一个生态圈，就是它本身不是一个养殖场，它是一个互联网的平台，在这个平台底下，养殖户可以在这个生态圈上面去养猪，然后公司给养殖户提供的，像融通资金，像种苗、饲料、疫苗，包括养殖方法，包括猪舍建造这些服务，然后包括终端下游的销售，然后养殖户只需要在这个生态圈里面做好养殖的工作就行了。所以，它相当于是一个生态圈，而不是一个工业化，或者说比较传统农业的一个养殖场。

其实它对养殖户来说是一个风险管理的平台。因为在 2013 年禽流感导致行业最差的时候，温氏的诚信很受到行业里的认可，温氏每个月要亏 10 亿左右，但是养殖户是不亏钱，养殖户每只鸡还能赚 2.5 块左右，就是不管行业怎么差，这个温氏是给养殖户兜底的，相当于这个养殖户在这个生态圈里面养殖，基本上是一个零风险的状态，只要他好好地去养，这是一个生态圈的情况。

第二个，公司本身是一个高科技、信息化的运作，他们管理系统今年给他们开发的，主要分为三大块：第一块是决策平台，就是他们的高管看到每天公司的一个详细数据，通过这个数据进行决策，第二个是一个数据平台，就是他们的养殖户能够看到自己每批养了多少猪，多少鸡，然后每批的盈利情况，现在这个猪和鸡的一个数量和健康情况都能看到。

第三个是一个智能养殖的平台，有一些固定资产投资比较大的养殖户，他们

可以实现自动化的养殖，通过这个智能养殖平台，可以用手机的终端或者是电脑的终端，去进行远程的，对猪场进行操作。包括像自动喂料、自动刮粪，还有像开关灯，或者是开关排气扇这样一些工作。总的来说，温氏的信息化养殖是行业里面应该是最成熟的，最完善的一套系统，他们已经做了十几年了，这个是信息化的情况。

第三个，公司的养猪的科技含量也挺高的，公司有自己的一个种猪群，然后各项养殖指标，包括像 PSY，料肉比还有成本都是在行业里面遥遥领先的。他们最开始就是公司成立的时候，叫七户入股，其中有一股就是华南农大的教授，所以从公司刚刚开始成立的时候，就有这么一个高科技养殖的一个传统。

差不多我要讲的就是这些，最后我用一句话总结，温氏这家公司其实现在这个时间点是一个全市场最景气的行业里面，一家最好的公司，所以我们现在是作为一个强烈的推荐，觉得今天下跌，是一个非常好的买入时机，具体的行业跟公司的一些信息，我们最近发了两篇深度报告，一篇是行业的，一篇是大华农，就是温氏这家公司的，大家可以仔细看一看。

关于猪价的我再补充一下，现在我们卖方对猪价的预期可能是比较高的，但是，我交流过的买方，就是大部分买方其实心里是不一定有像卖方那么高的预期，这是公募的情况。像散户，他们就更不用说了，基本就没有明确的预期，所以我们如果复盘，就会发现其实这个市场的情绪或者股价基本上是跟随猪价走的，只要猪价还在涨，这个股价还会涨，就是行情一般是不会提前结束的，如果提前结束的话，这个时间点也不会差的太多，可能在一个月，两个月，最多是像 2011 年的情况，就是圣农发展提前一个季度结束。

现在来看，我们看猪价的涨势，至少还能再涨一年以上，因为现在这个供给是出不来的，然后国家手上也没有筹码，所以这个猪价上涨的趋势基本上是没有办法可以去扭转的，所以，如果在这种情况下，我们还是重点推荐养殖行业，包括像大华农温氏这家公司，因为确实这个行业的趋势没走完，这个行业这个公司是反复有机会的，只要有调整，就是买入机会。

再补充一下，就是现在大华农温氏的估值，在养殖行业算是最低的，从全市场来看也不高，其实上一轮周期在顶部的时候，大家给养殖股的估值都挺高的，因为农业本身是长期高估值的一个行业，在上一轮周期 2011 年的时候，这个圣农发展高点是给了一个 40 倍的估值，雏鹰农牧跟民和股份大概都给了 25 倍左右，然后雏鹰农牧在 2011 年是 25 倍，然后到了 2012 年，股价又涨了一拨，可以看作大概是给了 30 倍左右，所以现在大华农这个股票明年高点只有 15 倍的估值，肯定是一个不贵的估值，我们觉得大华农它除了具有行业的属性之外，本身它这家公司有它的特殊性，一个是它对指数是有影响的，就是有很多被动资金去配置，这是一个额外的买盘。

