

推荐（维持）

温氏股份（300498）深度报告

风险评级：中风险

温氏模式才是真核心，不惧寒冬稳步扩张

2019年2月18日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：陈伟光

SAC 执业证书编号：

S0340118060023

电话：0769-22110619

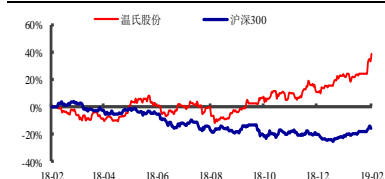
邮箱：

chenweiguang@dgzq.com.cn

主要数据 2019年2月15日

收盘价(元)	31.45
总市值(亿元)	1,670.97
总股本(亿股)	5,313.11
流通股本(亿股)	3,717.54
ROE(TTM)	16.73%
12月最高价(元)	32.00
12月最低价(元)	19.62

公司股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **猪鸡共舞，全国最大养殖公司优化全产业链。**公司的主要业务为肉鸡、肉猪的养殖和销售，主要产品为商品肉鸡和商品肉猪。公司经过30多年的发展，目前已成为中国最大的养殖公司，市值超过1300亿元。2017年，公司已在全国20多个省（市、自治区）拥有262家控股公司、5.54万户合作家庭农场、5万多名员工。公司是全球规模最大的黄羽肉鸡供应商。2017年，公司黄羽肉鸡出栏量为7.76亿只，约占全国黄羽肉鸡出栏量20%，约占全国肉鸡出栏量9%，约占香港市场约35%。肉鸡业务贡献收入为31.56亿元，占公司营收31.56%。公司是全国规模最大的肉猪供应商。2018年，公司肉猪出栏量为2,229.70万头，同比增长17.10%，公司肉猪养殖业务贡献收入为329.45亿元。
- **规模化养殖大势所趋，猪周期寒冬将尽。**中国畜禽养殖行业市场规模庞大，然而，中国生猪养殖市场集中度较低，养殖散户占比较大。养殖散户经济效益较低，并且生猪养殖业环保问题严峻。政府决心整治生猪养殖环保问题，同时养殖规模化也是大势所趋。在当前猪周期下行阶段，环保问题、非洲猪瘟疫情、生猪调运受阻等一系列问题导致生猪养殖市场补栏意愿下降，能繁母猪存栏量环比同比都出现下滑，生猪存栏量出现明显下降，导致明年下半年育肥猪供应下降，猪肉供应受到影响，猪肉市场或步入上涨周期，猪周期反转。
- **温氏股份具有“一核心二强项”。**温氏股份的核心是“温氏模式”，“温氏模式”包含三个因素：“公司+农户（家庭农场）”的合作模式、“产、学、研”相结合的科技创新体系、齐创共享型的企业文化。三个因素，相辅相成，缺一不可。温氏股份的强项之一是：温氏股份是国内最大的养殖企业，凭借低成本、偿债能力强，现金存流量较为良好等优势，在猪周期下行阶段，能应对行业及市场压力。温氏股份的强项之二是，公司采取稳健的出栏扩增方案，以及多年来积累种猪繁育技术，凭借“公司+农户（家庭农场）”的合作模式，结合公司较为完善的管理体系，以及相对充足的现金存栏，有实现稳步扩张。
- **投资建议：维持推荐评级。**公司2018商品猪出栏量为2229.70万头，计划2019年-2020年生猪出栏量分别为2500万头和2900万头，肉鸡出栏量维持每年7亿只-8亿只的水平。公司2018年商品猪售价为12.82元/公斤。我们预计公司生猪产品价格2019年-2020年分别为13.5元/公斤、15.1元/公斤，肉鸡销售价格维持12元/只左右的水平。预计公司2018年-2020年EPS值分别为0.77元、1.08元、2.29元，对应PE值为43倍、29倍、14倍。
- **风险提示：**农产品价格波动、大规模疫情、政策变化等。

目 录

1. 猪鸡共舞，全国最大养殖公司优化全产业链	4
2. 规模化养殖大势所趋，猪周期寒冬将尽	6
2.1 养殖行业规模化是大势所趋	6
2.2 非洲猪瘟疫情影响生猪调运，猪周期寒冬将尽	9
3. 温氏股份的“一核心二强项”	12
3.1 温氏股份的真正核心	12
3.2 温氏股份的强项之一：公司不惧猪周期下行	15
3.2.1 低成本是第一道防线	15
3.2.2 较好的现金流是第二道防线	17
3.2.3 较强的偿债能力是第三道防线	18
3.3 温氏股份的强项之二：公司扩张能力较强	19
3.3.1 公司实施稳定出栏增长计划	19
3.3.2 公司肉猪繁育体系助力公司扩张	20
3.3.3 “温氏模式”+“优秀管理”促进稳健扩张	21
3.3.4 公司资金储备可支持扩张	23
4. 投资建议	23

插图目录

图 1：公司在全国广泛布局	4
图 2：公司肉鸡出栏量	5
图 3：公司肉猪出栏量	5
图 4：公司业务	6
图 5：养殖效益	7
图 6：《全国生猪生产发展规划（2016—2020 年）》	8
图 7：非洲猪瘟疫情分布图	9
图 8：非洲猪瘟疫情部分疫区解禁	10
图 9：全国生猪跨省调运量	10
图 10：仔猪与母猪价格	11
图 11：能繁母猪存栏量变化	11
图 12：生猪市场价（按 50 公斤主产品测算）	12
图 13：温氏模式	13
图 14：四种主流养殖公司经营模式	14
图 15：公司高效工厂化主场监控中心	15
图 16：猪价与养殖利润	16
图 17：全国生猪定点屠宰企业屠宰量	16
图 18：能繁母猪与生猪存栏量	16
图 19：公司生猪养殖成本	17
图 20：现金流量净额	17
图 21：现金及现金等价物总计	17
图 22：现金流量净额细分	18
图 23：资产负债率	18
图 24：流动比率	18
图 25：速动比率	19
图 26：现金比率	19

图 27：公司肉猪出栏计划	20
图 28：公司育种基地分布	20
图 29：种猪场环保工艺流程图	21
图 30：公司管理体系	22
图 31：公司信息化管理平台	22

表格目录

表 1：生猪养殖龙头出栏情况	6
表 2：关于整治生猪养殖环保问题的相关政策法规	8
表 3：推进规模化养殖的相关政策	8
表 4：规模生猪与散养生猪成本	12
表 5：公司过往非公开发行股票募集资金方案	23
表 6：公司盈利预测简表（截止 2019/2/15）	24

1. 猪鸡共舞，全国最大养殖公司优化全产业链

公司是我国最大养殖公司。1983年5月，原新兴县食品公司干部温北英停薪留职，联合温北英、温鹏程、温木桓、温金长、温湛、梁洪初、严百草、温泽星等七户八人自愿入股，每股1000元，共集资8000元，牵头创办了勒竹畜牧联营公司。而当时这个不起眼的新兴县勒竹镇养鸡场便是温氏集团的前身。1993年，经政府批准，成立了股份合作制的温氏食品集团有限公司，并在1994年更名为东温氏食品集团有限公司。2011年3月8日，公司旗下子公司广东大华农动物保健品股份有限公司（大华农，300186）在深圳创业板挂牌交易。2012年，公司由有限责任公司整体变更为股份有限公司。2015年，经中国证监会同意，公司通过换股方式吸收合并大华农并申请创业板上市。公司的主要业务为肉鸡、肉猪的养殖和销售，主要产品为商品肉鸡和商品肉猪。公司经过30多年的发展，目前已成为中国最大的养殖公司，市值超过1300亿元。2017年，公司已在全国20多个省（市、自治区）拥有262家控股公司、5.54万户合作家庭农场、5万多名员工。

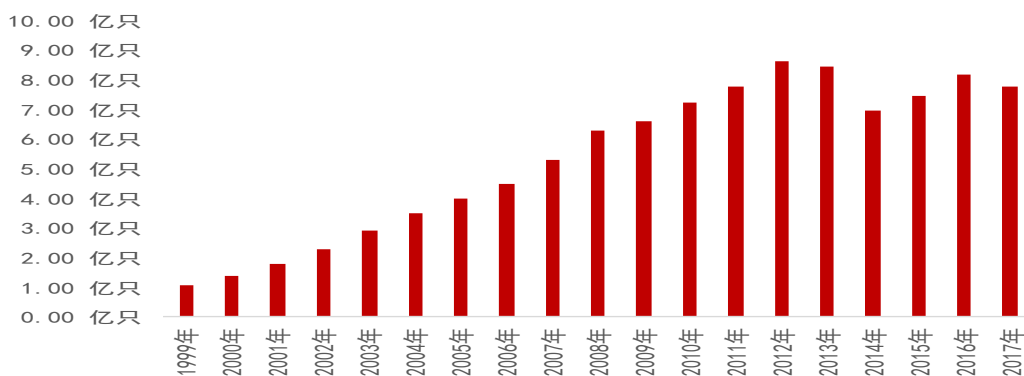
图 1：公司在全国广泛布局



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

全球规模最大的黄羽肉鸡供应商。我国肉鸡生产呈现较明显的区域性分布特征，主要生产地为华东、华北、华南等区域。这主要与鸡肉的地域性消费习惯、饲养条件优势和地方政策支持等因素有关。我国北方多生产和消费白羽肉鸡，南方多生产和消费黄羽肉鸡。其中，两广地区是中国优质黄羽鸡的主要生产区和消费区。公司起于华南地区，继承了得天独厚的肉鸡产业环境。公司培育的优质黄羽肉鸡配套系有20多个，几乎覆盖了优质鸡市场所有的品种类型。2016年，公司在肉鸡业务方面有12个区域公司，68个一体化公司遍布重工业16个地区（省、市、自治区）。目前，温氏肉鸡上市规模目前为全国最大，世界排名第五，黄羽肉鸡规模世界排名第一。2017年，公司黄羽肉鸡出栏量为7.76亿只，约占全国黄羽肉鸡出栏量20%，约占全国肉鸡出栏量9%，约占香港市场约35%。肉鸡业务贡献收入为31.56亿元，占公司营收31.56%。

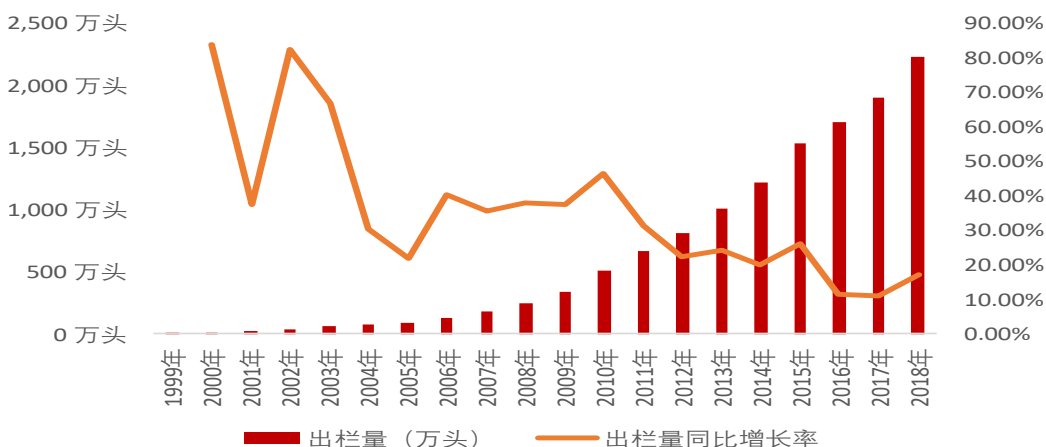
图 2：公司肉鸡出栏量



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

全国规模最大的肉猪供应商。公司从1997年开始发展肉猪养殖业务，历时16年，在2013年实现肉猪出栏量突破1000万头。当前，温氏肉猪上市规模为全国最大，全球排名第二。2016年，公司年产各类种猪约100万头，占全国市场份额6%。2018年，公司肉猪出栏量为2,229.70万头，同比增长17.10%，公司肉猪养殖业务贡献收入为329.45亿元。

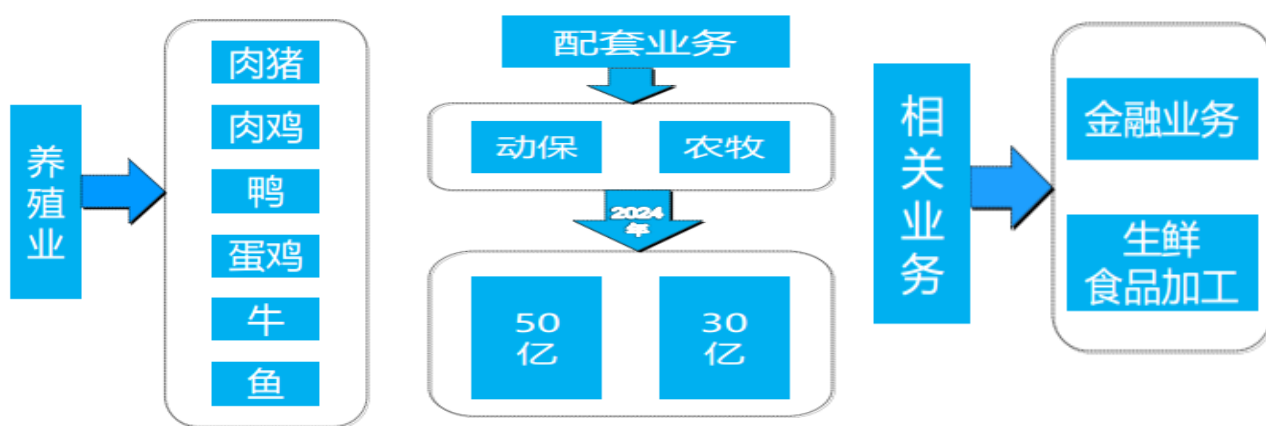
图 3：公司肉猪出栏量



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

养殖龙头优化完善全产业链。公司坚持以畜牧业为主业，完善产业配套。畜牧业务除肉猪和肉鸡养殖外，其他养殖业务包括奶牛、肉鸭、蛋鸡、肉鸽等。作为全国最大养殖公司，温氏股份还发展相关配套业务，例如现代农牧装备制造、兽药生产。此外，公司还大力发展相关业务，例如金融业务、生鲜食品加工业务等。温氏股份不断优化完善自身产业，增强自身实力，全力打造“百年温氏”老店。

图 4：公司业务



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2、规模化养殖大势所趋，猪周期寒冬将尽

2.1 养殖行业规模化是大势所趋

中国畜禽养殖行业市场规模庞大。2015 年，中国生猪出栏量为 7.24 亿头，牛出栏量为 5003.37 万头，羊出栏量为 2.95 亿只、家禽出栏量为 119.97 亿只。如果仅从出栏量或许还不能说明中国养殖市场的规模庞大，那可以通过以下方式去说明。2017 年，中国猪肉产量为 5451.80 万吨，如果按照中国 2017 年生猪平均价去测算，中国在生猪方面的市场规模就达到 8000 亿元。此外，如果按照中国 2015 年的家禽平均价测算，中国在家禽方面养殖的市场规模接近 1400 亿元。如果加上牛和羊的市场规模，中国畜禽养殖业的规模或接近万亿，因此，中国畜禽养殖的市场规模是比较庞大的。

中国生猪养殖市场集中度较低，养殖散户占比较大。虽然市场规模庞大，然而，中国生猪养殖业的集中度较低。根据《全国生猪生产发展规划（2016—2020 年）》，2014 年，我国出栏 500 头以上规模养殖比重为 42%，规模养殖场占比不高。2018 年，全国生猪出栏量为 68383 万头，四大生猪养殖公司生猪出栏量为 4101.76 万头，占全国生猪出栏量 6.00%。从规模养殖场占比与龙头公司生猪出栏量占比可以知道，对于规模养殖场而言，中国生猪空间还是比较广阔的。

表 1：生猪养殖龙头出栏情况

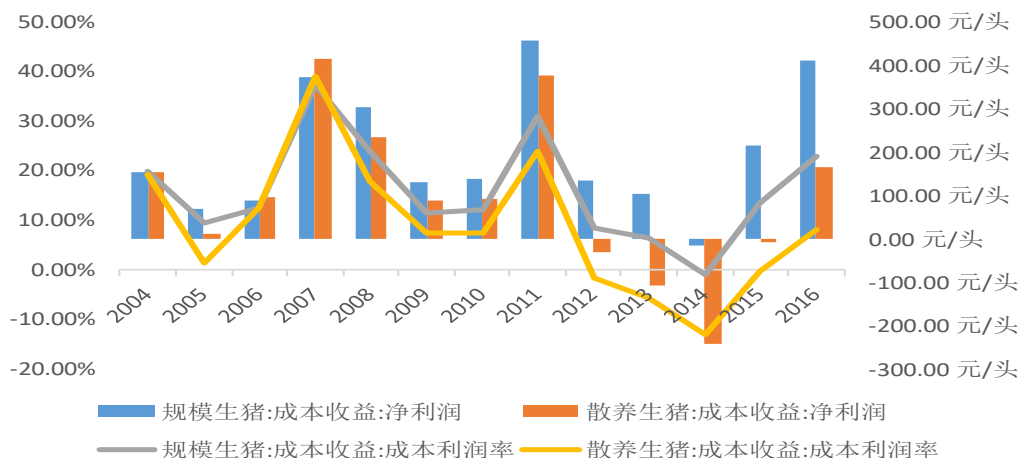
公司	2017 年商品猪出栏量（万头）	同比增长率	2018 年累计出栏量（万头）	同比增长率
温氏股份	1904.17	11.18%	2229.7	17.10%
牧原股份	723.70	132.41%	1101.1	52.15%
正邦科技	342.25	51.14%	553.99	61.87%
天邦股份	101.42	74.86%	216.97	113.93%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

养殖散户经济效益较低。部分养殖散户在养殖技术方面没有经过专业的培训和研究，导致其在养殖技术方面较规模养殖场有一定的落后。而这种落后的养殖技术直接体现在其养殖的效益上。2016 年，散养生猪每头净利润为 163.93 元，其成本利润率仅为 7.99%；

而规模生猪养殖场每头净利润为 413.69 元，成本利润率则为 22.86%。生猪养殖散户的低效益或许就是造成其无法对养殖产生的废弃进行处理的原因之一，环保意识担保或许也是原因之一。

图 5：养殖效益

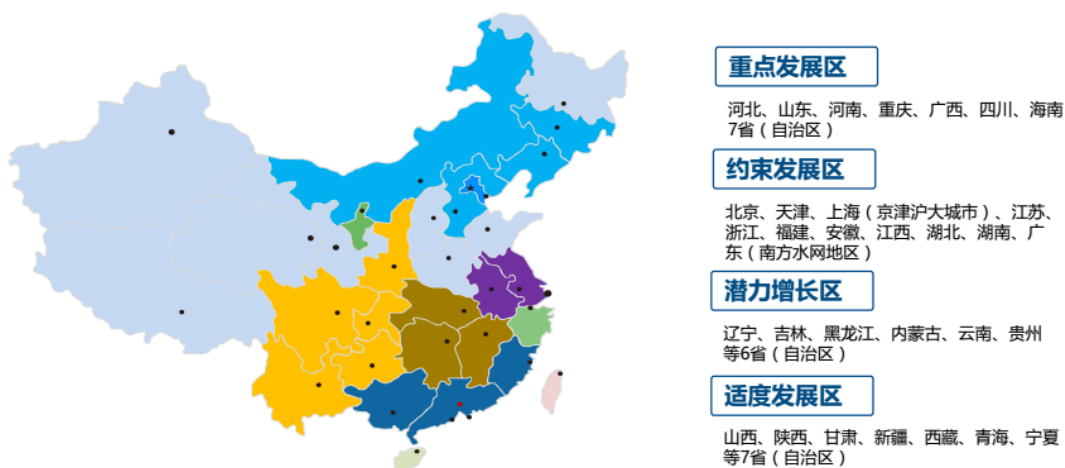


资料来源：wind，东莞证券研究所

生猪养殖业环保问题严峻。根据相关报道指出，畜牧业的温室气体排放量占全球温室气体排放量的 18%。中国在《国家应对气候变化规划（2014-2020）》这一国家专项规划指出，确保实现 2020 年碳排放强度比 2005 年下降 40%-45%。此外，据农村农业部公告，目前生猪粪便产生量超过 6 亿吨，约占畜牧业粪便总量的 1/3，综合利用率不足一半。生猪养殖粪便特别是污水产生量大，处理成本高，污染治理难度大。随着规模化、集约化程度不断提高，农牧结合不紧密和区域布局不合理等问题逐步显现，生猪养殖与环境保护矛盾日益突出，特别是南方水网地区等环境敏感区环境保护压力加大，生猪生产绿色发展面临严峻挑战。

政府决心整治生猪养殖环保问题。生猪养殖造成的环保问题严峻，同时也制约了生猪养殖行业的健康发展。为此，政府决心整治该问题。2013 年，政府颁布了《畜禽规模养殖污染防治条例》，明确划定了禁止养殖的区域，要求禁养区域内严禁畜禽养殖活动，在禁养区的养殖场，无论证照是否齐全，均必须限期自行搬迁或关闭。此外，为加快生猪产业转型升级和绿色发展，保障猪肉产品有效供给，农村农业部制定了《全国生猪生产发展规划（2016—2020 年）》。《规划》提出了四条基本原则，转变方式，提质增效；优化布局，绿色发展；龙头带动，产业融合；消费引领，政策支持。同时《规划》结合各地生产发展基础、环境承载能力、资源禀赋、消费偏好和屠宰加工等因素，将全国划分为重点发展区、约束发展区、潜力增长区和适度发展区 4 个区域。随着相关环保政策的颁布与实施，生猪养殖行业生猪养殖环境保护制度更加严格。同时，也因为环保制度的严格，在全国范围掀起了了一场对危害环境保护的养殖场的整治运动，国内多个低效益、环保不达标的养猪场被拆迁。此外，由于 2018 年开始实施的《中华人民共和国环境保护税法》，会对一定当量的养殖动物实施征税。《税法》的实施增加了低效益养殖户的成本负担。因此，在猪周期下行阶段，低效益的养殖散户以及小企业面对高压的环保政策，与盈利空间收窄，选择退出养殖市场。

图 6：《全国生猪生产发展规划（2016—2020 年）》



资料来源：政府公告、公司公告，东莞证券研究所

表 2：关于整治生猪养殖环保问题的相关政策法规

时间	政策
2013 年	《畜禽规模养殖污染防治条例》
2014 年	新《环保法》
2015 年	《水污染防治行动计划》（水十条）
2015 年	《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》
2016 年	《土壤污染防治行动计划》
2016 年	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》
2016 年	《“十三五”生态环境保护规划》
2016 年	《中华人民共和国环境保护税法》
2017 年	《关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》
2018 年	《畜禽规模养殖场粪污资源化利用设施建设规范（试行）》
2018 年	《关于做好 2018 年畜禽粪污资源化利用项目实施工作的通知》

资料来源：政府公告，东莞证券研究所

养殖规模化是大势所趋。从经济效益到环保问题，都显示养殖散户的劣势，因此，推到养殖业的规模化进程是经济社会的选择。因此，为加快推进养殖业规模化进程，相关政策也陆续出台。例如在《国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见》提到，要进一步提高畜牧业的规模化、标准化、产业化的程度，使畜牧业向环境友好型转变。在《中共中央办公厅、国务院办公厅印发关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见的通知》中提到提出鼓励农业产业化龙头企业等涉农企业带动农户和农民合作社发展规模经营；引导工商资本发展良种种苗繁育、高标准设施农业、规模化养殖等适合企业化经营的现代种养业；支持农业企业与农户、农民合作社建立紧密的利益联结机制，实现合理分工、互利共赢。这些政策都在积极推动养殖行业走向规模化，提升养殖的经济效益。因此，养殖规模化是大势所趋。

表 3：推进规模化养殖的相关政策

年份	政策
2007 年	《国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见》
2008 年	《农业部全国生猪优势区域布局规划 》
2010 年	《国务院关于支持农业产业化龙头企业发展的意见》
2010 年	“《农业部关于加快推进畜禽标准化规模养殖的意见》”
2010 年	《全国畜牧业发展第十二个五年规划（2011-2015 年）》
2014 年	《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见的通知》
2014 年	《国土资源部、农业部关于进一步支持设施农业健康发展的通知》

资料来源：政府公告，东莞证券研究所

2.2 非洲猪瘟疫情影响生猪调运，猪周期寒冬将尽

非洲猪瘟容易造成养殖户经济损失。自 2018 年 8 月初我国首次发现非洲猪瘟以来，截至 2019 年 2 月 15 日，全国有 26 地区（省、自治区、直辖市）发生 111 例非洲猪瘟疫情。非洲猪瘟虽然对人致病，然而非洲猪瘟对养殖户造成较大的经济损失。由于所有品种和年龄的猪均可感染非洲猪瘟，发病率和死亡率最高可达 100%，健康猪与患病猪或污染物直接接触是非洲猪瘟最主要的传播途径，因此，一旦发现疫情就必须果断采取扑杀措施。目前，因为非洲猪瘟累计扑杀生猪近 100 万头。当前对非洲猪瘟已经纳入我国强制扑杀补助范围，并对此次强制扑杀的生猪平均给予 1200/头的补助。目前散养生猪的养殖总成本约为 2000 元/头、规模生猪的养殖总成本约为 1800 元/头。因此，即使有一定补助，被强制扑杀生猪养殖户也是受到一定的经济损失。此外，在受威胁区内关闭生猪交易市场也会造成养殖户的经济损失。

图 7：非洲猪瘟疫情分布图



资料来源：政府公告，东莞证券研究所

生猪调运收到严重影响。根据《非洲猪瘟防治技术规范（试行）》指示，疫点是发病家猪或野猪所在的地点；疫区是由疫点边缘向外延伸 3 公里的区域。受威胁区是由疫区边缘向外延伸 10 公里的区域。对有野猪活动地区，受威胁区应为疫区边缘向外延伸 50 公里的区域。在疫点及疫区内，扑杀并销毁疫点内的所有猪只，并对所有病死猪、被扑杀

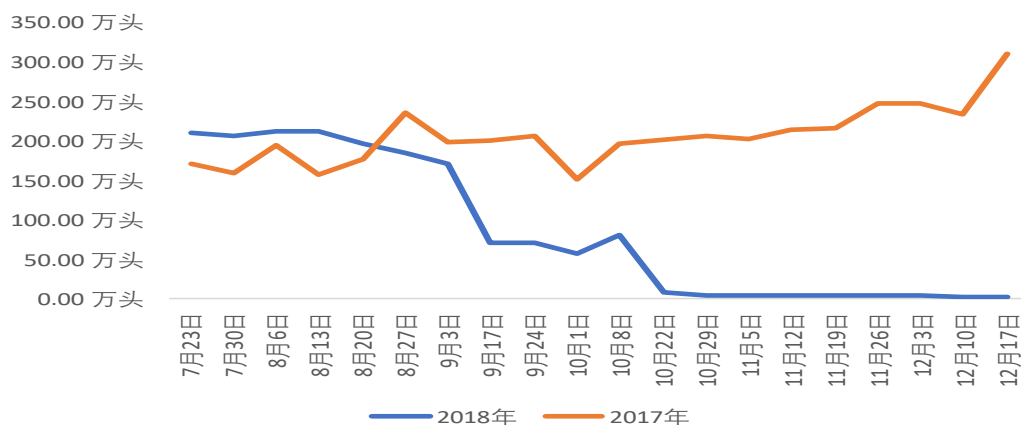
猪及其产品进行无害化处理。对受威胁区采取禁止易感动物出入和相关产品调出，相关产品调入必须进行严格检疫，关闭生猪交易市场等措施。此外，根据《关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》要求，出现 2 起及以上疫情的省市，暂停生猪调出；《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》要求，与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省。全国生猪调运受到严重影响，生猪调运量大幅下降。从 9 月 17 日起，一周内全国生猪跨省调运量就出现大幅下降，为 71.18 万头，而 2017 年同期调运量为 200.86 万头。10 月 18 日，国务院通知运输生猪等活畜禽的车辆不再享受鲜活农产品“绿色通道”，全国生猪调运遭到严重“打击”。2018 年 10 月 8 日，全国生猪跨省调运数量为 80.73 万头，然而，2018 年 10 月 22 日，全国生猪跨省调运数量仅为 8.73 万头，环比大幅下降 89.19%。截止 2018 年 12 月 30 日，全国一周内生猪跨省调运量仅为 6.87 万头，2017 年同期为 312.24 万头。

图 8：非洲猪瘟疫情部分疫区解禁



资料来源：政府公告、东莞证券研究所

图 9：全国生猪跨省调运量

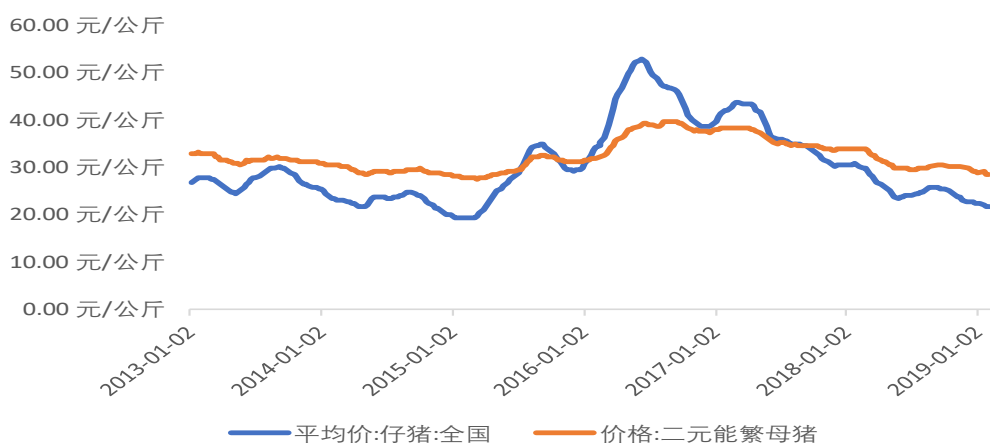


资料来源：政府公告、东莞证券研究所

行业产能加速下降。2018 年上半年，生猪价格出现大幅下跌，最大跌幅为同比下降 36.67%，并在今年 5 月份创下年内最低价。2018 年生猪价格的大幅下跌，导致猪粮比一度低至 5.13 倍（行业盈亏平衡线为 5.50 倍），行业出现亏损。部分养殖户因亏算淘汰落后母猪，

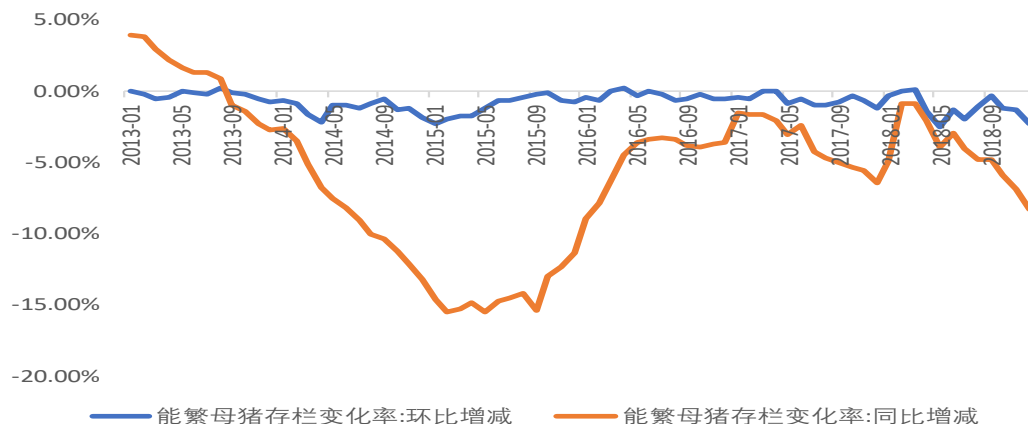
甚至出现淘汰能繁母猪与仔猪。今年上半年，二元能繁母猪存栏量最大环比下降为 2.5%，最大同比下降为 3.90%。2018 年 5 月下旬开始，因市场上大猪阶段性出清，生猪价格有所回升，能繁母猪存栏量下降幅度有所收窄。然而，自八月开始，非洲猪瘟疫情在我国多个地区出现。因非洲猪瘟疫情，生猪调运受到限制。主产区养猪散户担心经济效益受损，开始加速抛售仔猪与能繁母猪，补栏意愿下降，退出生猪养殖市场。其中，能繁母猪存栏量在 10 月份同比下降 5.90%，环比下降 1.20%。此外，仔猪和能繁母猪的价格走势从 2017 年下半年开始，呈现一个下降的趋势。仔猪与能繁母猪价格的下降趋势可以反映出当前生猪养殖市场对能繁母猪以及仔猪的需求明显下降。仔猪与能繁母猪是商品猪的根本，生猪养殖市场的仔猪与能繁母猪价格不断下跌，能繁母猪的存栏量加速下降，都意味着市场上仔猪与能繁母猪的数量在下降，市场上生猪产能在加速下降。

图 10：仔猪与母猪价格



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 11：能繁母猪存栏量变化

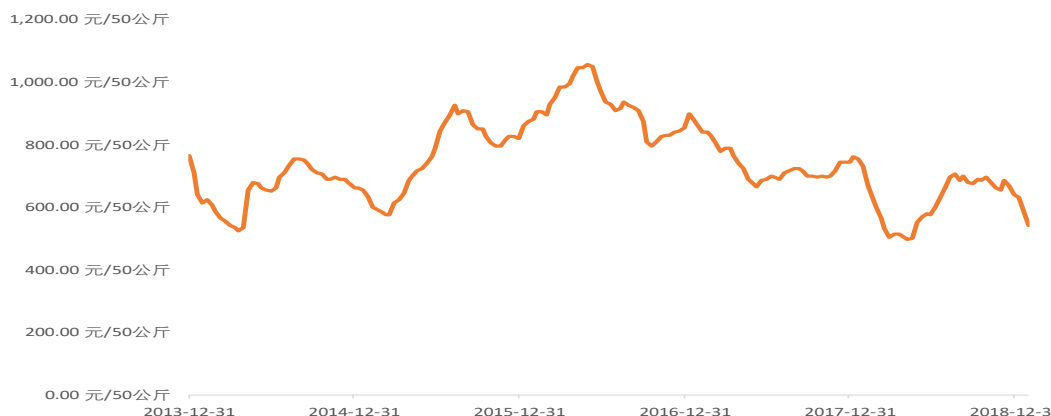


资料来源：wind、东莞证券研究所

猪周期寒冬将尽。从成本收益上看，按 50 公斤主产品计算，2018 年，全年平均价格约为 629 元。2011 年-2016 年，规模生猪总成本（50 公斤主产品）最低为 652.39 元，散养生猪最低为 693.21 元。当前的生猪价格远低于产品现金成本，行业处于深度亏损。从产能上看，在猪周期下行阶段，环保问题、非洲猪瘟疫情、生猪调运受阻等一系列问

题导致生猪养殖市场补栏意愿下降，仔猪与能繁母猪价格持续下行，能繁母猪存栏量环比同比都出现下滑，生猪存栏量出现明显下降，按照仔猪到生猪出栏每半年时间一批测算，2019 年下半年育肥猪供应下降，猪肉供应受到影响，猪肉市场或步入上涨周期，猪周期反转。

图 12：生猪市场价（按 50 公斤主产品测算）



资料来源：wind、东莞证券研究所

表 4：规模生猪与散养生猪成本

时间	规模生猪:成本收益:总成本(元/50 公斤主产品)	散养生猪:成本收益:总成本(元/50 公斤主产品)
2011 年	652.39	693.21
2012 年	689.35	767.23
2013 年	698.07	793.71
2014 年	678.01	785.73
2015 年	677.03	783.05
2016 年	754.37	860.14

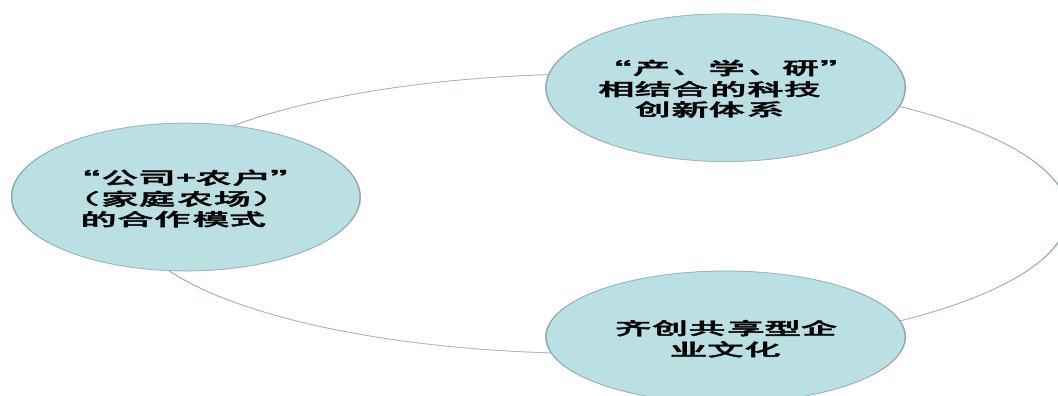
资料来源：wind，东莞证券研究所

3、温氏股份的“一核心二强项”

3.1 温氏股份的真正核心

“温氏模式”才是真正核心。当我们去分析公司的时候，发现公司有很多优点，例如负债相对较低、环保措施较好……等等。然而，当进一步分析这些优点，从而发掘出能使公司做大做强原因时，发现很多的优点并不是“原因优点”而是“结果优点”，即这些优点是因为更加深层次的因素才产生的，从而日积月累，使公司不断壮大。所谓“原因优点”，即是核心原因，是公司一切能轻易发现的优点的起始点。公司从 1983 年起步，历经多番考验与波折，当前成为国内第一大养殖公司，总有一样使其收获如此成就的原因。当经过重重分析后，我们认为，公司能获得今天的成就，其主要的原因是公司一直坚持的“温氏模式”。只有对“温氏模式”获得一定理解后，才能更加深入分析公司，明白公司的优势。

图 13：温氏模式



资料来源：公司资料、东莞证券研究所

“温氏模式”解析：

“公司+农户（家庭农场）”的合作模式：公司在发展过程中，“公司+农户”逐步升级为“公司+农户（家庭农场）”的合作模式。公司统一供种、统一防疫、统一进苗、统一用料、和统一销售，形成了完整的产、供、销一体化产业链，实现了公司和农户（家庭农场）双方优势互补与合作共赢。

“产、学、研”相结合的科技创新体系：公司实施创新驱动的发展战略，实行科技创新激励机制，“产、学、研”三者有机结合，在生产技术、信息技术、食品安全、环境保护等方面取得丰硕成果，各项技术指标均处于行业领先地位。

“齐创共享型的企业文化”：公司秉承“精诚合作，齐创美满生活”的企业文化理念，齐心协力，开拓进取，将公司事业不断做大做强；与此同时，建立了合理的利益分配机制，共享企业成长和行业发展成果。公司的合作农户（家庭农场）、供应商、客户的合作信心充足，合作关系稳定牢固；员工、股东的忠诚度和创业积极性非常高，企业凝聚力非常强，公司稳健持续发展。

“温氏模式”不等于“公司+农户”。1986年，勒竹鸡场租用榄根乡砖瓦窖，同时扶持榄根乡办的集体鸡场，此鸡场由何凤林承包，他便成为“温氏”的第一个合作养户。这此，温氏股份便开始“公司+农户”的合作模式。为适应行业与公司的发展，“公司+农户”模式转变为“公司+农户（家庭农场）”，合作模式实现进一步升级。目前，中国有四种主流的养殖公司模式：散养模式、松散型“公司+农户”、紧密型“公司+农户”、公司自繁自养。温氏股份主要采取的是紧密型“公司+农户”模式：农户作为公司养殖产业链条的一环，通过委托养殖合同协议约定，按分工合作方式进行生产，按内部流程定价和核算方式计算收益。虽然紧密型“公司+农户”的合作模式为温氏股份的发展带来多种好处，然而，需要强调的是，紧密型“公司+农户”并不等于“温氏模式”，“公司+农户”只是“温氏模式”的其中一个方面。

图 14：四种主流养殖公司经营模式

项目	散养模式	松散型“公司+农户”	紧密型“公司+农户”	公司自繁自养
模式的主要内容	散养户利用自有劳动力和场地进行小规模养殖，负责养殖过程中的所有环节	公司与农户之间只是一种简单的产销关系，相互之间的定价按照市场定价或参考市场定价。两种之间没有严格明确的合作关系和约束力。	农户作为公司养殖产业链条的一环，通过委托养殖合作协议约定，按分工合作方式进行生产，按内部流程定价和核算方式计算收益，公司与农户密不可分。	公司建设养殖基地并雇用劳动力进行规模化养殖，负责养殖过程中的所有环节
规模扩张	难以实现快速扩张	实现规模快速扩张具有瓶颈	易于实现快速扩张	实现规模快速扩张具有瓶颈
疫病防治	疫病防治水平普遍较低	农户接受公司技术防疫的指导，但封闭性较差，难以有效防范疫病	公司制定统一的疫病防疫标准，并提供疫病控制指导，可较大幅度地杜绝疾病的传播	公司制定统一的疫病防疫标准，可较大幅度地杜绝疾病的传播
产品质量和安全	无法保持产品质量的一致性，出现问题肉的概率较高	难以实施统一饲养管理，存在产品安全风险	严格实施统一饲养管理，易于控制质量	严格实施统一饲养管理，易于控制质量

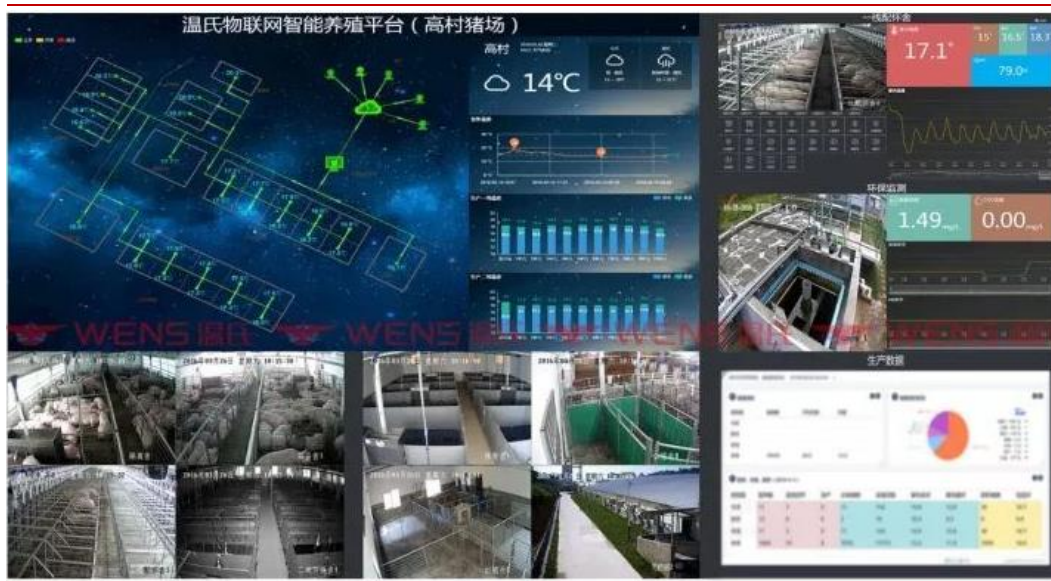
资料来源：公司公告、东莞证券研究所

合作共享是“温氏模式”的精髓。“公司+农户”的合作经营模式是一种较容易被采用的养殖模式。虽然该模式采用者交到，然而，通过该模式做成功的公司并不多。因为“公司+农户”的养殖模式是一种契约合作模式，一旦涉及合作，利益分配问题都会是关注的重点。只有当利益分配方案被各方通过，才会有下一步的合作协议签订与遵守协议。1989年6月后，肉鸡市场深度疲软，养户的鸡卖不出好价钱。为了养户的利益，勒竹鸡场采取对养鸡农户保价回收肉鸡的措施，开创了运用综合效益促进产品流通的先河。温氏股份之所以能长期与农户保持良好的关系，靠的正是“温氏模式”中植入的“齐创共享型企业文化”，通过建立合理的利益分配机制，平衡公司与合作农户的双方利益，相互合作，相互促进。2009年，公司合作农户数为4.3万户；2013年，与公司合作种养的农户达5.46万户；截止2018年上半年，公司合作农户数为5.54万户。可见，在“齐创共享型”企业文化下，公司与农户保持紧密的合作，公司业务不断做大。

“产、学、研”相结合支持“温氏模式”。在“齐创共享型”的企业文化下，通过“公司+农户（家庭农场）”的合作模式，实现公司的基本生产环节，同时也能解决公司的扩张问题。然而，要实现与农户的合作，最关键的是要平衡双方效益。农户的效益太少，农户不愿意合作；公司效益太少，公司无法运营，因此，效益问题是关键。而提升效益问题的最直接的方式是在生产过程中采用先进的技术。1992年，温氏股份就开始高校合作研究，通过这些合作把最先进的农业技术应用到养殖生产。2010年，公司决定实施“倍增计划”。传统的肉鸡饲养都是采用人工饲养，人工饲养劳动量大，效率低，人均饲养能力为每批3000-5000只鸡。实施“倍增计划”后，公司鼓励农户使用一系列自动化机械设备，人均饲养量每批可达10000只以上，生产效率大幅提高。当前，温氏股份不仅在研发和建设高效化猪场与家庭农场，并且积极探索物联网技术，推广智能化养殖模式。公司的合作农户（或家庭农场）也全部被纳入信息化管理。公司通过掌握合作农户（或家庭农场）饲养环节的生产数据，对合作农户（或家庭农场）饲养的每一批产品建立了完整的数据档案，使得公司能够有效指导合作农户（或家庭农场）科学养殖，实现产品从投放到出栏的全方位跟踪管理。从而提高公司整体生产管理水平，促进合作农户收益增长。一条4万规模高效猪场生产线仅需10名养殖人员，比传统大线模式减少13人，大幅降低了养殖劳力需求与成本。这是公司坚持“产、学、研”相结合的科技创新体

系”，公司合作农户的户均收益从 2009 年的 3.6 万元上升至 2013 年的 6.92 万元，农户的收益大大增加。农户的收益增加，公司的合作农户数亦随之而增加，公司的生产规模也快速扩张，实现相互促进，相互发展。

图 15：公司高效工厂化猪场监控中心



资料来源：公司资料、东莞证券研究所

总结：“温氏模式”不等于“公司+农户”，“温氏模式”包含三个因素：“公司+农户（家庭农场）”的合作模式、“产、学、研”相结合的科技创新体系、齐创共享型的企业文化。

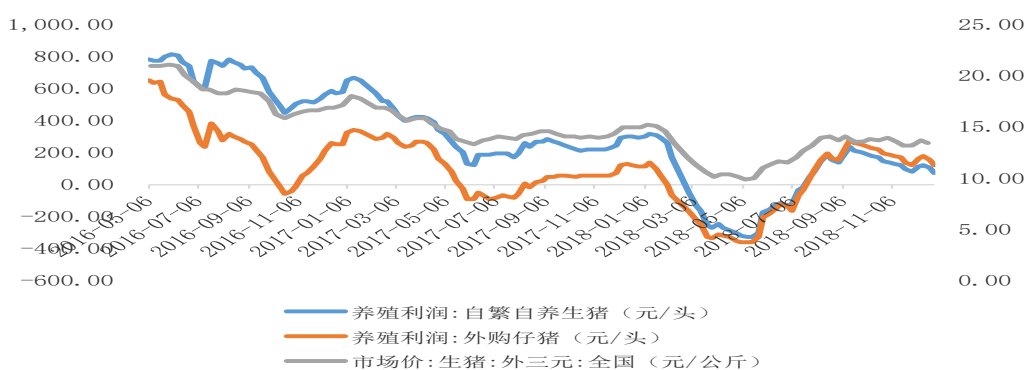
“温氏模式”的践行方式是：公司秉承齐创共享型的企业文化，通过“公司+农户（家庭农场）”的合作模式，进行产品生产与业务扩张。同时，公司创建“产、学、研”相结合的科技创新体系，将收入投入到技术研发中，并将先进技术应用到公司的生产经营中，提升公司的生产效益，从技术层面上支持齐创共享型的企业文化，从而有效维护公司与农户之间的合作关系，实现公司的稳步发展。三个因素，相辅相成，缺一不可。当我们理解了“温氏模式”后，我们就可以对公司进行分析，因为以下的分析将是基于“温氏模式”的延伸。

3.2 温氏股份的强项之一：公司不惧猪周期下行

3.2.1 低成本是第一道防线

2018 年，猪价大跌，生猪市场苦不堪言。在猪周期下行阶段的最大特征就是生猪价格持续且大幅下跌。2018 年，生猪价格出现大幅下跌。导致生猪价格下降原因主要涉及两方面，一方面，由于前期猪价处于高位，刺激了 2016 年、2017 年生猪的补栏，特别是大型养殖企业产能扩张较快，使得 2018 年以来猪肉市场供给明显增加。另一方面，我国猪肉的消费具有较强的季节性，春节之后猪肉的消费趋弱。此外，春节前华东、华中先后出现两次大范围的明显降雪，北猪南运受阻，出栏的延后导致节后供给量加大，特别是体重大、肥肉率偏高的大猪偏多，也加剧了猪价的下跌。生猪价格从年初的 15.20 元/公斤，一度跌至 9.90 元/公斤，跌幅达到 35%。猪价下跌导致养殖场出现亏损时长达四个月，如果从完全成本计算，养殖户的亏损时间或将超过四个月。

图 16：猪价与养殖利润



资料来源：wind、东莞证券研究所

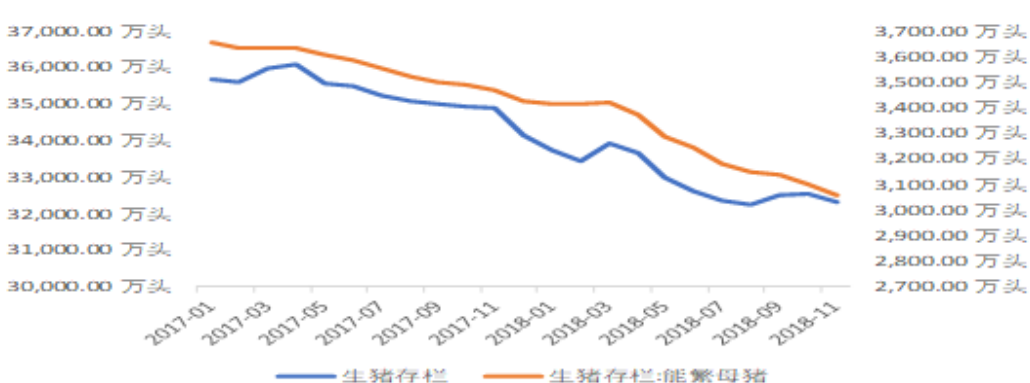
养殖户深度亏损后，补栏意愿下降，养殖户逐渐退出养殖市场。根据数据显示，从2018年6月到2018年10月全国生猪定点屠宰企业屠宰量每月维持在1950万头的水平，高于2017年同期水平。虽然屠宰量维持在相对较高的水平，然而，生猪存栏量与能繁母猪存栏量持续下降，因此，可以说明在深度亏损后，养殖户不断退出市场。

图 17：全国生猪定点屠宰企业屠宰量



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 18：能繁母猪与生猪存栏量

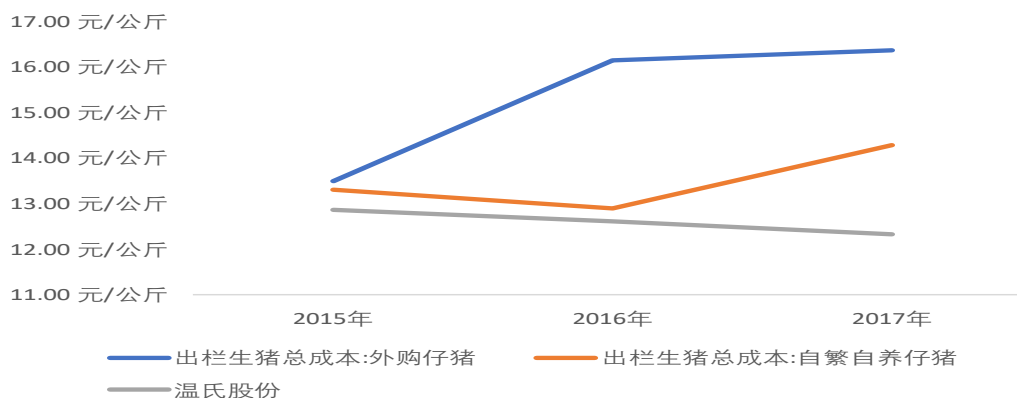


资料来源：wind、东莞证券研究所

受益于新技术，公司成本低于行业水平。得益于公司创建的“产、学、研相结合的科技创新体系”，公司坚持研发先进技术，并且通过采用先进技术降低公司成本。首先育种

方面，公司研发并应用种猪全基因组选择技术，采用高密度基因芯片分型和基因组简化测序的方法，建立猪全基因组信息数据库。通过关联分析，建立遗传评估模型。将全基因组选择遗传和表型遗传评估结合，开展杜洛克猪专门化品系选育。采用该技术后，可以在早期选择的实现大大提高了育种效率，节约育种成本，多种方法结合选种，使得选种准确性大大提高。使得公司杜洛克猪在饲料转化率、瘦肉率、生长速度等方面在短期内可取得更大的遗传进展。其次，在养殖环节公司建设并推广高效养殖场。高效养殖场采用高度集中布局，一条生产线由原先 4-8 栋舍集成 1-2 栋舍；通过自动化设备实现一条 4 万规模高效猪场生产线仅需 10 名养殖人员，比传统大线模式减少 13 人。此外，在饲料方面，集团层面有采购中心集中采购原料。一是通过集团大规模采购获得价格优势；二是在低价时签订长期合同，锁定成本；三是根据农产品价格波动的季节性进行战略性采购；四是灵活调整配方，公司拥有先进的饲料配方技术，可使用其他原料科学替代，如玉米价格高的时候，就用小麦、高粱等进行替代。在质量把控上，主要向大型供应商采购，在运输等环节全程跟踪，保证原料质优、价低。目前，公司生猪产品的完全成本为 6 元/公斤，部分管理成熟的分公司其产品成本可以达到 5.6 元/公斤，低于行业平均水平。

图 19：公司生猪养殖成本



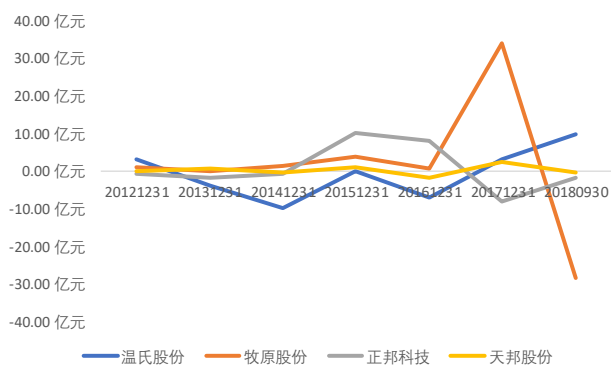
资料来源：wind、公司公告、东莞证券研究所

3.2.2 较好的现金流是第二道防线

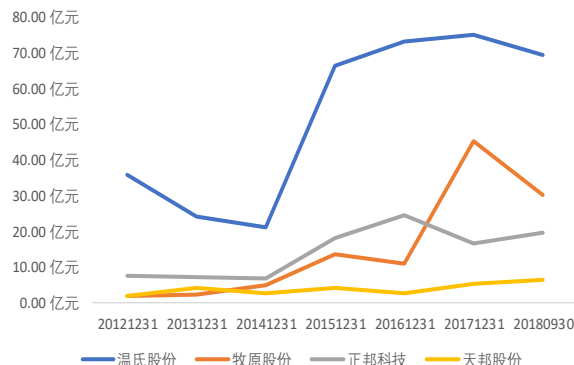
公司现金流量及现金储备保持较好的情况。从现金流量净额上看，截止 2018 年第三季度，公司现金流量净额为 10 亿元，处于行业领先水平。从现金流量净额历史上看，公司 2017 年同期现金流量净额为-0.17 亿元，2018 年上半年面对生猪价格大幅下滑的环境，公司现金流量净额为 0.71 亿元，仍有剩余。从现金流量净额细分结构上看，2018 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额维持正流入水平，表示公司主营业务经营正常；投资活动产生的现金流量净额与筹资活动产生的现金流量净额虽为负值，然而，除了公司需要偿还部分债务外，公司主要投资部分为在固定资产上。从现金及现金等价物总数上看，截至 2018 年前三季度，公司持有的现金及现金等价物总计约 69.54 亿元，2017 年同期为 53.82 亿元，处于行业领先水平。从现金流量净额与现金及现金等价物总量上看，公司目前现金储备量在行业中处于优势位置。

图 20：现金流量净额

图 21：现金及现金等价物总计

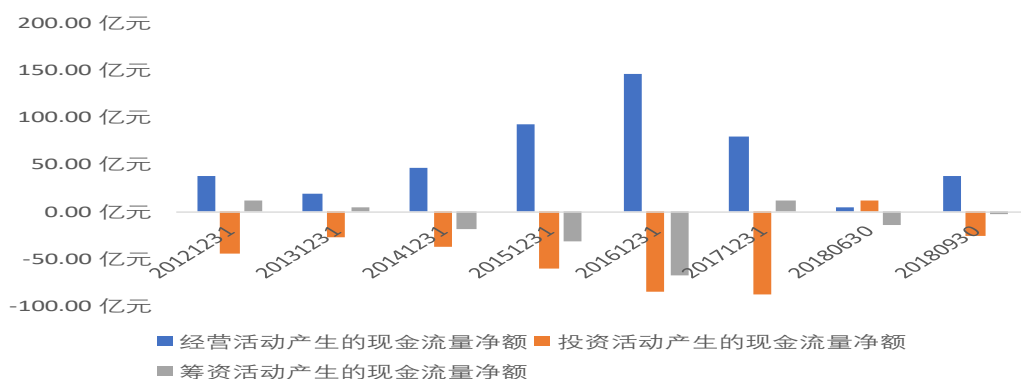


资料来源: wind, 东莞证券研究所



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 22: 现金流量净额细分



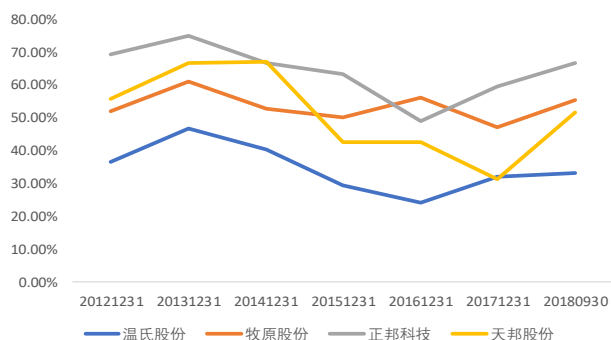
资料来源: wind, 东莞证券研究所

3.2.3 较强的偿债能力是第三道防线

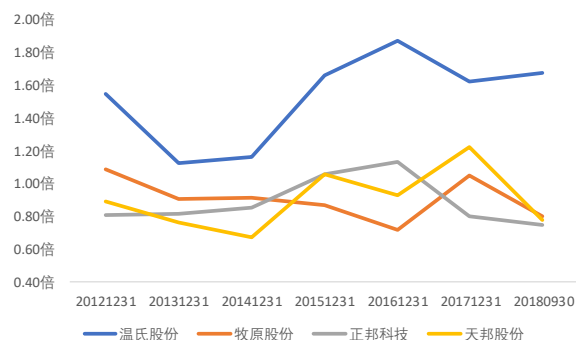
长短期偿债能力都处于行业领先水平。从长期偿债能力上看, 得益于“温氏模式”中的“公司+农户(家庭农场)”的合作模式, 在育肥过程中需要的大量土地以及固定资产等重资产主要由合作农户完成。通过这种合作模式, 公司减少了对固定资产投资并降低了债务负担。截止 2018 年前三季度, 公司资产负债率为 33.23%, 处于行业较低水平。从短期偿债能力上看, 截止 2018 年前三季度, 公司流动比率为 1.67 倍, 速动比率为 0.69 倍, 现金比率为 0.18 倍, 三项指标都处于行业领先水平。总结: 公司的较低负债率表明公司在长期偿债压力方面相对不高; 而较高的流动比率、速冻比率、现金比率则体现公司面对短期偿债压力有将强的应对能力。

图 23: 资产负债率

图 24: 流动比率



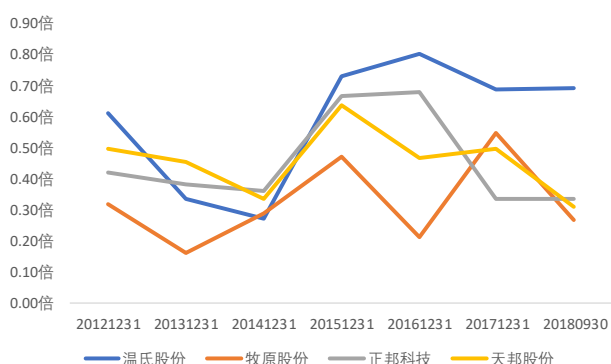
资料来源：wind，东莞证券研究所



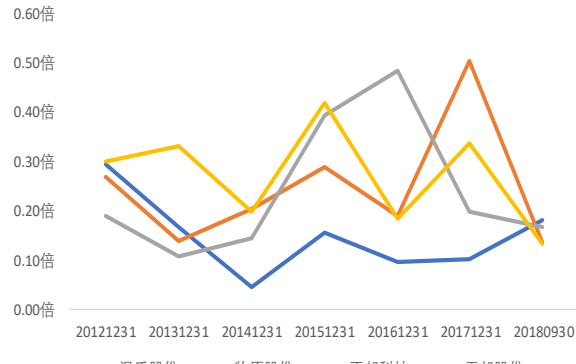
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 25：速动比率

图 26：现金比率



资料来源：wind，东莞证券研究所



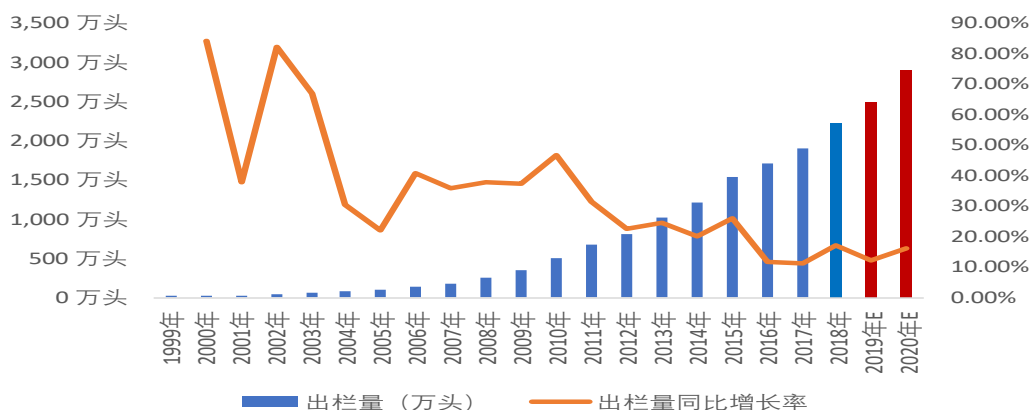
资料来源：wind，东莞证券研究所

3.3 温氏股份的强项之二：公司扩张能力较强

3.3.1 公司实施稳定出栏增长计划

公司有较为稳健的生猪出栏计划。根据公司首期限限制性股票激励计划内容，有三期解锁条件，其中对商品猪出栏量的要求是：第一个解锁期，2018 年度商品肉猪销售头数较 2017 年度商品肉猪销售头数的增长率不低于 12%；第二个解锁期，2019 年度商品肉猪销售头数较 2017 年度商品肉猪销售头数的增长率不低于 30%；第三个解锁期，2020 年度商品肉猪销售头数较 2017 年度商品肉猪销售头数的增长率不低于 55%。公司 2017 年生猪出栏量为 1904.17 万头，如果要完成解锁，在出栏量方面，公司 2018 年-2020 年的出栏量分别不少于 2132.67 万头、2475.42 万头、2951.46 万头。在非洲猪瘟疫情常态化的时期，公司提出 2018-2020 年的生猪出栏计划分别为 2200 万头、2500 万头、2900 万头，计划生猪出栏量与公司首期限限制性股票激励计划的解锁条件较为吻合，生猪出栏量增长率维持在 15%左右的水平，与近几年公司生猪出栏量增长率水平接近。2018 年，公司商品猪出栏量为 2229.70 万头。后期当非洲猪瘟疫情得到充分的控制甚至被消灭，公司育种技术进一步提升，合作农户数增加等情况出现，不排除公司计划出栏量会进一步增加。

图 27：公司肉猪出栏计划



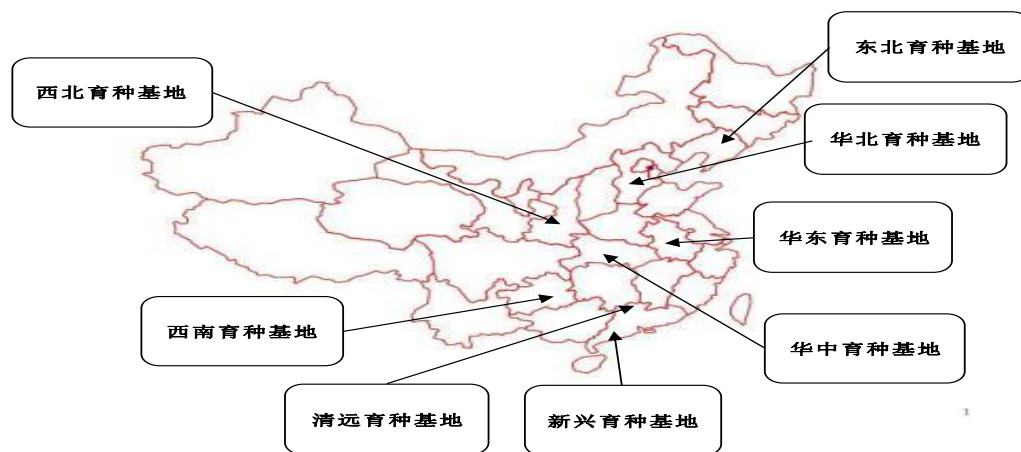
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.3.2 公司肉猪繁育体系助力公司扩张

公司育种体系支撑公司扩张。经过多年的发展，公司已经形成了较为完善的育种体系。温氏集团以及集团旗下的育种公司负责育种研究的方向与重大决策；公司下属的育种部负责制订实施制导监督育种方案落实，并组织配套系选育和育种技术研究；同时设有育种是配合育种部进行育种制导和监督；最后在育种场落实育种方案，并对育种总结与问题反馈。整个育种管理流程分为育种方案，育种操作，分析与改进，计划于档案等四大部分，能对育种过程中产生的数据、结果、问题进行较为科学的归纳总结，为下一步做准备。目前公司拥有目前有 5 个品种 10 个品系，140 多万头存栏种猪。

种猪来源自给，不需批量进口，也不对外销售。公司目前育肥猪 PSY 平均水平为 24，部分成熟公司可以达到 26，通过测算，公司目前种猪存栏量可以支持 2800 万-3300 的产能。因此，从公司种猪的存栏状况上看，公司是有能力实现计划出栏量。此外，为适应公司的发展，公司在全国设置了八个育种基地，以便公司不同区域的分公司实施扩张。

图 28：公司育种基地分布



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.3.3 “温氏模式”+“优秀管理”促进稳健扩张

土地问题与环保问题是导致规模养殖进程缓慢的两大因素。规模养殖是养殖行业未来发展的方向，然而，规模养殖发展受阻涉及有多个原因，其中以土地资源与环保问题影响最大。首先是土地资源问题，随着城镇化与工业化的快速推进，耕地面积逐年减少，目前耕地面积已接近红线，因此，要获得规模化养殖所需的大面积且合适土地的将更困难。其次，环保问题是当前各地政府严查严办的重点问题。养殖产生的废弃物处理达标问题、排放问题等，都要求养殖户在环保问题上投入更多的资金与精力。综合两方面原因，目前规模养殖扩张压力更大。

“温氏模式”帮助公司稳步扩张。公司采用紧密型“公司+农户（家庭农场）”的合作模式，公司只建设育种场与饲料厂，而肉鸡与肉猪育肥阶段所需要的土地则由农户（家庭农场）提供。同时，在“齐创共享型”的企业文化下，公司鼓励并引导合作农户对养殖场进行升级，例如使用自动化养殖设备、信息化管理平台、扩大养殖规模等。目前公司合作农户正向家庭农场方向发展，饲养规模逐渐扩大，集约化、自动化水平稳步提高。公司现在新的合作农户规模比以往要大，养殖规模平均 500 头/批，新建的高效化猪场 1000 头/批起步。单个养猪农户的规模扩大，出栏数量得以稳定与提高。

环保问题已成为环保竞争力。公司历来重视环境保护，从 2010 年开始布局环保建设，公司的环保技术已成为企业的核心竞争力之一。目前公司出台了环保制度，设立专门的环保部门，配备专业环保人员，已经有一套成熟的环保体系在运行，各生产单位均按照环保建设标准配套完善升级环保设施。新建养殖场项目严格遵循“三同时”原则，形成了完整的生态健康养殖模式。此外，公司注重对合作农户的引导，通过多种方式鼓励合作农户提高环保水平。目前，公司合作农户环保建设成本占总建设成本的 20%左右。合作农户的场舍建设需达到环保标准，公司才与其进行合作。

图 29：种猪场环保工艺流程图

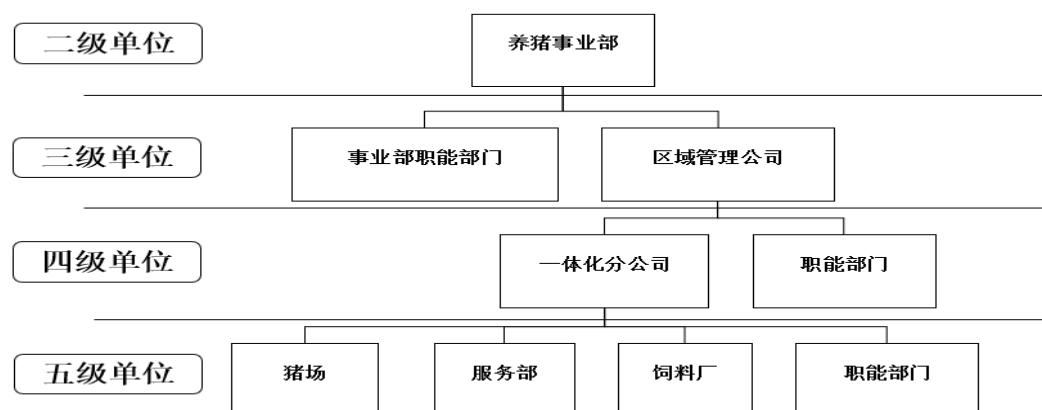


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司拥有成熟的管理架构。集团管理层下设三个事业部，养猪事业部、养禽事业部和大华农事业部，分别统管各个业务，落实总部的战略规划，指挥，协调生产及经营。各事

业部下面设立了区域管理公司，管理一个省或者区域的业务；区域管理公司下面设立一体化公司，一体化公司是经营实体，与合作家庭农场直接联接。一体化公司下属大概有3—4个种猪场，1个配套的饲料厂，配套1个总部单位。这种管理模式大大加快了公司规模扩大的速度。

图 30：公司管理体系



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

信息化管理平台实现大数据管理。公司重视信息化管理。2012 年 8 月，第一代温氏物联网控制器自主研发宣告成功。2015 年 6 月 23 日，温氏集团成立“互联网+”工作领导小组，制定顶层设计方案，统筹推进 EAS、物联网系统的深度开发与推广工作。目前，公司的信息系统已可以做到实时共享数据。在公司总部建有数据展示平台，公司可以实时掌握当日肉猪出栏的数量、实现的收入等。通过信息化管理平台，公司可以掌握合作农户的各项生产数据比如存活率、用料情况，分析合作农户的生产是否符合正常的水平，出现异常提前预警，及时处理。在信息化管理平台的帮助下，公司可以分散在全国各地供应商和合作农户进行监测与管理，一方面公司可以严格控制种苗、饲料、药物、疫苗等原料物资的成本和质量，另一方面可以严格监控生产、销售等各个环节，从源头和生产销售全过程对公司产品进行有效监控，确保了产品质量和食品安全。

图 31：公司信息化管理平台



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.3.4 公司资金储备可支持扩张

公司资金储备可支持扩张。前文提到，截止 2018 年前三季度，公司有近 70 亿的现金及现金等价物。按照公司过往的公告信息，每头生猪产能的投资额 1000-1100 元，目前的现金储备量可以支持新增 600 万头的产能。若按照公司规划，2019-2020 年计划出栏量分别为 2500 万头、2900 万头，则 2019 年需新增投资额为 33 亿元，2020 年需新增投资额为 44 亿元。按照，公司目前的现金储备量是可以支持的。若 2019 年猪周期实现反转，则 2019 年、2020 年的现金储备量将有望增加，公司可扩产规模则扩大。

表 5：公司过往非公开发行股票募集资金方案

项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
赤峰市松山区温氏农牧有限公司生猪养殖一体化一期项目	44,100.86	30,037.13
永寿温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目一期	44,000.00	30,000.00
亳州温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目	50,000.00	28,000.00
江永温氏畜牧有限公司一体化养猪建设项目	51,000.00	28,000.00
合计	189,100.86	116,037.13

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

4、投资建议

投资建议：维持推荐评级。2018 年，经历了生猪价格大幅下滑，非洲猪瘟疫情、生猪调运受阻等问题后，养殖户补栏意愿下降，生猪市场产能加速下滑，猪周期在 2019 年有望实现反转。温氏股份是国内最大的养殖企业，凭借低成本、偿债能力强，现金存流量较为良好等优势，在猪周期下行阶段，能应对行业及市场压力。同时，公司采取稳健的出栏扩增方案，以及多年来积累种猪繁育技术，凭借“公司+农户（家庭农场）”的合作模式，结合公司较为完善的管理体系，以及相对充足的现金存栏，有实现稳步扩张。因此，维持推荐评级。公司 2018 商品猪出栏量为 2229.70 万头，计划 2019 年-2020 年生猪出栏量分别为 2500 万头和 2900 万头，肉鸡出栏量维持每年 7 亿只-8 亿只的水平。公司 2018 年商品猪售价为 12.82 元/公斤。我们预计公司生猪产品价格 2019 年-2020 年分别为 13.5 元/公斤、15.1 元/公斤，肉鸡销售价格维持 12 元/只左右的水平。预计公司 2018 年-2020 年 EPS 值分别为 0.77 元、1.08 元、2.29 元，对应 PE 值为 41 倍、29 倍、14 倍。

表 6：公司盈利预测简表（截止 2019/2/15）

科目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	55,657.16	56,937.27	66,047.24	82,559.05
营业总成本	48,694.23	52,954.76	60,452.25	70,353.73
营业成本	44,490.65	48,168.93	55,215.49	63,983.26
营业税金及附加	62.56	64.00	74.24	90.81
销售费用	670.65	683.25	792.57	990.71
管理费用	3,353.99	3245.32	3764.57	4668.06
研发费用	-	188.00	218.08	270.42
财务费用	-5.23	480.00	242.00	129.00
其他经营收益	268.69	299.43	309.23	201.43
公允价值变动净收益	1.43	1.43	1.43	1.43
投资净收益	169.49	200.00	200.00	200.00
其他收益	97.76	102.65	112.92	0.00
营业利润	7,231.61	4,281.95	5,904.22	12,406.75
加 营业外收入	42.08	50.00	60.00	70.00
减 营业外支出	175.58	176.00	176.00	176.00
利润总额	7,098.12	4,155.95	5,788.22	12,300.75
减 所得税	93.16	54.44	75.83	161.14
净利润	7,004.95	4,101.50	5,712.39	12,139.61
减 少数股东损益	247.91	-2.00	-1.00	-2.46
归母公司所有者的净利润	6,757.04	4,103.50	5,713.39	12,142.07
基本每股收益(元)	1.27	0.77	1.08	2.29

资料来源：Wind、东莞证券研究所

风险提示：农产品价格波动、大规模疫情、政策变化等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn