

温氏股份 (300498.SZ)

畜禽养殖大型企业，有望受益猪鸡周期回暖

买入

核心观点

公司简介：深耕畜禽养殖 40 载，“公司+农户”养殖模式的行业标兵。温氏股份主营业务为黄羽肉鸡及生猪的养殖和销售，是国内规模最大的黄羽肉鸡养殖企业，在全国种猪育种和肉猪养殖规模方面排名前二，是成功将“公司+农户”养殖模式壮大的行业典范。近两年公司生猪养殖业务快速发展，2022 年目标实现生猪出栏 1800 万头左右，同比有望增加 36%；同时，受益于猪价自 2022Q2 回暖，公司盈利逐步恢复，2022 年前三季度合计实现营业收入 558.74 亿元，同比增长 19.96%；实现归母净利润 6.86 亿元，同比增长 107.07%。

行业分析：1) **生猪养殖行业：2023 年有望保持较好盈利，看好规模企业出栏成长。**据我们对上市猪企复盘，大部分公司受益于养殖规模化大趋势，只要出栏保持稳定兑现及增长，仍有望实现较好的成长性。当前行业补栏仍较为理性，预判 2023 年生猪行业仍有望保持 300-400 元的头均盈利，我们认为当前缺乏大幅扩张的信心与资金基础，在经历前期的产能大幅扩张及周期底部的深亏后，规模企业资产负债结构明显恶化；从标的方面，温氏股份凭借领先行业的出栏增速及稳步下降的养殖成本，有望成为本轮周期业绩兑现确定性突出的白马标的。2) **黄鸡养殖行业：黄羽肉鸡周期回暖，2023 年景气仍有支撑。**供给端，在产父母代存栏与 2019 年同期相比下降 11.86%。另外，在猪价景气延续的背景下，2023 年禽肉需求仍有较强支撑。综上，2023 年黄鸡市场或将保持供需偏紧，黄鸡养殖有望保持在较好的盈利水平。

公司看点：经营管理持续改善，2023 年或迎量利齐升。具体来看：1) **养殖模式持续升级，成本改善空间进一步打开。**公司凭借技术服务优势铸就了“公司+农户”模式的核心竞争力，2022Q3 生猪养殖综合成本约 8.3 元/斤，成本管控能力优异。此外，公司向“公司+养殖小区+农户”模式持续升级，未来成本改善空间或将更大，有望重回非瘟前的行业领先地位。2) **种猪及资金储备充裕，奠定 2023 年出栏高增长基础。**截至 2022 年 9 月末，公司整体 PSY 水平已提升至 20 左右，实现高质量能繁母猪存栏 134 万头，进一步接近年底 140 万头能繁母猪存栏目标，公司预计 2022-2023 年分别出栏 1800、2600 万头，出栏有望继续保持高速增长；此外，公司资金实力雄厚，拥有多元化融资渠道，有望为公司出栏快速扩张提供保障。

盈利预测与估值：预计 22-24 年归母净利润 71.74/120.79/42.03 亿元 (+154%/+68%/-65%)，EPS 分别为 1.13/1.90/0.66 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 22.8-24.7 元，相对目前股价有 30%-40%溢价，维持买入。

风险提示：生猪及原料价格波动风险、不可控动物疫病大规模爆发的风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	74,939	64,965	79,386	96,353	93,123
(+/-%)	2.5%	-13.3%	22.2%	21.4%	-3.4%
净利润(百万元)	7426	-13404	7174	12079	4203
(+/-%)	-46.8%	-280.5%	-153.5%	68.4%	-65.2%
每股收益(元)	1.17	-2.11	1.13	1.90	0.66
EBIT Margin	9.7%	-18.0%	9.1%	12.6%	5.4%
净资产收益率 (ROE)	16.2%	-41.3%	19.1%	26.3%	8.6%
市盈率 (PE)	14.8	-8.2	15.3	9.1	26.1
EV/EBITDA	13.9	-25.7	15.5	10.5	16.7
市净率 (PB)	2.40	3.38	2.93	2.39	2.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

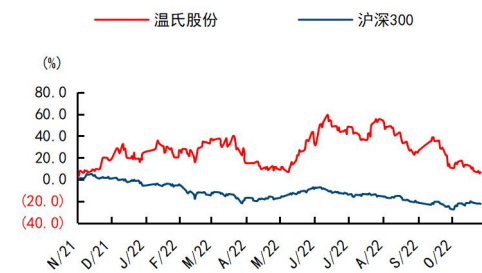
农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002
联系人：江海航
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	22.80 - 24.70 元
收盘价	17.26 元
总市值/流通市值	112984/92099 百万元
52 周最高价/最低价	26.25/15.76 元
近 3 个月日均成交额	904.47 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《温氏股份 (300498.SZ) - 2022 半年报点评：生猪成本稳步下降，养殖景气明显回暖》——2022-08-20
 《温氏股份 (300498.SZ) - 2021 年年报点评：生猪经营边际改善，黄鸡受益周期回暖》——2022-04-21
 《温氏股份-300498-2021 年业绩快报快评：生猪与黄鸡养殖双轮驱动，产能规模稳步扩张》——2022-02-25

内容目录

公司概况：深耕畜禽养殖近 40 载，持续完善农牧产业链布局	5
公司简介：全国畜禽养殖大型企业，行业头部地位稳固	5
发展历程：深耕畜禽养殖近 40 年，下游屠宰及食品业务布局加速	5
公司治理：共享文化为基，家族企业实现现代化企业管理	6
经营情况：生猪业务稳步增长，盈利指标持续改善	8
行业概况：猪禽景气有望延续，头部企业加速成长	11
生猪养殖：2023 年有望保持较好盈利，看好规模企业出栏成长	11
肉鸡养殖：黄羽肉鸡周期回暖，2023 年景气仍有支撑	14
公司看点：经营表现稳步恢复，业绩弹性未来可期	16
持续打磨生猪业务模式，未来改善空间较大	16
双主业双轮驱动，养殖航母蓄势待发	19
屠宰加工布局加速，产业链延伸优势明显	21
盈利预测	24
假设前提	24
未来 3 年业绩预测	25
盈利预测的敏感性分析	25
估值与投资建议	26
绝对估值：22.9-24.4 元	26
相对估值：22.8-24.7 元	27
投资建议	28
风险提示	29
附表：财务预测与估值	31
免责声明	32

图表目录

图 1: 公司基本完成一体化养殖的产业布局, 覆盖种苗、育肥、饲料、畜牧设备以及兽药生产等环节	5
图 2: 公司发展历程 (1987 年-至今)	6
图 3: 公司股东结构图 (截止 2022 年三季报)	7
图 4: 2022Q1-Q3 公司营业收入为 558.74 亿元, 同比+19.96%	9
图 5: 2022Q1-Q3 公司归母净利润为 6.86 亿元, 同比+107.07%	9
图 6: 2021 年公司肉鸡出栏达 11.01 亿只, 同比+4.8%	9
图 7: 2022 年公司生猪目标出栏 1800 万头, 同比有望+36.18%	9
图 8: 2022 年起猪价、鸡价景气上行, 公司销售毛利率同步回暖	10
图 9: 2022H1 公司生猪养殖营业收入占比 44.8%	10
图 10: 拉长看, 公司的生猪养殖毛利率平均水平较肉鸡养殖更高	10
图 11: 补栏有一定生产时滞, 能繁母猪存栏变动对应约 10 个月后生猪供应量	11
图 12: 猪周期本质是蛛网模型下的产能超调	11
图 13: 目前国内散养户产能占比仍高	12
图 14: 2016 年起国内生猪养殖 CR10 快速增长	12
图 15: 生猪价格从 2022 年 4 月起企稳上行	13
图 16: 2022 年 Q3 末全国能繁母猪存栏较 Q2 末增加 2.0%	13
图 17: 2022 年 9 月二元母猪销售均价为 42.61 元/公斤, 仍处于较低水平	13
图 18: 2022 年 10 月仔猪价格为 48.35 元/千克, 仍处于周期底部位置	13
图 19: 规模猪企的资产负债率较前几轮周期明显抬升	14
图 20: 黄羽肉鸡价仍处相对低位	15
图 21: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)	15
图 22: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	15
图 23: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整	15
图 24: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况	15
图 25: 公司经营模式的核心是紧密型“公司+农户”模式	16
图 26: 公司正在向 4.0 版“公司+现代产业园区+职业农民”模式迭代	17
图 27: 公司生猪养殖毛利率在业内处于中等偏上水平	17
图 28: 牧原股份生猪养殖成本拆分	19
图 29: 温氏模式的生猪养殖折旧成本更低	19
图 30: 2015-2021 年公司土地使用权 CAGR 实现 16.6%	20
图 31: 2022Q3 末, 公司在建工程和生产性生物资产较 2021 年底增长显著	20
图 32: 2015-2020 年公司平均生猪养殖完全成本拆分	20
图 33: 2021 年公司研发支出为 6.03 亿元, 位于行业前列	21
图 34: 公司研发支出占营业收入比例业内处于中等偏上	21
图 35: 公司养殖业在全国围绕各地销区布局一体化养殖公司	21
图 36: 2021 年公司销售鲜品鸡 1.5 亿只, 同比+18.3%	23
图 37: 2024 年公司规划肉鸡出栏产品结构	23

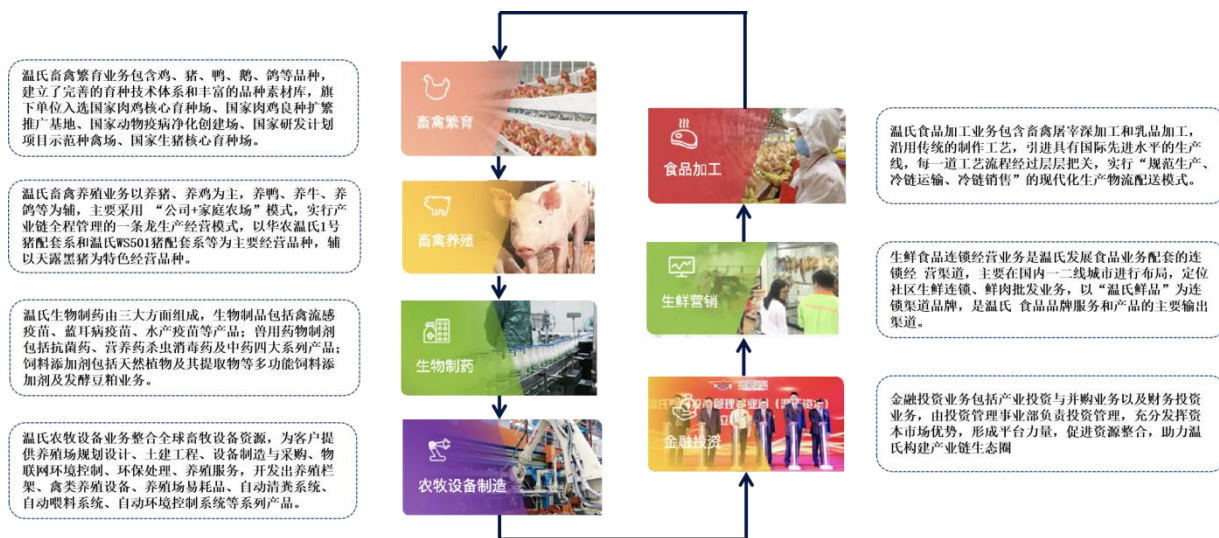
图 38: 2014-2020 年龙大肉食肉制品毛利高于鲜冻肉	23
图 39: 温氏佳味品类丰富	23
表 1: 公司陆续开展三次股权激励计划	7
表 2: 公司三期限制性股票计划的业绩目标	8
表 3: 2014-2019 年温氏股份与牧原股份头均生猪养殖主营业务平均成本拆分	18
表 4: 上市以来, 温氏股份直接融资合计募集资金达 197.72 亿元	19
表 5: 我国生猪屠宰行业政策法规逐步完善, 利好规模企业	22
表 6: 温氏股份业务拆分	24
表 7: 未来 3 年盈利预测表	25
表 8: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	25
表 9: 公司盈利预测假设条件 (%)	26
表 10: 资本成本假设	26
表 11: 温氏股份 FCFF 估值表	26
表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	27
表 13: 同类公司估值比较	27