第二个，它是一个绝对的龙头，可能以后有一些养殖公司，大家可能就慢慢不关注了，因为以前是没得炒的时候，就去炒一些比较小的养殖公司，以后如果下一轮同样的周期，或者是下一轮猪周期，可能大家都只会炒温氏，因为那个时候它的盘子已经够大了。

所以，我们对这个行业是进行推荐的。在行业里面如果只选一到两家公司我的话，我觉得温氏肯定是其中一个。今天可能大盘跌得比较多，大家心情不太好，如果大家没有什么想问的话，那我们的电话会议就结束吧，以后有什么问题可以私下交流，因为我在这个行业也待得比较久了，可能都有我的联系方式，谢谢大家的时间。

我要讲的就是这些，剩下的时间我想交给我的同事陈云帆，云帆给大家介绍一下金融工程的情况。

陈云帆：

我这边是咱们兴业的金融工程小组的陈云帆，我今天主要是讲三个方面，因为大华农这个事件算是比较大的一个事件，它可能会影响到两个指数。首先我第一方面讲一下大华农公司到时候上市之后，它调入沪深 300 和创业板指数的可能性。第二个再讨论一下，如果说有这种调整的可能性的话，大概的调整时间点是在什么一个时间上面，另外的话就是按照目前的，我们所有的被动型指数基金规模来看，大概测算一下，大华农或者是温氏上市之后它权重是多少，会影响多少资金来做一个被动的配置。

首先从第一个方面来看，刚才陈娇也说了，大概的它上市之后的流通市值在 2000 亿，就是总市值在 2000 多亿，然后流通市值在 200 多亿左右，再从沪深 300 的这个指数调整规则来看的话，它是这样一个规则：首先它的选股调整应该是符合的，就是说它最近一年 A 股有成交，它已经上市超过了一年，通过它的平均市值，通过它的日均成交额，通过它的日均总市值进行筛选，来排名基本上排名前三百，作为一个样本。

我们看到目前，沪深 300，像它这个 2000 多亿的总市值和 200 多亿的总的流通市值，对应着目前在沪深 300 的成分股的位置，大概在 150 名左右。基本上就是从沪深 300 的样本股选择来看，如果说这个排名在前 240 名的话，是优先进入这个沪深 300 指数的，所以说如果说到时候温氏上市之后是大概率的话，是符合调入沪深 300 指数的规则，这是第一，这是沪深 300 的指数。

第二个是创业板的指数，创业板的指数，刚才陈娇也大概说了一下，因为公司上市之后，那它毫无疑问肯定是，整个创业板指数的第一大权重股，因为像部分创业板指数的第一大权重股东方财富的总市值不到 1000 亿，900 多亿，然后流通市值才 500 多亿，不到 600 亿，按照创业板指数，它的选择排名是按照这个总的平均总市值，然后平均的流通市值，加上平均成交额这三个指标来选，从这

里选的话，它应该能够进入到整个创业板指数排名前十位，所以说它肯定是能够调入到创业板指数的，这是从调入指数的可能性来看的话，不管是沪深 300，还是创业板指数，它是都很大的可能性，被调入的。

它有可能性被调入，那我们再看一下这个调入的时间点大概在什么位置，目前我们沪深 300 是这样，它是每 6 月份和 12 月份做一个调整，我们考虑到如果说它 3 个月之后上市，那么就是在 10 月份或者是 11 月份能够上市的话，那么它大概率可能在 12 月份调入创业板指数，这当然也要看那个公司上市的进度和这么一个安排，这是沪深 300。

第二是创业板指数，创业板指数它有一个临时调整的方案，就是如果说按照排名，上市之后，如果排名在前十的话，或者非样本股，由于合并重组或者是其它一些方式，导致新的股票和总市值和自由流通市值，这种排名在前十的话，是可以进入到快速通道，就是上市之后的两周就可以进入到创业板指数。

所以说，温氏上市之后，基本上我觉得大概率就是两周以后就可以调入创业板指数，调入创业板指数就要看它的上市时间，这是两个的一个时间点，相对而言，创业板指数它基本上比较快，只要差不多两周，就是 15 个交易日就能够快速的被纳入创业板指数。

沪深 300 的话，就要看它的上市时间，如果说在今年的 10 月之前还是不能上市的话，可能要到明年的 6 月份了，按照三个月这么一个的安排，大概是在年底可以调入沪深 300 指数的。

讲完这个调入指数的话，那我们来看一看，如果说假设它的调入指数之后，大概就是它的资金配置的影响，怎么做一个测算。首先，我们按照沪深 300 指数它的成分股的权重，是按照根据日均的自由流通市值做一个分级的排序。如果按照现在温氏集团上市之后，假如它的自由流通市值排名在沪深 300 成分股指数的 150 位左右的话，那么它对应的权重大概是 0.2% 左右，但是要看它后续的自由流通市值的一个释放情况，那要看它上市之后，比如说它的小非解禁的一个时间，随着它的自由流通市值不断增加，一些小非不断解禁的话，那么它流通市值会不断增加，我觉得它的权重有望能够达到 0.5%，这是沪深 300 的一个权重的情况，前期的话应该在 0.2% 左右。

另外就是看创业板，创业板指数的加权方式是按照自由流通市值来算的，目前如果说按照它是 200 亿的流通市值的话，或者说一个这样的自由流通市值，那么它对应的，就是临时调整之后，它纳入创业板的权重大概在 2% 左右，如果随着它的自由流通市值不断增加，小非不断解禁，那么它后续很有可能超过目前的第一大权重股的东方财富，超过 7% 的权重，这个概率是比较大的，这是考虑到两个大的指数的，一个权重的情况。

根据这两个权重，我们看一下目前跟踪沪深 300 指数的被动产品，主要是包

括指数基金，包括 ETF 和 ETF 的联接基金，以及包括沪深 300 指数的分级基金，这三块的规模大概在 1500 亿左右，就是目前大概在 1500 亿左右，根据千分之二的权重，前期能带来差不多三个多亿的被动资金来做一个配置，这是沪深 300。

考虑另外一个创业板，创业板目前根据它的指数基金，包括 ETF，包括分级基金，大概规模在 200 个亿左右，根据它 2% 的一个前期临时调整的权重，前期应该带来了大概 4 个亿，所以说最后算出来，刚才陈娇说的，前期会有 7 个亿的资金会被动的去配置温氏，后期随着这个小非不断解禁的话，我们大概测算应该有超过 20 亿被动型的基金要做一个配置。按照目前，如果说它每天成交额才两到三个亿左右的话，那么这个配置资金对它的股价应该是有一个影响的。这是从被动来看，从它的指数配置来看这个问题的。

最后，我想再说一下，除了有这种被动基金，就是做被动的，对它做一个配置或者是一个加仓之外的话，另外一些很多主动基金，它的业绩基准，一般都是以沪深 300 或者说以创业板这个指数为准，如果说主动基金它的业绩基准是这两个指数的话，如果说温氏以后为创业板的第一大权重股的话，那么很多主动基金在做配置的时候，它肯定也不得不考虑温氏股票的影响，所以可能带动更多的资金来关注和配置这个股票，所以说这个影响还是比较大的。

另外，我们预计可能一般的话，在它上市的时候，就像当时美的一样，在它上市的时候，一般媒体会做一些渲染，特别是对我们今天讲的内容，可能到时候等到公司上市会做一些渲染，这时候对投资者的情绪，到时候的心理也会产生一些影响，所以说这个事件有必要拿出来给大家做一个分析和分享。

最后，我们目前只是分析了这两个指数，其实在一些大的，像深证成指，虽然它标的的规模基金不大，但是它也会根据指数调整，或者说根据指数成分股，它们也会带来一些配置的资金去买入温氏集团，当然，这个影响没有这两个指数那么大，所以我们要做一个具体分析，要做一个很具体的分析。我这块大概的内容就是这样，看大家对这块的指数调整有没有什么问题，可以进行提问，谢谢大家。

最新会议动态，敬请关注微信公众号账号：万得财经会议（wdcjhy）：



版权声明：

未经万得信息书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、引用本文内容和观点，包括不得制作镜像及提供指向链接，万得信息就此保留一切法律权利。

免责声明：

本文所引述机构或个人的观点、言论、数据及其他信息仅作参考和资讯传播之目的，不代表万得信息赞同其观点或证实其描述。

