证券研究报告

畜禽养殖

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

温氏股份

300498

买入 （维持）

穿越非瘟，迈向辉煌

2019 年 06 月 16 日

市场数据

市场数据日期	2019-06-16
收盘价（元）	39.26
总股本（百万股）	5313.11
流通股本(百万股)	3754.41
总市值（百万元）	208592.66
流通市值(百万元)	147397.98
净资产（百万元）	34456.59
总资产（百万元）	53090.02
每股净资产	6.49

相关报告

《进军白羽肉鸡市场，猪 鸡双龙头地位持续增强》2019-06-05

《周期反转，猪鸡有望共振业绩弹性大》2019-04-10

《受益猪瘟疫情大幅盈利，预计后续扩张顺利》2018-10-23

分析师：

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

S0190518050002

研究助理：

闾亚

lvya@xyzq.com.cn

团队成员：

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	57244	70386	94269	101035
同比增长(%)	2.8%	23.0%	33.9%	7.2%
净利润(百万元)	3957	10924	27439	29774
同比增长(%)	-41.4%	176.0%	151.2%	8.5%
毛利率(%)	16.9%	23.2%	36.8%	37.2%
净利润率(%)	6.9%	15.5%	29.1%	29.5%
净资产收益率（%）	11.4%	23.4%	38.4%	30.2%
每股收益(元)	0.74	2.06	5.16	5.60
每股经营现金流(元)	1.22	3.46	6.34	5.80

投资要点

- **温氏股份：一体化经营，行业龙头。**公司是国内养猪和黄鸡行业龙头，体量遥遥领先其他上市公司。公司经营稳健，回报率高。全员持股归属感强，高分红高派息。
- **养猪：穿越非瘟。**（1）非瘟扩散以来，行业产能下降幅度在 30%以上。预估公司受影响可控，大幅优于行业。这得益于公司的“公司+农户”模式，分布分散，可对农户封闭管理有效隔离，实现“全进全出养殖”。（2）公司种猪储备丰富，财务健康，负债率低现金流好，复产快。（3）预计 2019Q2 猪价开涨，本轮周期将创历史新高，达到 25-30 元/公斤，业绩弹性巨大。
- **养鸡：黄鸡遥遥领先，并购进入白鸡市场增强养鸡龙头地位。**非瘟导致行业深度去产能，巨大的猪肉缺口将带动黄鸡（与猪肉消费渠道最接近）等其他肉类相继上涨。公司黄鸡养殖量预计达到 8 亿只，广东黄鸡近期已经开始领涨全国。另外，近期通过并购进入白鸡市场，进一步完善产业链。
- **率先打通下游，顺应行业趋势。**近年来公司将温氏模式复制到下游，大力发展屠宰和生鲜门店，已显现出品牌效应。中长期看，非瘟带来的生猪禁运和行业整合，必将推动下游冷链和食品的发展，公司已经开始稳健推进。
- **投资建议：**公司是国内生猪和黄鸡龙头，质地优异。猪周期大反转，公司产能分散受疫情影响最小，生猪板块有望量价齐升。黄鸡板块整体景气。下游有望成为新的盈利增长点。我们持续看好公司发展，调整 2019-2021 年归母净利润分别至：109.2、274.4、297.8 亿元，基于 2019-6-14 日收盘价，对应 PE 分别为：19.1、7.6、7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫病扩散；猪价波动剧烈；原材料成本上升。

目 录

一、温氏股份：一体化经营，行业龙头 ..... - 5 -
1.1 深耕养殖，全产业链经营稳定发展 ..... - 5 -
1.2 行业龙头，养殖为主 ..... - 5 -
1.3 股权结构：股权分散，高额分红 ..... - 8 -
二、养猪：穿越非瘟 ..... - 10 -
2.1 温氏布局销区，有望受益 ..... - 10 -
2.2 温氏模式：行业典范，契合国情 ..... - 11 -
2.3 成本控制能力大幅领先行业 ..... - 15 -
2.4 育种遥遥领先，种猪储备好，产能恢复快 ..... - 16 -
2.4.1 生猪育种先驱，体量优势明显 ..... - 16 -
2.4.2 育种技术先进，体系清晰 ..... - 18 -
2.4.3 育种事业目标远大 ..... - 21 -
2.5 出栏量加速增长，产能储备充分 ..... - 22 -
2.6 采取有力措施，严密防控非洲猪瘟 ..... - 25 -
2.7 公司财务状况健康 ..... - 26 -
2.7.1 公司运营效率高 ..... - 26 -
2.7.2 公司盈利能力较强 ..... - 28 -
2.7.3 公司资产负债表稳健 ..... - 29 -
2.7.4 公司现金流充足 ..... - 30 -
2.8 中美对比，公司养猪成长空间巨大 ..... - 30 -
2.9 近期草根调研反馈 ..... - 33 -
2.9.1 广东调研情况 ..... - 33 -
2.9.2 湖南调研情况 ..... - 33 -
三、养鸡：黄鸡遥遥领先，并购进入白鸡市场增强养鸡龙头地位 ..... - 33 -
3.1 生产消费稳定增长，存栏处于低位 ..... - 33 -
3.2 养殖规模化程度不断上升 ..... - 35 -
3.3 黄羽价格景气，季节效应明显 ..... - 36 -
3.4 温氏全产业链经营，市占率高 ..... - 37 -
3.5 育种技术优势，重视研究 ..... - 39 -
3.6 通过并购进军白羽肉鸡市场，养鸡龙头地位增强 ..... - 41 -
四、战略发展下游，有望成为中国的泰森 ..... - 41 -
4.1 以禽流感为转机，黄鸡产品直达终端 ..... - 41 -
4.2 温氏模式在生鲜门店的复制 ..... - 42 -
4.3 温氏生鲜店在探索中稳步扩张 ..... - 43 -
4.4 温氏生鲜经营情况草根调研概况 ..... - 44 -
4.5 发展下游，有望成为中国的泰森 ..... - 46 -
五、盈利预测与投资建议 ..... - 48 -
5.1 盈利预测 ..... - 48 -
5.2 投资建议 ..... - 48 -
六、风险提示 ..... - 49 -

图 1、 温氏股份发展历程 ..... - 5 -
图 2、 温氏股份体量领先同类型其他企业 ..... - 6 -
图 3、 营业收入持续增长 ..... - 6 -
图 4、 净利润随周期波动 ..... - 6 -
图 5、 公司营收结构 ..... - 7 -
图 6、 养殖贡献主要收入 ..... - 7 -
图 7、 肉猪养殖总收入占比逐年上升 ..... - 7 -

图 8、 肉鸡养殖总收入占比逐年下降 - 8 -
图 9、 温氏股份股本结构 - 8 -
图 10、 温氏家族 11 名成员持股 16.46% - 8 -
图 11、 温氏产能布局多在销区 - 10 -
图 12、 温氏股份出栏量 - 11 -
图 13、 “公司+农户”模式具体操作方式 - 12 -
图 14、 温氏股份资产负债率低 - 12 -
图 15、 温氏股份固定资产周转率高 - 12 -
图 16、 合作户养殖收入大于农民工年均收入 - 14 -
图 17、 温氏养猪成本远低于行业平均 - 16 -
图 18、 温氏育种发展历程 - 16 -
图 19、 温氏育种布局 - 17 -
图 20、 温氏种猪分公司组织架构 - 19 -
图 21、 原种场管理层级架构 - 19 -
图 22、 温氏信息系统采集全国养殖数据 - 19 -
图 23、 温氏数据中心 - 20 -
图 24、 温氏育种管理系统 - 20 -
图 25、 管理和研究团队与种猪公司统一 - 21 -
图 26、 生猪出栏量逐年上升 - 22 -
图 27、 固定资产保持增长 - 22 -
图 28、 公司在建工程 - 22 -
图 29、 生产性生物资产持续增长 - 23 -
图 30、 温氏股份生猪产能扩张梳理 - 23 -
图 31、 严把“五进”、“五出”关 - 25 -
图 32、 存货周转率与行业平均水平相近 - 27 -
图 33、 存货周转天数与行业平均水平相近 - 27 -
图 34、 应收账款周转率远高于行业平均 - 27 -
图 35、 应收账款周转天数远低于行业平均水平 - 27 -
图 36、 公司固定资产周转率较高 - 28 -
图 37、 公司总资产周转率较高 - 28 -
图 38、 公司销售毛利率 - 28 -
图 39、 公司销售净利率较高 - 28 -
图 40、 公司投入资本回报率较高 - 29 -
图 41、 公司 ROE 较高 - 29 -
图 42、 温氏股份速动比率高 - 29 -
图 43、 温氏流动比率高 - 29 -
图 44、 温氏股份利息保障倍数高 - 30 -
图 45、 温氏股份资产负债率较低 - 30 -
图 46、 经营性活动净现金流/营业收入高 - 30 -
图 47、 净利润现金含量稳定 - 30 -
图 48、 美国生猪养殖场数量 - 31 -
图 49、 美国生猪不同规模养殖户数量（头/年） - 31 -
图 50、 美国生猪不同规模养殖户出栏量（%） - 31 -
图 51、 中国生猪养殖场数量 - 32 -
图 52、 中国散养户逐渐退出市场 - 32 -
图 53、 规模化养殖市占率提高 - 32 -
图 54、 公司养猪成长空间广阔 - 33 -
图 55、 全球鸡肉生产量稳定增长 - 34 -
图 56、 全球鸡肉消费量稳定增长 - 34 -
图 57、 我国鸡肉生产量稳定增长 - 34 -

图 58、 我国全球鸡肉消费量稳定增长 - 34 -
图 59、 黄羽祖代鸡存栏量处于低位 - 35 -
图 60、 黄羽父母代鸡存栏量稳定 - 35 -
图 61、 黄羽鸡出栏量受禽流感冲击 - 35 -
图 62、 黄鸡鸡价波动性强 - 36 -
图 63、 近 6 年黄鸡价格季节周期性明显 - 37 -
图 64、 肉鸡养殖业务产业链 - 37 -
图 65、 温氏股份黄羽鸡出栏量占比高 - 38 -
图 66、 黄鸡销量与成本趋于稳定 - 39 -
图 67、 温氏股份黄羽鸡育种流程 - 40 -
图 68、 “公司+店主”的运营模式 - 42 -
图 69、 温氏生鲜门店外观实拍 - 43 -
图 70、 公司门店内部规划实拍 - 43 -
图 71、 温氏生鲜猪肉柜台 - 45 -
图 72、 温氏生鲜禽类柜台 - 45 -
图 73、 温氏生鲜牛奶柜台 - 45 -
图 74、 温氏生鲜蔬菜柜台 - 45 -
图 75、 泰森预制食品营业收入增长迅速 - 46 -
图 76、 泰森预制食品营业利润增长迅速 - 46 -
图 77、 泰森食品各业务营业利润占比 - 47 -
图 78、 泰森食品各产业营业利润率 - 47 -

表 1: 温氏股份前十大流通股股东 - 9 -
表 2: 大华农上市期间分红情况 - 9 -
表 3: 温氏股份上市后的分红情况 - 9 -
表 4: 近年畜牧业环保政策格式 - 13 -
表 5: 三种规模化养殖方式对比 - 14 -
表 6: 温氏股份商品猪成本 - 15 -
表 7: 肉鸡规模养殖场数量分布 - 36 -
表 8: 黄羽肉鸡前十大生产企业出栏量 - 38 -
表 9: 温氏黄鸡成本拆分 - 39 -
表 10: 温氏股份黄鸡育种技术 - 40 -
表 11: 温氏股份育种分公司 - 41 -
表 12: 市场上热鲜鸡（活禽）、冰鲜鸡（冷鲜鸡）和冻鸡对比 - 42 -
表 13: 温氏生鲜店前期投资预算 - 43 -
表 14: 公司盈利预测 - 48 -
附表 - 50 -

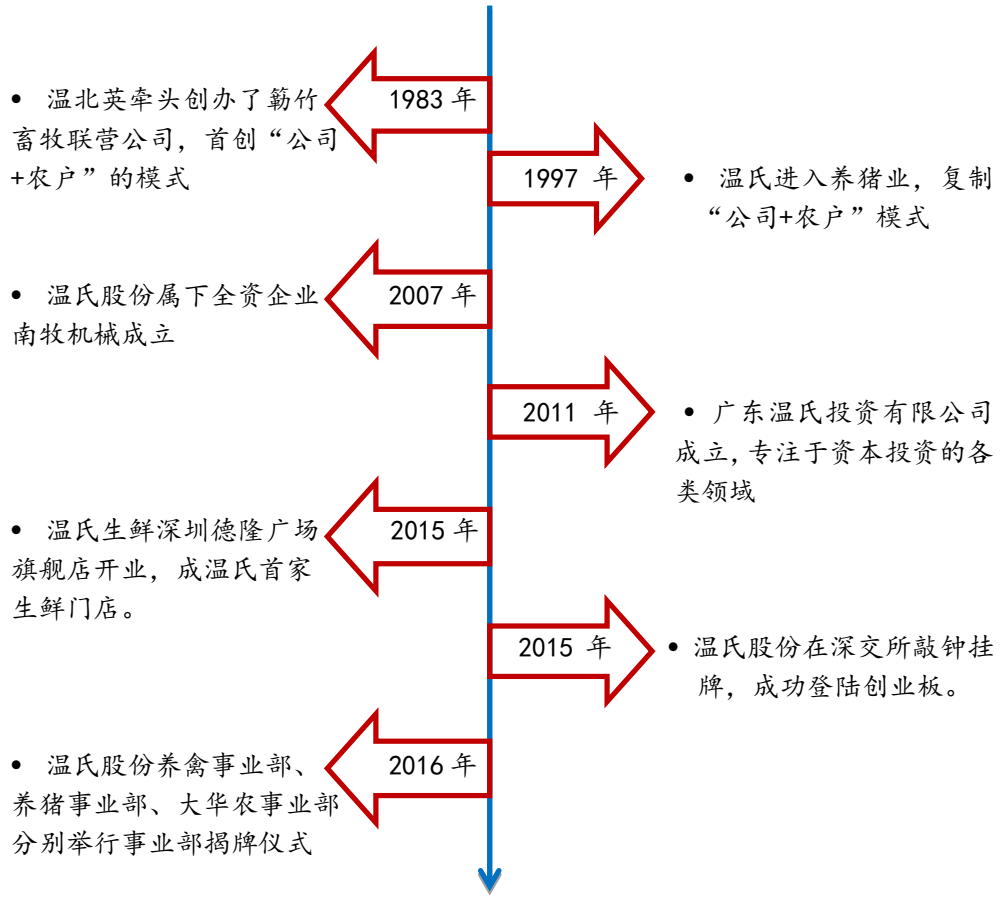
报告正文

一、温氏股份：一体化经营，行业龙头

1.1 深耕养殖，全产业链经营稳定发展

全产业链发展，一体化经营。广东温氏食品集团股份有限公司（简称"温氏股份"）位于广东省云浮市，前身为 1983 年创立的新兴县簕竹竹鸡场，2012 年公司改制为股份有限公司，2015 年通过换股方式吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司并于深交所创业板整体上市。公司目前是已经建立了包括种鸡及种猪繁育、商品肉鸡以及肉猪养殖、销售、疫病防治、饲料生产和技术研发在内的一体化经营模式，并覆盖乳业、动保及农牧设备、生鲜营销等产业，综合实力和竞争优势不断提升。

图1、温氏股份发展历程



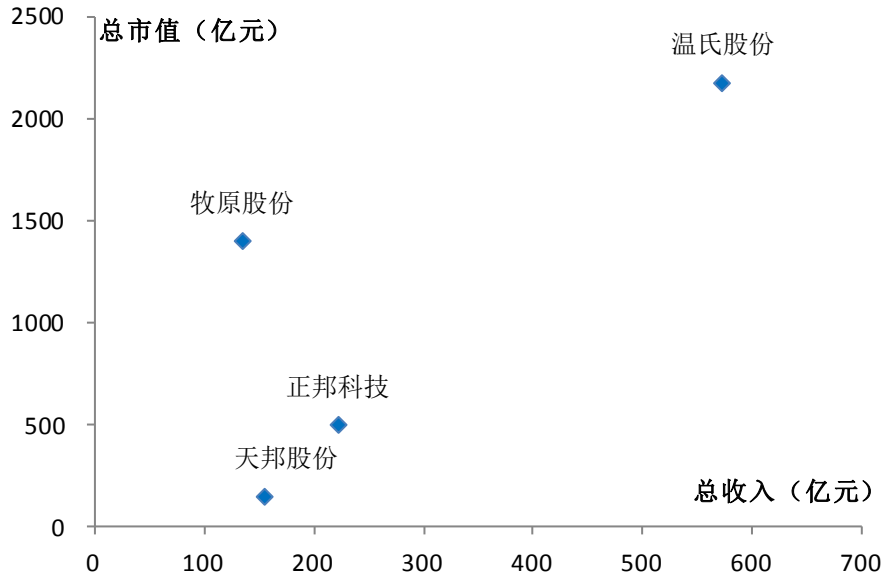
资料来源：温氏股份官方网站，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 行业龙头，养殖为主

龙头企业，体量遥遥领先。公司是农业产业化国家重点龙头企业之一，是全国规模最大的肉鸡养殖上市公司，规模最大的种猪育种和肉猪养殖上市企业。2015 年 11 月 2 日，温氏股份整体上市，成为 A 股市场上体量最大的畜牧业公司。现市值

已超 2000 亿元，远超同类型其他企业。

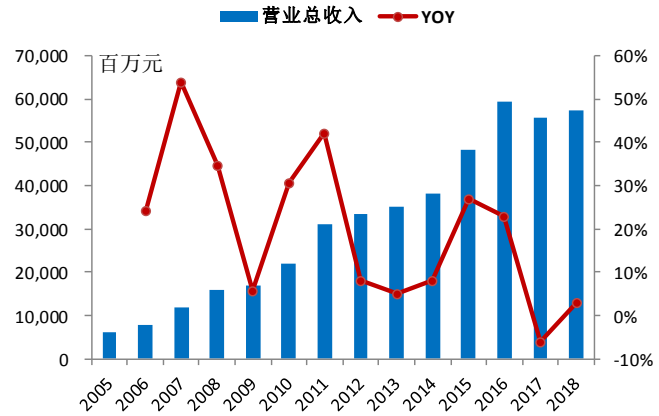
图2、温氏股份体量领先同类型其他企业



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

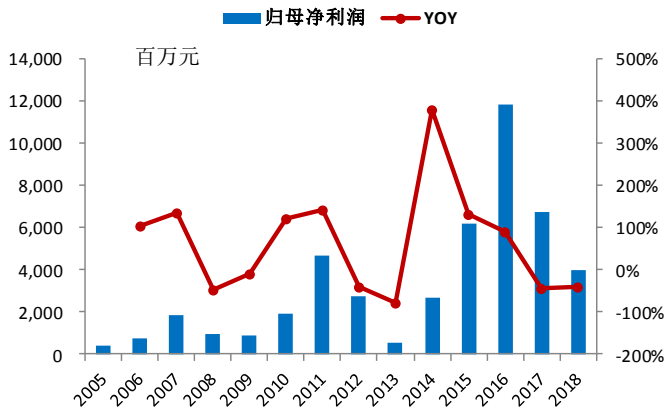
体量持续增长，利润随周期波动。公司通过"公司+农户（或家庭农场）"的养殖模式实现快速扩张，2005-2016 年营业收入从 61.42 亿持续增长到 593.55 亿元，年均复合增长率达 22.90%，体量持续增长。2017 年营业收入同比下降 6.23%，一是因为商品肉猪销售价格同比下降 18.58%，二是由于 2017 年上半年活禽产品市场受到 H7N9 影响，公司养鸡业务大幅下滑。2018 年营业收入有所回升，同比增长 2.85%。公司净利润在 2005 年到 2018 年的年均复合增长率为 19.73%，总体保持增长，随猪周期波动。

图3、营业收入持续增长



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、净利润随周期波动

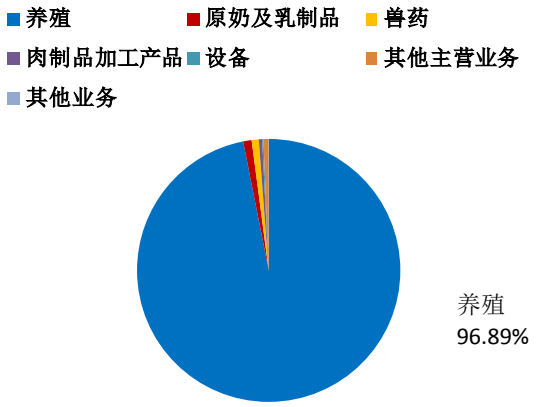


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

主营养殖,占比逐步上升。温氏股份以黄羽鸡养殖起家，首创"公司+农户"模式，并将该模式顺畅复制至养猪业务。作为行业龙头企业，公司的主营业务是生猪养

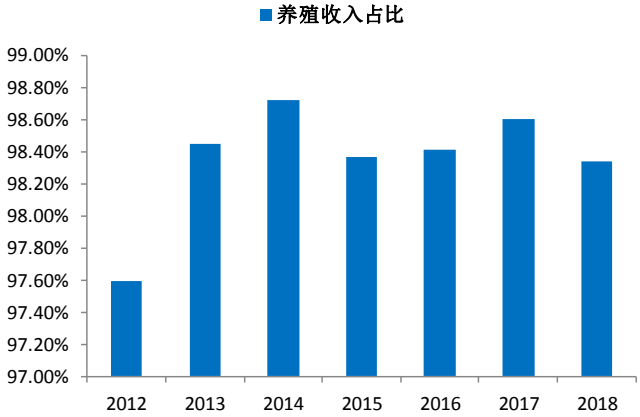
殖及黄羽鸡养殖，还有少量其他养殖。2018 年养殖行业营业收入总占比高达 98.34%，较 2017 年度下降 0.27 个百分点。其余产业包括肉制品加工、设备制造等。