公司概况：深耕畜禽养殖近 40 载，持续完善农牧产业链布局

公司简介：全国畜禽养殖大型企业，行业头部地位稳固

温氏股份主营业务为黄羽肉鸡及生猪的养殖和销售，是国内规模最大的黄羽肉鸡养殖企业，在全国种猪育种和肉猪养殖规模方面排名前二。在肉鸡和肉猪的主业支撑下，公司横向拓展肉鸭、乳业、蛋鸡、养鸽等业务，基本完成一体化养殖的产业布局，覆盖种苗、育肥、饲料、畜牧设备以及兽药生产等环节，目前正加速纵向推进下游屠宰食品加工和生鲜销售业务，以对冲鸡猪养殖行业的周期波动。凭借业内独创的“温氏模式”和强大的资源整合能力，2005-2021 年公司营业收入 CAGR 为 15.9%，经营规模稳健增长。截止 2021 年底，公司已在全国 20 多个省、直辖市和自治区拥有 402 家控股公司，4.54 万户合作农户和家庭农场，员工约 4.4 万名。据公司 2022 年 8 月公告披露，2022 年公司目标实现生猪出栏 1800 万头左右，同比有望增加 36%，出栏体量在上市猪企中有望位列第二，仅次于牧原股份；同时，受益于猪价自 2022Q2 回暖，公司盈利逐步恢复，2022 年前三季度合计实现营业收入 558.74 亿元，同比增长 19.96%；实现归母净利 6.86 亿元，同比增长 107.07%。

图 1：公司基本完成一体化养殖的产业布局，覆盖种苗、育肥、饲料、畜牧设备以及兽药生产等环节



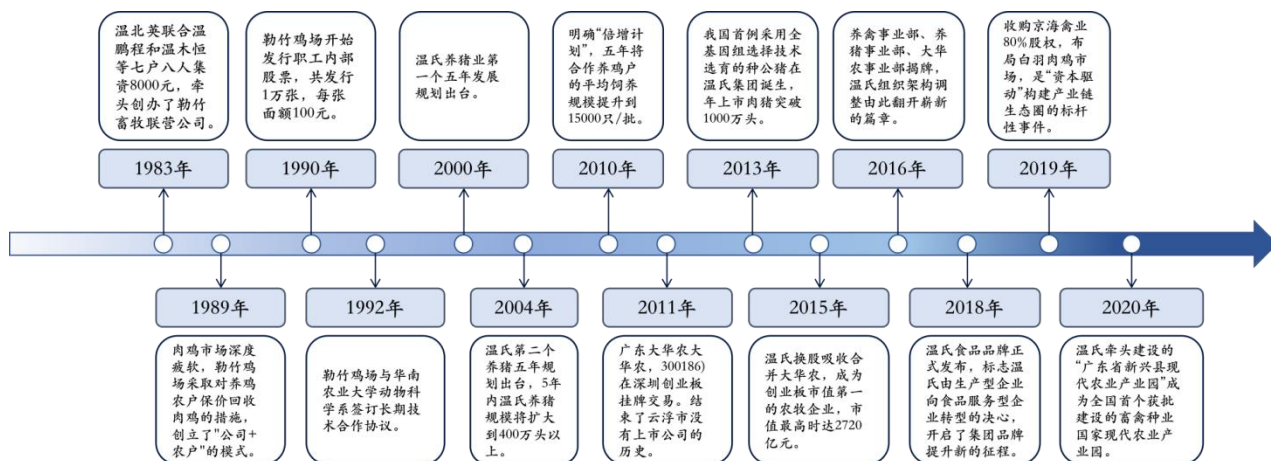
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

发展历程：深耕禽畜养殖近 40 年，下游屠宰及食品业务布局加速

公司发家于黄羽鸡养殖，于上世纪末首创“公司+农户”的温氏模式。1987 年，温氏首位董事长温北英联合温鹏程、温木恒、温金长、温湛、梁洪初、温泽星等七户八人自愿入股，共集资 8000 元，牵头创办了勒竹畜牧联营公司，后改名为勒竹鸡场。1986-1989 年，秉承着“造福员工、造福社会、科技兴场”的创业宗旨，勒竹鸡场由内部自繁自育自销向社会化服务体系转型。1989 年，国内肉鸡市场深度疲软，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“公司+农户”模式的先河，温氏模式由此而来。历经近 40 年的成长，公司已经

成为国内规模最大的肉鸡养殖企业之一，2021 年销售肉鸡 11.01 亿只（含毛鸡、鲜品和熟食），同比增长 4.76%，黄鸡养殖行业市占率达 27.24%，稳坐业内第一。**公司成功将养鸡业复制到生猪养殖，子公司大华农成功上市。**经过 10 余年对“公司+农户”模式的探索，公司将养鸡业复制到生猪养殖，于千禧年之初制定了养猪业的第一个五年规划。2004 年，集团制定养猪业第二个五年发展规划（2005-2009 年），5 年内养猪规模扩大到 400 万头以上，其中上市商品肉猪 300 万头以上，另有 100 万头以种猪对外销售形式覆盖。2011 年，公司子公司大华农在深圳创业板挂牌交易。2013 年，我国首例采用全基因组选择技术选育的种公猪在温氏集团诞生，同年上市肉猪数量突破 1000 万头，位列行业第一。**公司吸收合并大华农在创业板整体上市，加速推进禽畜产业链一体化布局。**2015 年，温氏股份换股吸收合并大华农，成为当时创业板市值第一的农牧龙头企业。此后，在养猪和养鸡主业的支撑下，公司配套发展种苗、育肥、饲料、畜牧设备以及兽药生产等辅助业务，加快向屠宰、食品加工、生鲜销售等下游业务延伸，逐步从传统养殖企业向食品企业转型，分别于 2014 年成立连州温氏牧业进军乳业、于 2015 年在深圳德隆广场成立温氏首家生鲜门店、于 2018 年正式发布温氏食品品牌。2015-2021 年，公司营业收入增长稳定，CAGR 为 5.1%。

图2：公司发展历程（1987 年-至今）

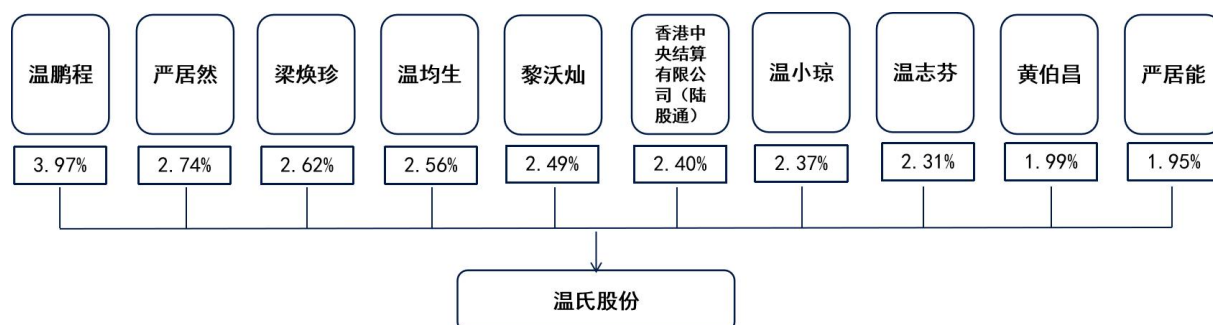


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司治理：共享文化为基，家族企业实现现代化企业管理

公司股权结构较为分散且稳定。公司的股权结构分布分散，上市前后均无 5% 以上的单一股东。温氏家族 11 名成员为公司实际控制人，2015 年上市时，合计持有公司总股本 16.74%。截至 2022 年三季度末，公司最大股东温鹏程持股比例为 3.97%，其余温氏家族成员持股比例不超过 3%，持股比例仍较为稳定。

图3：公司股东结构图（截止 2022 年三季报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司设立全员持股机制，充分调动员工的主观能动性。创业之初，温氏集团便携带着“共享”的基因。1990 年，勒竹鸡场实行员工持股的股份合作制，发行 1 万张员工持股股票，每张面额 100 元，主要持股人为干部和骨干员工。1999 年，公司改制为有限责任公司，股东包括 45 名自然人和温氏集团工会，由工会代广大员工持有温氏集团股份。2012 年，公司再次改制为股份有限公司，员工持股人数增至 6789 人，员工持股比例为 49.57%，由此实现员工与公司发展利益共享，充分调动员工积极性，为实现公司发展战略和股东利益最大化的目标打下坚实的基础。

股权激励体系因时制宜，员工、股东和公司利益的绑定程度进一步加强。结合生猪养殖业务的发展规划，公司自上市以来陆续采取了三次限制性股票激励计划。2018 年 3 月，公司制定首期限限制性股票激励方案，核心解锁条件为生猪养殖业绩目标。以第一个解锁期为例，解锁条件为 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%；2018 年度净资产收益率比 2018 年度同行业对标上市公司加权平均净资产收益率高于 3%。2020 年 6 月，受非洲猪瘟和新冠疫情影响，公司第二期限限制性股票激励计划的制定背景发生较大变化，为确保激励计划能够达到激励目的和效果，公司注销第二期激励计划，并于 2021 年 5 月制定第三期限限制性股票激励计划，并将激励范围由 2018 年第二期计划的 2518 人扩大到第三期计划的 3741 人。2022 年 6 月 1 日，公司董事会审议通过《关于第三期限限制性股票激励计划第二类限制性股票首次授予部分第一个归属期归属条件成就的议案》，第三期激励计划第二类限制性股票首次授予部分第一个归属期归属条件成就达成。

利益分配机制完善，三方力量精诚合作。公司不仅看重员工价值，股东和合作农户皆获得了良好的回报，2015 年上市以来至今共实施现金分红 7 次，累计现金分红 238.29 亿元，2011-2020 年累计结算委托养殖费用 627.2 亿元。公司通过建立和完善合理的利益分配机制，汇集各方力量精诚合作，经营业绩和企业规模持续增长，即使遇到行业危机，公司也能平稳发展。目前，在经历了一次次行业重大事件后，公司与合作农户(家庭农场)、客户的合作关系更加稳定牢固，全体员工的忠诚度和工作积极性不断提高，公司的吸引力、向心力和凝聚力进一步增强。

表 1：公司陆续开展三次股权激励计划

时间	激励方式	激励方式的特点	激励对象
2018 年	限制性股票	公司通过设定解锁条件，可以对激励对象的工作年限	2518 名董事、高级及中层管理人员、核心技术及业务人员
2019 年	限制性股票	或业绩目标进行限定，股票价格直接影响激励对象的 2822 董事、高级及中层管理人员、核心技术及业务人员	
2021 年	限制性股票	收益。	3741 名董事、高级及中层管理人员、核心技术及业务人员

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司三期限限制性股票计划的业绩目标

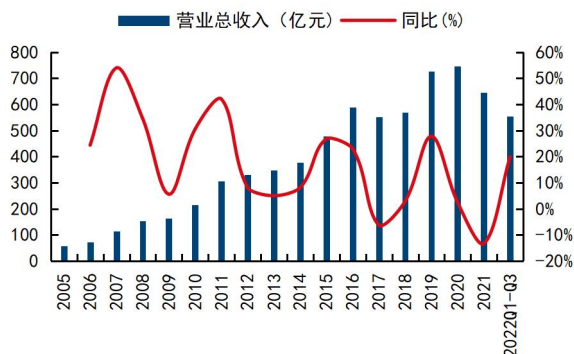
项目	阶段	业绩考核年份	业绩考核目标	对应实际业绩					业绩是否达成
				营业收入 (亿元)	生猪出栏 (万头)	净资产收益率	现金分红 总额(亿元)	畜禽产品 总销售量(万斤)	
首期限制性股票计划	第一个解锁期	2018	2018 年度商品肉猪销售头数较 2017 年度商品肉猪销售头数的增长率不低于 12%； 2018 年度净资产收益率比 2018 年度同行业对标上市公司加权平均净资产收益率高于三个百分点。	572.44	2229.72	11.78%	26.57	-	是
	第二个解锁期	2019	2019 年度商品肉猪销售头数较 2017 年度商品肉猪销售头数的增长率不低于 30%； 2019 年度净资产收益率比 2019 年度同行业对标上市公司加权平均净资产收益率高于三个百分点。	731.44	1851.65	35.06%	69.05	-	否
	第三个解锁期	2020	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%； 2020 年度净资产收益率比 2020 年度同行业对标上市公司加权平均净资产收益率高于三个百分点。	749.39	954.57	16.34%	19.12	-	否
第二期限制性股票计划	第一个解锁期	2020	2020 年销售畜禽产品总重量比 2019 年销售畜禽产品总重量的增长率不低于 8%或 2020 年营业总收入比 2019 年营业总收入的增长率不低于 8%； 公司 2020 年度现金分红总额不低于 50 亿元。	-	-	-	-	-	-
	第二个解锁期	2021	2021 年销售畜禽产品总重量比 2019 年销售畜禽产品总重量的增长率不低于 22%或 2021 年营业总收入比 2019 年营业总收入的增长率不低于 22%； 公司 2021 年度现金分红总额不低于 50 亿元。	-	-	-	-	-	-
第三期限限制性股票计划	第一个解锁期	2021	2021 年度畜禽产品总销售量比 2020 年度增长 10%，或营业总收入比 2020 年度增长 8%。	649.65	1321.74	-	-	795627.65	是
	第二个解锁期	2022	2022 年度畜禽产品总销售量比 2020 年度增长 40%，或营业总收入比 2020 年度增长 15%。	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（备注：第二期限制性股票激励计划由于受到非洲猪瘟这一突发因素影响，于 2020 年 6 月终止）

经营情况：生猪业务稳步增长，盈利指标持续改善

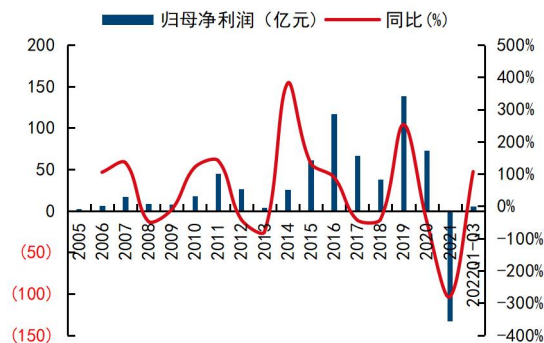
营业收入稳步增长，2015-2021 年 CAGR 为 5.1%。自 1987 年以来，公司营收规模基本保持稳健增长，2005-2021 年 CAGR 为 15.9%。此外，受益于猪价行情从 2022 年 3 月开始企稳回升，公司 2022Q2 实现归母净利 2.40 亿元，单季度业绩扭亏为盈，2022Q3 归母净利达 42.09 亿元，继续实现环比高速增长。

图4: 2022Q1-Q3 公司营业收入为 558.74 亿元, 同比+19.96%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 2022Q1-Q3 公司归母净利润为 6.86 亿元, 同比+107.07%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

生猪养殖收入占比不断提升, 全产业链业务协同发展。公司的主要业务是肉鸡和肉猪的养殖和销售, 兼营肉鸭、奶牛、蛋鸡、鸽子的养殖及其产品的销售。随着近十年生猪养殖行业集中度提升的红利显现, 公司重点发展生猪养殖业务, 生猪出栏稳步增长, 2022H1 生猪养殖板块共实现收入 141.26 亿元, 同比减少 3.17%, 于总收入中占比为 44.79%, 其中 2022H1 商品肉猪出栏量为 800.59 万头, 销售收入 134.37 亿元, 分别同比增长 70.80%、2.37%。2022 年前三季度公司生猪养殖经营指标稳步提升, 肉猪养殖成本持续下降, 2022 年 9 月末, 公司高效能繁母猪存栏量约 134 万头, 窝均健仔 10.7 头; 肉猪上市率稳步提高, 2022 年 9 月已提升至 90% 以上, 全年有望持续改善, 根据公司公告的预期, 明年肉猪上市率全年平均水平有望继续提升至 92-93%。

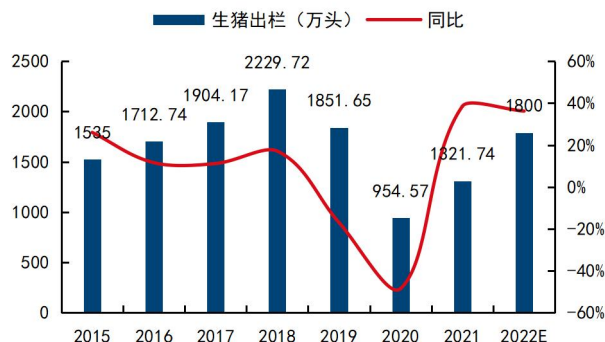
此外, 公司肉鸡养殖板块亦保持稳健发展。2022H1 公司肉鸡养殖业务共实现收入 148.51 亿元, 同比增长 8.73%, 于总收入中占比为 47.09%, 其中 2022H1 共销售肉鸡 4.88 亿只, 销售收入 141.44 亿元, 销售均价 13.9 元/公斤, 分别同比变动 0.81%、9.94%、0.4%。公司肉鸡养殖生产成绩维持历史高位, 2022 年年初以来, 公司肉鸡上市率稳定在 95% 的较高水平, 料肉比在 2022 年 9 月下降至 2.74, 较 2022 年 6 月降低 0.15, 生产成本控制水平依然维持行业领先。

图6: 2021 年公司肉鸡出栏达 11.01 亿只, 同比+4.8%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

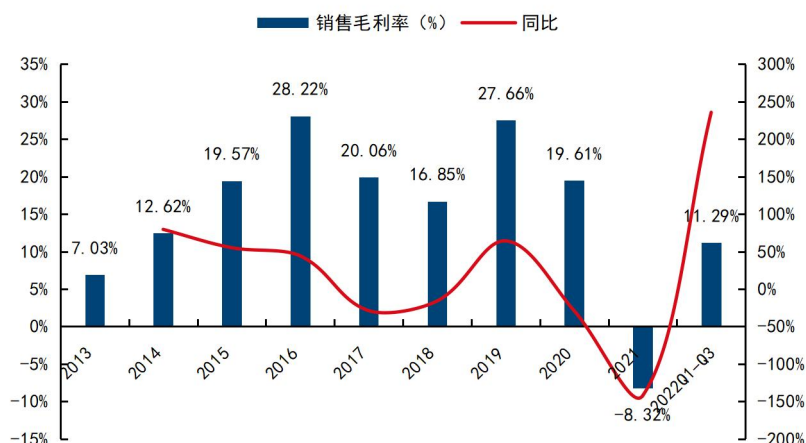
图7: 2022 年公司生猪目标出栏 1800 万头, 同比有望+36.18%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

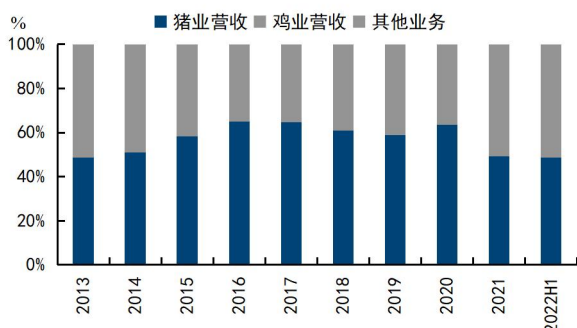
公司归母净利润呈现周期性波动，未来盈利能力有望随周期修复以及经营进步得到改善。公司的归母净利润呈现周期性波动态势，分别于 2011 年同比增长 141.6%、2016 年同比增长 90%、2019 年同比增长 253%，达到峰值，基本与猪周期保持一致。此外，生猪养殖业务较黄鸡养殖业务的盈利水平明显更高，虽然两者均有周期波动，但我们分别测算公司生猪及黄鸡养殖业务 2013-2021 年的平均毛利率水平后发现，其生猪养殖毛利率 2013-2021 年平均水平为 18.11%，而肉鸡养殖的毛利率平均水平为 11.78%，因此从盈利能力上来看，公司生猪养殖业务在周期上行阶段将更具爆发力，随着公司 2022-2023 年生猪产能放量，养殖成本改善，预计公司整体盈利能力将进一步回暖。

图8：2022 年起猪价、鸡价景气上行，公司销售毛利率同步回暖



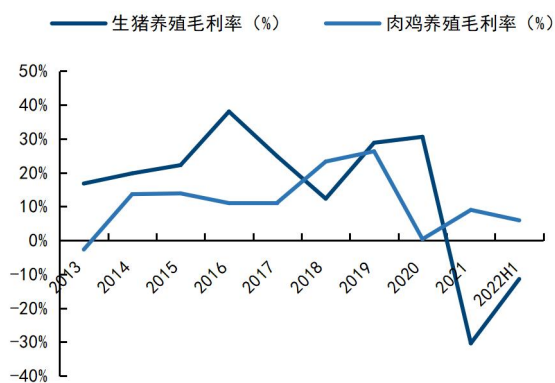
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：2022H1 公司生猪养殖营业收入占比 44.8%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：拉长看，公司的生猪养殖毛利率平均水平较肉鸡养殖更高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

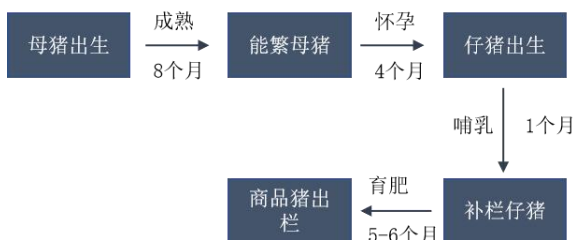
行业概况：猪禽景气有望延续，头部企业加速成长

生猪养殖：2023 年有望保持较好盈利，看好规模企业出栏成长

◆ 周期本质：猪价波动有规律，规模企业有成长

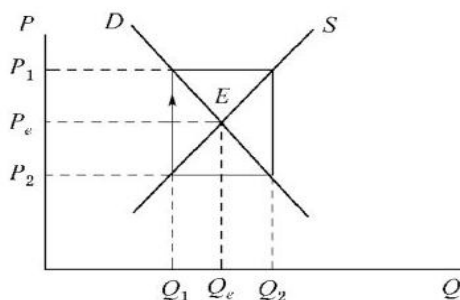
猪周期的波动来源于蛛网模型下的产能超调，基本维持四年一周期的规律性。在猪周期背景下的蛛网模型里，行业产能在猪价的牵引下出现规律性起伏，而产能又决定未来的价格，进而影响新的产能波动。比如，在猪价高时，行业补产能的动力提升，而未来出栏量增多后，猪价又开始重回下降通道，直到降回行业成本线之下，养殖亏损加剧后，行业又开始产能去化。因此猪周期会形成有规律的波动性，同时由于母猪补栏有一定生产时滞，从母猪出生到商品猪出栏需要接近 1.5 年左右的时间，类似的，母猪淘汰带来的未来商品猪减产的周期与扩产周期相同，同样是 1.5 年，再考虑到行业参与者决策与反馈的时间，由此导致猪周期基本维持在 4 年左右的一个时间维度波动。

图 11：补栏有一定生产时滞，能繁母猪存栏变动对应约 10 个月后生猪供应量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：猪周期本质是蛛网模型下的产能超调

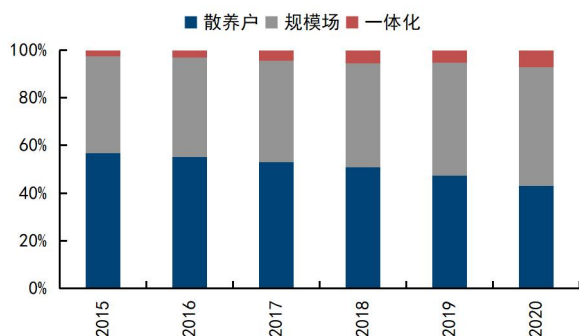


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

农民产能占比仍大，猪周期不存在拉长可能。根据中国畜牧兽医统计年鉴最新披露，2020 年我国年出栏数在 500 头以下的生猪散养户数量仍较多，占全部养殖户数量的比例达 99.22%。根据农业部监测，2020 年农民产能占比仍然较高，年出栏数在 500 头以下的散养户出栏占比达 43%，规模场出栏占比达 50%，一体化场出栏占比接近 7%。我们认为农民产能占比高是可以布局猪周期的核心，因为农民现金储备较弱，只要农民产能占比较高，猪周期就不存在拉长可能，养殖行业就没有太高的持有机会成本，可以时间换空间。

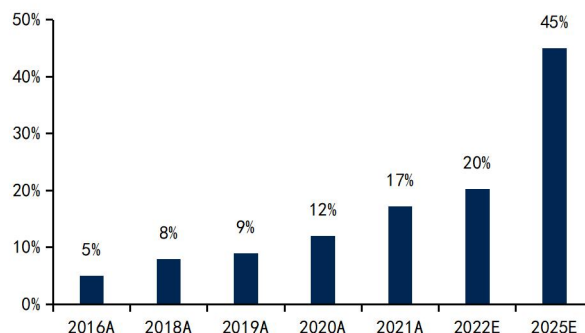
规模企业具备明显的成长性。2016 年开始，以牧原为代表的规模企业开始了规模养殖发展的黄金十年，国内生猪养殖企业前十强的市占率从 2016 年的 5% 快速增长至 2021 年的 17%，从目前各大头部猪企公布的出栏情况来看，预计 2022 年前十规模企业产能占比亦接近 20%。头部规模企业迎来了市占率快速提升的黄金成长期。而对标美国的生猪养殖行业，2017 年龙头 Smithfield 市占率为 15%，前七强市占率合计达 41%，未来国内生猪行业仍有很大的规模提升空间。

图13：目前国内散户产能占比仍高



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图14：2016年起国内生猪养殖 CR10 快速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 股价复盘：规模养殖浪潮下，上市公司均有较好的周期成长性

受益于行业规模化大趋势，大部分上市企业均表现出较好的成长性。市场关于养殖规模经济的怀疑一直都存在，原因就在于小的养殖散户养殖成本更低，他们既可以不考虑自身的工资，也可以做到充分地精细化养殖，因此养殖成本低于规模企业。但我们认为，养殖规模化不能以经济性跟散户对比，这是静态的低维思想的体现；如果以动态的思维去看，我们会发现随着人均工资的提升，散户是一定要退出历史舞台的。如果散户退出市场，以不同的规模企业与规模企业之间作比较后，就会出现明显的规模经济，因此，养殖规模不经济这个问题本身就是一个伪命题。另外，从我们对上市公司复盘来看，大部分养殖公司在行业集中的过程中，均表现出较好成长性，头均市值伴随出栏扩张实现同步增长，其中，牧原股份凭借“单位超额收益+出栏快速增长”获得市场认可，表现尤为突出，非牧原的上市公司以长周期来看，成长性依然足够。

规模上市猪企公司凭借出栏快速增长，长周期的成长性依然充足。我们通过测算及分析生猪公司在前几轮周期中的头均生猪市值变化，可以得出，大部分公司每轮周期头均市值的底部和顶部中枢整体均表现出明显的向上增长。底部头均市值方面，新希望前两轮周期的头均市值最低点分别在2014年和2017年，分别为1000元和1594元左右，底部头均市值的增幅接近60%；雏鹰农牧前两轮周期的头均市值最低点分别在2012年和2018年（不考虑后期雏鹰农牧信用违约问题），分别约4019元和5627元，底部头均市值的增幅接近40%。顶部头均市值方面，新希望前两轮周期的头均市值最高点分别在2015年和2020年，分别为8816元和14708元左右，顶部头均市值的增幅接近67%；牧原股份前两轮周期的头均市值最高点分别在2015年和2019年，分别实现16356元和21028元左右，顶部头均市值的增幅接近29%。

我们认为这些公司头均市值中枢增长的核心驱动主要来自于公司养殖产能及出栏体量的快速增长，这使得公司不仅在周期底部有望以量补价，同时更有望在周期反转后受益于量价齐升的双击效应。其中，新希望2017年较2014年的出栏增幅为319%，2020年较2015年的出栏增幅为850%；牧原股份2019年较2015年的出栏增幅为404%，这些上市公司通过产能的持续加码，终究成为周期上行期高猪价的红利享有者，由此业绩在猪价上行期亦大幅增长。

综上所述，我们认为大部分上市公司受益于生猪养殖规模化大趋势，只要出栏保持稳定兑现及增长，未来仍有望展现出较好的成长性，时间持有成本较低。

◆ 周期预判：行业补栏较为理性，看好 2023 年猪价景气延续

猪价自 2022 年 Q2 起进入上升周期，预判 2023 年养殖整体仍有望保持较好盈利。从猪价表现来看，本轮周期上行期自 2022 年 4 月正式开启，对应着能繁母猪产能从 2021 年 6 月左右开启环比去化，根据农业部的数据，官方能繁母猪存栏的环比增速从 2021 年 7 月起结束了连续 21 个月的环比增长，开启环比下降，此后在 2022 年 5 月猪价企稳回升后，再次开启环比增长。截至 2022 年三季度末，我国能繁母猪存栏 4362 万头，较二季度末增加 2.0%，较去年存栏高点仍累计调减 202 万头。此外，从 2022 年 7 月开始到现在，生猪价格一直稳定在 20 元/公斤以上的位置，进一步证实了当期生猪供给紧张的现状。

图 15：生猪价格从 2022 年 4 月起企稳上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16：2022 年 Q3 末全国能繁母猪存栏较 Q2 末增加 2.0%



资料来源：农业部，统计局，国信证券经济研究所整理

综合当期行业补栏以及能繁母猪产能恢复的情况，我们预计 2023 年猪价景气依然有望继续维持，行业整体全年仍有望实现头均 300-400 元左右的养殖盈利，具体分析如下：

母猪及仔猪销售价格维持底部位置，表征行业补栏积极性依然较弱。母猪价格方面，根据农业部披露的数据，2022 年 9 月全国二元母猪销售均价为 42.61 元/公斤，对应单头 50kg 重的二元母猪销售均价约 2100 元，仍处于周期底部水平。仔猪价格方面，根据中国种猪信息网披露的数据，2022 年 10 月仔猪价格为 48.35 元/千克，同样处于周期底部位置。

图 17：2022 年 9 月二元母猪销售均价为 42.61 元/公斤，仍处于较低水平

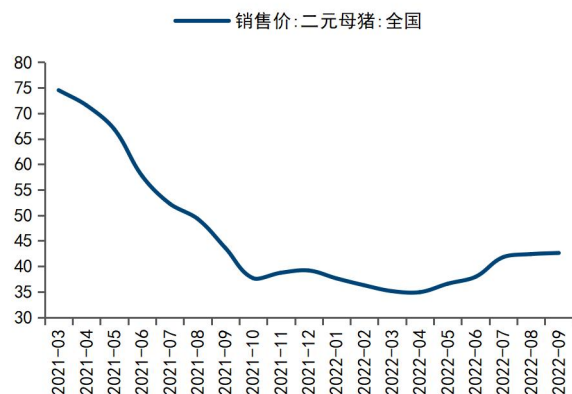


图 18：2022 年 10 月仔猪价格为 48.35 元/千克，仍处于周期底部位置

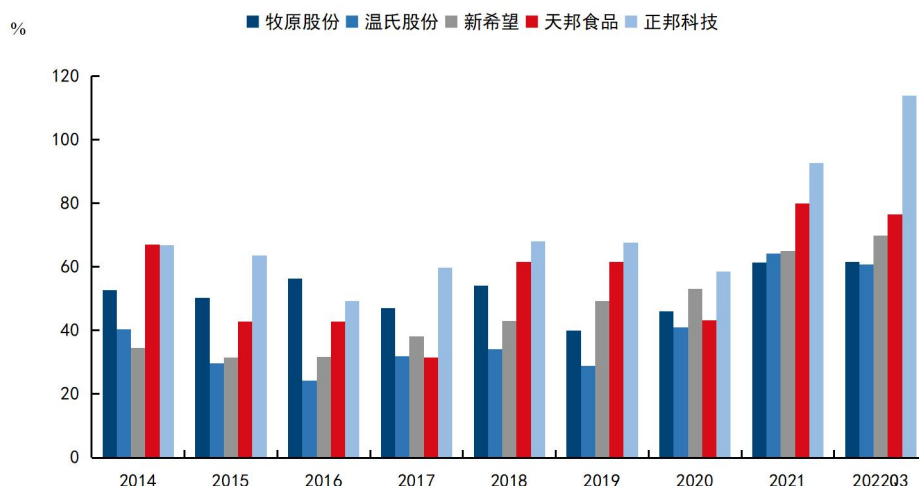


资料来源：农业部，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

规模企业资产负债表恶化，当前缺乏大幅扩张的信心与资金基础。自本轮猪价上行期开始以来，行业补栏积极性较差。我们认为究其原因，主要系大部分企业经历上一轮非瘟周期下的产能快速扩张后，整体运营成本及资产负债率均有所抬升，因此在本轮周期上行期，大部分规模企业缺乏大幅扩张的资金实力与盈利信心，补栏动作较为缓慢。

图 19：规模猪企的资产负债率较前几轮周期明显抬升



资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

因此综合考虑当期母猪产能恢复及行业资金储备情况，我们预判 2023 年生猪养殖仍有望保持较好盈利水平，预计行业整体头均养殖盈利均值有望维持在 300-400 元左右，从截至目前的猪价表现来看，2022 年前十一月的生猪销售均价接近 18.65 元/公斤，明年出栏增速快的企业依然有望受益于猪价景气维持带来的量利齐升。

肉鸡养殖：黄羽肉鸡周期回暖，2023 年景气仍有支撑

黄羽肉鸡价格近期有所回暖，预计 2023 年猪鸡行情有望共振。从禽业分会监测的供给端数据来看，截止 2022 年 11 月 6 日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）263 万套，同比增加 3.58%；父母代存栏（在产+后备）2232 万套，同比下降 0.09%，其中，在产父母代存栏与 2019 年同期相比下降了 11.86%。此外，从需求端来看，未来一年猪周期景气有望延续，在高猪价的背景下，部分猪肉的消费量有望转移到鸡肉，禽肉需求仍有较强支撑。综上所述我们认为，2023 年黄羽肉鸡市场依然将处于一个供需偏紧的状态下，养殖企业有望保持在一个较好的盈利水平。

图20: 黄羽肉鸡价仍处相对低位



资料来源: 农村农业部, 国信证券经济研究所整理

图21: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)



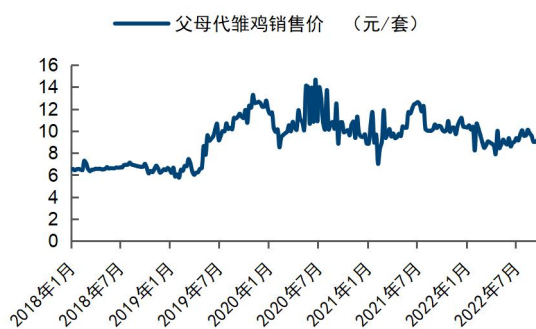
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图22: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图23: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图24: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况



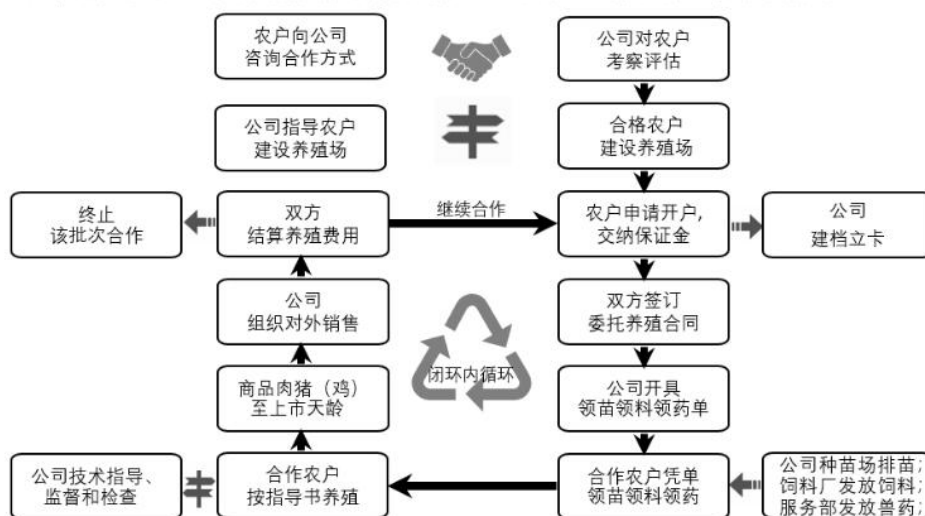
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

公司看点：经营表现稳步恢复，业绩弹性未来可期

持续打磨生猪业务模式，未来改善空间较大

公司经营模式是紧密型“公司+农户”模式，优秀的技术服务是该模式的核心竞争优势。根据养殖产业链中的技术难度、管理要求、劳动强度以及资金、市场等资源配置情况，公司以封闭式委托养殖方式与合作农户（或家庭农场）在养殖产业链中进行分工与合作。一方面，公司负责鸡、猪的品种繁育、种苗生产、饲料生产、技术指导、产品销售等环节的管理及配套体系的建立，向合作农户提供鸡苗、猪苗、饲料、药物、疫苗及其生产过程中的饲养管理、疫病防治、环保处理等关键环节技术支持和服务。另一方面，农户缴纳合作保证金，签订委托养殖合同，领取鸡苗、猪苗、饲料、药物、疫苗等物资，按公司制定的标准在自有或租用的土地上建设禽畜生产栏舍并规范饲养。肉鸡、肉猪饲养达到标准上市天龄之后，公司负责统一销售，按委托养殖合同约定方式与合作农户结算委托养殖费。从行业实践经验来看，由于大部分农户缺乏系统的知识基础，且农户群体数量较多，分布较为分散，拉大了管理半径，因此“公司+农户”模式的管理难度较大，但得益于近 40 年的畜禽养殖经验，温氏股份针对合作农户已建立起了一套完善的技术服务体系，同时将该模式从肉鸡养殖成功复制到生猪养殖业务，并通过多年来领先行业的经营表现，使得“温氏模式”成为行业内“公司+农户”养殖模式的典范。

图 25：公司经营模式的核心是紧密型“公司+农户”模式

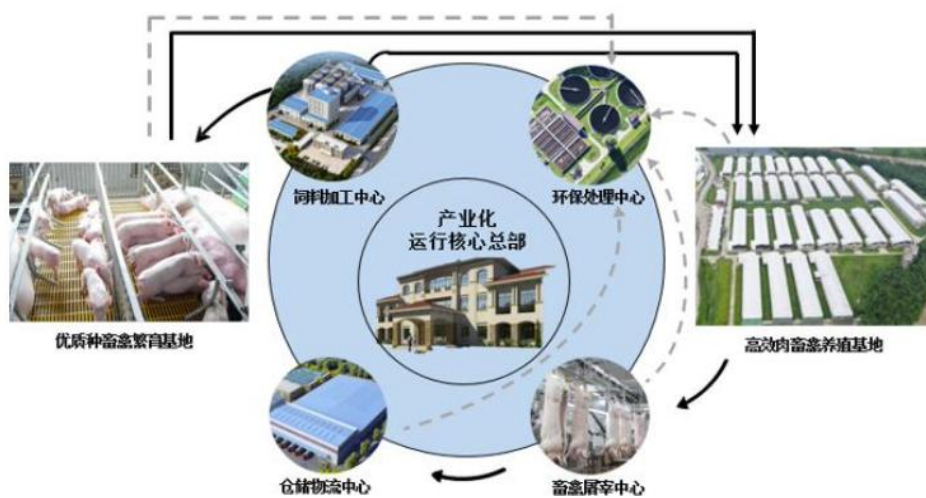


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

温氏模式历经三十年迭代升级，降本增效显著。紧密型“公司+农户”的经营模式是公司获得持续发展和壮大经营规模的主要驱动力之一，历经三十余年市场考验，由 1.0 版“公司+农户”模式发展为 2.0 版“公司+家庭农场”模式，现正逐步升级为 3.0 版“公司+现代养殖小区”模式，未来将向 4.0 版“公司+现代产业园区+职业农民”模式迭代。而这其中迭代升级的核心是努力提高合作农户的养殖规模、机械化和智能化水平，以不断提高合作农户养殖效率和效益，在保证农户总体效益的前提下，公司管理更加精细、高效和规范，养殖效率提高，成本进一步降低。

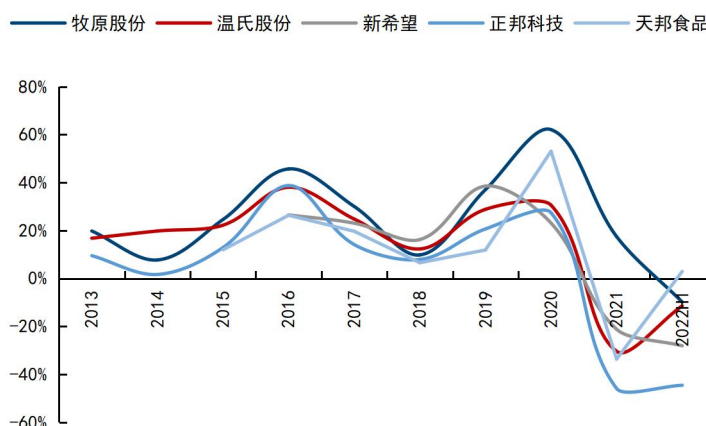
复盘温氏的历史来看，受益于精细管理降本增效，非洲猪瘟爆发前公司的2014-2018年公司生猪养殖的营业成本由1163元/头持续下降至1063元/头。公司生猪养殖的毛利率在行业处于中等偏上的水平，而生猪出栏体量是其他上市猪企的2-10倍，说明公司自身在没有出现非瘟干扰前的成本管控能力较强，养殖水平已经较高。非瘟爆发后，由于防疫支出增加，2020年公司生猪完全成本增长至30元/公斤，但近两年随着公司种猪产能恢复、防疫水平提升、精细化管理加强等，公司生猪养殖成本逐步恢复到行业前列，据公司公告披露，公司2022Q3生猪养殖综合成本（该口径包含完全成本及其他盈亏）约8.3元/斤，成本下行趋势稳步向好。

图26：公司正在向4.0版“公司+现代产业园区+职业农民”模式迭代



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27：公司生猪养殖毛利率在业内处于中等偏上水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“公司+现代养殖小区+农户”模式有利于养猪专业化和规模化提升，新模式下养殖成本改善空间或将进一步打开。公司在“公司+农户”模式基础上，积极发展“公司+现代养殖小区+农户”模式，新模式由公司统一拿地和统一标准建设，做好三通一平，有利于解决合作农户拿地困难、资金缺乏、环保不达标等问题。通过合作农户统一入园，实现集中管理、防控设施齐全，生产效率极大提高。根据公司公告披露，“公司+现代养殖小区+农户”模式在完全成本控制上更有优势，养鸡业务将节省 0.5 元/只，养猪业务约节省 75 元/头。同时，让合作农户自己做老板，也能够极大提高合作农户的积极性，发挥主人翁精神，且通过对现存的农户和家庭农场进行升级改造，最大实现专业化、集约化、高效化三位一体的现代养殖，降低劳动强度，使养殖成为体面舒适的工作，吸引农村青年回乡创业，成为职业农民，有望解决养猪人才流失的难题。

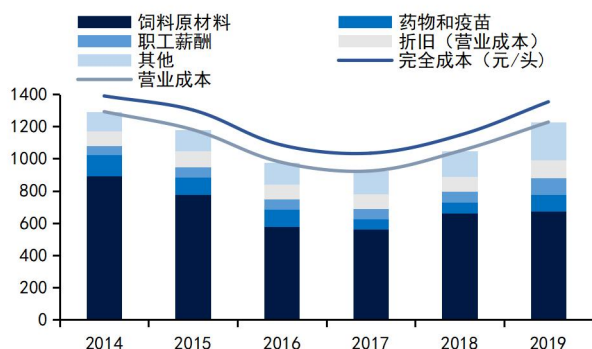
对比牧原股份的自繁自养模式，温氏模式在未受非瘟干扰时与牧原的成本控制效果旗鼓相当。从温氏股份的成本拆分来看，由于河南是粮食大省，饲料采购价格较低，牧原每头生猪的饲料成本平均比温氏低 123 元/头。另一方面，公司通过将生猪养殖环节外包给农户，节省了自建猪舍等固定资产投入较大的环节，折旧相对较低，2014-2019 年公司生猪养殖的折旧成本平均比牧原低 62 元/头。但是由于温氏模式本身外包的特点，公司成本中多出一项养殖委托成本，因此 2014-2019 年公司生猪养殖的折旧与委托养殖成本之和比牧原的折旧成本平均高出 5 元/头。此外，2014-2019 年公司每头出栏生猪的职工薪酬平均比牧原低 36 元，由于温氏主动控制农户的养殖集中度，头均药物及疫苗成本也相对较低。通过对比，我们可以发现由于地域限制和温氏模式本身性质，2014-2019 年公司头均生猪养殖的主营业务成本比牧原低出 2 元/头，两者旗鼓相当。因此我们认为温氏具备较好的生猪业务发展基础，当前经历接近 2 年左右探索后，公司在非瘟防控措施方面也逐步完善，当前成本也回归到行业靠前水平，未来随公司产能扩张，继续维持及改善的可能性较大，业绩弹性较为确立。

表3：2014-2019 年温氏股份与牧原股份头均生猪养殖主营业务平均成本拆分

单位：元/头	温氏股份	牧原股份
饲料原材料	813	690
委托养殖费用	68	0
药物与疫苗	87	97
职工薪酬	34	70
折旧（营业成本）	34	96
其他	70	155
营业成本	1106	1108

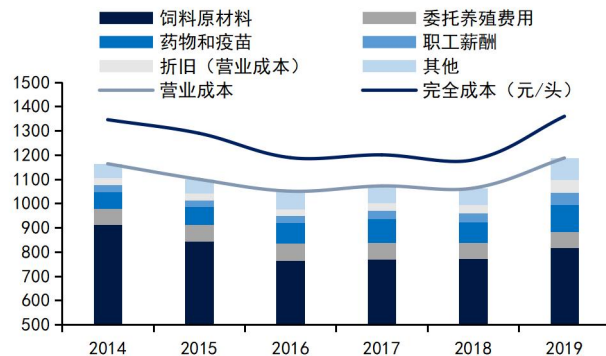
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：牧原股份生猪养殖成本拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图29：温氏模式的生猪养殖折旧成本更低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

双主业双轮驱动，养殖航母蓄势待发

公司资金和土地储备充足，生猪产能扩张基础夯实。资金方面，截止2022年9月30日，公司直接融资和间接融资的合计募集资金已达383.6亿元。直接融资方面，上市后公司分别于2017年、2019年、2020年、2021年募集资金25亿元、5亿元、74.8亿元和93亿元。间接融资方面，公司每年也保持较大规模的银行借款，累计新增短期贷款13.8亿元，累计新增长期贷款199.74亿元。多元化的融资手段为公司提供了坚实的资金基础，以便灵活安排生产经营，对冲肉猪和肉鸡的周期波动。此外，公司土地储备充足，2015-2021年土地使用权CAGR实现16.6%。因此，从土地和资金两方面生产要素来看，公司产能扩张基础夯实。

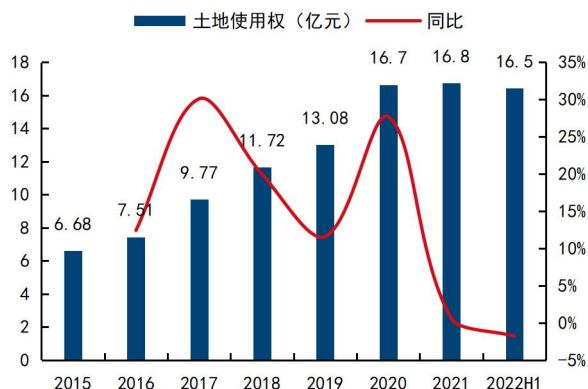
种猪群体持续优化，2023年生猪出栏有望实现高增。公司持续加大育肥场和种猪场的升级改造，加强生物防疫体系建设，2022Q3末固定资产较2020年末增长21%。同时，公司加大种猪选留，缩减外购种猪成本，种猪存栏价值改善明显，2022Q3生产性生物资产较2021年底增长28%。截至2022年9月末，公司已实现高质量能繁母猪存栏134万头，进一步接近前期制定的年底140万头能繁母猪存栏的目标。此外，公司预计2022-2023年分别出栏1800、2600-2800万头，有望持续提升生猪业务产能利用率，降低固定产能分摊。

表4：上市以来，温氏股份直接融资合计募集资金达197.72亿元

募集年份	融资方式	募集资金总额（亿元）
2017/3/16	公司债	5
2017/6/29	公司债	20
2019/9/2	公司债	5
2020/6/24	公司债	23
2020/8/5	中期票据	9
2020/10/22	其他债券	17.81
2020/10/22	其他债券	24.94
2021/3/25	可转债	92.97
合计		197.72

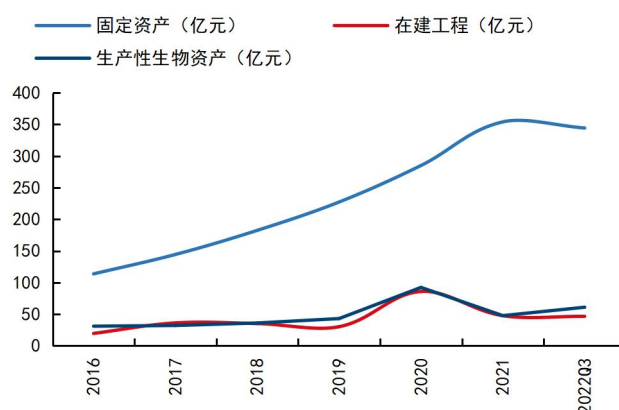
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图30: 2015-2021 年公司土地使用权 CAGR 实现 16.6%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

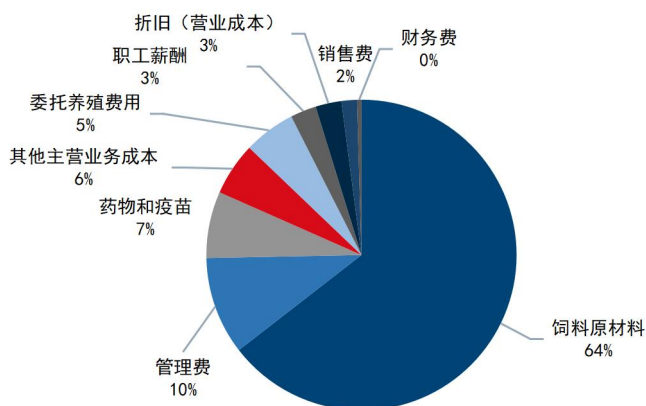
图31: 2022Q3 末, 公司在建工程和生产性生物资产较 2021 年底增长显著



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

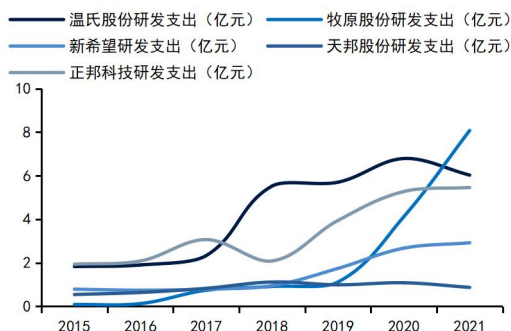
公司产学研体系完善, 生猪及黄羽肉鸡的育种和饲料技术管理体系领先。公司于1992 年与华南农业大学合作建立了紧密型“产学研”研发体系, 目前与南京农业大学、中国农业大学、中山大学等多所名牌院校和科研院所建立了紧密型“产学研”合作关系。2021 年, 公司共投入研发经费 6.03 亿元, 遥遥领先于行业平均水平。育种方面, 公司种猪有五大品种 12 个品系, 肉猪有 3 个配套系, 满足了我国因地域广泛, 饮食文化差异而导致的猪肉消费市场差异较大的个性化需求, 而黄羽鸡拥有 48 个优质鸡纯系, 47 个肉鸡品种(配套系), 基本上覆盖了市面上所有优质类型黄羽肉鸡品种。饲料方面, 公司饲料配方成本与大宗市场行情的联系紧密, 使公司鸡、猪每公斤增长体重的饲料费用达到最优, 由于饲料原材料成本在生猪主营业务成本中占比高达 60%-70%, 在某种原料价格大幅上涨时, 公司能因时制宜调整饲料配方, 采用优势原料进行替代, 如小麦替代玉米等, 可以很大程度上改善养殖成本, 降低边际费用。

图32: 2015-2020 年公司平均生猪养殖完全成本拆分



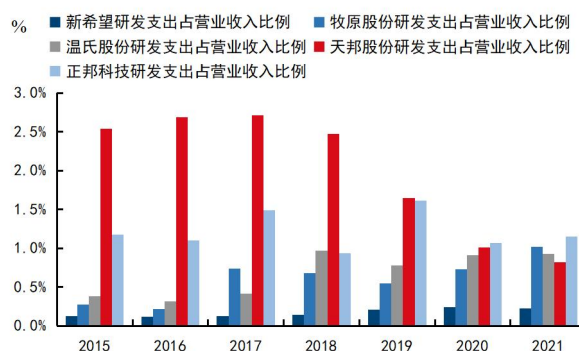
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 2021 年公司研发支出为 6.03 亿元，位于行业前列



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图34: 公司研发支出占营业收入比例业内处于中等偏上



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

双主业双轮驱动，优良且齐全的产品品类支撑全国布局。公司在全国围绕各地销区布局一体化养殖公司，每个一体化养殖公司对接 300 公里范围的区域市场，产品 24 小时内运到区域销售市场，在保证较低的运输费用的同时，也能保证产品及时供应。另外，在全国生猪禁运、产销区市场价格分化严重的背景下，公司因地制宜，采取灵活的销售策略，推动生猪产地与屠宰企业“点对点”调运，确保销售畅通；并采取“养大猪”策略，增加单头肉猪销售收入；全面应用温氏商城平台，将生猪竞价与合同订单结合，得以在高价区取得了更好的效益，全国布局的优势明显。

图35: 公司养殖业在全国围绕各地销区布局一体化养殖公司



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

屠宰加工布局加速，产业链延伸优势明显

非洲猪瘟常态化的背景下，调肉政策利好公司屠宰加工业务。自 2013 年以来，

国家开始着手对生猪屠宰行业管理和食品安全监管体制进行改革，新政策陆续出台打击私屠滥宰，倒逼大量违法违规的养殖和屠宰企业退出市场。根据农业部新闻，2016 年农业部查处屠宰违法案件 4839 起，捣毁私屠滥宰窝点 2715 个。2018 年非瘟爆发促使政策再次加码，农业部发布多项文件，要求加快推进生猪屠宰的清理整顿和标准化创建，鼓励屠宰加工企业推行“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式。多项政策共同作用下，中小屠宰场的环保、检疫成本大幅提升，落后产能持续去清，规模企业专业化规范化的优势得到体现，因此政策面长期利好屠宰行业集中度加速提升。

表5：我国生猪屠宰行业政策法规逐步完善，利好规模企业

时间	发布单位	政策法规	主要内容
2015 年	农业部	《关于做好 2015 年畜禽屠宰行业管理工作的通知》	指出畜禽屠宰行业管理与畜禽屠宰产业发展长期积累的问题尚未得到根本改变，屠宰企业“多、乱、小、散、差”并存，屠宰企业产能严重过剩，收费代宰现象普遍，屠宰违法行为时有发生，要求加快推进市县两级畜禽屠宰监管职责调整，尽早建立上下贯通、运转顺畅的畜禽屠宰监管新体制。
2016 年	农业部	《全国生猪生产发展规划（2016 年-2020 年）》	是新中国成立以来第一个生猪生产发展规划，综合考虑环境承载能力、资源禀赋、消费偏好和屠宰加工等因素，充分发挥区域比较优势，分类推进重点发展区、约束发展区等促进生猪生产协调发展，而山东省被划分为重点发展区，推进“就近屠宰、冷链配送”经营方式，提高综合生产能力和市场竞争力。
2016 年	农业部	《关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见》	到 2020 年，基本形成权责一致、分工明确、运行高效的屠宰环节质量安全监管体系，规模以上屠宰企业基本建立质量安全控制体系，屠宰环节肉品质量安全抽检合格率稳定在 97%以上，生猪“代宰率”下降 10%以上，生猪屠宰场点“小、散、乱”情况得以基本改善。
2017 年	环境保护部	《固定污染源排污许可分类管理名录（2017 年版）》	屠宰及肉类加工行业排污许可证于 2018 年启动核发，生猪屠宰行业按照规模不同实行差异化管理。
2018 年	农业部	《打击生猪屠宰领域违法行为做好非洲猪瘟防控专项行动方案》、《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》、《关于开展打击私屠滥宰防控非洲猪瘟保证生猪产品质量安全专项治理行动的通知》	要结合非洲猪瘟防控实际，在非洲猪瘟防控风险较大的重点市县深入开展生猪屠宰企业清理行动，联合生态环境部门，加大屠宰资格清理、压点提质力度，加快屠宰行业转型升级，对屠宰非洲猪瘟疫区、受威胁区生猪等违法违规行为的小型生猪屠宰场点，一律要求停业限期整改，整改仍达不到要求的，坚决予以取缔。
2019 年	司法部	《生猪屠宰管理条例（修订草案征求意见稿）》	国家鼓励生猪养殖、屠宰、加工、配送、销售一体化发展，推行标准化屠宰，支持建设冷链流通和配送体系。

资料来源：农业部、司法部、环境保护部、国信证券经济研究所整理

公司加速向屠宰和食品加工转型，产业链延伸优势显著。公司目前肉鸡和肉猪业务属于活禽和活猪销售模式与“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”销售模式并存的局面。“调肉”政策催化下，公司逐步向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式转变。受益于养殖主业下基础雄厚，公司能实现充足的原材料供应，在屠宰加工业务的产业链延伸上具有先天性优势，未来畜禽屠宰和食品加工布局有望加速。

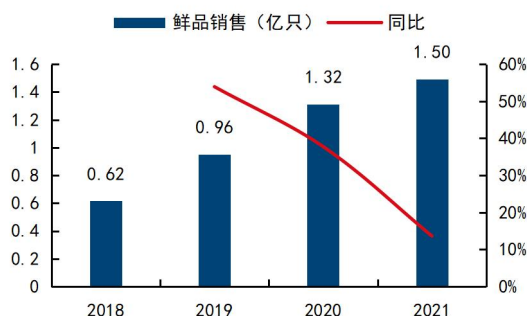
生猪屠宰方面，部分子公司已实现扭亏，新开工产能经营水平稳步提升。截至 2022 年 10 月末，公司广东、江西、江苏、内蒙古的 4 个生猪屠宰项目已投入运营，合计拥有屠宰年产能 350 万头左右，同时仍有 4 个生猪屠宰项目处于在建工程中，设计年产能超 400 万头。当前公司屠宰业务仍处于起步阶段，2022 年前三季度屠宰量低于 100 万头，虽然整体仍略有亏损，但已有部分屠宰分公司实现年度盈利，预计未来随屠宰产能利用率稳步提升，有望进一步增厚公司产业链盈利水平，平滑周期波动。

禽业屠宰方面，生鲜熟食销售稳步开拓，2B & 2C 双渠道并进提升盈利能力。2018 年起公司禽业加速向下游屠宰方向发展，冰鲜和熟食加工类产品销量近几年保持 40%左右的增长幅度。公司建立了温氏生鲜连锁经营管理体系，以“掌控渠道，直配终端”为转型目标，大力拓展下游食品加工、餐饮连锁、配餐公司等订单客户，销售网络遍布港澳、华南、西南、华北、华东地区，真功夫、众美联、西贝、九道鸡、紫燕百味鸡、山林熟食、佬街佬味、小南国、卤江南、大家乐等大型连锁

餐饮食品企业均同温氏佳味达成合作。在与大客户合作的过程中，温氏佳味的品质和品牌口碑受到广泛好评，据公司公告披露，2021 年销售肉鸡鲜品 1.5 亿只，同比增长 18.33%，累计竣工的肉鸡屠宰单班产能达 2.85 亿只/年，有望支撑鲜品鸡销售板块稳步发展。

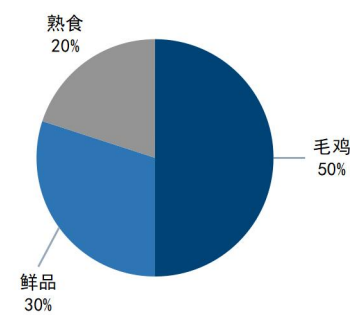
公司毛鸡销售规模较为稳定，未来黄鸡业务的增长空间主要在于增加适合屠宰品种的产量，按照五五规划，到 2024 年末，公司出栏的肉鸡中约 50%以毛鸡形态销售，约 30%以鲜品形态销售，约 20%以熟食形态销售。参考龙大肉食，生鲜食品加工具有高毛利的特点，预计未来随着产能释放以及大客户等终端渠道建设完善，屠宰和食品加工业务有望成为公司新的盈利增长点。

图 36: 2021 年公司销售鲜品鸡 1.5 亿只，同比+18.3%



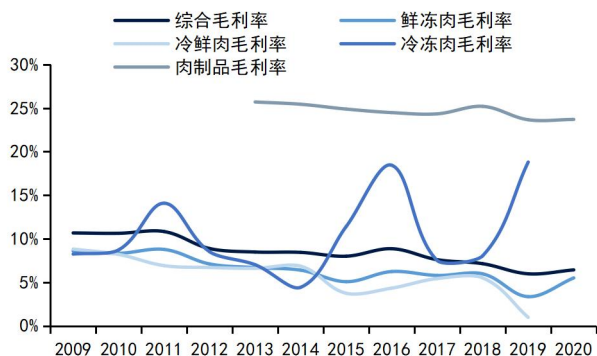
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 37: 2024 年公司规划肉鸡出栏产品结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 38: 2014-2020 年龙大肉食肉制品毛利高于鲜冻肉



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 39: 温氏佳味品类丰富



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

生猪养殖：公司生猪养殖业务处于稳步修复期，一方面，出栏增速明显修复，另一方面，成本水平也稳步改善。结合公司公告的出栏预期，我们预计 2022-2024 年公司生猪出栏量为 1700/2500/2800 万头。另外结合我们对当前猪周期的预判，预计 2022-2024 年公司生猪销售均价为 20/19/17.5 元/公斤。总体上经测算，我们预计 2022-2024 年公司生猪业务营收为 391.00/546.25/563.50 亿元，同比 +33%/+40%/+3%，毛利率为 20.0%/23.7%/20.0%。

家禽养殖：公司黄鸡养殖业务处于稳健发展期，我们预计 2022-2024 年公司黄羽肉鸡销售量为 11.56/12.12/12.66 亿羽，肉鸡养殖营收为 331.27/450.10/495.11 亿元，同比增长 36%/36%/10%，毛利率为 18.0%/20.8%/4.6%。

其他业务：公司其他经营板块主要包括其他养殖、肉制品加工、设备、兽药、原奶及乳制品等农牧产业链相关领域，占整体收入比例较少，非核心发展重心，预计会随公司整体业务壮大平稳发展。预计 2022-2024 年公司其他业务板块收入为 56.05/59.88/63.88 亿元，同比增长 9%/7%/7%，毛利率随业务发展成熟稳步提升。

表6: 温氏股份业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
生猪养殖业务						
收入（亿元）	395.46	398.32	294.94	391.00	546.25	563.50
增速	20.0%	0.7%	-26.0%	32.6%	39.7%	3.2%
毛利（亿元）	120.57	141.74	-89.63	78.20	129.38	112.70
增速	189.8%	17.6%	-163.2%	-187.2%	65.4%	-12.9%
毛利率	30.5%	35.6%	-30.4%	20.0%	23.7%	20.0%
肉鸡养殖业务						
收入（亿元）	267.86	242.94	303.28	346.82	357.40	303.85
增速	34.2%	-9.3%	24.8%	14.4%	3.1%	-15.0%
毛利（亿元）	70.47	0.92	27.29	62.37	74.22	13.84
增速	51.7%	-98.7%	2865.9%	128.6%	19.0%	-81.4%
毛利率	26.3%	0.4%	9.0%	18.0%	20.8%	4.6%
其他业务						
收入（亿元）	68.12	108.13	51.43	56.05	59.88	63.88
增速	56.9%	58.7%	-52.4%	9.0%	6.8%	6.7%
毛利（亿元）	34.19	38.72	43.00	48.42	50.53	51.48
增速	33.93	69.41	8.43	7.62	9.35	12.40
毛利率	49.8%	64.2%	16.4%	13.6%	15.6%	19.4%
合计						
总营收（亿元）	731.44	749.39	649.65	793.86	963.53	931.24
增速	27.8%	2.5%	-13.3%	22.2%	21.4%	-3.4%
毛利（亿元）	202.32	146.96	-53.91	148.20	212.94	138.94
增速	110%	-27%	-137%	-375%	44%	-35%
毛利率	27.66%	19.61%	-8.30%	18.67%	22.10%	14.92%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来 3 年营收 794/964/931 亿元, 同比+22.2%/21.4%/-3.4%, 毛利率 18.67%/22.10%/14.92%, 毛利 148/213/139 亿元, 同比-375%/+44%/-35%。

未来 3 年业绩预测

表 7: 未来 3 年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	64965	79386	96353	93123
营业成本	70356	64566	75059	79229
销售费用	813	982	1186	1247
管理费用	4759	5769	6902	6645
财务费用	1163	1536	1573	1669
营业利润	(12964)	7875	12603	4426
利润总额	(13144)	7575	12403	4376
归属于母公司净利润	(13404)	7174	12079	4203
EPS	-2.11	1.13	1.90	0.66
ROE	-41.3%	19.1%	26.3%	8.6%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 22-24 年收入分别为 793.86、963.53、931.23 亿元, 归属母公司净利润 71.74/120.79/42.03 亿元, 利润年增速分别为 +153.5%/+68.4%/-65.2%。每股收益分别为 1.13/1.90/0.66 元。

盈利预测的敏感性分析

表 8: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	74,939	64,965	79,530	96,698	93,424
(+/-%)	2.5%	-13.3%	22.4%	21.6%	-3.4%
净利润(百万元)	7426	-13404	7880	12964	5101
(+/-%)	-46.8%	-280.5%	158.8%	64.5%	-60.7%
摊薄 EPS	1.17	-2.11	1.24	2.04	0.80
中性预测					
营业收入(百万元)	74,939	64,965	79,386	96,353	93,123
(+/-%)	2.5%	-13.3%	22.2%	21.4%	-3.4%
净利润(百万元)	7426	-13404	7174	12079	4203
(+/-%)	-46.8%	-280.5%	153.5%	68.4%	-65.2%
摊薄 EPS(元)	1.17	-2.11	1.13	1.90	0.66
悲观的预测					
营业收入(百万元)	74,939	64,965	79,097	95,665	92,522
(+/-%)	2.5%	-13.3%	21.8%	20.9%	-3.3%
净利润(百万元)	7426	-13404	5772	10328	2424
(+/-%)	-46.8%	-280.5%	143.1%	78.9%	-76.5%
摊薄 EPS	1.17	-2.11	0.91	1.63	0.38
总股本(百万股)	5,312	6,373	6,352	6,352	6,352

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 22.8-24.7 元, 维持买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 22.9-24.4 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表9: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	27.78%	2.45%	-13.31%	22.20%	21.37%	-3.35%	2.00%	25.00%
营业成本/营业收入	72.31%	80.37%	108.30%	81.33%	77.90%	85.08%	80.00%	75.00%
管理费用/营业收入	6.41%	7.62%	7.23%	7.18%	7.09%	7.06%	7.14%	7.12%
销售费用/销售收入	1.25%	1.17%	1.25%	1.24%	1.23%	1.34%	1.26%	1.27%
营业税及附加/营业收入	0.15%	0.12%	0.17%	0.16%	0.15%	0.16%	0.16%	0.15%
所得税税率	2.27%	6.12%	-3.07%	4.19%	1.52%	2.86%	2.19%	2.52%
股利分配比率	34.96%	108.49%	-18.50%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	4.19%
无风险利率	2.50%	Ka	9.15%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.29
公司股价 (元)	17.26	Ke	11.56%
发行在外股数 (百万)	6352	E/(D+E)	72.60%
股票市值 (E, 百万元)	109632	D/(D+E)	27.40%
债务总额 (D, 百万元)	41386	WACC	9.78%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 22.9-24.4 元。

表11: 温氏股份 FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	7,210.3	12,176.4	4,994.6	9,926.5	18,381.6
所得税税率	4.19%	1.52%	2.86%	2.19%	2.52%
EBIT*(1-所得税税率)	6,907.9	11,991.0	4,851.8	9,709.0	17,917.6
折旧与摊销	4,317.8	5,205.4	6,014.2	6,829.1	7,654.5
营运资金的净变动	3,640.2	(571.9)	638.3	562.6	(1,619.8)
资本性投资	(12,001.0)	(14,001.0)	(12,001.0)	(12,201.0)	(12,401.0)
FCFF	2,864.8	2,623.5	(496.7)	4,899.8	11,551.2
PV (FCFF)	2,609.6	2,176.9	(375.4)	3,373.5	7,244.6
核心企业价值	179,304.9				
减: 净债务	29,222.3				
股票价值	150,082.6				
每股价值	23.63				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.6%	9.7%	9.78%	9.9%	10.0%
永续 增长 率变 化	2.2%	25.14	24.63	24.15	23.67	23.21
	2.1%	24.85	24.36	23.88	23.42	22.96
	2.0%	24.58	24.10	23.63	23.17	22.73
	1.9%	24.31	23.84	23.38	22.93	22.49
	1.8%	24.05	23.59	23.14	22.70	22.27

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 22.8-24.7 元

业绩方面, 我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.13/1.90/0.66 元。估值方面, 考虑到生猪养殖及黄鸡养殖为公司的两大核心业务, 且 2023 年生猪与黄鸡养殖行业均有望保持较好盈利, 此我们主要选取与公司同行业的生猪养殖公司 (牧原股份、新希望) 与黄鸡养殖公司 (立华股份、湘佳股份) 进行比较。具体来看:

1) 牧原股份: 其为生猪行业龙头, 养殖成本位于行业领先水平, 但由于公司未来出栏的成长性较之前减弱, 因此 PE 估值水平目前处于市场中游靠前位置, 考虑到 2023 年温氏股份相对于牧原股份出栏成长性更强, 且未来成本改善空间更大, 因此我们认为温氏股份的估值水平未来理应高于牧原股份。

2) 新希望: 其主营饲料、生猪养殖、白鸡养殖及食品加工等相关产业链业务, 2021 年实现生猪出栏 997 万头, 商品白羽鸡鸭出栏 4.3 亿羽, 考虑到温氏股份整体在生猪养殖业务上的成本管理水平更强, 后续盈利改善空间更大, 因此我们给予温氏股份较高的估值溢价。

3) 立华股份: 其主营黄鸡养殖、肉猪及肉鹅养殖等业务, 其中, 以黄鸡养殖业务为主, 2021 年实现黄鸡出栏 3.7 亿只, 商品猪销售 41.25 万头。相较于立华股份, 温氏股份生猪业务出栏增速更高, 成本改善空间更大, 应享有较高的估值溢价。

4) 湘佳股份: 其主营黄鸡养殖、冰鲜品加工等业务, 2021 年实现商品肉鸡销售 0.36 亿羽, 冰鲜产品销售 7.6 万吨, 由于湘佳股份冰鲜业务占收入比例达 60% 左右, 消费属性更强, 因此我们认为湘佳股份的 PE 水平理应高于温氏股份。

上述可比公司 2023 年 PE 平均值为 11.1, 考虑到 2023 年猪价仍有望保持较高的景气度, 且温氏股份的成本改善空间较大、出栏增速较快, 有望迎来业绩的量利双击, 我们合理预计温氏股份 2023 年 PE 水平应为 12-13, 对应公司股票合理估值区间为 22.8-24.7 元。

表 13: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002714.SZ	牧原股份	买入	45.92	2,444	2.09	5.59	22	8
000876.SZ	新希望	买入	13.16	597	0.06	1.17	219	11
300761.SZ	立华股份	买入	33.20	153	2.51	3.53	13	9
002982.SZ	湘佳股份	买入	41.16	42	1.36	2.66	30	15
	平均值						71	11.1
300498.SZ	温氏股份	买入	17.26	1,130	1.13	1.90	15	9

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测 (温氏股份外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测)

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 22.8-24.7 元之间，相对于公司目前股价有 30%-40%溢价空间。我们认为，公司具有稳定的经营能力、后续业绩恢复的确定性较高且弹性空间较大，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 22.8-24.7 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年养殖业务增速的预测,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对猪价修复的估计偏乐观,我们预计 2022-2024 年公司生猪销售均价为 20/19/17.5 元/公斤,导致未来生猪养殖业务的利润增速值偏高,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 2、可能由于对公司产能扩张的进展估计偏乐观,我们预计 2022-2024 年公司生猪出栏量分别为 1700/2500/2800 万头,导致未来生猪养殖业务收入增速值偏高,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 3、可能由于对公司管理费用的估计偏乐观,我们预计公司的管理费用率将随产能利用率的提升呈现稳步下降的趋势,导致未来管理费用率偏低,从而导致盈利偏乐观的风险。

生猪价格大幅波动风险

过去一年来生猪价格波动幅度较大,而公司持续加码养殖业务,未来盈利受到生猪价格直接影响的比例或将提升,因此如果生猪价格出现较大波动,会直接导致公司的盈利水平随之大幅波动。

原料价格大幅波动风险

饲料成本占养殖成本的比例较大,如果玉米、豆粕等原材料价格上涨幅度过大,将拉低公司的盈利水平。

不可控的动物疫情引发的潜在风险

公司主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成公司的生猪高死亡率，造成公司严重损失。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1865	7633	13918	12953	11053	营业收入	74939	64965	79386	96353	93123
应收款项	2549	2774	3697	3168	2296	营业成本	60229	70356	64566	75059	79229
存货净额	13312	14944	14408	16317	18107	营业税金及附加	90	109	127	144	148
其他流动资产	2138	3544	4727	6745	5774	销售费用	880	813	982	1186	1247
流动资产合计	23055	35589	38679	41182	38730	管理费用	5764	4759	5769	6902	6645
固定资产	37091	40156	48994	58669	65110	研发费用	679	603	732	885	860
无形资产及其他	1743	1762	1692	1623	1553	财务费用	196	1163	1536	1573	1669
投资性房地产	18102	18532	18532	18532	18532	投资收益	388	794	400	700	300
长期股权投资	510	749	949	1099	1199	资产减值及公允价值变动	787	(1240)	1800	1300	800
资产总计	80500	96788	108846	121106	125124	其他收入	(568)	(282)	(732)	(885)	(860)
短期借款及交易性金融负债	4747	4489	3997	4411	4299	营业利润	8387	(12964)	7875	12603	4426
应付款项	4140	6772	6624	6143	5432	营业外净收支	(415)	(180)	(300)	(200)	(50)
其他流动负债	7912	8424	8067	9384	9765	利润总额	7972	(13144)	7575	12403	4376
流动负债合计	16799	19685	18688	19938	19496	所得税费用	488	404	318	189	125
长期借款及应付债券	14729	34389	37389	38389	39389	少数股东损益	58	(143)	83	135	48
其他长期负债	1384	7966	12966	14466	14966	归属于母公司净利润	7426	(13404)	7174	12079	4203
长期负债合计	16113	42355	50355	52855	54355	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	32912	62039	69042	72792	73850	净利润	7426	(13404)	7174	12079	4203
少数股东权益	1800	2301	2334	2388	2407	资产减值准备	507	1614	715	490	415
股东权益	45788	32448	37470	45925	48867	折旧摊销	3016	5008	4318	5205	6014
负债和股东权益总计	80500	96788	108846	121106	125124	公允价值变动损失	(787)	1240	(1800)	(1300)	(800)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	196	1163	1536	1573	1669
每股收益	1.17	(2.11)	1.13	1.90	0.66	营运资本变动	(2909)	7646	3640	(572)	638
每股红利	1.26	0.39	0.34	0.57	0.20	其它	(512)	(1783)	(682)	(436)	(396)
每股净资产	7.18	5.11	5.90	7.23	7.69	经营活动现金流	6742	319	13365	15466	10074
ROIC	12.08%	-20.33%	8%	14%	4%	资本开支	0	(8383)	(12001)	(14001)	(12001)
ROE	16.22%	-41.31%	19%	26%	9%	其它投资现金流	2197	(3504)	4766	(71)	500
毛利率	20%	-8%	19%	22%	15%	投资活动现金流	2195	(12127)	(7435)	(14222)	(11601)
EBIT Margin	10%	-18%	9%	13%	5%	权益性融资	(66)	816	0	0	0
EBITDA Margin	14%	-10%	15%	18%	12%	负债净变化	5802	11224	3000	1000	1000
收入增长	2%	-13%	22%	21%	-3%	支付股利、利息	(8056)	(2479)	(2152)	(3624)	(1261)
净利润增长率	-47%	-281%	-154%	68%	-65%	其它融资现金流	(3965)	(730)	(493)	414	(112)
资产负债率	43%	66%	66%	62%	61%	融资活动现金流	(8540)	17575	355	(2209)	(373)
股息率	7.3%	2.3%	2.0%	3.3%	1.2%	现金净变动	397	5767	6285	(965)	(1900)
P/E	14.8	(8.2)	15.3	9.1	26.1	货币资金的期初余额	1468	1865	7633	13918	12953
P/B	2.4	3.4	2.9	2.4	2.2	货币资金的期末余额	1865	7633	13918	12953	11053
EV/EBITDA	13.9	(25.7)	15.5	10.5	16.7	企业自由现金流	0	(7764)	2865	2623	(497)
						权益自由现金流	0	2730	3901	2488	(1230)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032