图5、公司营收结构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

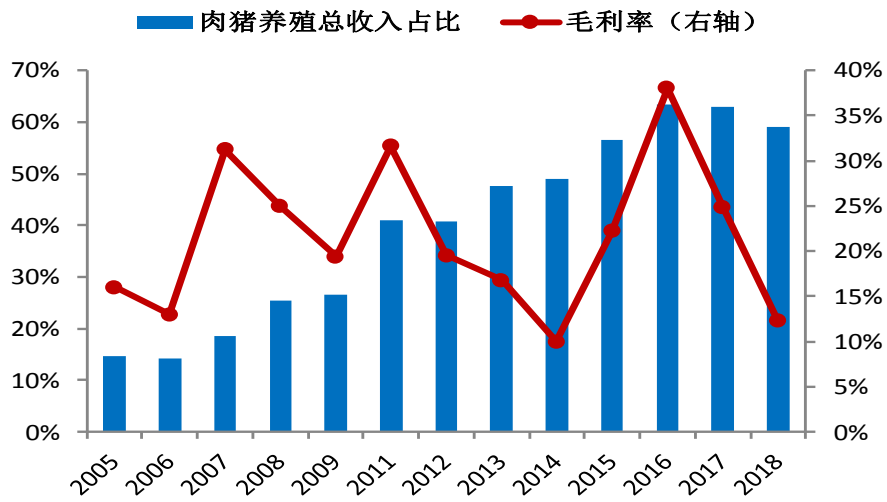
图6、养殖贡献主要收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

养猪业务保持稳健发展，占比突出。商品猪养殖是公司最大营收占比业务，2018 年占比高达 58.99%，较 2005 年上升 44.41 个百分点。毛利率随猪周期波动，但始终为正。2018 年毛利率为 12.32%。

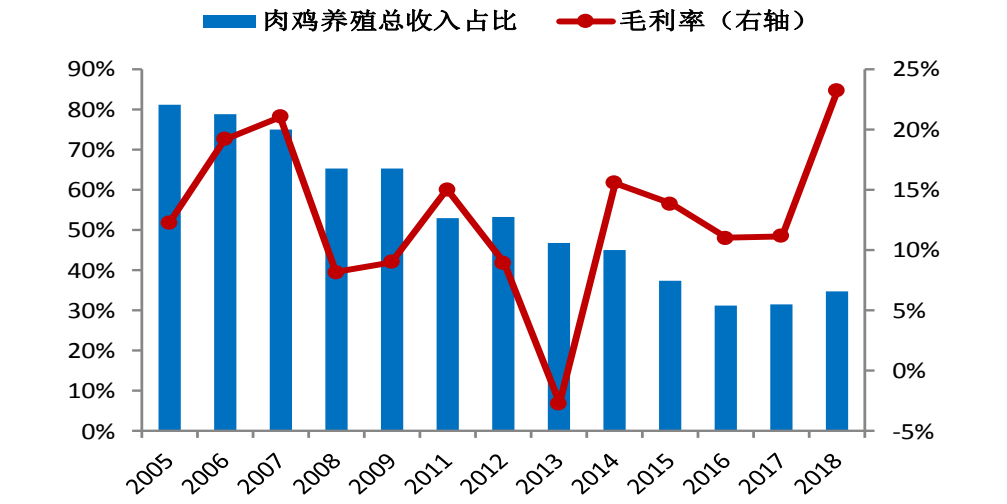
图7、肉猪养殖总收入占比逐年上升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

养鸡业务整体盈利，收入占比逐步下降。温氏股份以黄羽鸡养殖起家，2005 年时的肉鸡养殖总收入占比高达 81.22%，2017 年则下降至 34.86%，与商品猪收入占比变动趋势正好相反。同时受低猪价影响，18 年肉鸡养殖收入占比有所提升，2018 年肉鸡养殖毛利率为 23.28%，较 2017 年上升 12.11 个百分点。

图8、肉鸡养殖总收入占比逐年下降



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3 股权结构：股权分散，高额分红

全员持股，归属感强。温氏股份上市前是全员持股制企业，员工大部分持有公司股票，自然人股东超过 6000 人。2018 年公司最终控制方为温氏家族（11 人），直接持股比例为 16.76%，其他股东持股比例高达 83.24%。创业股东忠诚度高，6000 多创业股东大多是创业员工和中层以上管理人员，高度认同公司价值，将公司视为个人事业发展的优质平台。

股权分散，相互制衡。温氏股份上市后，经过多次股份的解禁，公司总股本为 5,313,109,027 股。其中，有限售条件股份数占股份总数的比例为 30.03%，无限售条件流通股份数占股份总数的比例为 69.97%。温氏家族作为公司实际控制人，无持有 5%以上的单一股东，总持股比例为 16.46%。

图9、温氏股份股本结构

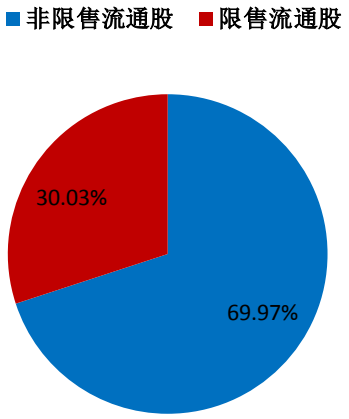
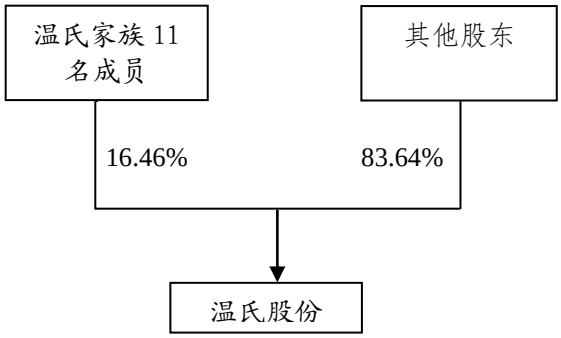


图10、温氏家族 11 名成员持股 16.46%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理　　资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

上市以来，前十大股东占总股本比例维持在 25%-26%的水平，而行业内主要竞争对手前十大股东持股总和均超过了 55%。2018 年年报显示，公司第一大股东持股占比仅为 4.08%，其余股东持股均不超过总股本的 3%。相对分散的股权结构能够更好的制衡权力，有利于提高经营效率及公司价值。

表1：温氏股份前十大流通股股东

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
温鹏程	216,716,982	4.0800
严居然	148,966,882	2.8000
梁焕珍	142,839,961	2.6900
温均生	139,824,250	2.6300
黎沃灿	132,106,089	2.4900
温小琼	129,239,380	2.4300
温志芬	126,208,835	2.3800
黄伯昌	108,775,999	2.0500
严居能	106,364,473	2.0000
温木桓	105,409,878	1.9800

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

高分红高股息。温氏分红文化理念强，创始人温北英先生本着“精诚合作，齐创美满生活”的理念管理企业，这一理念贯彻始终。公司股权在股权如此分散的情况下仍保持这高分红高股息的经营策略。温氏的动保部门大华农 2011 年拆分上市，2015 年退市，挂牌四年间连续大比例分红。2014 年即使行业不佳，公司归母净利润仅 1.1 亿，分红总额仍高达 1.6 亿。

表2：大华农上市期间分红情况

项目	2010	2011	2012	2013	2014
每股净利润	0.69	0.67	0.68	0.40	0.21
每股股利	0.3	0.6	0.5	0.3	0.3
每股转增	0	0	1	0	0
分红比例	43%	90%	74%	75%	143%
股息率	1.48%	4.01%	2.95%	3.66%	3.46%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

延续高股息分配风格。自 2015 年上市以来，公司已实现现金分红三次。三年以来累计实现净利润 247.46 亿元，实现现金分红 104.26 亿元，股利支付率高达 42.13%，大幅高于其他生猪养殖上市企业。公司在获得高额利润的情况下给予了所有股东足够的回报，进一步提升了自己的投资价值。

表3：温氏股份上市后的分红情况

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	股利支付率
2018	39.57	26.57	67.13%
2017	67.51	20.88	30.93%
2016	117.90	65.25	55.35%

2015	62.05	18.13	29.21%

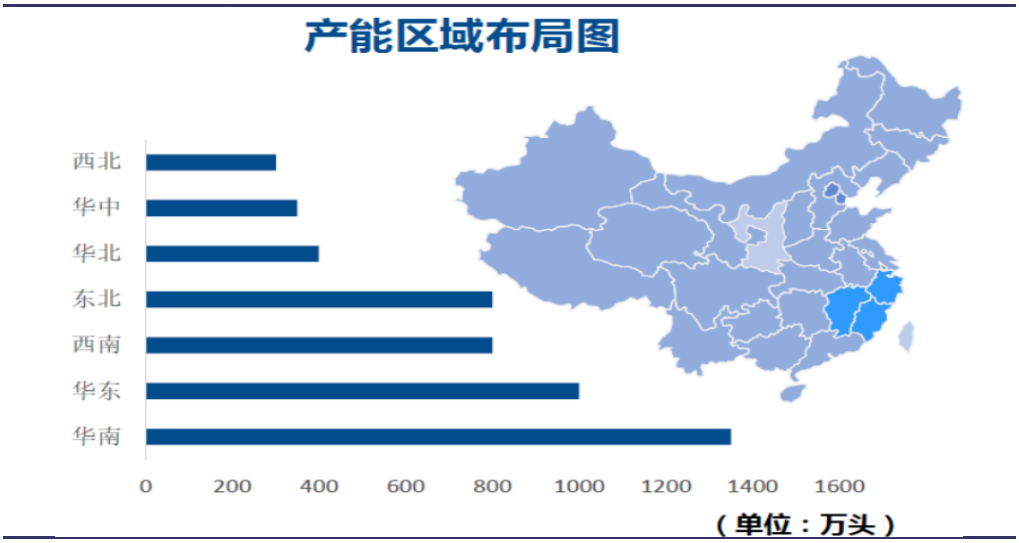
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、养猪：穿越非瘟

2.1 温氏布局销区，有望受益

温氏股份产能布局多在销区。公司商品肉猪的生产基地主要集中在广东省、江苏省、湖北省、广西、湖南省、安徽省、江西省、四川省，1-7 月产量共占比 83.10%，其中江苏省产量占比 11.90%。东北三省仅有辽宁约 2%出栏量，河南没有产能。我们估计，公司产能布局为华南 50%（主要是两广）、华东 15%（其中江苏 11%）、西南 15%、两湖地区 10%、东北、西北、华北各 10%左右。

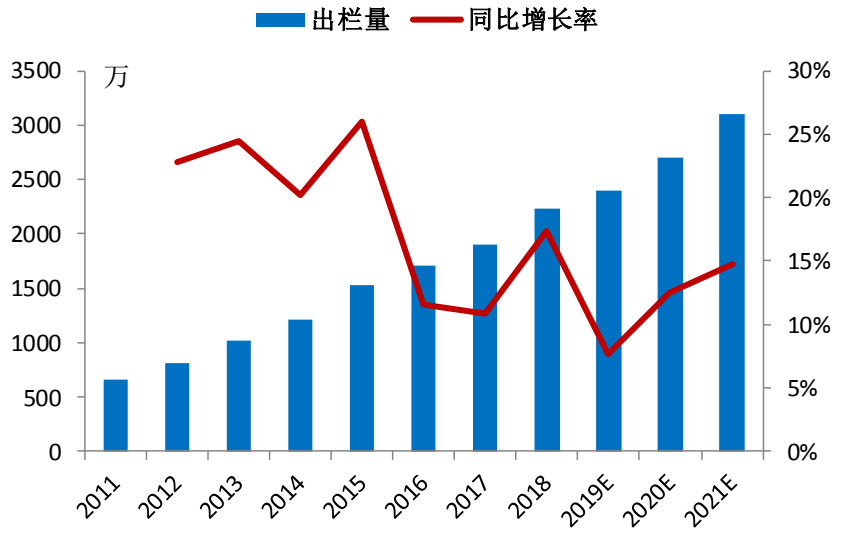
图11、温氏产能布局多在销区



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

温氏股份出栏量增长加速。近年公司出栏量明显加速，2018 年出栏量 2230 万头，我们估计公司 2019 年出栏量约 2400 万头，同比增长 7.62%。

图12、温氏股份出栏量

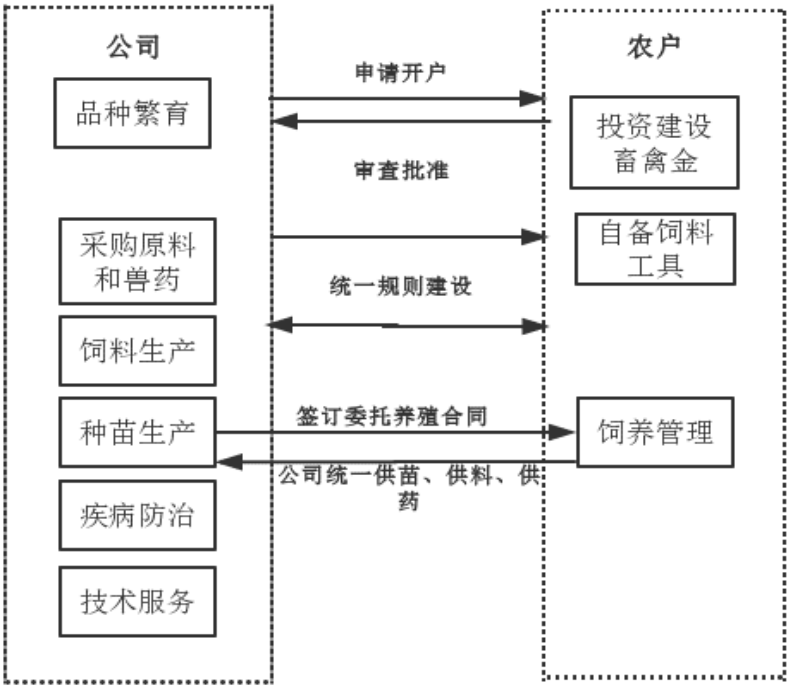


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 温氏模式：行业典范，契合国情

首创"公司+农户"模式，成行业典范。公司采用国内首创的紧密型"公司+农户"模式进行扩张。在此模式下，公司与合作农户（或家庭农场）以委托养殖方式合作，通过具有法律效力的委托养殖合同紧密联系在一起，各自承担生产过程中的职责，合理分工。在生产经营过程中，公司承担了主要的市场风险和技术风险，合作农户承担饲养管理风险。2017 年，公司拥有 5.54 万户合作养殖农户（或家庭农场），其中养猪户 2.10 万户。2018 年公司已在全国 20 多个省（直辖市或自治区）拥有 275 家控股公司、5 万户合作农户（或家庭农场）。

图13、“公司+农户”模式具体操作方式

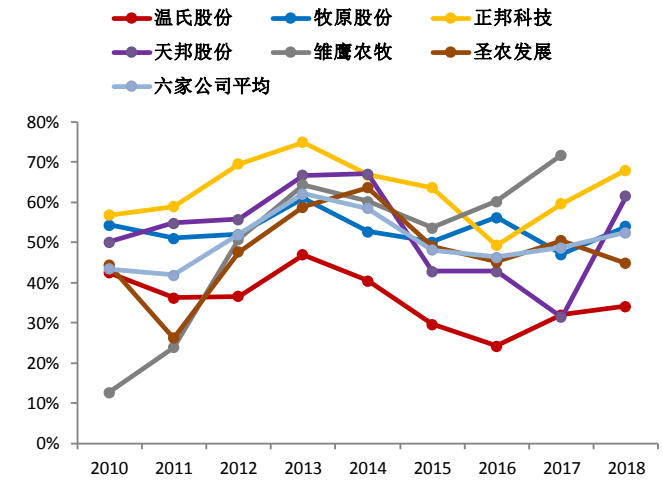


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

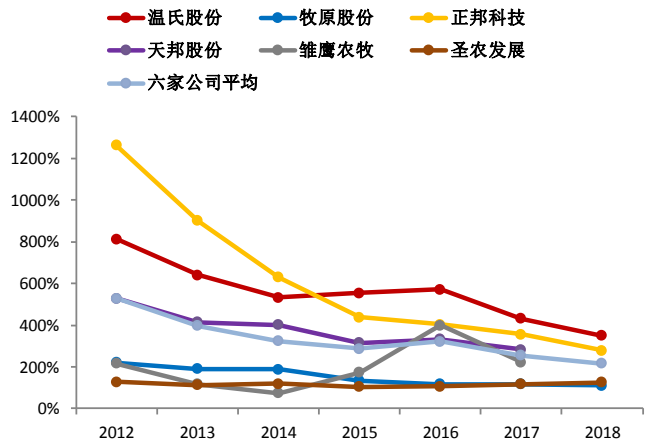
轻资产模式，快速扩张。养猪产业链中，育肥环节需要的资本最多，时间最长，占用的人工最多。公司首创“公司+农户”模式，将育肥环节留给农户，轻资产的环节（如育种、饲料、育苗、养殖技术等）由公司来做。公司以这种轻资产模式快速扩张，资产负债率低，经营稳健。公司养殖规模虽为行业领先，但无需自身持有大规模固定资产等以匹配养殖规模，固定资产周转率领先其他企业。

图14、温氏股份资产负债率低

图15、温氏股份固定资产周转率高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

环保政策接连出台。畜禽养殖属于“三高”行业，据 2014 年环境统计数据显示，我国畜禽养殖化学需氧量和氨氮排放量分别为 1049 万 t 和 60.4 万 t，分别占当年全国总排放量的 46.7％和 24.3％。畜禽养殖业成为国内仅次于钢铁、煤炭的最大污染行业，是最主要的农业污染源。自 2014 年起，治理因为农业所造成的环境污染问题上升到国家层面，中央和地方省市接连出台多项环保政策法规。

表4：近年畜牧业环保政策格式

实施时间	具体政策	相关内容
2014 年 1 月 1 日	畜禽规模养殖污染防治条例	规定畜牧业发展规划应当统筹考虑环境承载能力以及畜禽养殖污染防治要求，合理布局，科学确定畜禽养殖的品种、规模、总量。对于新建、改建、扩建畜禽养殖场和养殖小区，必须编制环境影响评价报告并制定污染防治措施。对既有畜禽场、养殖小区，必须配套污染防治设施，配套设施不合格的不得投入生产。
2015 年 1 月	新环保法	畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定。从事畜禽养殖和屠宰的单位和个人应当采取措施，对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置，防止污染环境。
2015 年 4 月	水污染防治行动计划	推进农业农村污染防治，防治畜禽养殖污染。科学划定畜禽养殖禁养区，2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。现有规模化畜禽养殖场(小区)要根据污染防治需要，配套建设粪便污水贮存、处理、利用设施。散养密集区要实行畜禽粪便污水分户收集、集中处理利用。自 2016 年起，新建、改建、扩建规模化畜禽养殖场(小区)要实施雨污分流、粪便污水资源化利用。(农业部牵头，环境保护部参与)
2015 年 11 月	农业部关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见	到 2020 年，在南方水网地区，年出栏 500 头以上的生猪养殖比重达到 70%以上，生猪规模养殖场粪便处理设施配套比例达到 85%以上，生猪粪便综合利用率达到 75%以上。调整优化区域布局，一是划定禁养区，再一个是向非超载区转移。文件提出，主产县要制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区域和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域。禁养区按照《水污染防治行动计划》时限要求，由地方政府依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非超载区转移。
2016 年 11 月	畜禽养殖禁养区划定指南	全国各地划定禁养区依据。饮用水水源保护区(含一级保护区、二级保护区)、自然保护区的核心区和缓冲区、风景名胜区(包括核心景区和非核心景区)、城镇居民区和文化教育科学研究区以及法律法规规定的其他禁止建设养殖场的区域。
2017 年 5 月	国务院办公厅关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见	到 2020 年，建立科学规范、权责清晰、约束有力的畜禽养殖废弃物资源化利用制度，构建种养循环发展机制，全国畜禽粪污综合利用率达到 75%以上，规模养殖场粪污处理设施装备配套率达到 95%以上，大型规模养殖场粪污处理设施装备配套率提前一年达到 100%。畜牧大县、国家现代农业示范区、农业可持续发展试验示范区和现代农业产业园率先实现上述目标。

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

养殖模式契合国情，集中闲散土地和资金实现快速扩张。养殖属于重污染行业，

近年来国家接连出台畜牧业环保相关政策，新建猪场找地、环评难度加大。而公司+农户模式与农户签约，充分利用农民手里的闲散的土地和资金等资源，采取标准化生产模式，便于异地扩张。

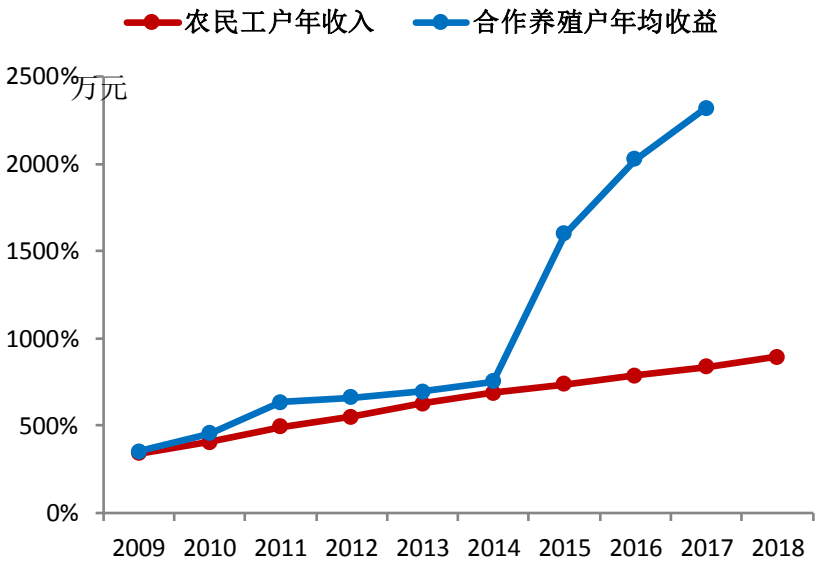
表5：三种规模化养殖方式对比

	一体化养殖	松散型“公司+农户”	紧密型“公司+农户”（温氏）
公司/农户责任	公司全程负责：拿地建场、聘请工人、全程标准化养殖，直至出栏销售	主要约束在生猪收购合同，部分公司向农户销售种苗、饲料或疫苗	1. 农户负责按照公司标准建设畜禽舍、养殖 2. 公司负责提供种苗、饲料、进行疫病防治、提供养殖技术指导、养成后负责产品销售
生猪产权	公司	农户	公司
农户报酬和积极性	无农户，聘请养殖工人，积极性取决于管理、激励机制	积极性较高，农民报酬大程度取决于养殖效率和数量	积极性高，出栏时需考评上市率、料肉比等指标，农民收入与之挂钩，因此自发希望把猪养好
养殖产品成本结构	重资产，折旧占比高	轻资产，折旧较少，需支付养殖费用	轻资产，折旧较少，需支付养殖费用
养殖产品质量	较好，标准化程度高	区别较大，标准化程度低	较好，标准化程度高
风险点	大范围疫病暴发	1. 农民契约意识差，行情好时私自卖猪 2. 养殖过程不可控，食品安全有风险	-
异地扩张	难，因为土地和资金均有限制，但一旦扩张较稳定	偏易，与农户签订合同即可，但稳定性较差，农户可能违约	偏易，与农户签约即可，且稳定性较好，因为农户前期投资较大
代表企业	牧原股份	部分中小型养殖企业或饲料企业	温氏股份

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

养殖户和温氏合作，收益高，符合国家脱贫大战略。公司搭建平台并为养猪户提供种苗、饲料等统一标准及畜禽饲养和疫病防治技术指导。养猪户通过与公司合作，规避了产品的周期性波动风险。以农村每户两个劳动力计算农民工户均收入，与公司合作的养猪户收益明显高于农民工户均收入，且差距逐年增加。2017 年合作养殖户年均收益为 23.2 万元，高出农民工户年均收入 8.27 万元 177.42%。目前，公司在全国范围内拥有 2.1 万合作养猪户，有效地帮助提升其所在地区的整体农业水平和经济水平，带动当地农民脱贫致富，符合国家脱贫大战略。

图16、合作户养殖收入大于农民工年均收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 成本控制能力大幅领先行业

完全成本逐年下降。温氏股份为生猪养殖行业龙头企业，养殖规模在全行业领先，低成本优势使规模效应更加突出。完全成本由 2012 年的 12.65 元/kg 下降到 2017 年的 12.23 元/kg。其中，饲料原料成本下降幅度较大，由 8.24 元/kg 降低为 6.59 元/kg，占总成本比重由 65.13%下降到 53.88%；委托养殖费逐年上涨，由 1.65 元/kg 上涨到 2.21 元/kg，比重由 13.04%上升到 18.07%；三费由 0.99 元/kg 上升到 1.10 元/kg，比重由 7.82%上升到 8.99%；其他成本包括职工薪酬和折旧摊销有小幅的上涨。

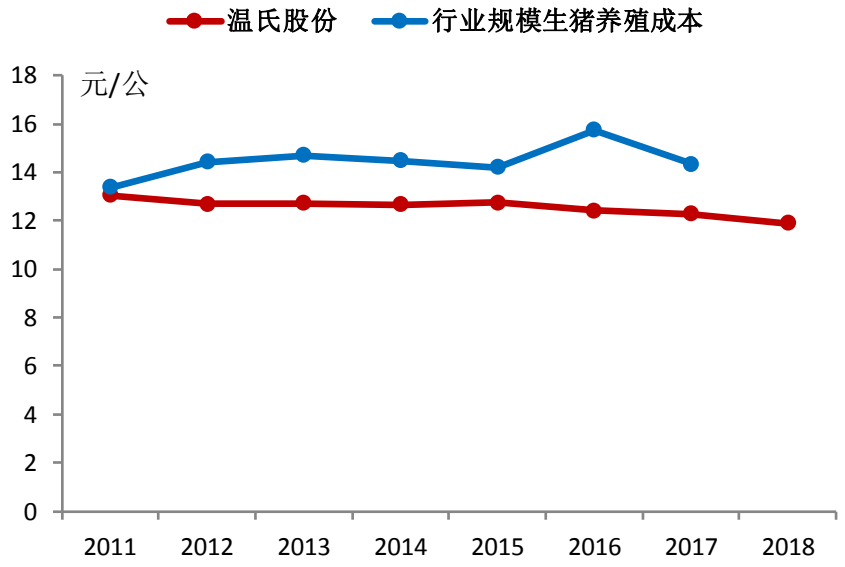
表6：温氏股份商品猪成本

时间（元/千克）	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
饲料原料	8.24	8.41	8.29	7.67	6.65	6.59	6.71
委托养殖费	1.65	1.47	1.48	1.96	2.26	2.21	1.92
药物及疫苗	0.55	0.60	0.61	0.61	0.61	0.61	0.57
职工薪酬	0.61	0.62	0.62	0.68	0.75	0.84	0.75
折旧及摊销	0.18	0.23	0.26	0.25	0.24	0.28	0.31
其他	0.43	0.51	0.54	0.53	0.64	0.60	0.58
养殖成本总和	11.66	11.83	11.80	11.70	11.16	11.13	10.85
销售费用	0.16	0.11	0.13	0.15	0.18	0.18	0.18
管理费用	0.80	0.67	0.61	0.82	1.06	0.92	0.83
财务费用	0.03	0.09	0.10	0.03	-0.04	0.00	0.02
三费	0.99	0.87	0.84	1.01	1.20	1.10	1.04
完全成本	12.65	12.70	12.64	12.71	12.36	12.23	11.89

资料来源：wind,兴业证券经济与金融研究院整理

成本低于行业平均。历史数据表明公司的养殖成本控制到位，处于行业低水平且呈下降趋势。

图17、温氏养猪成本远低于行业平均



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4 育种遥遥领先，种猪储备好，产能恢复快

2.4.1 生猪育种先驱，体量优势明显

温氏是生猪育种行业的先驱。温氏从 1998 年开始涉足种猪育种工作，一直按独立育种工作单元运作管理，2012 年成立了专业化的温氏种猪科技公司，后发展顺利，成为集团一大亮点。

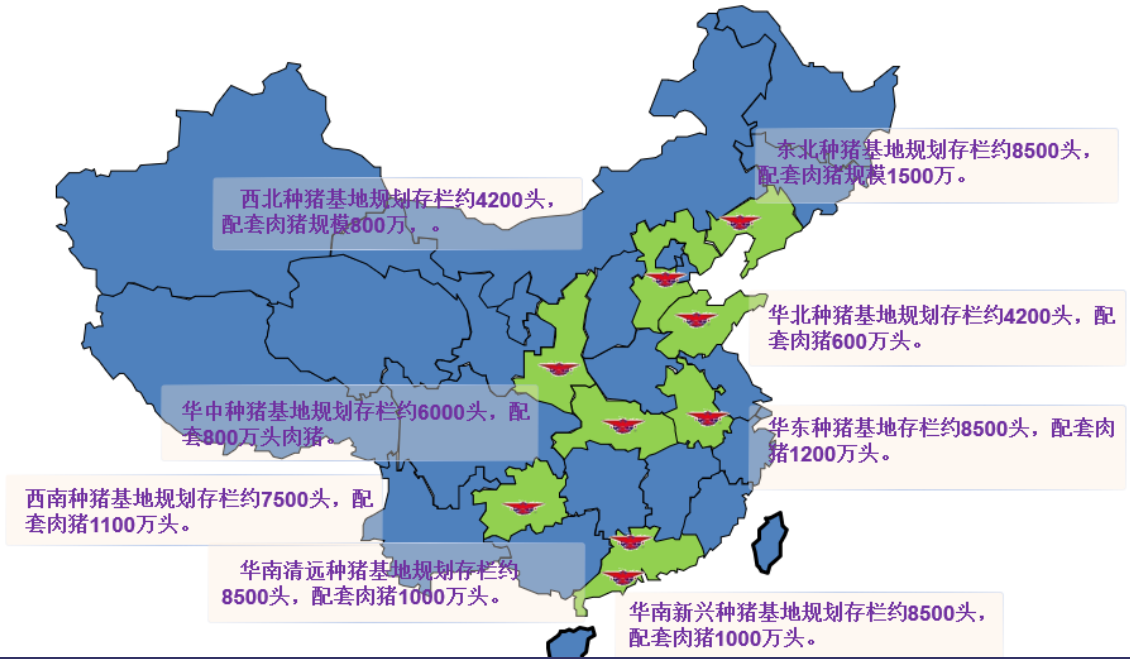
图18、温氏育种发展历程

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

育种以配套未来长期成长为目的。种猪公司的 8 个育种分公司已覆盖了华南、华东、华中、华北、东北、西北及西南等地区，辐射全国，现有核心群种猪约 1.2 万头，纯种扩繁种猪约 2 万头，高质量的纯种种猪规模年产可达 12 万余头。未来，种猪公司将继续落实种猪育种战略规划，实现企业跨越发展，实现上市 8000 万肉猪的配套种猪规模（含自用和社会推广应用）。

体量优势无人能及。目前温氏年产纯种猪 12 万余头，按照扩繁比例推算，各类种猪年产估计达 50-100 万头。国内其它种猪企业种年产量均在 10 万头以下，与公司体量差异巨大。参考 2016 年公司出栏情况，种猪业务估计营业额超过 6 亿。假设市场化运营（类似吸收合并之前的大华农），参考 PIC 盈利水平，种猪部门利润估计在 9000 万-1.2 亿，甚至已经具备独立上市的能力。

图19、温氏育种布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、8 大育种分公司布局（2017 年）

分公司	设立地点	育种规模（万头）	覆盖区域
新兴育种	粤西	1000	海南、广西、粤西
清远育种	清远	1000	粤北、湖南、江西、附件、粤东
华东育种	安徽	1200	安徽、江苏、浙江、山东
华中育种	湖北	800	湖北、湖南、河南
西北育种	陕西	800	陕西、陕西、重庆、四川
东北育种	辽宁	1500	北京、天津、河北、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江
西南育种	贵州	1100	云南、贵州、重庆
华北育种	山东	600	山东

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4.2 育种技术先进，体系清晰

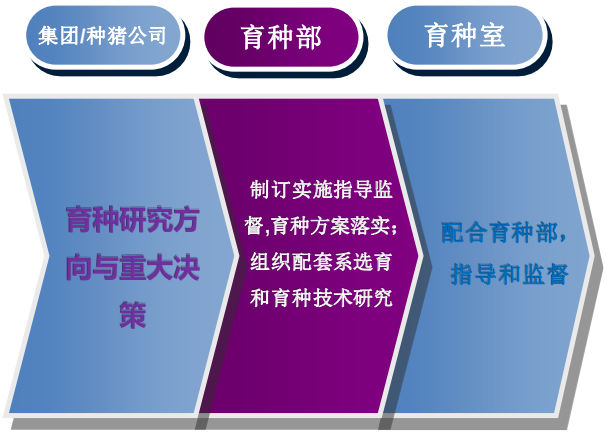
温氏拥有业内最强的育种专家团队。其中博士 10 人，硕士 25 人，本科 129 人。公司与华南农业大学等全国 10 多所高等院校和研究机构建立了长期的合作关系。温氏股份在 2004 年成立温氏博士后科研工作站，2007 年组建广东省温氏研究院，2013 年组建国家生猪种业工程技术研究中心，2015 年建设国家企业中央研究院。产、学、研集合的模式提供了大量的人才和技术储备。

相较同行育种企业，我们参考数家新三板种猪公司，人才结构均以生产人员为主，普遍以个位数的硕士人才为核心人才，技术团队储备与温氏差异巨大。

建立责任清晰、层级化的育种体系。形成以种猪场为基础、分公司育种室为主体、公司育种部为中心的技术组织管理架构。各个层级分工明确：种猪公司负责育种研究方向与重大决策；育种部负责制定实施指导监督育种方案落实；组织配套系

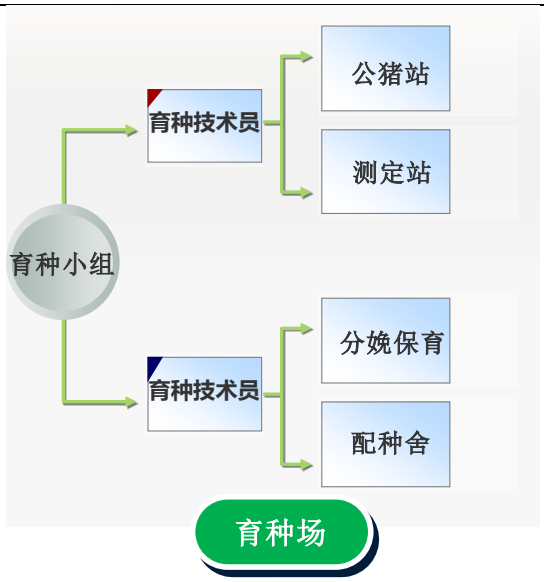
选育和育种技术研究；育种室配合育种部进行指导和监督；育种场落实育种方案，育种总结和反馈。

图20、温氏种猪分公司组织架构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、原种场管理层级架构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

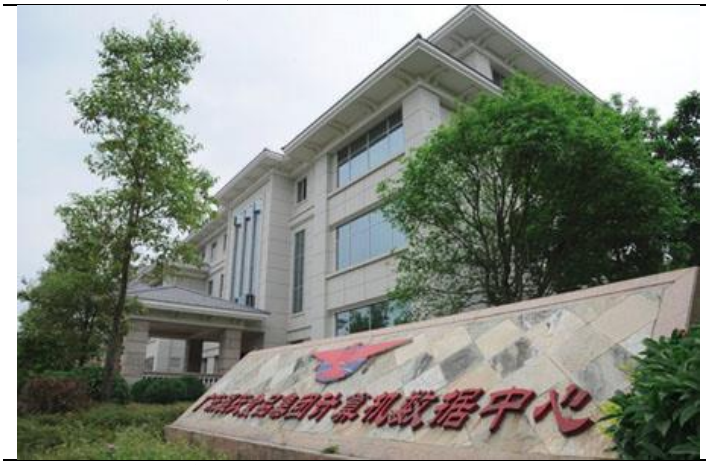
信息系统采集全国养殖数据。育种一大依托是数据采集，公司作为我国最大的养猪公司，年出栏量接近 2000 万头，遍布 20 多个省份地区，巨大的样本体量为公司在性能测定、大数据育种等方面提供数据支持。

图22、温氏信息系统采集全国养殖数据

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

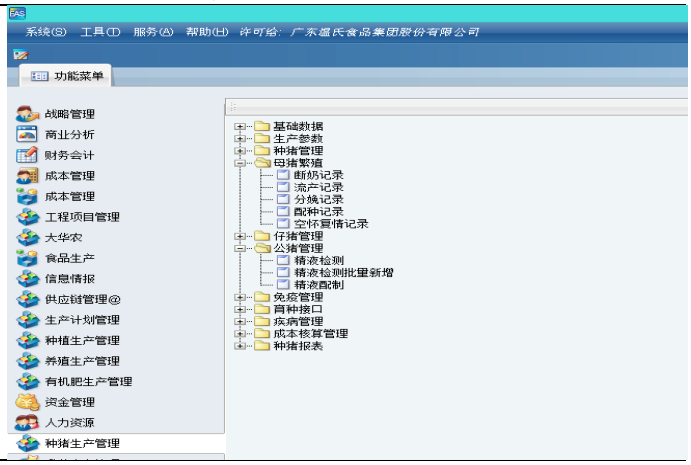
数据系统支撑育种。温氏从 1991 年开始使用计算机管理，建立了专业的数据管理中心，拥有 60 多名研发人员。投入上亿元，建立集中式信息管理系统，合作研发养殖企业 ERP（EAS）自主研发 IO-OA 办公系统、决策支持平台。温氏在 EAS 数据管理系统用于数据采集和预处理，查询与表型统计，种猪选育辅助是专门开发基于 WEB 的育种管理系统，包含了参数估计、遗传评估、种猪选留与选配、育种数据发布等功能；开发出育种数据管理系统，建立了大型种猪生产性能数据库、多性状 BLUP 和 GBLUP 遗传评估模型，真正实现了大数据育种。

图23、温氏数据中心



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、温氏育种管理系统



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

对接种猪行业内唯一一个国家级研究开发平台。种猪公司与华南农业大学、中国农业大学、华中农业大学、江西农业大学、南京农业大学等多所高校进行长期产学研合作，于 2013 年 9 月正式获得“国家生猪种业工程技术研究中心”依托单位平台，平台为行业内唯一一个国家级研究开发平台，2013 年 4 月 9 日获得国家科技部立项，2013 年 9 月 15 日正式挂牌启动建设，17 年 9 月正式验收。

设施完备、承接顶尖课题，成果丰厚。中心基础设施完备，拥有 4 个高新科技实

验室（包括克隆实验室、冻精实验室、分子实验室及肉质实验室）。针对主要研究方向，中心开展了工程技术研究开发及产业化。承担各级项目 87 项，研发经费近亿，其中国家级项目 49 项。经过数年，中心已积累多部论著、国内外论文、专利等多项研发成果。

集聚英才，核心人员与种猪公司交叉。“中心”现有科技人员 107 人，其中高级职称 45 人，博士学位人员 49 人，有国家“万人计划”入选者 1 人，珠江学者岗位特聘教授 2 人。管理团队的交叉也意味着科研成果和温氏资源更好的对接。

图25、管理和研究团队与种猪公司统一

管理团队

姓 名		性别	年龄	专业特长	职称	工作单位
主 任	吴珍芳	男	42	动物遗传育种	教 授	温氏集团/华南农业大学
副主任	张永亮	男	44	动物营养生化	教 授	华南农业大学
	张守全	男	49	动物繁殖	教授	华南农业大学
	蔡更元	男	43	动物育种	研究员	广东温氏食品集团
秘书	陈丽	女	30	科技管理		广东温氏食品集团

吴珍芳
广东温氏集团研究院院长，广东省珠江学者，华南农业大学教授，国家生猪产业战略联盟副理事长，博士生导师
主要研究方向：
猪遗传育种

张永亮
华南农业大学教务处处长，教授，博士生导师
主要研究方向：
动物营养与生化

张守全
华南农业大学动物科学学院教授，博士生导师
主要研究方向：
猪繁殖

蔡更元
广东温氏食品集团副总畜牧师，研究员，硕士生导师
主要研究方向：
猪遗传育种

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4.3 育种事业目标远大

育种事业目标远大，前景广阔。目前，中心已收集保存了 15 个猪种质资源，组建了 3 万头母猪的育种基础群和纯繁群，初步建立了分子标记聚合、全基因组选择、体细胞克隆和冷冻精液等育种方法，开展了 12 个专门化品系的选育，建立了 3 个配套系并实现了大规模的产业化。通过工程技术和种猪产品的大规模推广应用，建立了 3000 万头商品猪的种源保障体系，根据中心官方信息，年创社会总产值 225 亿元。

平台的总体目标是带动全国种猪产业发展，担当技术源头。平台目的是建立以适应市场化机制为特色的生猪种业公司化育种，包括“繁、育、推”全产业链的工程技术体系，进行全行业的开放服务，带动国内种猪产业发展，为彻底扭转种猪长期依赖国外进口的危险局面，担当技术源头。

近期目标（3 年内）：收集、整理、引进和评价 6 个以上优质种猪品种资源，持续选育 4 个优势性状种猪新品系至第 5 世代；研制育种关键技术 5 项以上；熟化工

程技术 4 项以上；引进和消化吸收新技术和设备 5 项以上，申请专利 5 项以上；直接带动 2500 万头肉猪的生产能力。推广的新产品和技术产值达 300 亿元以上，利润 15 亿元以上；培育工程技术带头人 30 以上。

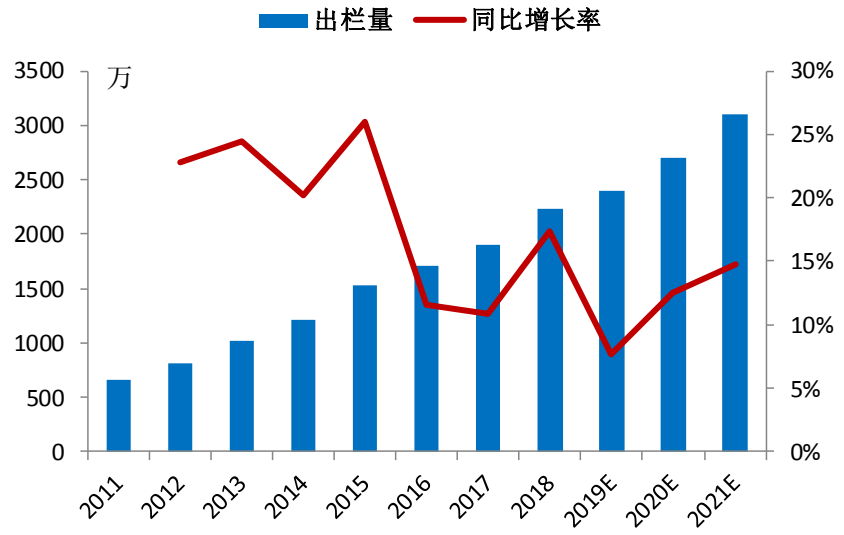
中期目标（5－10 年内）: 培育种猪新品种（配套系）1 个以上，并进行产业化应用；产值达 1000 亿元以上；种业带动提高生猪养殖效率 10%以上，年新增经济效益 200 亿元以上。“中心”依托单位成为世界前 3 强的育种公司，带动国内具备国际竞争力的大型种猪育种企业 10 家以上。

长期目标: 成为全国种猪育种的技术研发中心，人才聚集和培训基地，国际领先的高新技术育种企业，带动全国 30%以上瘦肉型猪生产，成为世界领先的种猪育种基地。

2.5 出栏量加速增长，产能储备充分

公司生猪出栏量持续增长。近年公司出栏量明显加速，2011 年出栏 663 万头，2018 年出栏 2230 万头，年复合增长率达 18.92%。我们估计公司 2019 年出栏量约 2400 万头，同比增长 7.62%。

图26、生猪出栏量逐年上升

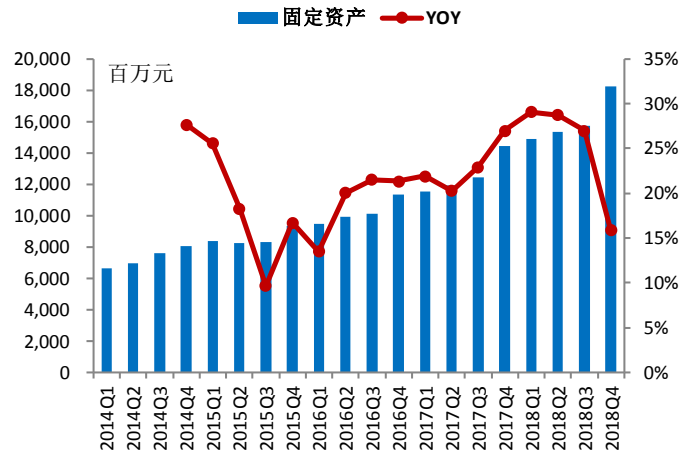


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

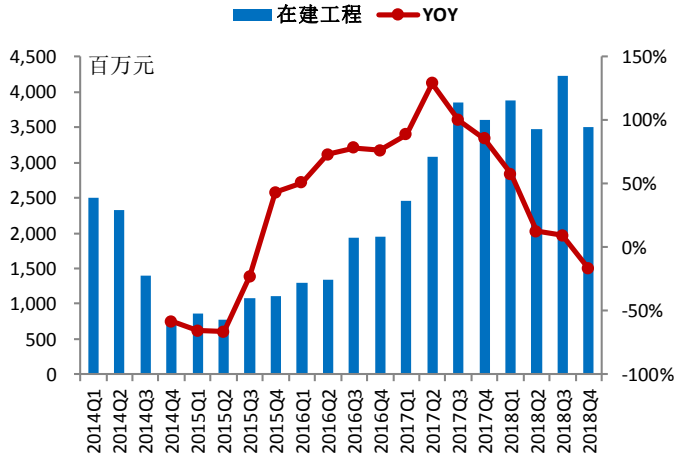
资产负债表加速扩张，支撑未来发展。2018Q4 公司固定资产 183 亿元，环比增长 26%，同比增长 16%。近年来围绕长江流域的销区加速产能扩张，在建工程 35 亿元，环比下降 3%，同比下降 17%。生产性生物资产 36 亿元，环比增长 12%，同比下降 1%，增量部分主要是猪，据此我们估算公司能繁母猪约 120 万头左右。

图27、固定资产保持增长

图28、公司在建工程

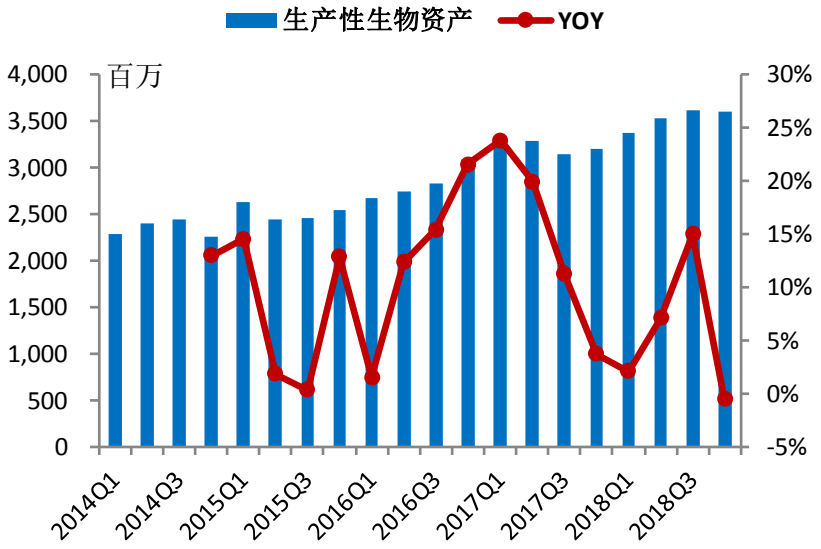


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、生产性生物资产持续增长



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

根据公司的猪场建设公告，建设中产能约 1054.53 万头，投资额合计 83.76 亿元。按照目前的产能规划，我们估计 2019 新增产能 378.30 万头，2020 新增 179.29 万头，实际项目建设情况有待进一步跟踪。

图30、温氏股份生猪产能扩张梳理

项目	投资额（万元）	规划产能(万头)	成立时间	达产时间	2018预计新增（万头）	2019预计新增（万头）	2020预计新增（万头）	2021预计新增（万头）
新田温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目	52,300.00	48	2017/12/31	2020/12/31	0.00	0.00	0.00	24.00
肥东温氏畜牧有限公司一体化养猪项目	40,001.00	24	2012/12/31	2017/8/31	12.00	8.00	0.00	0.00
北票温氏农牧有限公司一期	29,153.00	20	2015/2/28	2017/12/31	10.00	10.00	0.00	0.00
余庆公司松烟猪场项目	16,230.42	25	2017/8/31	2019/8/31	0.00	4.17	12.50	8.33
玉屏猪场项目	7,680.00	16	2015/12/31	2017/12/31	8.00	8.00	0.00	0.00
金盆种猪场	15,365.14	24	2016/10/31	2018/10/31	2.00	12.00	10.00	0.00
合心猪场项目	13,209.60	20	2016/10/31	2018/10/31	1.67	10.00	8.33	0.00
沾益公司菱角种猪场项目	12,998.86	25	2015/12/31	2017/12/31	12.50	12.50	0.00	0.00
东光公司杜庄猪场项目	12,677.14	18	2016/12/31	2018/12/31	0.00	9.00	9.00	0.00
赵光一场项目	12,382.15	15	2017/7/31	2019/7/31	0.00	3.13	7.50	4.38
南皮公司王寺猪场工程项目	11,762.25	11	2016/7/31	2018/7/31	2.29	5.50	3.21	0.00
川湾猪场项目	11,536.18	11	2016/4/30	2018/4/30	3.67	5.50	1.83	0.00
新厂一场种猪场	11,423.37	11	2015/12/31	2017/12/31	5.50	5.50	0.00	0.00
安仁猪场项目	11,343.76	17	2017/2/28	2019/2/28	0.00	7.08	8.50	1.42
马站猪场一期工程项目	11,176.89	20	2016/6/30	2018/6/30	5.00	10.00	5.00	0.00
安龙普坪猪场项目	11,046.92	18	2016/12/31	2018/12/31	0.00	9.00	9.00	0.00
蓝山一场项目	11,011.22	20	2017/6/30	2019/6/30	0.00	5.00	10.00	5.00
吉安养猪公司安塘种猪场项目	10,829.15	18	2015/12/31	2017/12/31	9.20	9.20	0.00	0.00
北票一场	10,685.64	10	2015/12/31	2017/12/31	5.00	5.00	0.00	0.00
三口塘猪场项目	10,636.08	20	2017/7/31	2019/7/31	0.00	4.17	10.00	5.83
师宗大同种猪场项目	10,521.77	30	2017/4/30	2019/4/30	0.00	10.00	15.00	5.00
福泉公司龙昌猪场建设项目	10,514.08	20	2016/4/30	2018/4/30	6.67	10.00	3.33	0.00
牌坊猪场项目	10,281.89	16	2016/2/28	2018/2/28	6.67	8.00	1.33	0.00
春湾种猪场改扩建项目	10,395.64	10	2017/6/30	2019/6/30	0.00	2.50	5.00	2.50
弥勒新哨种猪场项目	9,692.50	20	2017/6/30	2019/6/30	0.00	5.00	10.00	5.00
上零山猪场一期项目	9,514.86	9	2017/7/31	2019/7/31	0.00	1.88	4.50	2.63
安庆猪场二期工程项目	8,962.93	9	2017/5/31	2019/5/31	0.00	2.63	4.50	1.88
永丰温氏畜牧有限公司佐龙猪场	8,795.33	18	2015/12/31	2017/12/31	9.00	9.00	0.00	0.00
青龙种猪场一期项目	8,614.35	8	2016/10/31	2018/10/31	0.67	4.00	3.33	0.00
献县公司元昌猪场项目	8,581.44	12	2016/2/28	2018/2/28	5.00	6.00	1.00	0.00
平湖猪场	8,548.04	8	2015/12/31	2017/12/31	4.00	4.00	0.00	0.00
永兴猪场一期工程项目	8,446.31	8	2017/6/30	2019/6/30	0.00	2.00	4.00	2.00
莺溪猪场建设项目	8,437.81	12	2015/12/31	2017/12/31	6.00	6.00	0.00	0.00
芹池种猪一场项目	8,227.04	10	2017/8/31	2019/8/31	0.00	1.67	5.00	3.33
马家楼猪场	8,119.64	12	2015/12/31	2017/12/31	6.00	6.00	0.00	0.00
朝阳二场（波罗赤肖三家村）	6,960.90	7	2014/12/31	2016/12/31	3.50	0.00	0.00	0.00
园林猪场一期项目	6,896.62	7	2014/12/31	2016/12/31	3.50	0.00	0.00	0.00
霍村猪场一期项目	7,280.00	7	2014/12/31	2016/12/31	3.31	0.00	0.00	0.00
车坞猪场一期项目	5,914.56	5	2014/12/31	2016/12/31	2.69	0.00	0.00	0.00
甘泉猪场二期项目	4,956.68	5	2015/2/28	2017/2/28	2.25	0.38	0.00	0.00
永寿霍村二场项目	6,020.92	5	2014/12/31	2016/12/31	2.74	0.00	0.00	0.00
玉屏朱家场猪场项目	6,833.21	6	2014/12/31	2016/12/31	3.11	0.00	0.00	0.00
谷硐种猪场	6,452.37	6	2014/12/31	2016/12/31	2.93	0.00	0.00	0.00
罗锦猪场	6,812.46	6	2015/2/28	2017/2/28	3.10	0.52	0.00	0.00
凤凰猪场	6,439.26	6	2014/12/31	2016/12/31	2.93	0.00	0.00	0.00
大河坝猪场	7,189.10	7	2014/12/31	2016/12/31	3.27	0.00	0.00	0.00
长塘猪场	6,525.39	6	2014/12/31	2016/12/31	2.97	0.00	0.00	0.00
杨集二场	6,780.00	6	2014/12/31	2016/12/31	3.08	0.00	0.00	0.00
张旗屯猪场	6,470.03	6	2014/12/31	2016/12/31	2.94	0.00	0.00	0.00
宁河种猪场工程	5,400.00	5	2014/12/31	2016/12/31	2.45	0.00	0.00	0.00
石马猪场二期	4,891.42	4	2014/12/31	2016/12/31	2.22	0.00	0.00	0.00
临河猪场	7,442.03	7	2014/12/31	2016/12/31	3.38	0.00	0.00	0.00
大余公司新城猪场项目	4,637.08	4	2014/12/31	2016/12/31	2.11	0.00	0.00	0.00
新墟种猪三场	4,936.96	4	2014/12/31	2016/12/31	2.24	0.00	0.00	0.00
平湖猪场	8,288.45	8	2014/12/31	2016/12/31	3.77	0.00	0.00	0.00
岭背猪场项目	7,061.24	6	2014/12/31	2016/12/31	3.21	0.00	0.00	0.00
梁园猪场项目	5,208.04	5	2014/12/31	2016/12/31	2.37	0.00	0.00	0.00
新滩猪场项目	7,708.23	16	2015/12/31	2017/12/31	8.00	8.00	0.00	0.00
王集二场	7,464.92	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
石弓猪场项目	7,449.38	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
临河猪场	7,442.03	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
铅山公司汪二种猪场项目	7,413.01	16	2015/12/31	2017/12/31	8.00	8.00	0.00	0.00
五汛猪场	7,397.62	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
黄岗猪场工程项目	7,395.34	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
谈村猪场项目	7,389.10	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
木头沟猪场	7,376.97	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
柘木猪场	7,316.89	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
潇浦二场	7,292.45	16	2015/12/31	2017/12/31	8.00	8.00	0.00	0.00
霍村猪场一期项目	7,280.00	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
永宁猪场建设项目	7,137.36	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
万营猪场	7,111.76	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
北票原种一场项目	7,109.40	20	2016/7/31	2018/7/31	4.17	10.00	5.83	0.00
岭背猪场项目	7,061.24	7	2015/12/31	2017/12/31	3.50	3.50	0.00	0.00
界牌猪场	6,962.64	6	2015/12/31	2017/12/31	3.00	3.00	0.00	0.00
谷硐种猪场	6,951.97	16	2017/6/30	2019/6/30	0.00	4.00	8.00	4.00
永安猪场建设项目	6,852.73	16	2017/3/31	2019/3/31	0.00	6.00	8.00	2.00
王庄猪场	6,658.53	12	2015/3/31	2017/3/31	6.00	1.50	0.00	0.00
泰河原种猪场	6,654.39	6	2015/12/31	2017/12/31	3.00	3.00	0.00	0.00
穆店猪场重建项目	6,636.87	6	2015/12/31	2017/12/31	3.00	3.00	0.00	0.00
大胡猪场项目	6,624.09	6	2015/12/31	2017/12/31	3.00	3.00	0.00	0.00
张旗屯猪场	6,470.03	12	2015/12/31	2017/12/31	6.00	6.00	0.00	0.00
凤凰猪场	6,439.26	6	2015/12/31	2017/12/31	3.00	3.00	0.00	0.00
保安猪场项目	6,420.78	6	2016/6/30	2018/6/30	1.50	3.00	1.50	0.00
柑子园猪场项	6,187.89	8	2016/3/31	2018/3/31	3.00	4.00	1.00	0.00
奉公种猪场（第二期）项目	6,151.64	6	2016/4/30	2018/4/30	2.00	3.00	1.00	0.00
北杨寨一场项目	6,125.08	6	2015/12/31	2017/12/31	3.00	3.00	0.00	0.00
盐城养猪大丰三场工程项目	6,061.25	6	2015/12/31	2017/12/31	3.00	3.00	0.00	0.00
联合猪场项目	5,787.54	5	2016/10/31	2018/10/31	0.42	2.50	2.08	0.00
仪陇公司福临猪场	5,656.93	10	2015/12/31	2017/12/31	5.00	5.00	0.00	0.00
石马猪场二期	4,891.42	28	2015/12/31	2017/12/31	14.00	14.00	0.00	0.00
咸宁养猪公司彭碑猪场	4,177.00	4	2015/12/31	2017/12/31	2.00	2.00	0.00	0.00
北杨寨二场项目	4,129.72	4	2015/12/31	2017/12/31	2.00	2.00	0.00	0.00
武当龙岗金苗种猪场项目	3,883.22	12	2015/12/31	2017/12/31	6.00	6.00	0.00	0.00
合计	**837,567.80**	**1,054.53**			**323.97**	**378.30**	**179.29**	**77.29**

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.6 采取有力措施，严密防控非洲猪瘟

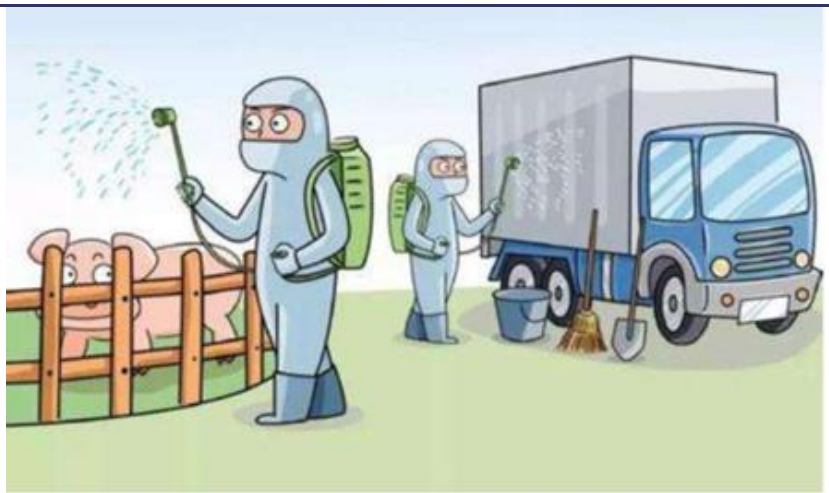
自非洲猪瘟发生以来，公司迅速启用防疫预案。自农业农村部公布非洲猪瘟病例以来，公司迅速采取防疫预案，密切关注疫情动态，做好应急准备工作；下属各单位开展非洲猪瘟监测排查工作，加大高风险区域猪群的监测工作，密切关注猪只的健康状况，积极配合国家动物防疫部门做好防疫报告等工作；强化生物安全管控，实施严格的卫生消毒工作，落实封锁隔离制，加强人员、物资、运输车辆等关键环节监控，减少疫病传播风险；加强生产一线员工、合作家庭农场防疫知识培训，提高防疫专业能力。

启用最高等级的防疫应急议案，严密防控非洲猪瘟疫情。在提高自身风险防控意识，积极落实防疫措施及制度的理念下，公司已经启动了最高等级的疫情应急响应，积极做好对于非洲猪瘟的防控工作，成效显著。公司目前已经从严从速推进了生物安全防控的软件及硬件配套的建设，并且积极配合各级政府部门对疫情防控的统一部署，统筹规划种猪调拨、生猪生产和销售工作。

结合实际情况摸索出一套合作农户防疫的办法，核心在于隔断、防止病毒进入猪舍。由于公司合作农户养殖规模相对较小，养殖人员少、日常的需求少，跟外界接触也少，所以非洲猪瘟的传播途径相对可控；在管理上，公司要求合作农户减少出门、减少与外界的接触、拒绝外来人员来访；硬件设施上，公司给合作农户统一提供消毒工具和消毒药物。

完善硬件配套，构建防御屏障。门卫处配置物资烘干消毒间，生活物质消毒间；设立前置化门卫和消毒点；场外配套建设消毒烘干中心、场外停车场。以围墙为单位，场内与外界仅留门卫、出猪台、出粪池，其他区域彻底围蔽，实现场内场外不交叉，不留任何漏洞。

图31、严把“五进”、“五出”关



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

严把“五进”关，杜绝疫情传入；公司严把“五进”关，所有入场人员、饲料、物资（包括药物疫苗）、种猪、车辆等入场管理（“五进”）完全可控，彻底消毒，确保不携带病毒入场。

在人员方面：公司设立猪场防疫专员，专职监督检查防疫；员工严格执行封场制度和进场冲凉消毒流程，全部更换为场内衣物、鞋袜，严禁携带除手机等小件外的任何物质入场，手机、手表、眼镜等彻底消毒方可入场。前置化门卫不得进入

生活区，门卫严格执行防疫管理制度，严禁外来人员入场。在饲料和物资方面：场外饲料车不得入场，所有饲料通过接驳方式（传送带、散装车对散装车或中转料塔）进入场内。严禁饲料厂采购使用猪源性原料；所有饲料经过 80℃25 秒制粒；饲料车定期在猪场洗消毒中心彻底消毒烘干。所有入场物资（包括药物、环保物质）必须经过高温（60℃以上维持 30min）消毒或熏蒸消毒；疫苗入仓前消毒药物擦拭或熏蒸消毒；饭堂物品执行配送制度，定点消毒。精液入场严格执行消毒制度。在后备猪和车辆方面：公司加强引种管理，推行 3 个月引种 1 次，运输车专车专用，经洗消中心彻底消毒烘干，引种专人跟进；种猪引种前 15 天内经过 2 次健康检查方可引入隔离舍，隔离舍隔离 4 周以上，检测合格方可转入生产线。建筑材料、煤炭、燃气、石灰等大宗物资车辆经审批，彻底消毒后方可入场，在指定地点停放卸货。原则上，除大宗物资车辆外，所有车辆不得入场，确实需要入场的，务必经过严格审批，彻底消毒。

严把“五出”关，减少回流可能。公司严把“五出”关，所有出场猪苗、淘汰猪、猪粪、生活垃圾、医疗垃圾等出场管理（“五出”）完全可控，彻底消毒，确保病毒不回流到猪场。病死猪、生活垃圾、医疗废弃物尽量实现场内有效处置，原则上不参与第三方回收，特别是疫情严重区域，严禁相关车辆靠近猪场。

在猪苗和淘汰猪方面：猪苗车为公司车辆，专车专用，经洗消中心消毒烘干。执行猪苗配送制度，家庭农场主、管理员不得到猪场出猪台。出猪苗流程合理，单向流动，严禁猪苗回流；严禁场内人员、猪苗车司机和赶猪人员交叉接触。设立淘汰猪中转站，中转车为公司车辆，专车专用，经洗消中心消毒烘干，方可装猪运送至中转站。销售流程合理，单向流动，淘汰猪（死亡猪）严禁回流；最大限度降低运输频次和淘汰频率。客户车辆只能到在淘汰猪中转站装猪，与淘汰猪中转车无交叉。在猪粪销售、生活垃圾和医疗垃圾处理方面：猪粪池定期清理，保持相对整洁。猪粪在场内经过槽式或塔式发酵，延长堆积时间，使用中转方式运至场外，最大化降低猪粪出售频率；场外猪粪车辆可控。生活垃圾定点存放，定期中转至场外清理，严禁场外生活垃圾车入场，餐厨废弃物场内定期处理。医疗垃圾处理。医疗垃圾定点存放，定期中转至场外清理或场内处理，减少处理频率，存留半年以上处理 1 次。

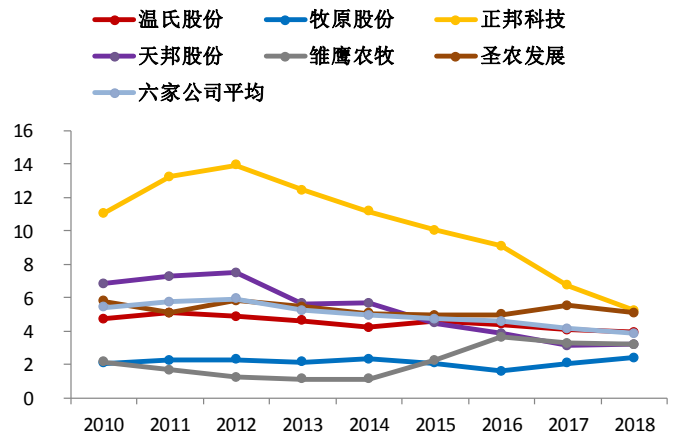
防疫配套措施落地，效果显著。公司发布了《养猪事业部生物安全管理制度（暂行）》，落实责任追究制度，为长期防控非洲猪瘟及其他重大疾病奠定了生物安全管理基础。深入开展生物安全及防疫消毒专项检查，以“负面清单”形式进行排查，不断查漏补缺。通过以上管理流程、相关制度、软硬件设备等防疫措施不断深化落地，公司对于非洲猪瘟疫情有一个较好的防控，受疫情影响相对较小。

2.7 公司财务状况健康

2.7.1 公司运营效率高

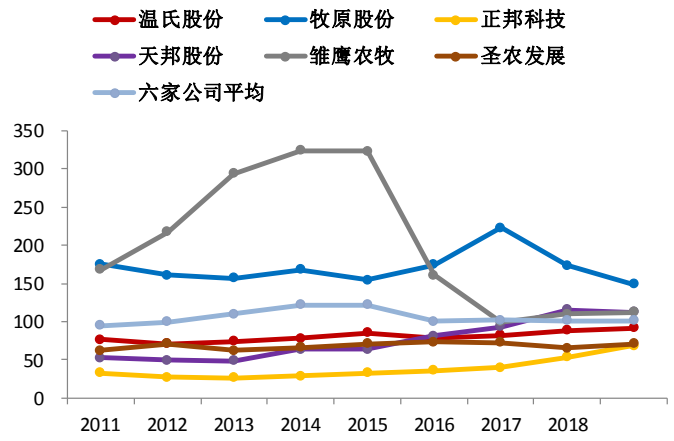
公司存货管理能力强。公司的存货周转率稳定在每年 4-5 次附近，与行业平均水平相近；公司的存货周转天数稳定在 80-90 天左右，略低于行业平均水平。公司的存货管理能力较强，与行业相近的存货周转率在保证了生产经营连续性的同时，保证了公司的运营资金有一个较高的使用效率。

图32、存货周转率与行业平均水平相近



资料来源：Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

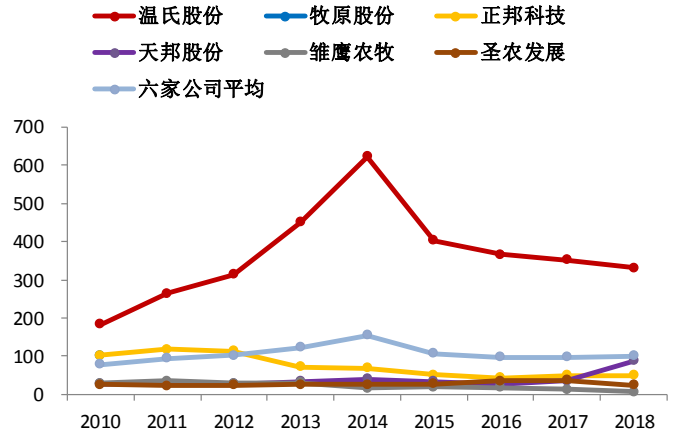
图33、存货周转天数与行业平均水平相近



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

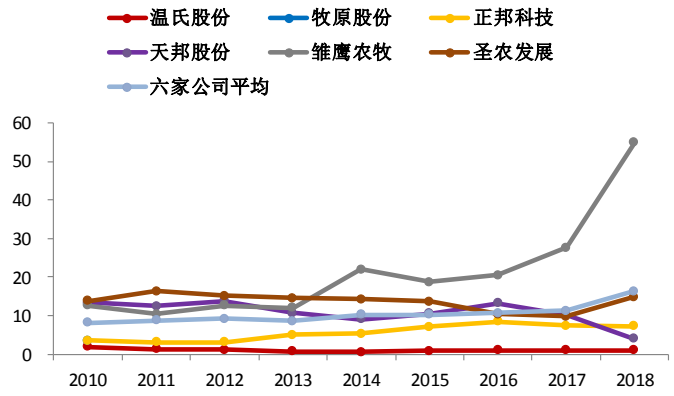
公司应收账款周转率高。公司的应收账款周转率远高于行业平均水平，在行业内遥遥领先；与此相对应的，公司的应收账款周转天数远低于行业平均水平。较高的应收账款周转率使得公司有一个较高的运营资金使用效率，同时公司的平均收账期相对较短，公司遭遇坏账损失的风险相对较小。

图34、应收账款周转率远高于行业平均



资料来源：Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

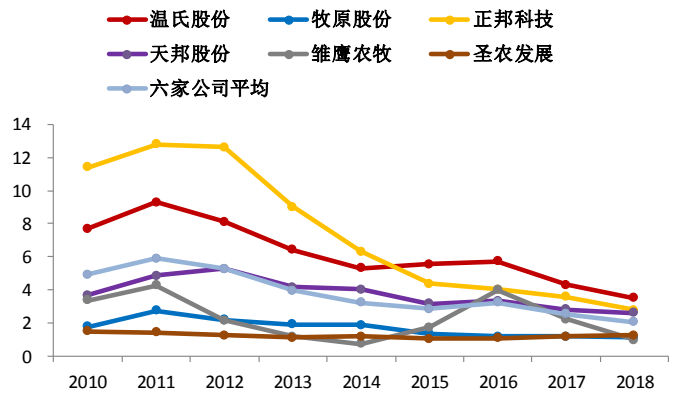
图35、应收账款周转天数远低于行业平均水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

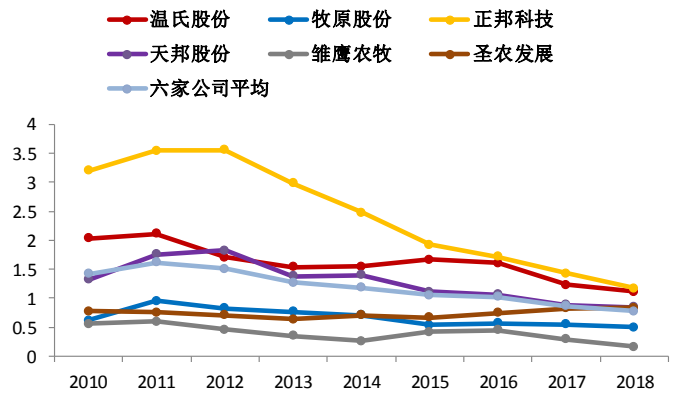
公司的固定资产及总资产周转率较高。公司首创了“公司+农户”的模式，专注于轻资产的环节（如育种、饲料、育苗、养殖技术等）。受益于这样的轻资产营运模式，公司的固定资产周转率在行业内处于领先地位；同时，由于营运资金的周转效率较高，公司的总资产周转率也在行业内处于较高水平，表明公司运营效率较高，在行业内具备竞争优势。

图36、公司固定资产周转率较高



资料来源：Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图37、公司总资产周转率较高

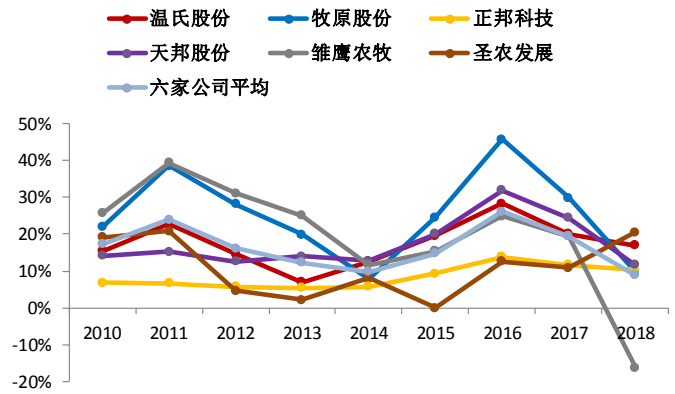


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.7.2 公司盈利能力较强

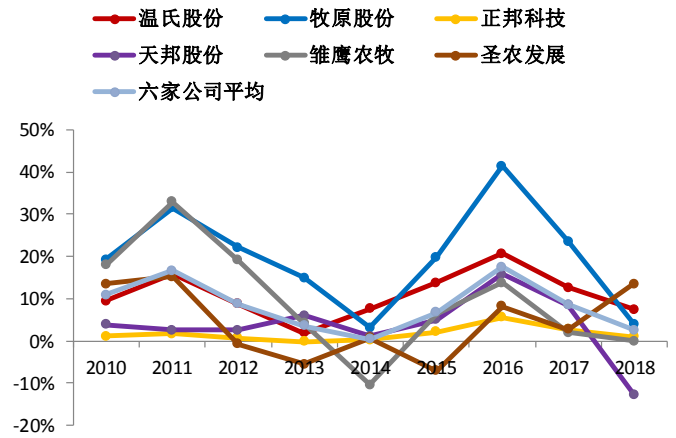
公司销售毛利率相对稳定，销售净利率较高。公司的销售毛利率相对稳定，保持在行业内的较高水平，相对于行业平均水平逐年上升，并在 2018 年排在同行业上市公司的前列，表明其受非洲猪瘟影响相对较小。公司的销售净利率同样也较为稳定，在行业内稳居前列。

图38、公司销售毛利率



资料来源：Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

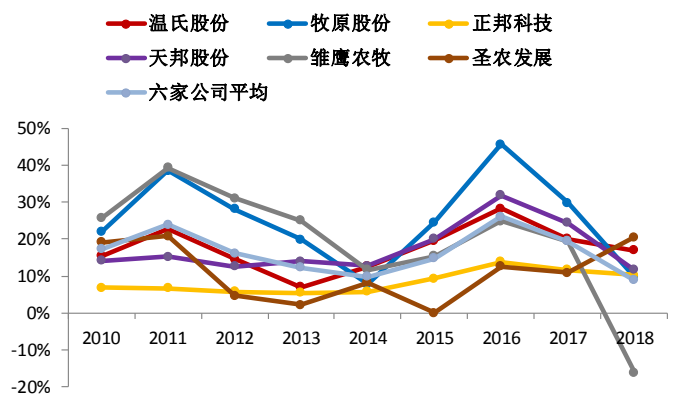
图39、公司销售净利率较高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

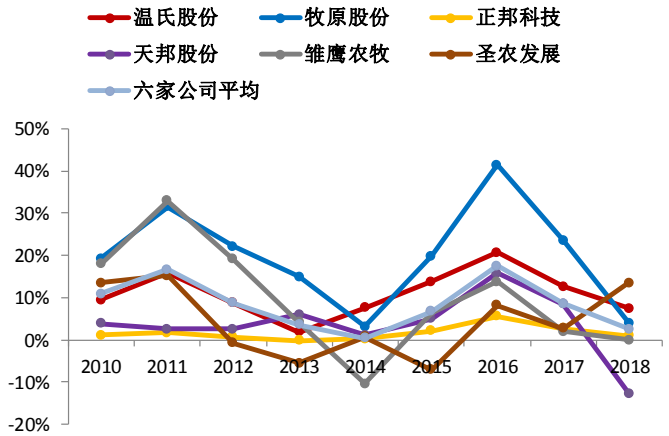
公司投入资本回报率和净资产收益率较高。公司的投入资本回报率(ROIC)从 2010 年以来，除 2013 年以外，均大幅高于行业平均水平，在行业中遥遥领先。而由于之前所提到的高销售净利率和较高的总资产周转率，公司在权益比率相对较低的情况下，依旧保持了较高的净资产收益率（ROE），说明公司的营运能力很强，发展十分健康。

图40、公司投入资本回报率较高



资料来源：Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图41、公司 ROE 较高

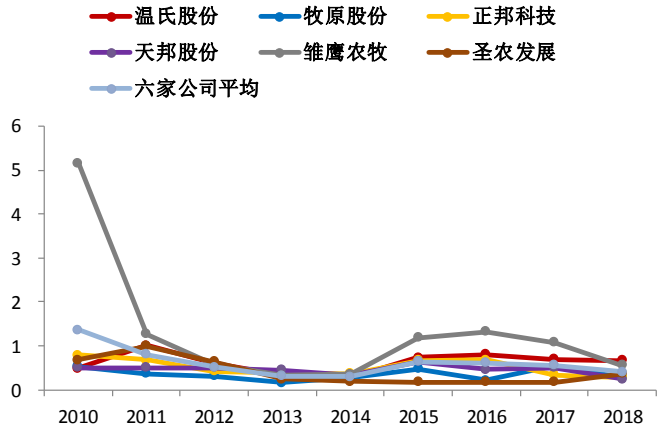


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.7.3 公司资产负债表稳健

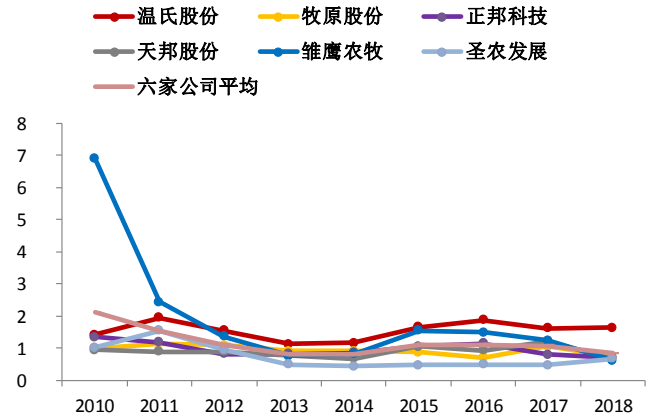
公司的流动比率和速动比率较高。公司的速动比率相对稳定，且常年高于行业平均水平；与此相一致的，公司的流动比率也相对稳定，在 1.5 倍左右，大幅高于行业平均水平和行业内的大部分公司。相对行业较高的速动比率和流动比率体现了公司短期偿债能力较强，在短期内财务稳健性较好。

图42、温氏股份速动比率高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

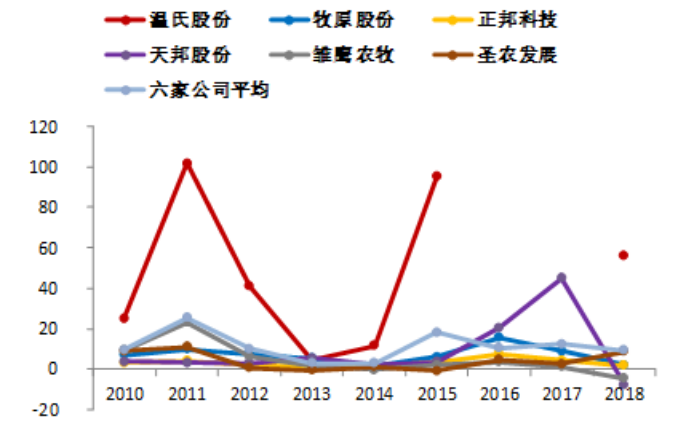
图43、温氏流动比率高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

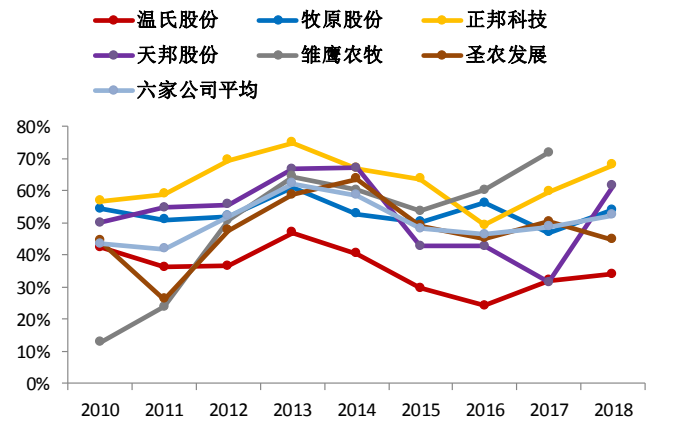
公司利息保障倍数较高，资产负债率相对较低。温氏股份的利息保障倍数远高于行业内的其他公司（15/16/17 三年无数据是因为财务费用为负），其长期偿债能力十分可靠。而从资本结构来看，公司的资产负债率自 2012 年开始，就低于行业内的其他上市公司，因此相对于其他公司而言，温氏股份有着较大的融资灵活性。温氏股份的财务状况十分稳健，这也是未来温氏股份能够持续稳定发展的重要基础。

图44、温氏股份利息保障倍数高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、温氏股份资产负债率较低

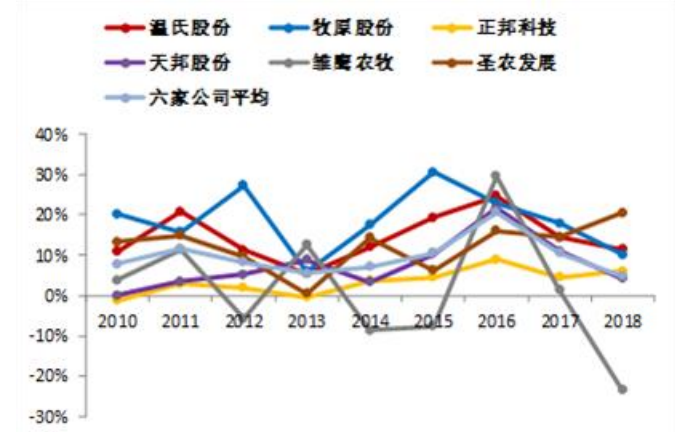


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.7.4 公司现金流充足

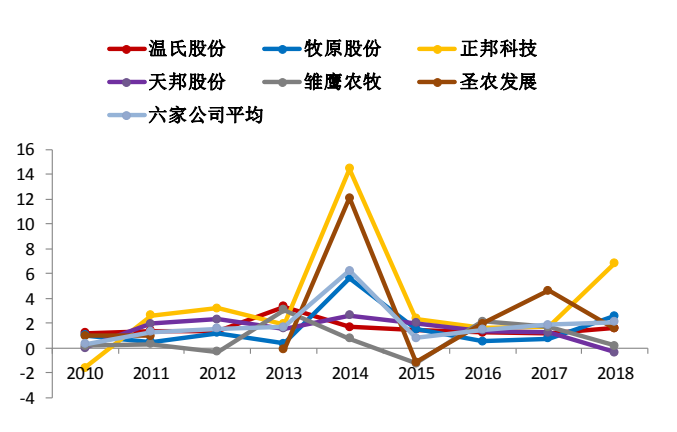
公司的盈利现金流质量较高。公司的经营性活动现金流量净额占营业收入的比重较高，常年高于行业平均水平；除此之外，公司的净利润现金流含量也基本稳定在 1.5 附近，说明公司的盈利质量较高，有着十分可靠的现金流来保障公司未来的运营和发展。

图46、经营性活动净现金流/营业收入高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、净利润现金含量稳定

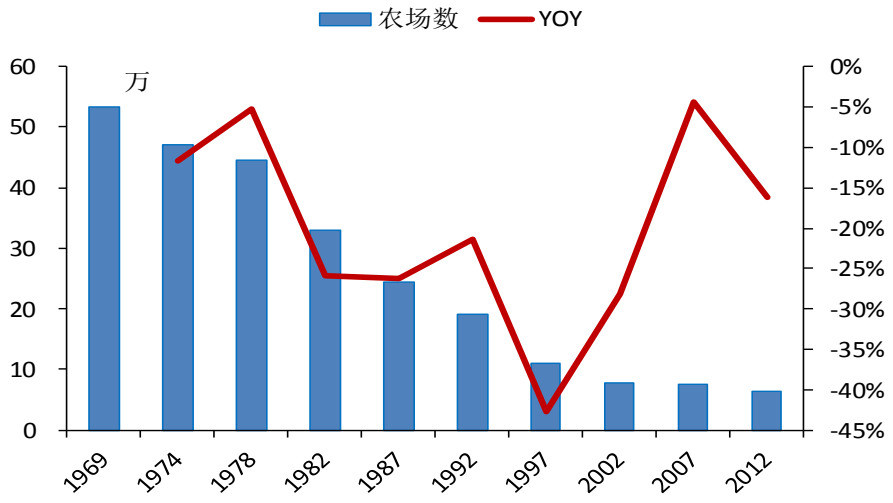


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.8 中美对比，公司养猪成长空间巨大

美国生猪养殖规模化进程伴随着猪场数量持续下降。美国从 70 年代开始了生猪规模化养殖的进程,我们将其分为三个阶段，开始阶段（1969 年-1978 年）、加速阶段（1978 年-2000 年）和平稳阶段（2000 年以后）。60 年代末，美国生猪养殖场数量为 53 万，发展到 80 年代，数量下降到 44 万，此后规模化养殖开始加速，生猪养殖场数量也急剧下降。20 世纪末，生猪养殖场数量已经降到了 10 万左右。21 世纪以来，美国生猪养殖规模化接近尾声，截至 2012 年，美国生猪养殖场数量为 6.3 万个，规模仅仅相当于上世纪 70 年代巅峰时期的 12%左右。

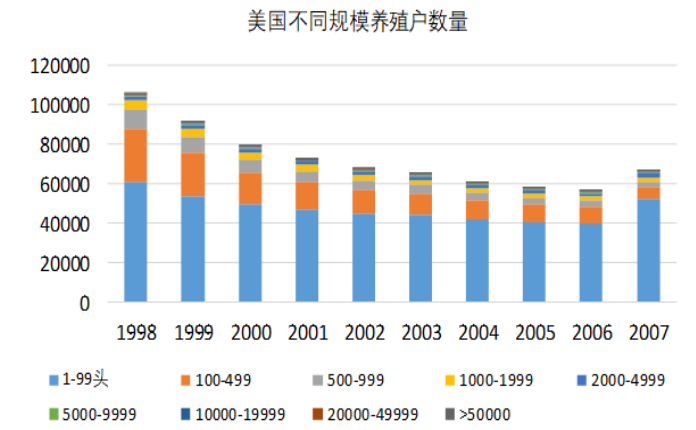
图48、美国生猪养殖场数量



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

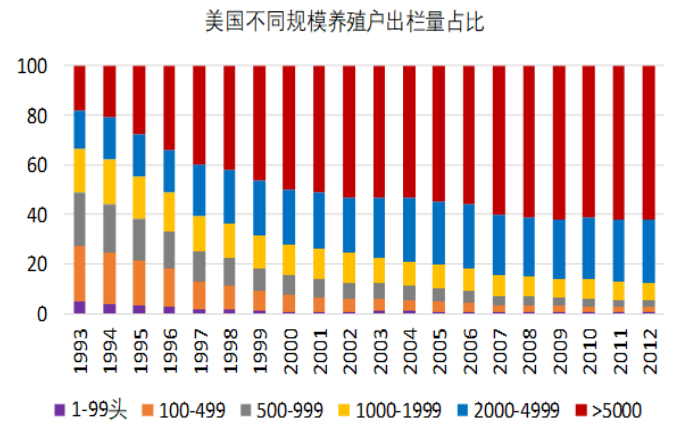
美国小散户退出，行业集中度明显提高。养殖户数量逐步减少，从 1998 年超过 1 万户，逐渐减少到 6000 户左右。大规模养殖户比例稳步提高，1993 年大于 5000 头出栏量的养殖户出栏比重仅仅不到 20%，经过 20 年的发展，其比重已经超过 60%。同时，小于 100 头的养殖户数量占比极低，行业集中度有了明显的提高。

图49、美国生猪不同规模养殖户数量（头/年）



资料来源：Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

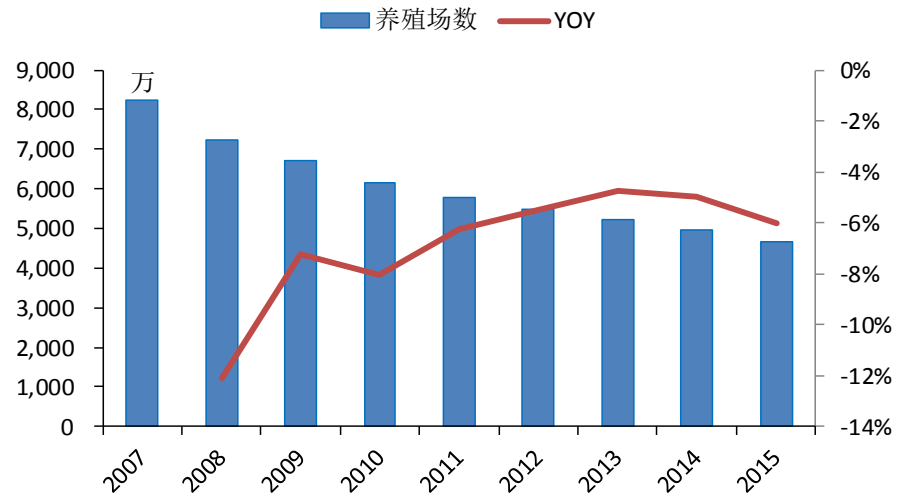
图50、美国生猪不同规模养殖户出栏量（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

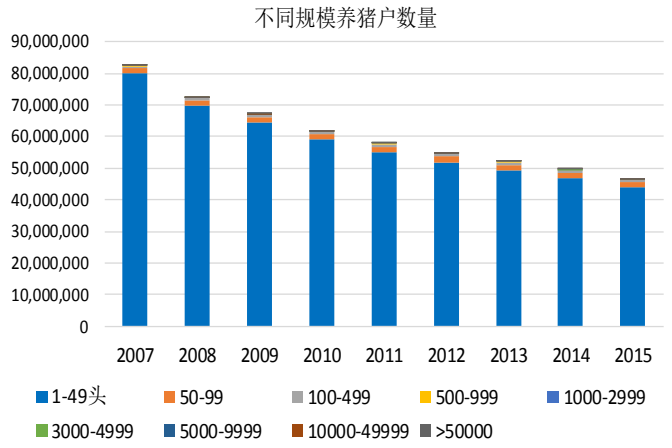
国内生猪规模化养殖户比例持续提升，未来集中度提升空间较大。2007 年生猪养殖户数量 8235 万户，年出栏 1-49 头生猪散养户超过 8000 万。2015 年养殖户数量 4656 万户，相比 2007 年下降 44%，年出栏 1-49 头生猪散养户 4500 万左右。随着散养户的退出，大规模的养殖场市场占有率稳步提高，年出栏 500 头以上养殖户市占率由 2007 年的 22%上升到 2016 年的 51%。对比美国 2012 年年出栏 500 头以上的养殖户市占率超过 97%，未来国内养殖行业集中度还有较大的提升空间。

图51、中国生猪养殖场数量



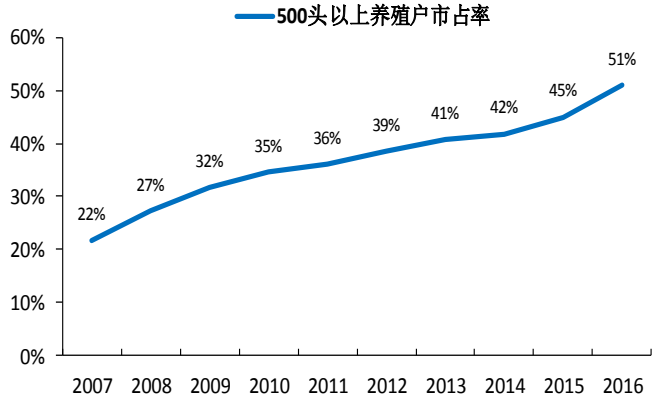
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、中国散养户逐渐退出市场



资料来源：Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

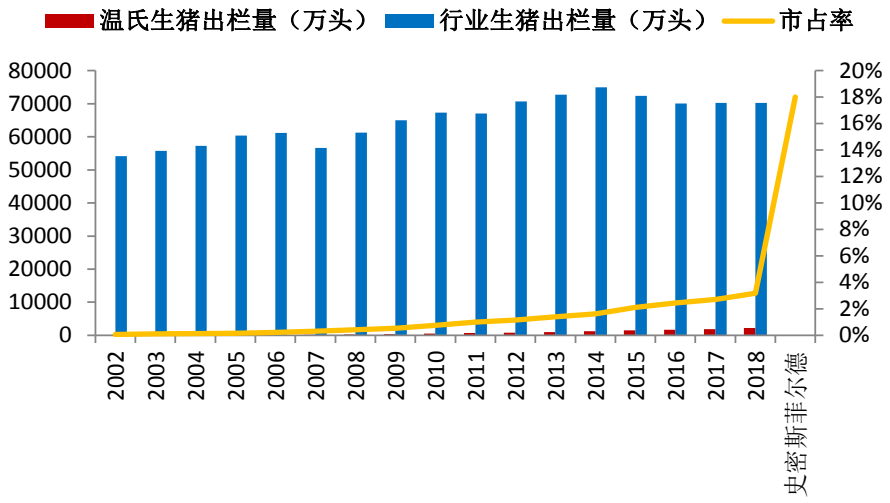
图53、规模化养殖市占率提高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司市占率增长空间广阔。温氏股份作为中国养猪行业的龙头企业，市占率逐年上升，2018 年约为 3.18%；而作为美国行业龙头的史密斯菲尔德，其市占率可高达 20%左右，差距明显。随着国内生猪规模化养殖户比例持续提升，散户不断退出，温氏股份的养猪市占率增长空间广阔，有望进一步上升。

图54、公司养猪成长空间广阔



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.9 近期草根调研反馈

2.9.1 广东调研情况

目前广东疫情较严重，广东价格从原先的高于全国均价 1 元左右变为与全国持平，主要就是因为疫情。据草根了解，去年四季度广东价格较高、很多病猪流入，今年一季度产能下降了 30%以上，严重的地区下降 50%以上，养殖户急于抛售活猪压低了价格，现在全国均价未涨也和广东疫情有关。草根调研认为近期广东抛售会逐渐结束，目前已经到尾声，猪价肯定会有大幅上涨。

2.9.2 湖南调研情况

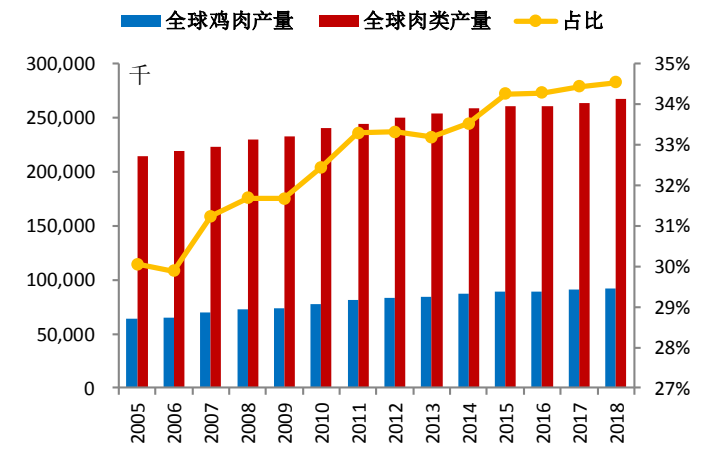
在疫情方面，湖南政府防控非常严，调运、屠宰检查这些环节非常严格，在主产区里疫情控制的最好。在存栏、补栏、复养方面，目前湖南算存栏比较多的省份。现在农户补栏很谨慎，湖南现在基本没办法调入，仔猪比较紧缺。屠宰环节现在养殖户的议价能力变强，收猪变难。南方这边的库存都非常少，主要在北方。根据调研，没有听到复养成功的案例。

三、养鸡：黄鸡遥遥领先，并购进入白鸡市场增强养鸡龙头地位

3.1 生产消费稳定增长，存栏处于低位

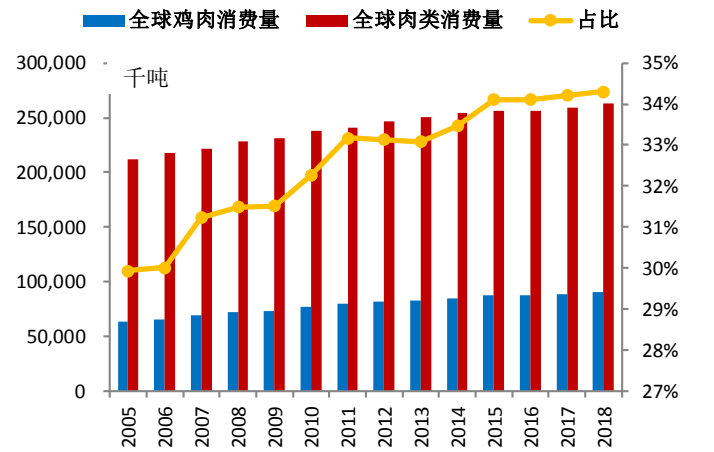
全球鸡肉生产量及消费量保持稳定小幅增长，占比逐渐上升。2017 年全球鸡肉生产量为 0.91 亿吨，较上一年增长 1.71%。近年来，全球鸡肉生产量保持稳定增长，从 2005 年的 0.64 亿吨，增长到 2017 年的 0.91 亿吨，年均复合增长率为 2.91%。同期，鸡肉生产量占全球肉类总生产量的比重呈增长趋势，从 2005 年的 30.04%增长到 2017 年的 34.44%，成为仅次于猪肉的第二大消费肉类。鸡肉相比于其他肉具有价格低、营养健康等优点，近年来消费量也同样实现平稳增，2017 年的鸡肉消费量为 0.89 亿吨，自 2005 年起的年均复合增长率为 2.80%。

图55、全球鸡肉生产量稳定增长



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

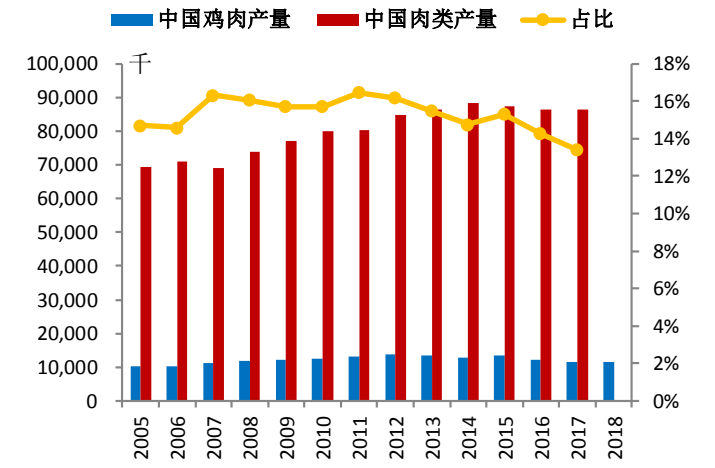
图56、全球鸡肉消费量稳定增长



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

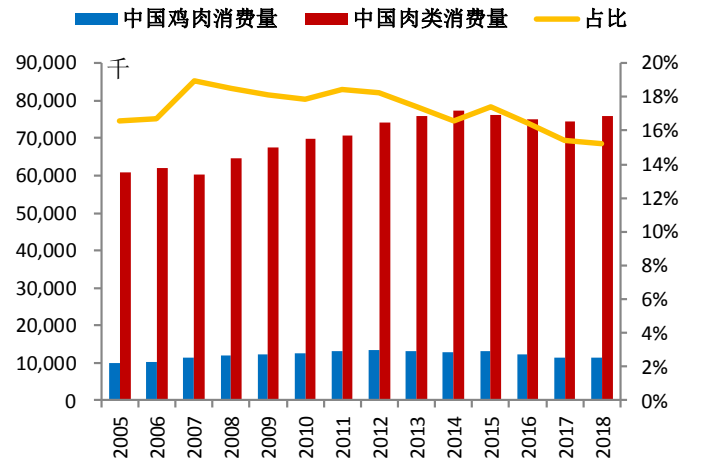
我国鸡肉生产量及消费量总体稳定增长，易受禽流感影响。近年来，我国鸡肉生产量从2005年的1020万吨增长至2015年的1340万吨，年均复合增长率达2.77%。2016年12月暴发H7N9,使得鸡肉市场全面受挫，2017年鸡肉生产量为1160万吨，同比下降5.69%。2018年鸡肉生产量有微小回升，产量为1170万吨，同比增长1%。同期，我国鸡肉消费量也呈稳定增长趋势，从2005年的1008.70万吨增长到2015年的1326.7万吨，年均复合增长率为27.78%。同样受到禽流感影响，2017年鸡肉消费量同比下降7.04%。2018年鸡肉消费量同比上升1%。

图57、我国鸡肉生产量稳定增长



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

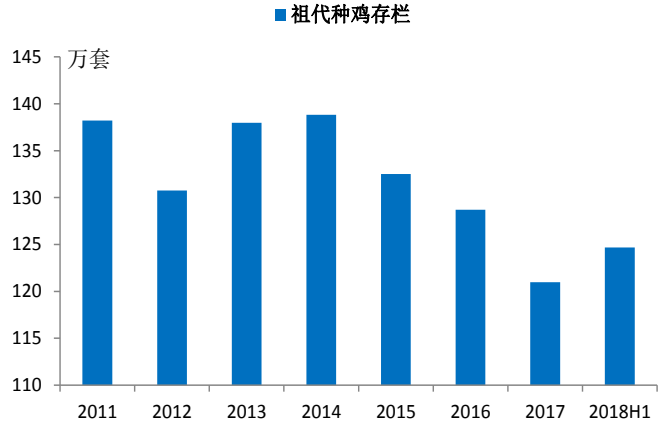
图58、我国全球鸡肉消费量稳定增长



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

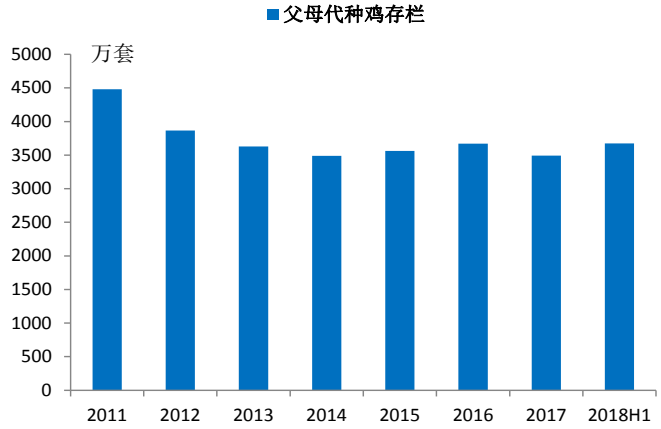
黄羽祖代及父母代种鸡存栏处于低位。2017年，祖代种鸡的平均存栏量为120.98万套，同比下降6%，为近几年较低水平。2018年上半年，祖代种鸡产能反弹至124.68万套，但距离前几年存栏量仍有一定差距。同时，父母代种鸡存栏量为3674.43万套，基本保持近几年平均水平。当前行业外部环境相对较好，未受大的突发事件影响，企业具有较大盈利空间。

图59、黄羽祖代鸡存栏量处于低位



资料来源：中国畜牧业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

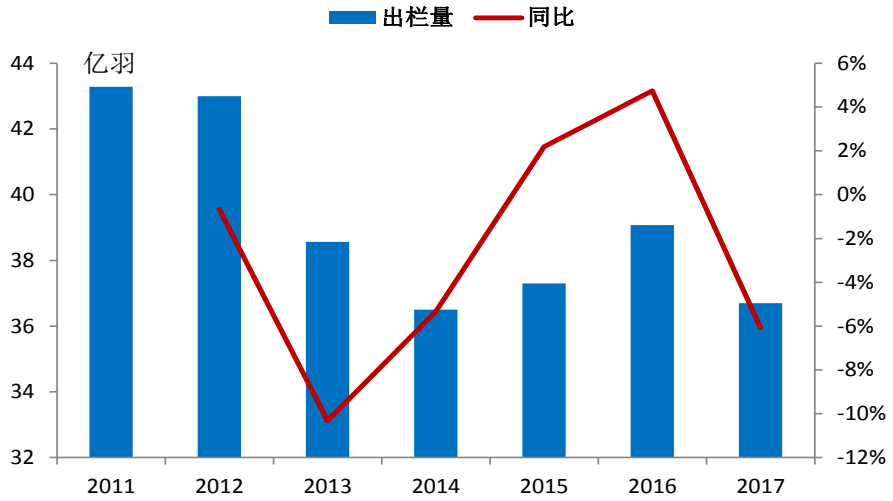
图60、黄羽父母代鸡存栏量稳定



资料来源：中国畜牧业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

近年黄羽鸡出栏量有所下降，易受禽流感影响。2013 年 3 月及 2016 年 12 月都大面积暴发 H7N9，使得 2013 年和 2017 年黄羽鸡出栏量明显下降。2013 年出栏量为 38.56 亿羽，同比下降 10.33%; 2017 年出栏量为 36.69 亿羽，同比下降 6.08%。在未受疫情影响时，出栏量总体较为稳定。

图61、黄羽鸡出栏量受禽流感冲击



资料来源：中国畜牧业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 养殖规模化程度不断上升

规模化程度不断上升。在肉鸡养殖行业中，规模化养殖企业凭借不断提升的生产效率及内部治理能力将规模、资金、技术和成本等优势进一步扩大，普通散养户很难与之竞争。特别是在面对 H7N9 等突发事件时，规模化企业凭借着雄厚的资金实力与全面的疫病预防机制，有效地化解风险，实现长期稳定的发展，因此规模化程度的上升是必然趋势。目前我国大多数肉鸡养殖场规模仍然不大，规模化程度依然不高。2013 年-2016 年养殖规模在 100 万只以上养殖场数量占比不足

0.01%，但存在上升趋势。

表7：肉鸡规模养殖场数量分布

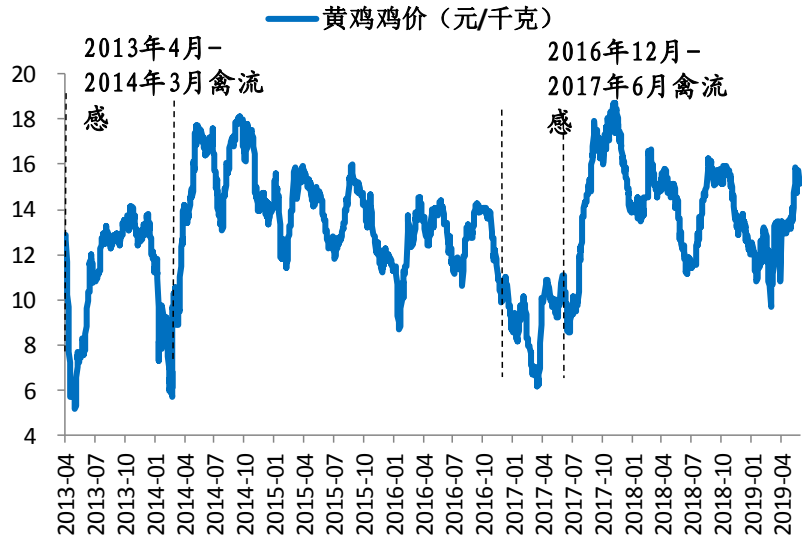
年份	2013		2014		2015		2016	
养殖规模（只）	养殖场数量（个）	占比（%）	养殖场数量（个）	占比（%）	养殖场数量（个）	占比（%）	养殖场数量（个）	占比（%）
1-1999	23,172,092	98.0986	21,644,679	98.0933	20,814,808	98.1005	20,148,867	98.2168
2000-9999	280,290	1.1866	258,379	1.1710	240,841	1.1351	214,150	1.0439
10000-49999	140,772	0.5960	132,780	0.6018	134,246	0.6327	121,433	0.5919
50000-99999	20,061	0.0849	21,183	0.0960	19,532	0.0921	20,940	0.1021
100000-499999	6,644	0.0281	6,911	0.0313	6,695	0.0316	7,419	0.0362
500000-999999	911	0.0039	912	0.0041	931	0.0044	938	0.0046
1000000 以上	449	0.0019	564	0.0026	789	0.0037	928	0.0045

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 黄羽价格景气，季节效应明显

黄羽鸡价格景气。2013 年 4 月起，黄鸡价格急剧下跌，最低点仅为 5.16 元/千克。2017 年平均价格水平为 12.26 元/千克，高出最低水平的 6.18 元/千克 98.38%。两次明显的价格大跌都主要是由于禽流感，黄鸡价格全线受挫。另外，饲料价格尤其是豆粕价格继续上涨也进一步增加了养殖成本。最近一次禽流感疫情从 2016 年 12 月开始影响持续至 2017 年 4 月开始逐渐消除。由于 2017 年的行业去产能及疫情影响，2018 年情况整体相对景气，平均价格为 14.23 元/千克，同比上涨 16.07%

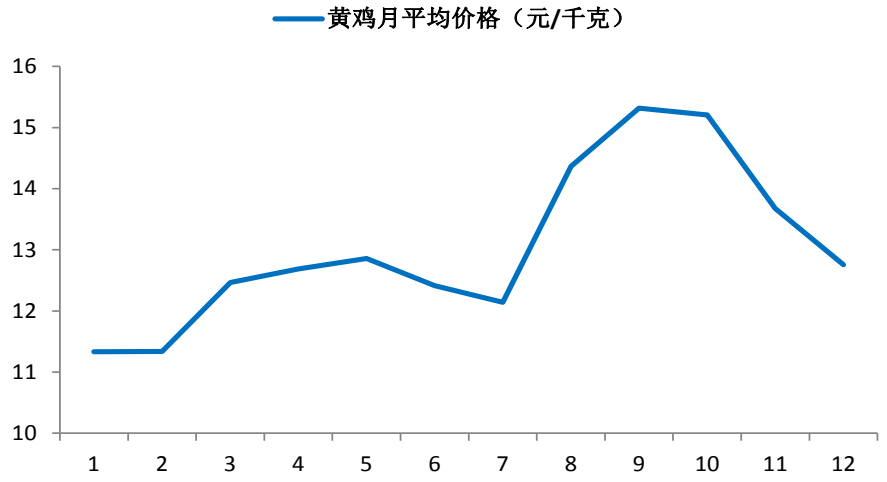
图62、黄鸡鸡价波动性强



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

近 6 年鸡价年内季节性明显。黄鸡价格年内一般有两轮上涨，一般 2 月份启动，持续 2-3 个月左右；7 月再次启动，持续 2-3 个月左右。价格高点一般位于 9 月份，低点位于 1 月份。

图63、近 6 年黄鸡价格季节周期性明显

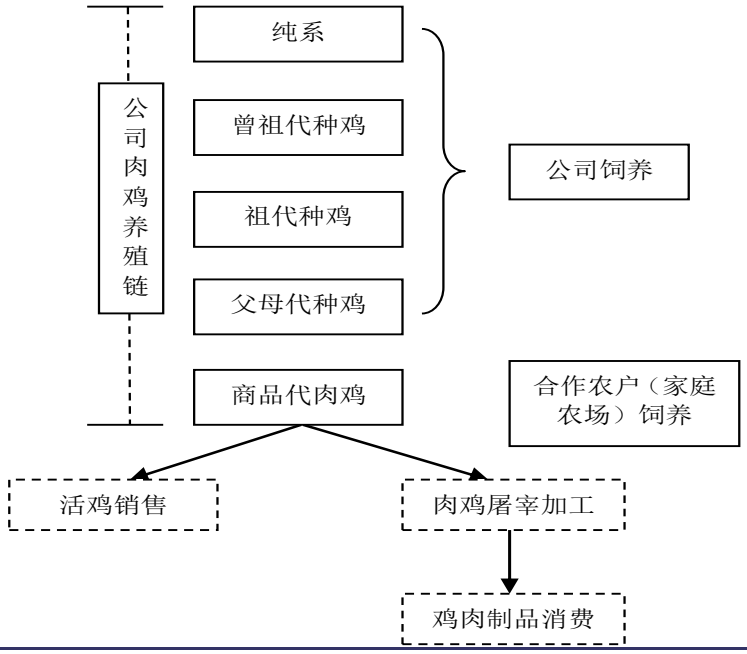


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4 温氏全产业链经营，市占率高

温氏肉鸡繁育体系系统且完整。温氏股份以黄羽鸡养殖起家，首创"公司+农户（或家庭农场）"经营模式。凭借该模式连续稳定增长，占据市场龙头地位。肉鸡产业是包括种鸡繁育、肉鸡饲养、屠宰加工至肉制品消费产业链条。公司拥有完整的肉鸡繁育体系，自主培育曾祖代种鸡，自行繁育祖代种鸡和父母代种鸡，并生产商品代鸡苗供合作农户（或家庭农场）饲养。

图64、肉鸡养殖业务产业链



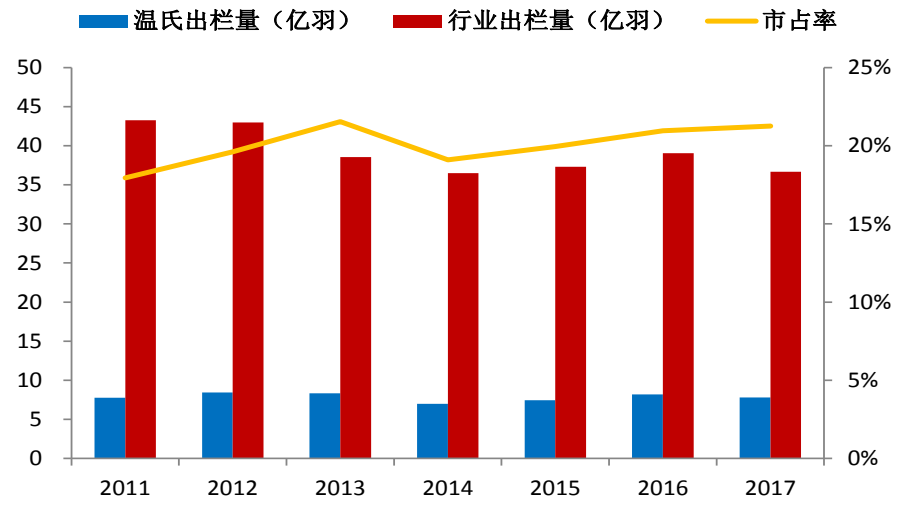
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

全产业链一体化经营模式。公司的全产业链一体化经营模式有利于增强公司应对市场波动与风险的能力。公司通过有效整合分散的肉鸡生产环节，能够根据当前市场价格波动情况及对市场供求变化的预测，适度、及时调节存栏种鸡、商品代雏鸡、种蛋、饲料等产业链各环节的产出数量，通过统筹安排减弱了商品代市场价格大幅波动对公司生产经营所造成的不利冲击。

全产业链一体化经营模式有利于增强公司异地扩张能力。由于黄羽鸡种蛋、苗鸡运输及农户发展具有较强的覆盖半径要求，全产业链一体化经营模式下，成熟子公司能够通过就近输送种蛋、苗鸡及饲料的方式，带动新设子公司尽快发展农户及占据市场，有助于缩短新设子公司投资回收期，实现生产规模的快速异地扩张。另外，全产业链一体化经营模式有助于公司搭建食品安全可追溯管理体系，有利于公司产品质量与成本控制，从而提高产品竞争力。

温氏黄羽鸡养殖市占率高，成长空间广阔。公司是全国规模最大的黄羽肉鸡产业化供应基地及国家肉鸡 HACCP 生产示范基地。未来随着黄羽鸡养殖业现代化进程加快、行业技术水平的不断提高，散养户的退出越来越多，规模养殖企业的发展空间不断增大，公司作为行业龙头企业，兼具行业领先的养殖规模扩张能力和产品安全控制能力，有强大的规模优势，未来发展空间更为广阔。2017 年，温氏股份黄羽鸡出栏量为 7.80 亿羽，占行业总出栏量的 21.26%，继续保持市占率 20%左右的水平，行业集中度远超同行业其他企业。

图65、温氏股份黄羽鸡出栏量占比高



资料来源：中国畜牧业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

表8：黄羽肉鸡前十大生产企业出栏量

排名（亿只）	2013	2014	2015	2016
温氏股份	7.5	7.0	7.4	8.2
2	1.5	1.8	1.9	2.3
3	1.3	0.9	1.0	1.2
4	0.8	0.8	1.0	0.9

5	0.7	0.6	0.9	0.9
6	0.5	0.5	0.6	0.7
7	0.5	0.5	0.5	0.6
8	0.4	0.3	0.5	0.5
9	0.4	0.3	0.4	0.4
10	0.4	0.3	0.4	0.4
行业总出栏	34.1	36.5	37.3	39.1

资料来源：中国畜牧业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

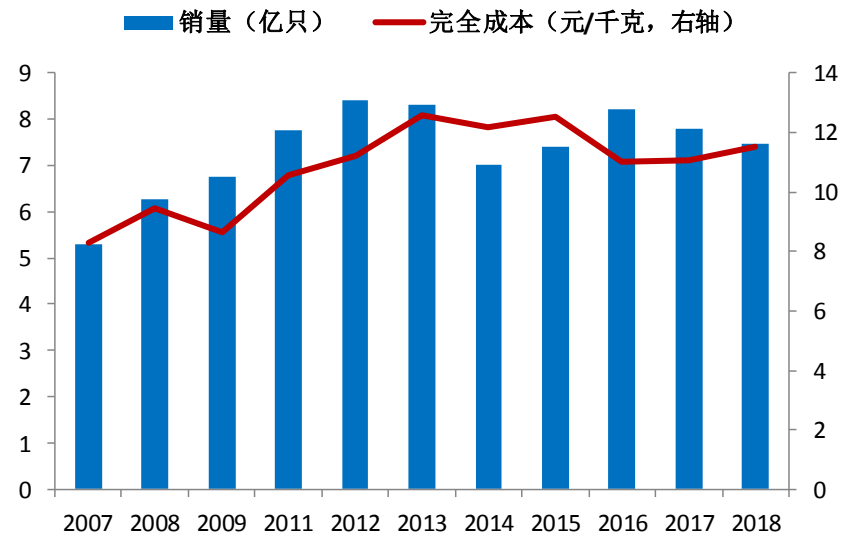
公司黄鸡销量基本稳定，平均成本开始趋于稳定。成本方面，在 2013-2015 年，平均成本为 11.61 元/公斤，2016 年开始下降至 10.25 元/公斤，2017 年平均成本与 2016 年基本保持不变。具体来说，饲料原料成本显著下降，由 2012 年的 8.62 元/公斤降至 2017 年的 7.14 元/公斤，下降幅度为 17.14%。同时，委托养殖费、药物及疫苗、职工薪酬都有小幅上涨，使平均成本水平基本趋于稳定。

表9：温氏黄鸡成本拆分

时间（元/羽）	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
饲料原料	14.28	15.17	15.15	14.22	13.42	13.22	13.50
委托养殖费	2.58	2.49	2.50	3.57	3.57	3.38	3.56
药物及疫苗	0.58	0.60	0.65	0.65	0.76	0.76	0.72
职工薪酬	0.49	0.53	0.57	0.67	0.79	0.87	0.88
折旧及摊销	0.14	0.16	0.21	0.20	0.20	0.24	0.26
其他	0.53	0.56	0.57	0.50	0.43	0.59	0.71
完全成本	18.60	19.53	19.64	19.82	19.18	19.04	19.62

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图66、黄鸡销量与成本趋于稳定



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

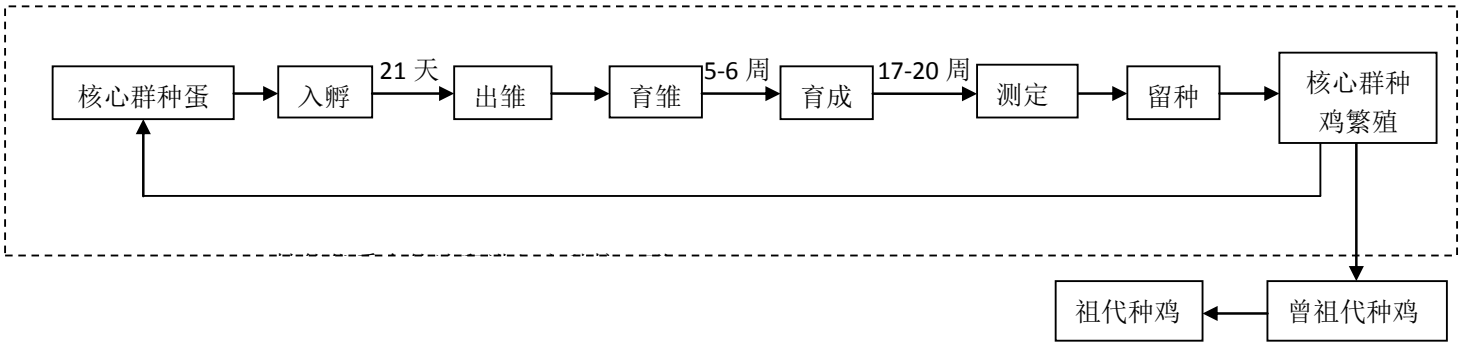
3.5 育种技术优势，重视研究

以消费者需要为导向，育种流程完善。公司主要以国内地方优质品种作为育种素

材，以肉用性能、外观性状和繁殖性能为主要选育指标，培育出遗传稳定的纯种品系，并对各纯种品系进行持续选育。

具体流程为：公司收集纯种品系核心群所产种蛋并运往孵化厂进行系谱孵化。孵化约 21 天后，雏鸡出壳，挑选健壮雏鸡戴翅号并做系谱记录。雏鸡运往育雏舍饲养至 5-6 周龄，转往育成舍饲养至 17-20 周龄（因品种而异），再转到产蛋舍饲养至产蛋期结束。在各次转群之前以及在既定的选种日龄，都将对鸡群进行选种，选种主要依据其外观性状、体重、体尺、饲料转化率等指标的测定结果，选种所保留的优秀鸡只将作为核心群。核心群在产蛋期某特定时间段内产出的种蛋用于繁殖下一代核心群，其余时间产出的种蛋可以作为曾祖代种蛋。

图67、温氏股份黄羽鸡育种流程



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

育种技术先进。温氏股份坚持以消费者对肉鸡的消费需要为育种导向，以生长、繁殖、肉质等指标为主要育种目标。在育种过程中，应用多项仅由少数世界领先的育种公司所掌握的先进技术，为公司培育更加高效、有竞争力的品种奠定了基础。公司拥有 6 个祖代种鸡场、84 个父母代种鸡场、7 个肉鸡场；公司合计拥有存栏种鸡约 1,288.19 万只，其中核心群种鸡约 7 万只，公司种鸡育种方面已获得 6 项国家畜禽新品种认定证书。2017 年，种鸡和鸡蛋收入高达 8.21 亿元，远远领先其他黄鸡养殖企业。

表10：温氏股份黄鸡育种技术

育种技术	效果
循环育种技术	大幅度提高选择强度、缩短世代间隔，显著加快品系的遗传进展
饲料转化效率测定及选择技术	智能型种鸡性能测定系统能够实时记录鸡只的体重、采食量等重要信息，并以此进行优化选种，显著提升种鸡自身及后续各代际的饲料转化效率，降低饲养成本
完善的良种繁育技术体系	掌握优质鸡生长、繁殖、饲料报酬、体型外貌等系列重要性状的遗传机理，并建立相应的高效选育技术方法，保障公司培育的优质鸡品种的竞争优势

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

重视育种研究，顺应设立育种分公司。随着集团公司黄羽鸡养殖产业的逐步发展壮大，全国各地发展分公司，品种的需求也呈现出多样。育种公司也顺应集团分

公司的布局和不同的市场需求开始设立分公司，先后成立了多家公司。2001 年后，公司招聘并引进了很多大学生和研究生，以开展越来越前沿的育种研究。目前，公司形成了以企业为主体，以市场为导向，以产学研合作为依托的公司育种技术创新体系，拥有一支由 10 多名行业专家、68 名博士为研发带头人，531 名硕士为研发骨干的高素质科技人才队伍，技术团队储备领先。

表11：温氏股份育种分公司

子公司名称	主要经营地	持股比例
广东温氏南方家禽育种有限公司	广东省新兴县	100.00%
眉山温氏家禽育种有限公司	四川省眉山市	100.00%
咸宁温氏家禽育种有限公司	湖北省咸宁市	100.00%
阳山温氏家禽育种有限公司	广东省阳山县	100.00%
南京温氏家禽育种有限公司	江苏省南京市	100.00%
北票温氏育种有限公司	辽宁省北票市	100.00%
肇庆育种中心	广东省肇庆市	100.00%

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.6 通过并购进军白羽肉鸡市场，养鸡龙头地位增强

公司公告收购白羽肉鸡养殖企业京海禽业 80%的股权，股权价值约为 6.4 亿元。收购股份支付比例为标的资产交易价格的 30%，可转换债券支付比例为标的资产交易价格的 40%，现金支付比例为标的资产交易价格的 30%。

公司通过收购布局白羽肉鸡市场，完善产业链生态圈。并购标的京海禽业是国内大型白羽肉鸡养殖企业，深耕白羽肉鸡行业 30 余年，年产白羽父母代种鸡苗 800 万套，商品代鸡苗 1 亿只。公司的饲养成绩、综合成本等生产效率也处于行业领先地位，2018 年营收 4.5 亿，净利润 2.2 亿元。收购后，温氏的养禽业务将从黄羽肉鸡领域进一步拓展至白羽肉鸡领域，完善产业链生态圈的战略发展方向，进一步增强公司在禽养殖行业的龙头地位。

四、战略发展下游，有望成为中国的泰森

4.1 以禽流感为转机，黄鸡产品直达终端

政策推动，活禽现宰将逐渐消失。2017 年 H7N9 再度来袭，肉鸡板块全面受挫，促使政府进一步主导推动活鸡市场逐渐关闭。在政府政策引导下，以长三角地区为首的多个省份、地区逐渐推行永久关闭活禽市场或限制交易。活禽交易大量减少，为新的禽肉供销渠道腾挪出巨大空间。

未来终端黄鸡主要销售形势将以冰鲜鸡为主流。黄鸡终端产品多样，毛鸡屠宰后，由于处理方式不同，零售时主要有三种形式；热鲜（活禽、光鸡，一般是黄鸡）、冰鲜（也称为冷鲜，包括黄鸡和白鸡）与冻肉（一般是白鸡）。取消活禽现宰后，

考虑到运输半径和消费场所的普适性，我们估计黄鸡终端产品形式将以冰鲜为主，光鸡和冻鸡为辅。光鸡运输半径受限，仅可能出现在屠宰场周边区域，而冻鸡则在口感上打折扣，就家庭烹饪而言次于鲜鸡。

表12：市场上热鲜鸡（活禽）、冰鲜鸡（冷鲜鸡）和冻鸡对比

项目	热鲜鸡（活禽、光鸡）	冰鲜鸡（冷鲜鸡）	冻鸡
温度	常温	0℃—4℃	-18℃
检疫情况	来源复杂，宰杀前未知是否检疫	正规大厂居多，检疫后屠宰	来源复杂
制作方式	宰杀后沥血、拔毛、净膛后直接销售	冰水冷或风冷，酮体温度在1小时内降为0℃~4℃，保鲜处理和包装，并在后续的加工、流通和零售过程中始终保持在0℃~4℃	宰杀后分割，降温至-18℃
储藏时间	屠宰后马上食用	0-4度条件下可保鲜7日	保质期一般在1年时间左右
口感和营养价值	鸡肉松软，口感较好	鸡肉柔软有弹性，较好	深度冻结，较差

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

饮食习惯类似的香港也已接受冰鲜鸡。以饮食习惯与大陆相近的香港为例，经历数轮禽流感后，香港活禽市场在政策干预下逐渐萎缩，冰鲜鸡取代其市场份额。据新闻报道，16年香港冰鲜鸡消耗量约为每日约10万只，而每日活鸡销量目前只有约1.5万只（香港渔农自然护理署），且连年减少，即当下的香港肉鸡消费中，超过85%都是冰鲜鸡。在大部分发达国家中，活鸡早已从市场上消失，冰鲜鸡是主流销售品类。反观我国，冰鲜鸡推广则是刚刚起步。

以此为契机，公司发展生鲜门店，终将实现周期变成长。公司黄鸡销量占到全国20%左右，禽流感风险过后即现机遇，公司大力发展的"温氏生鲜"门店逐步走入公众视线。未来鲜鸡在门店销售，实现B2C，且有品牌溢价，一定程度上可以对抗大宗农产品价格周期。另外，公司其余产品肉、蛋、奶等纷纷进驻门店，适用与鸡产品相似逻辑，门店的发展，将为公司熨平周期，实现稳定成长。

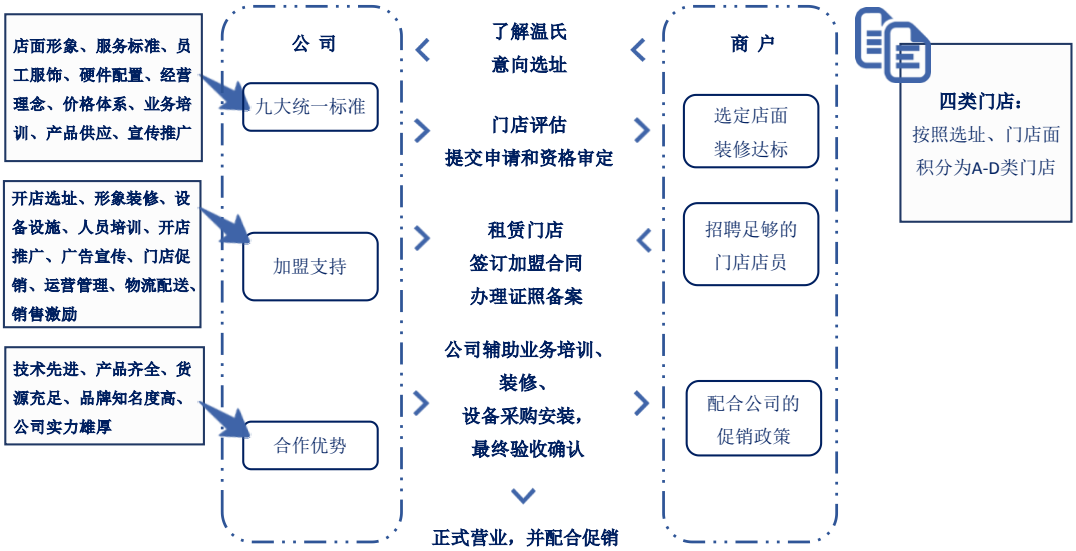
4.2 温氏模式在生鲜门店的复制

生鲜店以"公司+店主"模式经营，是"温氏模式"在生鲜零售领域的延伸：

1）公司统筹安排与供货：公司确定统一标准的店面形象、价格体系、硬件配置、产品供应等，并负责后续物流配送、信息系统、管理培训和宣传推广支持等。

2）加盟商负责启动和运营：加盟商提供初期投资、选定在符合公司的要求门店，办理证照备案，招聘店员，并配合公司销售产品。

图68、"公司+店主"的运营模式



资料来源：公司官方宣传册，兴业证券经济与金融研究院整理

店主的前期投资预算大致如下：

表13：温氏生鲜店前期投资预算

项目	标准店	收费标准	支付方式
加盟费	1 万	《商业特许经营条例》	一次性缴纳
品牌保证金	3 万	《商业特许经营条例》	合同期满返还
设备使用费	3 万	加盟商自行支付	按照实际情况支付
贷款保证金	2 万	加盟商自行支付	按照实际情况支付
门店基础装修费用	约 10 万	加盟商自行支付	按照实际情况支付
标准设备投资费用（优惠期间适当扶持）	约 13 万	公司统一代购	按照实际情况支付
合计	**约 32 万**		

资料来源：公司官方宣传册，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3 温氏生鲜店在探索中稳步扩张

稳步扩张，品牌效应显现。公司以“掌控渠道，直配终端”为转型升级目标，加快推进实体经营业务，初步建立起一套比较完善的温氏生鲜连锁经营管理体系，使“公司+店主”的经营模式更加完善。2017 年，公司实现销售收入 3.33 亿元，同比增长 215.28%，累计签约门店 197 间，已开业 178 间，业务已拓展到深圳、广州、东莞、肇庆、云浮（含新兴）、苏州、杭州等城市，温氏生鲜品牌效应日益显现。

图69、温氏生鲜门店外观实拍

图70、公司门店内部规划实拍

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

产品线丰富。公司生鲜店产品涵盖猪肉（占 60-70%）、牛奶、鸡肉鸡蛋和蔬菜等。一方面，产品线丰富方便居民一站式购物，同时，多品种有助于平滑价格波动风险。比如当前毛猪高价，但猪肉涨幅较小，中间商就会出现亏损，但鸡肉牛奶还是在盈利。部分生鲜品牌就受到产品单一的困扰。

准确定位，经营理念和产品配套。原来很多企业做连锁体系，都是高端路线，温氏做平民化路线，购物环境优于菜市场，品牌好。未来，温氏生鲜会有电商、会员制。

后勤保障的体系化逐步完善。公司探索生鲜领域近半年，后勤保证体系逐步完善。以温氏对信息化系统的重视程度和其自身信息化平台优势，这方面也是公司的强项之一。比如，公司信息系统里植入毛利核算功能，商品在收款时能看到成本价和售价，当日盈亏平衡点。一旦盈亏平衡，系统会自动提醒店家。

4.4 温氏生鲜经营情况草根调研概况

为了解生鲜店实际运营情况，我们草根了深圳两家温氏生鲜门店。一家位于高密度住宅区，简称 A 店。一家位于城中村，以下简称 B 店。

投资额约 30 万-40 万。其中装修费用、冷柜设备，店铺转让费各 10 万左右 A 店没有转让费，期初投资不到 30 万；B 店转让费 12 万。

月度收入。两家店日流水均在 1 万出头（通常相当于 2 头猪+50-100 只禽+蔬菜乳品若干），月流水在 30 万左右。其中 A 店毛利率 20%，净利率 7%左右。B 店由于城中村消费水平和竞争关系，售价会比 A 店稍低。毛利率略低，但店租和工资都较低。公司层面了解，16 年 12 月份前十名的店，综合毛利第一名达到 28%，平均 17%，后 10 名平均毛利率也达到 16%。分产品看，土猪毛利率 30%，一般白猪毛利率 13%，鸡毛利率 20%。

月度固定成本和盈利。店面租金水电费等 1-2 万不等。A 店 2 万多，B 店 1 万；人员工资 2-2.5 万（5 个人）；固定投资 30-40 万，按 3 年折旧，则每个月 1 万元。以上合计 4-5 万。盈利方面，一般前三个月亏损，第 4-5 个月打平，之后开始盈利。目前普遍单月盈利在 1-2 万元，寒暑假淡季盈利较薄。A 店盈利比 B 店略好，商家表示深圳的店目前很少有亏钱。公司层面了解，去年生鲜店的盈利情况平均每年利润 30 万左右，高的很多，差的也有数万，预计未来会逐步提高。

人员招聘方面，商户通过 58 等渠道招聘，温氏会提供统一培训。一般每家店 5 个人左右，老板可以只做管理。

商品种类丰富。肉品摊，产品全部来自温氏自产，猪包括各种部位普通猪肉和天露黑猪（温氏高端品牌，比普通猪贵 25-30%）。禽类包括各种土鸡，乌鸡，番鸭的冰鲜产品。肉品冰箱，目前产品不多，主要是冰冻的包装整只黄鸡。

图71、温氏生鲜猪肉柜台

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图72、温氏生鲜禽类柜台

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

蔬菜摊，全部都是第三方供应，由温氏统一采购，生鲜店再向温氏采购。约 20-30 多种常见蔬菜。卖相较好。牛奶冰柜，全部是温氏乳业供应的各种冷藏、常温乳品。

图73、温氏生鲜牛奶柜台

图74、温氏生鲜蔬菜柜台

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

店主自行控制采购量，采购价统一。目前店主在微信群下单采购，公司后续会推出更成熟的 APP 采购。有经验的店长每天会看天气预报，雨天客流减半，采购量也要减半。采购价统一，销售价格店长自主定价。要根据周边的竞争情况和居民接受程度。

开店情况良好，咨询加盟者较多。目前深圳数十家店，近期开店速度较快，已经扩张到广州，东莞，肇庆等地，有老板个人已经开到 3 家店，咨询加盟者众多。

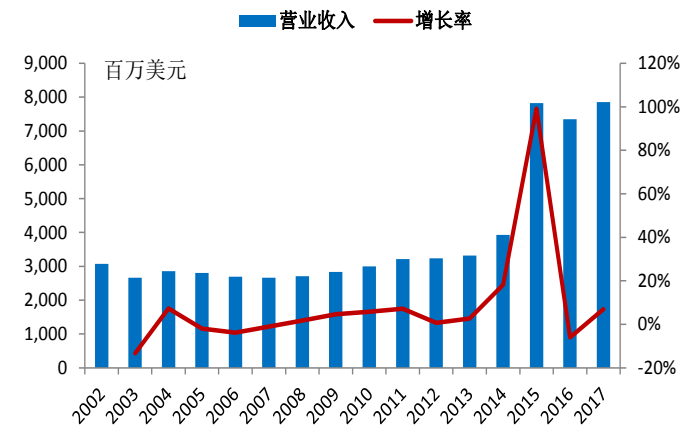
促销活动丰富。每天温氏会固定有一种菜品促销。调研当天玉米促销，一家店销量达到数百斤。另外，店主自己还可以自主决定其他菜品的促销。

4.5 发展下游，有望成为中国的泰森

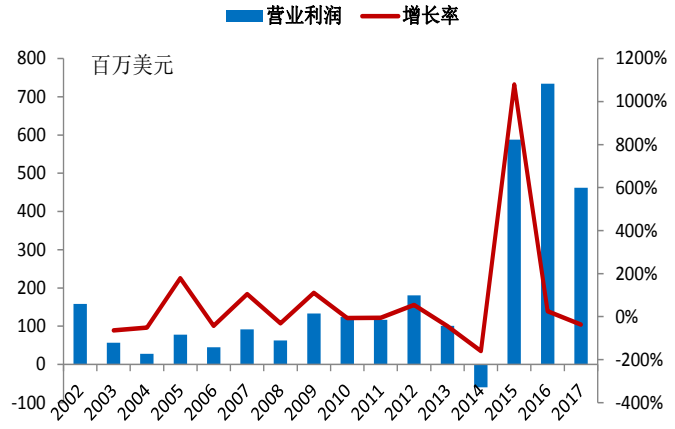
近年来泰森食品着重发展下游食品端。泰森食品是全球最大的综合性禽畜肉类生产商。2010 年之后公司十分注重食品端发展，通过开展并购活动发展预制食品领域。2014 年公司收购了北美肉类食品公司 Hillshire Brands Co，而后该项业务的营业收入和利润得以迅速增长。目前泰森食品拥有预制产品工厂 44 家， 38 个覆盖了各种肉制品乃至宠物食品和快餐的品牌，主要商品有即食三明治、牛排、披萨、酱料等。通过多样化的分销渠道，将产品销往全国和其他 117 个国家和地区。

图75、泰森预制食品营业收入增长迅速

图76、泰森预制食品营业利润增长迅速



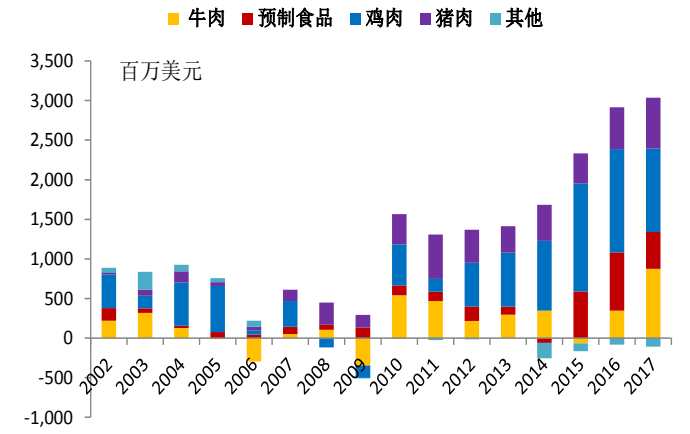
资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

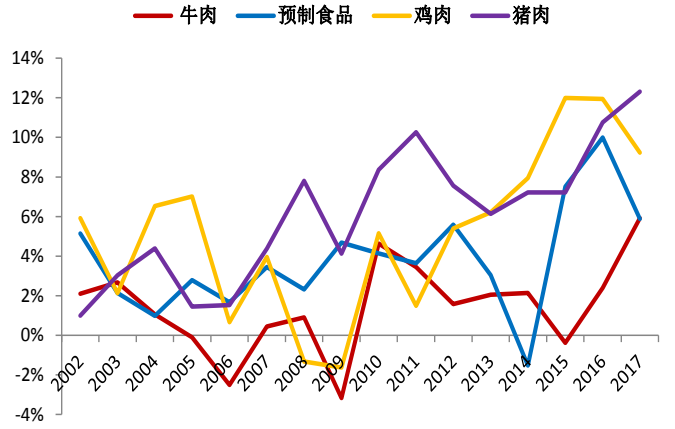
下游为主要业绩增长点。泰森食品近年来的战略为基于屠宰业的优势进入下游，由提供粗级产品的农牧企业走向综合性的食品行业，预制食品营业利润占比不断扩大。2014 年前，营业利润波动较大，主要由于肉类养殖和加工都受到原材料和产品价格大波动的影响；2014 年后，随着预制调理食品的规模扩张，加工食品行业面对消费端，有着稳定公司盈利的作用，其利润率呈显著上升趋势，占比逐渐增大，稳定了公司的营业利润，使公司营业利润稳定上升。

图77、泰森食品各业务营业利润占比



资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

图78、泰森食品各产业营业利润率



资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

温氏发展思路：加快推动生鲜营销产业链延伸。随着社会发展及公共卫生安全事件影响，国家大力推行“规模养殖、集中屠宰、冷链配送、冰鲜上市”政策，各地政府陆续出台家禽经营管理办法，不同程度地限制了活禽交易区域，集中屠宰、冰鲜上市是肉鸡行业发展的大势所趋。在此背景下，公司通过向产业链下游延伸及配套、走专业化规模化发展道路、加快品牌建设等方式，进一步加快企业转型升级，凸现企业产品品牌价值优势，确保一体化肉鸡养殖模式企业的可持续发展。

加强营销体系建设，加快布局，有望成为中国的泰森。目前，公司生鲜产业链布局已初现成果，未来公司将继续大力投入发展下游产业链，逐步完善组织架构和

管理制度，提升管理水平。通过启动食品物流园项目，减少中间环节，降低流通费用。优化生鲜产品供应链配套，加快生鲜门店布局，扩大生鲜业务的品牌影响力。

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

预计公司 2019-2021 年出栏量 2400 万、2700、3100 万头，生猪均价 16.5 元/kg、22.0 元/kg、21.0 元/千克。2019-2021 年养猪盈利 90.3 亿、280.5 亿、306.3 亿；养鸡盈利 20.9 亿、31.2 亿、32.2 亿。

表14：公司盈利预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元)	48237	59355	55657	57244	70383	94266	101032
成本(百万元)	38796	42606	44491	47590	54074	59559	63492
归母净利润(百万元)	6205	11790	6751	3957	10924	27440	29774
商品猪							
销量（百万头）	15.4	17.1	19.0	22.3	24.0	27.0	31.0
平均猪价（元/公斤）	15.6	18.4	15.3	13.2	16.5	22.0	21.0
完全成本（元/公斤）	12.7	12.4	12.2	12.6	13.1	12.8	12.3
收入(百万元)	26307.0	36236.0	33753.0	32469.3	45540.0	68310.0	74865.0
成本(百万元)	19760.9	21974.9	24575.0	27822.3	32568.0	37260.0	40997.5
头均净利（元）	311.5	688.9	356.8	67.0	396.4	1056.8	1003.7
净利润（百万元）	4302.3	11863.7	6307.9	1494.3	9027.9	28048.0	30628.5
肉鸡养殖							
销量（亿羽）	7.4	8.2	7.8	7.5	8.2	8.2	8.2
平均鸡价（元/公斤）	13.6	11.6	11.7	13.6	12.4	13.0	13.0
完全成本（元/公斤）	12.5	11.0	11.1	11.5	11.1	11.1	11.1
收入(百万元)	18048.7	18592.6	17564.2	19956.3	19858.2	20779.4	20779.4
成本(百万元)	15544.1	16546.3	15602.3	15310.5	16297.5	16911.6	16911.6
每羽净利（元）	1.8	1.1	1.1	3.9	2.4	3.6	3.6
净利润（百万元）	1337.8	831.2	767.1	3069.6	2094.4	3116.6	3116.6

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

5.2 投资建议

公司是国内生猪和黄鸡龙头，质地优异。猪周期大反转，公司产能分散受疫情影响最小，生猪板块有望量价齐升。黄鸡板块整体景气。下游有望成为新的盈利增长点。我们持续看好公司发展，调整 2019-2021 年归母净利润分别至：109.2、274.4、297.8 亿元，基于 2019-6-14 日收盘价，对应 PE 分别为：19.1、7.6、7 倍，维持“买入”评级。

六、风险提示

疫病扩散；猪价波动剧烈；原材料成本上升。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	21802	39275	71169	100929
货币资金	1798	19592	48932	76982
交易性金融资产	55	106	92	85
应收账款	173	200	282	298
其他应收款	1059	771	1232	1427
存货	12889	13933	15549	16710
非流动资产	32148	26074	19221	18053
可供出售金融资产	4084	4629	4737	4483
长期股权投资	462	597	577	545
投资性房地产	40	43	42	42
固定资产	18250	13431	7235	6681
在建工程	3507	1803	910	464
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1202	1335	1498	1650
资产总计	53950	65349	90390	118982
流动负债	13283	13134	11760	12257
短期借款	1802	1802	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2806	3168	3418	3702
其他	8675	8164	8341	8555
非流动负债	5094	4132	4765	4658
长期借款	2415	2415	2415	2415
其他	2679	1717	2350	2243
负债合计	18377	17266	16524	16915
股本	5313	5313	5313	5313
资本公积	6267	6267	6267	6267
未分配利润	21017	30422	50659	72834
少数股东权益	1005	1405	2409	3499
股东权益合计	35574	48083	73866	102068
负债及权益合计	53950	65349	90390	118982

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3957	10924	27439	29774
折旧和摊销	2409	6845	7344	1270
资产减值准备	158	161	-74	70
无形资产摊销	259	187	203	216
公允价值变动损失	13	1	-3	-5
财务费用	93	333	272	211
投资损失	50	-200	-400	-400
少数股东损益	299	400	1004	1090
营运资金的变动	-1788	56	-2010	-1183
经营活动产生现金流量	6494	18402	33668	30801
投资活动产生现金流量	-4768	-674	-165	209
融资活动产生现金流量	-146	67	-4164	-2960
现金净变动	1584	17795	29339	28050
现金的期初余额	1129	1798	19592	48932
现金的期末余额	2713	19592	48932	76982

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	57244	70386	94269	101035
营业成本	47590	54078	59563	63496
营业税金及附加	70	59	64	64
销售费用	802	781	1037	1111
管理费用	3618	4082	5185	5557
财务费用	101	333	272	211
资产减值损失	158	20	20	20
公允价值变动	-13	1	-3	-5
投资收益	-50	200	400	400
营业利润	4378	11233	28525	30970
营业外收入	32	250	250	250
营业外支出	126	45	45	45
利润总额	4284	11438	28730	31175
所得税	28	114	287	312
净利润	4256	11324	28443	30863
少数股东损益	299	400	1004	1090
归属母公司净利润	3957	10924	27439	29774
EPS(元)	0.74	2.06	5.16	5.60

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	2.8%	23.0%	33.9%	7.2%
营业利润增长率	-39.4%	156.6%	153.9%	8.6%
净利润增长率	-41.4%	176.0%	151.2%	8.5%
盈利能力(%)				
毛利率	16.9%	23.2%	36.8%	37.2%
净利率	6.9%	15.5%	29.1%	29.5%
ROE	11.4%	23.4%	38.4%	30.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	34.1%	26.4%	18.3%	14.2%
流动比率	1.64	2.99	6.05	8.23
速动比率	0.66	1.91	4.72	6.85
营运能力(次)				
资产周转率	111.2%	118.0%	121.1%	96.5%
应收帐款周转率	30794.8%	34983.5%	36364.1%	32357.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.74	2.06	5.16	5.60
每股经营现金	1.22	3.46	6.34	5.80
每股净资产	6.51	8.79	13.45	18.55
估值比率(倍)				
PE	52.7	19.1	7.6	7.0
PB	6.0	4.5	2.9	2.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn