

强烈推荐-A (首次)

温氏股份 300498.SZ

目标估值: 49.3-49.3 元  
 当前股价: 35.01 元  
 2016 年 12 月 06 日

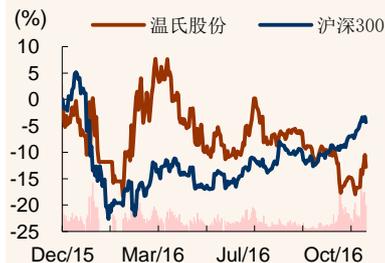
温氏岂是池中物，一遇风云便化龙

基础数据

上证综指	3205
总股本(万股)	435030
已上市流通股(万股)	281853
总市值(亿元)	1514
流通市值(亿元)	981
每股净资产(MRQ)	6.8
ROE(TTM)	41.7
资产负债率	23.7%
主要股东	温鹏程
主要股东持股比例	4.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-6	-11
相对表现	-7	-18	-6



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《猪!猪!猪!系列报告全集-翘首企足,呼之欲出》2016-08-19

周莎

0755-82960734  
 zhousha@cmschina.com.cn  
 S1090516020002

当下, 万亿生猪市场加速集约, 龙头温氏长期投资价值凸显。公司仅靠养殖即可实现体量翻倍, 且正大力布局生鲜, 将再造一个温氏, 予以目标价 49.3 元。

□ 万亿生猪加速集约, 农业第一价值股

温氏股份作为国内生猪养殖绝对龙头, 身处万亿生猪市场浪潮之巅; 行业正加速集约, 2015 年公司的出栏占比尚不到 3%, 未来的规模和市值将持续稳定增长。公司目前对应 2016 年的估值仅为 12.3 倍, 权益法下可确认的收益率为 7.04%, 财务投资价值显著。公司以全员持股而闻名, 第一大股东、董事长温鹏程仅持有约 4%, 前十大股东持股比例为 25.95%。11 月 2 日, 小非解禁市值达 1179 亿元之多, 短期快速下跌打造出股价的黄金坑。

□ 安得广厦千万间, 大庇天下寒士俱欢颜

温氏在国内首创了“公司+农户”的中规模分散式养殖模式, 在育种、PSY、料肉比、动物营养、防疫体系上拥有核心竞争力。通过打造稳定闭环, 携农户抵抗猪价波动, 实现了快速成长; 以大庇天下寒士俱欢颜的胸襟, 始终坚持对农户、股东、员工予以最丰厚的回报, 成就了我国乃至世界的生猪和黄羽鸡养殖龙头。展望未来, 该模式极具生命力, 且在后周期, 农户更倾向与温氏合作领取代养费, 公司将在高点收获巨额利润, 低点收获规模快速增长。

□ 景气跨度超预期, 业绩增长可持续

“超长猪周期”发力, 能繁母猪仍在探底, 生猪养殖持续高景气; 引种受限带动白羽鸡景气上行, 黄羽鸡受益, 两大业务景气跨度超预期。预计 2019 年温氏将实现年出栏生猪 3000 万头、黄羽鸡 10 亿羽。规模快速扩张和下游生鲜拓展将在一定程度上平抑猪价波动的风险, 使得业绩增长具有可持续性。

**盈利预测与估值:** 我们预计 2016/17/18 年公司的归母净利润为 138/138/174 亿元, 对应 EPS 为 3.18/3.18/4.00 元, 目标价 49.3 元, 较现价具有 41% 的上涨空间, 首次覆盖并给予“强烈推荐-A”评级。

**风险提示:** 猪肉价格超预期下跌, 高致病性疾病, 重大食品安全事件。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	38040	48237	62854	70162	88131
同比增长	8%	27%	30%	12%	26%
营业利润(百万元)	2757	6721	14771	14797	18635
同比增长	436%	144%	120%	0%	26%
净利润(百万元)	2664	6205	13825	13850	17408
同比增长	380%	133%	123%	0%	26%
每股收益(元)	0.84	1.71	3.18	3.18	4.00
PE	41.9	20.5	11.0	11.0	8.7
PB	7.7	5.7	4.3	3.4	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 2014-2016年股份分别为31.9、36.3、43.5亿股。

## 正文目录

一、农业板块第一价值股，万亿生猪加速集约！	6
1、价值投资风云际会，温氏可站风口	6
(1) 股权特征：持股极为分散，公司态度开放	6
(2) 财务特征：高 ROE、低估值、现金流充沛	6
(3) 巨额解禁：长期持股，化危机为转机	7
(4) 深港通：利好深市大蓝筹	7
2、万亿生猪市场，集约加速造富	7
(1) 生猪万亿容量，龙头抢占市场	7
(2) 类比美国 90 年代的规模化加速期	8
(3) Smithfield 诠释生猪造富能力	9
二、安得广厦千万间，大庇天下寒士俱欢颜！	11
1、成功的模式：中规模分散式养殖模式	11
(1) 打造稳定闭环，抵抗猪价波动	11
(2) 高点收获利润，低点收获规模	12
(3) 起源小农经济，迈向农场经营	13
(4) 前瞻性布局环保，扩张极具优势	13
2、成功的核心竞争力：先进的育种、防疫和动物营养体系	15
(1) 百年育种，技术先行	15
(2) PSY、料肉比、动物营养	16
(3) 防疫体系先进	16
3、成功的关键：不忘兼济天下初心，方得成人达己始终	17
(1) 对合作农户：保收益稳增长	17
(2) 对股东：坚持高分红	18
(3) 对员工：文化与回报并举	18
三、景气跨度超预期，生鲜再造一个温氏	19
1、超长猪周期发威，猪鸡持续景气	19
(1) 能繁母猪再探底	19
(2) 白羽鸡支撑黄羽鸡	19
(3) 猪肉上涨在即，国内 CPI 上行	20

2、三大优势奠定市占率、盈利能力双增格局.....	21
(1) 技术优势.....	21
(2) 规模优势.....	22
(3) 资本优势.....	23
3、生鲜终端发力，平抑周期.....	23
4、从 2 到 N，纵横打造生态系统.....	24
四、盈利预测与估值.....	26
1、盈利预测.....	26
2、估值对比.....	27
3、PE-PB Band.....	27
五、附录.....	28
风险提示.....	29

## 图表目录

图 1: ROE 对比.....	7
图 2: 净利率对比.....	7
图 3: 中国猪肉消费量.....	8
图 4: 中国猪肉产量与占肉类比例.....	8
图 5: 中国猪场数量不断下滑.....	8
图 6: 中国年出栏 500 头以上猪场出栏占比.....	8
图 7: 中美生猪出栏规模化对比.....	9
图 8: 美国猪场数量不断下滑.....	9
图 9: 美国规模化出栏比例图.....	9
图 10: 美国生猪存栏数走势.....	9
图 11: 美国生猪场均存栏数走势.....	9
图 12: SFD 市值在规模化启动和加速期实现腾飞.....	10
图 13: 温氏紧密型“公司+农户（或家庭农场）”独特优势.....	11
图 14: 温氏的“公司+农户”养殖模式.....	12
图 15: 温氏和农户的生产结算流程图.....	12
图 16: 头均代养费波动更小.....	13
图 17: 猪价下行，合作农户迅速上升.....	13

图 18: 温氏的扩张战略 .....	15
图 19: 温氏股份的四元猪育种体系 .....	16
图 20: 温氏的四级防疫体系 .....	17
图 21: 能繁母猪存栏及同比 .....	19
图 22: 生猪价格走势 .....	19
图 23: 白羽鸡祖代鸡引种受限 .....	20
图 24: 黄羽鸡价格 .....	20
图 25: 11 月下半月以来全国生猪均价走势 (外三元) .....	20
图 26: 2016 年我国猪肉进口量环比下降 .....	21
图 27: 头均人工费用对比 .....	22
图 28: 某猪场新旧模式所需员工与人均培育猪苗数 .....	22
图 29: 温氏三费费用率合计 .....	23
图 30: 温氏毛利率、净利率变化 .....	23
图 31: 温氏资产负债率 .....	23
图 32: 温氏流动比率、速动比率变化 .....	23
图 33: 温氏生鲜店门面设计 .....	24
图 34: 九统一标准 .....	24
图 35: 商户初始投资预算 .....	24
图 36: 商户收益测算 .....	24
图 37: 温氏股份历史 PE Band .....	27
图 38: 温氏股份历史 PB Band .....	27
表 1: ROE、PE、经营现金流收入占比对比 .....	6
表 2: 温氏股份定增项目状况 .....	14
表 3: 技术指标对比 .....	16
表 4: 料肉比敏感性分析 .....	16
表 5: 温氏股份委托养殖费用变化 .....	17
表 8: 温氏股份 2012-2015 生猪养殖收入、成本等指标 .....	21
表 9: 各季度业绩回顾 .....	26
表 10: 销售收入结构预测 .....	26
表 11: 盈利预测简表 .....	26

---

表 12: 估值对比表 .....	27
表 13: 温氏合作农户访谈.....	28
附: 财务预测表 .....	30

## 一、农业板块第一价值股，万亿生猪加速集约！

### 1、价值投资风云际会，温氏可站风口

作为创业板市值第一股的温氏股份（300498.SZ），已稳居养猪养鸡“双料龙头”：2015年，温氏上市商品肉猪 1535 万头，约占全国产量的 2.17%；温氏养鸡业在国内排行神话，占黄鸡市场的约 20%，占整个肉鸡市场的约 10%。还囊括了创业板其他五个“神话”：二季末，以总资产 365 亿元、净资产 287 亿元、上半年营业收入 284 亿元、净利润 72 亿元的傲人数据雄踞创业板神话；另外自 2015 年 11 月 2 日上市以来分红 18 亿元，是该时间至今分红最多的创业板公司，8 月其董事会又提议分红 21.75 亿元。

#### （1）股权特征：持股极为分散，公司态度开放

温氏创始人温北英先生在创业初期便坚持“共同创业致富”的理念，实行“七户八股”承包籼竹养鸡场。类似华为，公司以全员持股而闻名。1986 年，集团创始人温北英在内部推行了职工全员持股制，号称“温氏食品、人人有份”，此举对于员工归属感和集团发展推动极大，于是造成了超过 7000 名自然人持股超过 80%的局面。目前，第一大股东、董事长温鹏程仅持有约 4%，整个温氏家族持股不到 17%；而公司原始创业股东及高管超过 6000 多人持股，约占总股本的 75%。

温鹏程在投资者交流会上一再强调“凡是符合股东利益最大化的事情，我们都会考虑去做”。“以股东利益最大化为先”决定了对公司的财务投资是受欢迎和明智的，管理团队不但希望员工通过劳动得到合理的回报而改善生活，更希望公司在成长中分享资本市场红利，未来不排除主动引入战略投资者的可能。

#### （2）财务特征：高 ROE、低估值、现金流充沛

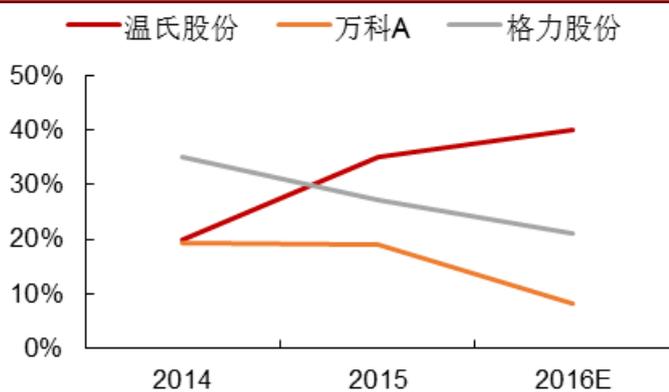
财务投资可确认的收益率： $\text{权益法确认的收益率} = \text{ROE} / \text{PB}$ ，以 2016 年 12 月 2 日收盘价计算潜在收益率  $= 39.41\% / 5.6 = 7.04\%$ ，若以 5% 为收益底线，则股价可以达到 49.3 元，距离现价有 41% 的空间。

表 1：ROE、PE、经营现金流收入占比对比

	PE(TTM)	2015 年经营现金流 收入占比	2015ROE	2016ROE 一致预 期
万科 A	11.13	8.21%	19.24%	18.60%
格力电器	12.53	44.13%	27.34%	27.05%
温氏股份	12.35	19.29%	27.87%	<b>39.41%</b>

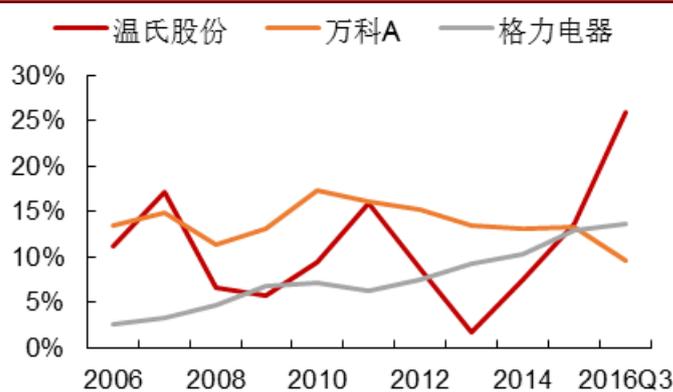
资料来源：Wind、招商证券 注：万科数据为 2015-7-11（首次被举牌日）。

图 1: ROE 对比



资料来源: Wind、招商证券

图 2: 净利率对比



资料来源: Wind、招商证券

### (3) 巨额解禁：长期持股，化危机为转机

公司总股本为 43.50 亿股，2016 年 11 月 2 日，首发原股东限售上市 33.68 亿股，流通股比例由 7.1% 上升至 77.4%，以解禁日前一天的股价 35 元/股计算，解禁金额达 1179 亿元之多。公司历年的现金分红规模较大，给股东带来了稳定的现金收入，这些可以满足其生活所需。前 50 名创业股东平均年龄 55 岁，是温氏精神最成功的实践者，多数股东将坚定持有温氏股票。巨额解禁对某些潜在股东来说是一个契机，管理团队对于股东利益的重视，使得长期持有极具吸引力。

### (4) 深港通：利好深市大蓝筹

12 月 5 日深港通正式开通，为海外投资者提供买入深市优质白马股的便利通道，低估值高分红的温氏股份将直接受益。

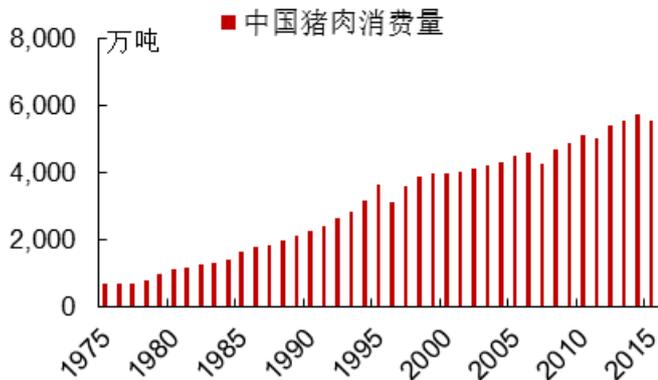
深港通核心要点：①取消深港通总额限制，北向每日额度 130 亿元，南向每日额度 105 亿元。②深股通股票范围是市值 60 亿元以上的深证成份指数和深圳中小创新指数成份股，及深市 A+H 股。③深港通下的港股通标的扩容，新增恒生综合小型股指数的成份股。

## 2、万亿生猪市场，集约加速造富

### (1) 生猪万亿容量，龙头抢占市场

我国猪肉消费保持不断增长，自 1975 年以来增长了约 8 倍，年均复合增长率为 5.3%。2015 年，国内总消费量达到 5567 万吨，以当年猪肉平均价 24.69 元/kg 计算，猪肉市场总容量高达 13745 亿元。我国居民的饮食习惯决定了猪肉消费的刚性，其产量占肉类总体的比例也常年稳定在 60% 以上，中国当之无愧拥有全世界最大和最好的猪肉市场。

图 3: 中国猪肉消费量



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 中国猪肉产量与占肉类比例

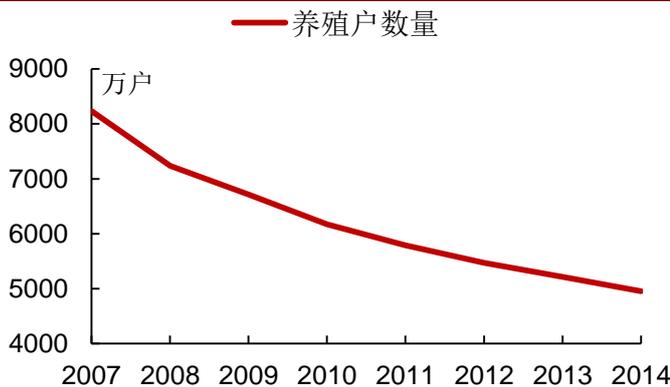


资料来源: Wind、招商证券

中国养猪业正从分散加速走向集约。自 2007 年开始整合, 截止至 2015 年, 养殖户数量不断下降, 幅度高达 40%。出栏 500 头以上的猪场出栏占比达到 45%, 同时场均存栏数提升约一倍, 但是相比发达国家仍然处于较低水平。

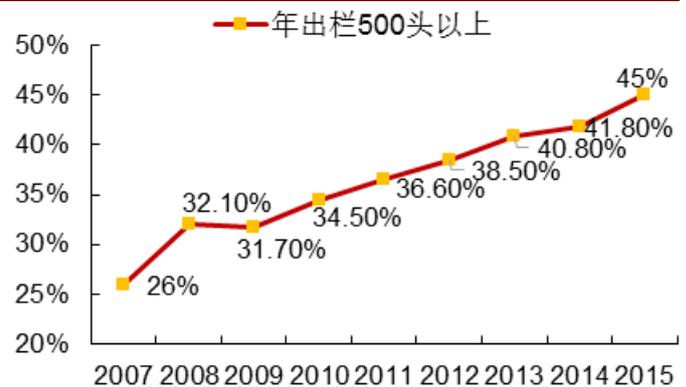
我们认为养殖业天花板仍然较远, 每年肉类消费增长 1%, 相当于增加数百万头生猪出栏, 而目前 CR10 约为 6%, 尚有较大提升空间。温氏股份在广东约占 40%, 较为稳定, 但在全国仅占不到 3%, 在散养户加速退出的背景下, 公司的养殖规模仍可以快速提升。

图 5: 中国猪场数量不断下滑



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 中国年出栏 500 头以上猪场出栏占比

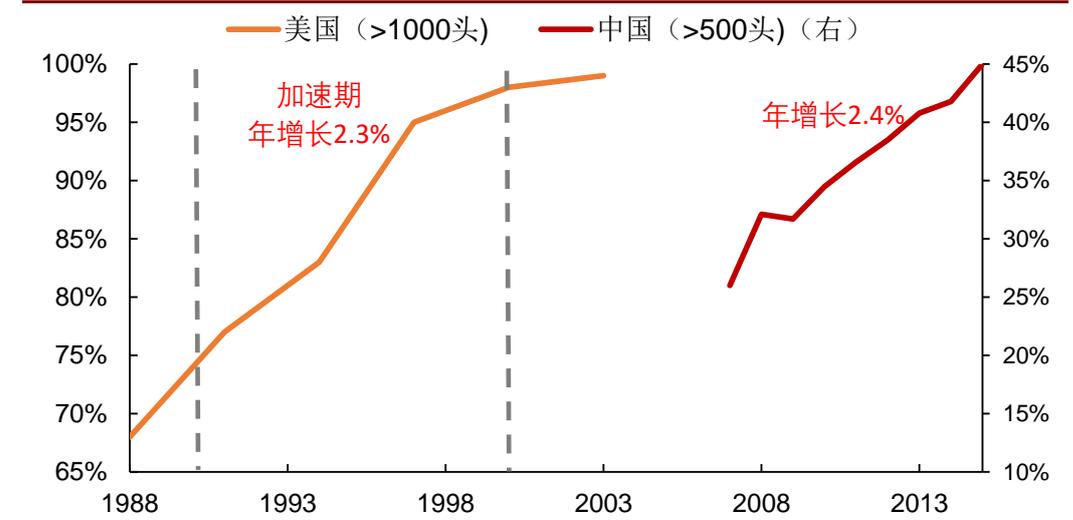


资料来源: 中国畜牧业协会、农业部、招商证券

## (2) 类比美国 90 年代的规模化加速期

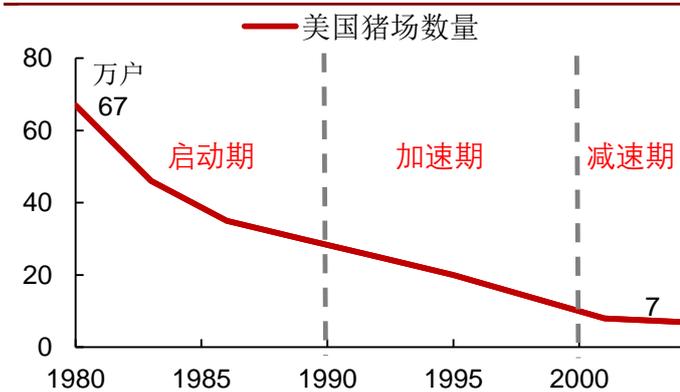
美国养猪业从 70 年代末 80 年代初开始整合, 90 年代进入加速期, 至 2000 年基本完成规模化, 我国现有情况类似其 90 年代初。美国由 70 年代末约 70 万个商品猪场到 2000 年不足 10 万个, 2010 年时仅约 7 万家, 生猪养殖场数量锐减近 90%。大致可分为三个阶段: ①养殖场数量的急剧减少; ②养殖场规模的迅速扩张; ③规模化进程相对减速, 场均存栏量趋于稳定, 但大规模养殖场数量和存栏比重仍在稳步上升。

图 7: 中美生猪出栏规模化对比



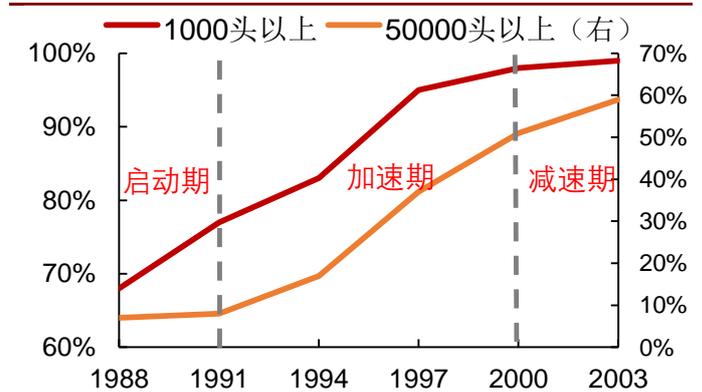
资料来源: USDA、中国畜牧业协会、招商证券

图 8: 美国猪场数量不断下滑



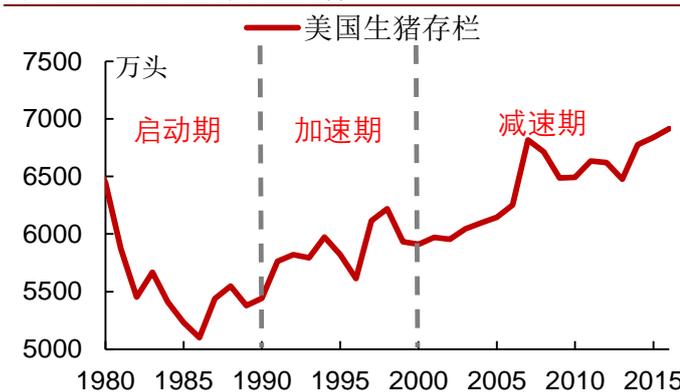
资料来源: USDA、招商证券

图 9: 美国规模化出栏比例图



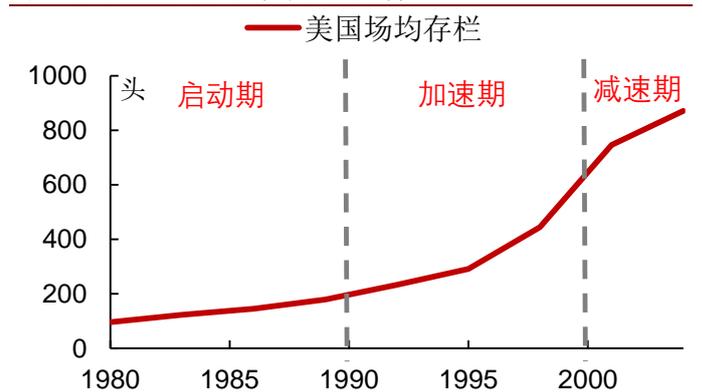
资料来源: USDA、招商证券

图 10: 美国生猪存栏数走势



资料来源: Wind、招商证券

图 11: 美国生猪场均存栏数走势



资料来源: Wind、招商证券

### (3) Smithfield 诠释生猪造富能力

在美国生猪产业整合的加速期, 史密斯菲尔德市值年复合增长率高达 33%, 十年间上涨 7.3 倍, 生猪造富能力怎容小觑?

史密斯菲尔德食品公司 (Smithfield Foods, Inc.) 的前身是 1936 年在美国弗吉尼亚州成

立的史密斯菲尔德包装公司（The Smithfield Packing Company）。1981年后史密斯菲尔德开始了一系列的收购，1987年以垂直整合猪肉加工业的领导者身份而闻名全美，1998年成为全美排名第一的猪肉生产商，同年公司走出美国开始在加拿大、法国和波兰进行收购，展开国际市场扩张步伐并成为全球最大的猪肉生产加工商。

公司生产超过50个品牌的肉制品，多于200种的美味食品，拥有从饲养到宰杀，再到分装鲜猪肉和制作加工肉制品的全套产业链。公司养殖部门主要为加工部门提供生猪，实现较高的原料自给率，形成垂直整合的纵向产业链。2015年，史密斯菲尔德的生猪出栏量约为全美出栏总量的12.2%，屠宰量占24.2%左右。2015财年营收212亿美元，净利润达10亿美元。

1984年，史密斯菲尔德在纳斯达克上市，1990年市值达到6700万美元；在美国生猪养殖规模化加速阶段的1990-2000年间，市值年复合增长率高达33%。在2000至2010年间，市值年复合增长率高于10%，2013年6月市值达47亿美元。2013年9月底，双汇国际收购SFD。

图 12: SFD 市值在规模化启动和加速期实现腾飞

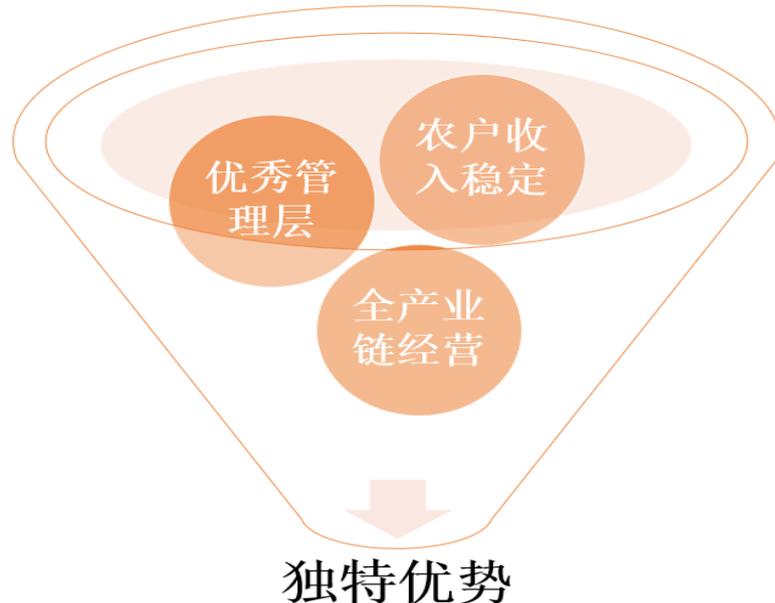


资料来源: Wind、招商证券

## 二、安得广厦千万间，大庇天下寒士俱欢颜！

公司经过 30 多年的实践，形成了紧密型的“公司+农户（或家庭农场）”的合作发展模式，其独特优势在于：（1）公司经验丰富的管理团队，公司领导者的齐创共享的思想和行为，形成良好的创业氛围；（2）公司与农户以合理的利益分配为纽带，连接成利益共同体，长期的合作形成了高度互信的合作关系，牢固的合作基础，为公司的持续、健康发展奠定了坚实的基础。这一点尤其表现在当市场行情不好的时候，公司仍然按合同约定，保证农户每年都有稳定的收入，并随着物价、社会生活水平提高，农户的收益逐年提高。（3）公司将畜牧业产业链中的育种制种、饲料供应、防疫技术、养殖服务、产品销售等环节整合为有机整体，在产业链内部建立一套完善且相对封闭运行的产业流程管理体系，提高了产业链内部运作效率，也保障了食品安全。

图 13：温氏紧密型“公司+农户（或家庭农场）”独特优势



资料来源：公司公告、招商证券

### 1、成功的模式：中规模分散式养殖模式

与规模化集中饲养和个体化散养模式均不同，温氏股份在国内首创了“公司+农户”的中规模分散式养殖模式。其创新之处在于，公司仅保留种猪繁育和育仔阶段，而将商品猪的育肥阶段以委托饲养的方式交由农户负责。公司不需要提供仔猪育肥舍，由合作农户按照公司的标准自己出资新建或改造现有的养殖场，并通过与公司签订委托协议，缴纳一定的预付金（400 元/头），“代替”公司进行生猪养殖。生产周期结束，公司按照合同约定价格回购成熟的商品猪，并支付一定的托管费；保证金可以退还给农户，也可以抵用下一产期的保证金。

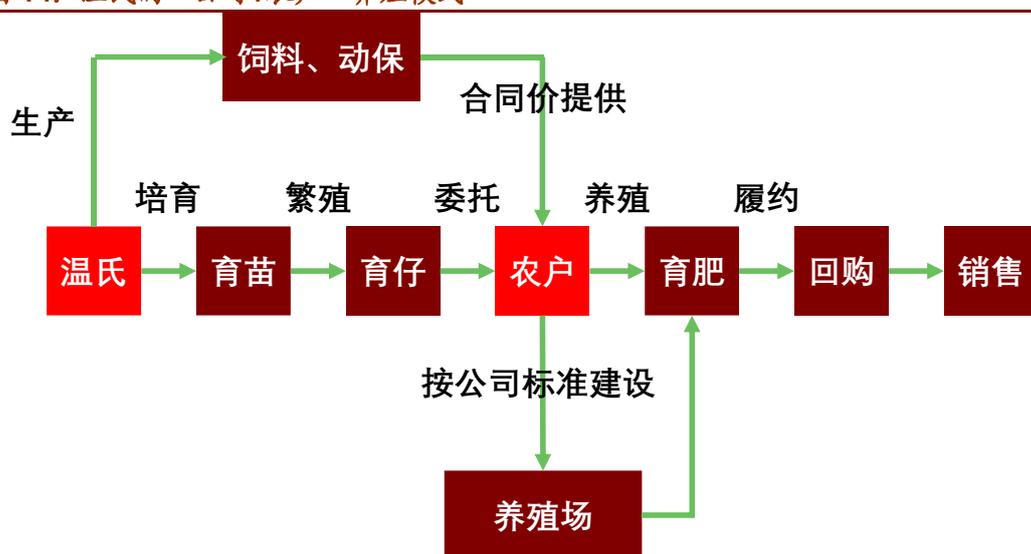
#### （1）打造稳定闭环，抵抗猪价波动

温氏为农户提供先进的技术指导、优质的饲料和疫苗采购等，并统一管理分散的农户生产活动。在这个过程中，生猪的产权仍属于公司，农户的托管从传统的“雇佣农工饲养

-支付工资”变为“委托农户饲养-支付托管费”，饲料等费用计入公司的应收账款直至合同履行时才能收回。

从实际来看，温氏的‘公司+农户’模式参照了欧美现代农业的管理经验，结合我国农业发展的实际，既符合各地农民发家致富的愿望，也符合各地政府解决三农问题的要求。因此，这种模式具有强大的生命力，符合当下社会的实际情况，以至于无论是养猪还是养鸡抑或其他养殖领域的企业纷纷效仿。

图 14: 温氏的“公司+农户”养殖模式



资料来源：公司公告、招商证券

图 15: 温氏和农户的生产结算流程图



资料来源：公司公告、招商证券

## (2) 高点收获利润，低点收获规模

在“公司+农户”的养殖模式下，代养费较猪价更加稳定，这使得公司在景气高点收获更多的利润；景气下行时，则加速扩张合作农户的数量，使得养殖规模在猪价低点迅速

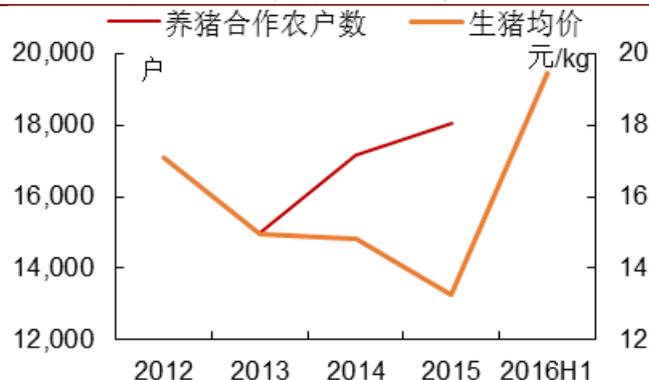
上升。

图 16: 头均代养费波动更小



资料来源: 公司公告、招商证券

图 17: 猪价下行, 合作农户迅速上升



资料来源: 公司公告、招商证券

### (3) 起源小农经济, 迈向农场经营

#### 1) 过去成功的关键: 闲散土地多、劳动力富余、猪肉市场优越、销区分布

广东地区人口众多但人均耕地面积少, 土地流转和规模化经营的难度大; 这就为温氏的“公司+农户”提供了充足的闲散土地和劳动力资源。通过现代化的企业管理理念, 将零星个体农户的闲置土地以及富余劳动力充分利用起来, 形成有组织有纪律、紧密高效的利益共同体, 实现多方共赢和利益最大化。

广东作为经济发达省份和全国常住人口第一大省, 猪肉消费的市场需求巨大, 猪牛羊肉人均消费量位列全国第二。广东地区的整体消费水平也居全国前列, 商品肉猪均价、仔猪均价及生猪养殖毛利润均高于全国平均水平。

#### 2) 现在正做的转变: 以自动化养殖推动“公司+农户”向“公司+家庭农场”转变

扶持农户转变为家庭农场, 自动化饲养技术非常关键。温氏与 Smithfield 的模式差异之处在于农户规模。SFD 合作农户的养殖规模比较大, 在 7 万家庭农场中, 母猪存栏规模达到 5000 头以上的有 2900 家, 平均在 5000 头左右; 温氏 2014 年合作农户的平均规模为 676 头, 目前约 800-1000 头/户, 二者之间的差距较大。

而今, 温氏旗下高村猪场的猪群采用全进全出转群模式, 配置高温高压冲洗消毒。猪舍里安装了特殊空调, 温度和湿度均由自动环控设备来进行调节。在母猪分娩舍, 自动供料系统实现了定时、定量的精准饲喂, 饲养人员无需进入猪舍喂料。

高村猪场所使用的自动化设备来自温氏股份全资子公司—广东南牧机械设备有限公司(下称南牧公司), 拥有世界首条养猪装备全自动化生产线, 可以让养猪生产效率成倍增加。南牧公司打造的现代化养殖场, 配套机械化、自动化、智能化的设备设施。新的养殖场可养 8 万头猪, 而传统猪场最多能养 3.3 万头。可以使人工成本大幅下降, 比如现代化高效种猪场人均管理 200 头猪, 而传统猪场人均管理 70 头猪; 另外, 土地日渐成为畜牧业的制约因素, 而新猪场比传统猪场节约三分之一的建筑面积, 优势明显。

### (4) 前瞻性布局环保, 扩张极具优势

规模扩张的阻力主要源于来源于资金、土地、环保, 温氏在这三个方面的对策都面面俱

到。

### ① 环保限制

公司五年前就将环保作为企业可持续发展战略的重要环节和企业的核心竞争力之一，非常注重环保工作。在发展壮大过程中，已经形成了很成熟的环保工艺，各生产单位尤其是合作农户均按照环保建设标准配套完善环保设施。公司拥有完善的环保管理体系，设立了环保部门，配备专业环保人员，养殖场严格遵循“三同时”原则。具体生产过程中产生的废物经过固液分离，液体部分通过氧化、分离等污水处理工艺后达标排放，也可加工沼气后有效利用；固体部分可发酵作有机肥；动物尸体采取无害化处理等。具备先进的环保设施并管理到位之后，平均一头猪的环保投资约 50 元，环保政策出台加速散养户的退出，推进行业规模高效化发展，对于公司来说是个较好的机遇。

以温氏下属的一个典型的活禽交易中心为例，每日产生数十吨废水，这些水经十一级净化处理后，水质可超过普通自来水，可循环使用，而净化处理所节约的成本正好与自来水价相抵。

### ② 土地限制

生猪养殖无需交税，但带来的环境污染问题却较为严重，很多地区的政府不太支持生猪养殖业。公司将以“公司+农户（或家庭农场）”的模式发展，种猪场建设将以高标准、高效化猪场为主；主要以中部、东部、西部地区为产量增加主产区。响应国家“精准扶贫”政策，带动当地农民致富，所以当地政府非常支持和欢迎公司，扩展上较为顺利。

### ③ 公司+农户无需大量集中土地

公司采取公司+农户养殖模式，农户规模一般在几百到几千头，散点式分布无需大量片集中型土地，所以扩张起来较为灵活。

公司提出，2019 年年出栏肉猪要达 3000 万头，这将比 2015 年增加一千多万头，psy 要达到 26.5，较 2013 年增长 10%以上。公司未来将以北方作为重点拓展区域。温氏在河北沧州、内蒙赤峰、辽宁朝阳、四平等地，计划建设 1000 万头生猪养殖产能。公司在广东地区除了禁养的珠三角和台风比较多的湛江外，其他地区都基本完成了布点；而辽阔的北部区域对于温氏而言尚属处女地，且土地便宜，当地政府较为乐于招商引资，唯一的不足就是保温费高。因此，温氏的模式在省外拓展并没有实质性障碍，公司的技术和人才储备可以满足未来的发展。

表 2: 温氏股份定增项目状况

项目名称	产能扩张 (万头)	项目预算 (亿元)	占地面积 (亩)
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	42	4.41	2,278
永寿温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目一期	40	4.4	1,556
亳州温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目	50	5	1,552
江永温氏畜牧有限公司一体化养猪建设项目	50	5.1	2,500

资料来源：非公开发行股票预案，招商证券

图 18: 温氏的扩张战略



资料来源：公司公告、招商证券

## 2、成功的核心竞争力：先进的育种、防疫和动物营养体系

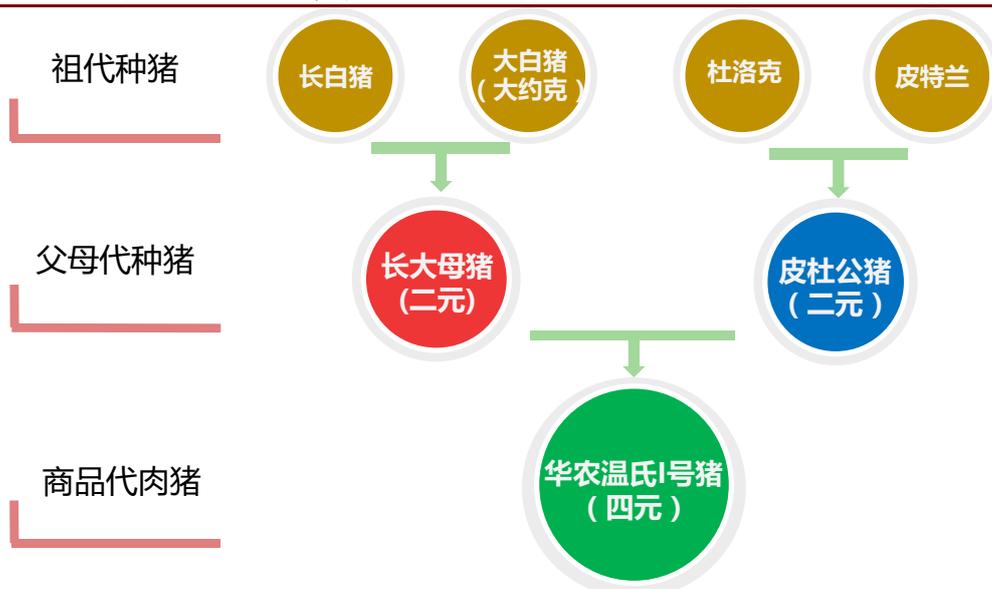
**公司总体养殖技术较为领先，具有较强核心竞争力：**养猪方面，公司 PSY 水平居于世界先进地位；自动化养殖水平已与国际接轨；养鸡方面，温氏黄鸡在育种、饲料、疫病防治方面在世界和国内均居于先进水平；生鲜环节的规模、水平在全国领先。

### （1）百年育种，技术先行

育种作为生猪养猪的基础环节，是决定企业竞争力高下的重要因素，海外生猪育种已有百年历史。全球一半以上的生猪在中国饲养，但我国的核心种猪严重依赖进口；目前全球种猪有 5 大品种，其中杜洛克、长白、大约克三个品种的养殖最为广泛。我国商品肉猪以三元为主，其中外三元“杜长大”占比超过 90%；近年来国内的公司化育种成为趋势，因为育种投资大、技术要求高，专业性强、组织化程度高，规模太小不容易配套，规模大更具经济价值。

温氏集团投入巨大人力物力聚焦生猪育种环节，如今品种的优势已充分体现。早在 2008 年，公司创造了广东省首例克隆猪，掌握了分子育种最尖端的技术；同时，依托华南农业大学的农牧学科优势，公司在国内率先推行“产学研”一体化的研发体系。吴珍芳教授牵头搭建先进的生猪育种体系，多名海归博士组成专家团队，助力温氏将育种技术优势发挥到极致。据公司披露，四元猪的 PSY 为 24，料肉比 2.45，大幅领先国内，达到美国等发达国家的先进水平。

图 19: 温氏股份的四元猪育种体系



资料来源: 公司公告、招商证券

### (2) PSY、料肉比、动物营养

公司全系列饲料产品均系自主研发生产, 营养水平高、饲养效果优良, 料肉比大幅低于行业平均, 且公司在前期料上掌握了关键技术, 多方面因素助力养殖成本最小化。

**PSY、料肉比、商品代存活率等技术指标均大幅领先市场。**温氏的肉猪料肉比 2.4-2.5, 大幅领先市场平均水平 2.8, 如此大规模的饲养, 即使 0.1 个点的差距会使得成本相差巨大; 公司的 PSY 平均 24 头, 而业内平均水平仅 17-18; 公司的商品代成活率达到 94.5%以上, 社会平均水平不到 90%。

表 3: 技术指标对比

	温氏股份	牧原股份	雏鹰农牧	正邦科技	行业水平
psy	24	20-22	22	N.A.	16-18
料肉比	2.4-2.5	2.6-2.7	2.7-2.8	N.A.	2.8

资料来源: 招商证券

表 4: 料肉比敏感性分析

料肉比	2.3	2.5	2.7	2.9	3.1	
料肉比差		-0.4	-0.2	0	0.2	0.4
消耗饲料 (万吨)		397	431	466	500	535
饲料总量差 (万吨)		-69	-34.5	0	34.5	69
资金成本差 (亿)		-21	-11	0	11	21
成本差 (元/头)		-140.3	-70.15	0	70.15	140.3

资料来源: 招商证券 注: 以 1500 万头猪、115kg/头、2016.11.23 最新数据猪饲料 3.05 元/kg 核算。

### (3) 防疫体系先进

公司的防疫管理体系非常健全, 早在 2004 年就建立起四级技术体系, 一级是集团技术专家团队, 华农科研院所作为顾问; 二级由集团直属公司的技术部负责, 以实战经验为主; 三级由分子公司的技术小组负责; 四级由奋战在养殖前线的技术人员和厂长等负责。

2008 年猪蓝耳、2011 年初到 2012 年的流行性腹泻，公司都没有受到大的影响，足以说明其防疫体系的完备。

图 20: 温氏的四级防疫体系



资料来源：公司公告、招商证券

### 3、成功的关键：不忘兼济天下初心，方得成人达己始终

公司在自身迅速成长时，始终坚持对农户、股东、员工予以最丰厚的回报，大有大庇天下寒士俱欢颜的胸襟，并一步步兑现。温氏提供了一个稳定的经营环境，才使得农户与公司共同成长，从其养殖模式和股权结构便可窥一般，而这也是温氏从 30 年前的簕竹镇养鸡场发展成为双料龙头的关键。

#### (1) 对合作农户：保收益稳增长

温氏创始人温北英先生在创业初期便坚持“共同创业致富”的理念，实行“七户八股”承包簕竹养鸡场，并快速发展成为温氏独有的紧密型“公司+农户（或家庭农场）”合作模式，成为温氏的“扩张利器”。经过 33 年的创业发展，温氏与农户合作关系更稳定牢固，形成利益共同体。据温氏股份相关数据显示，与温氏合作的农户数量近 10 年一直处于上升趋势，养殖收益也稳步上升。与温氏合作的农户队伍当中，不少农户合作时间超过 20 年。

2016 上半年，公司给农户每头商品肉猪的费用是 228 元。纵观温氏近年来给养殖户的委托养殖费一直处于一个上升的趋势，公司会根据社会水平、物价水平逐年稳定地提高农户的收益。即使是在 2014 年行情不是很好的时候，合作农户每头肉猪能赚 163 元左右，充分体现出温氏互利共赢寻求长久稳定合作的精神。

随着公司机械化养殖程度逐步提高，合作农户养猪既是投资选择，也是职业选择，很多农户月收入 1 到 2 万元。自动化程度提高、劳动强度降低，吸引了不少年轻人回乡养猪创业。依托自动化设备，一般的家庭农场，夫妻二人即可打理。企业在为农户改造生活的同时，将更多的人培养成新农人，为当地创造不少就业机会。

表 5: 温氏股份委托养殖费用变化

时间	出栏数（万头）	委托养殖费（亿）	头均委托养殖费
----	---------	----------	---------

2012 年	814	14.39	177
2013 年	1013	16.04	158
2014 年	1218	19.85	163
2015 年	1535	33.13	216
2016 年 H1	805	17.95	223

资料来源：公司公告、招商证券

### (2) 对股东：坚持高分红

公司坚持稳定的分红回报公司全体股东，一般将每年不低于净利润的 30%用于分红。公司尽量多现金分红，有时还会送股，每年稳定的分红，是对股东最大的价值投资回报。以第 200 名股东为例，自 2014 年以来，分红收入 375 万元。

表 6：公司分红情况

分红时间	分红情况
2014 年 4 月	股东大会通过每 10 股派 0.5 元，分红 1.60 亿元
2014 年 10 月	股东大会通过每 10 股派 1 元，分红 3.19 亿元
2015 年 5 月	股东大会通过每 10 股派 1.5 元，分红 4.79 亿元
2016 年 5 月	股东大会通过每 10 股转增 2 股派 5 元，分红 18.13 亿元
2016 年 8 月	董事会提议每 10 股派 5 元，分红 21.75 亿元

资料来源：公司公告、招商证券

### (3) 对员工：文化与回报并举

温氏股份要做成百年老店，就要让员工在物质、精神层面都能受益。温氏已有 33 年的创业历史，企业文化深深被员工所认同，受欢迎程度高，核心动力是“齐创美满生活”。公司制度依照企业文化而设定，企业有些问题无法靠制度解决但可以靠文化来解决。提倡共创共享，股东获取丰厚利益，员工取得合理报酬。新员工加入温氏后，通过多种方式让企业文化落地，比如会议、培训、文化活动等，新入职员工有师傅带领，同时接受技能与企业文化等全方位培训。

公司员工持股计划实施后，员工持股覆盖率将超过 1/3，将有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合在一起，提高公司团队的向心力和凝聚力。

表 7：员工持股计划

参与人数	金额	锁定期	认购价格
19090 人	10.92 亿	3 年	31.98 元/股

资料来源：公司公告、招商证券

### 三、景气跨度超预期，生鲜再造一个温氏

#### 1、超长猪周期发威，猪鸡持续景气

##### (1) 能繁母猪再探底

2016年10月，能繁母猪存栏数量为3703万头，自2013年8月以来持续下跌长达39个月，中间仅有2016年4月反弹了11万头后又继续探底，同比也连续38个月为负。

**环保限补栏，拉长猪周期：**本轮周期中“猪价涨”与“存栏降”长期共存，主要由于环保趋严导致猪场数量减少、补栏阻力加大，且规模化猪场的补栏速度不及散户。本轮猪价上行周期与以往任何一次都明显不同，出现了“猪价涨”与“存栏降”长期共存的反常现象，并导致持续时间和上涨高度均超历史记录。我们率先提出的超长猪周期理论正逐步兑现，能繁母猪仍在底部徘徊。

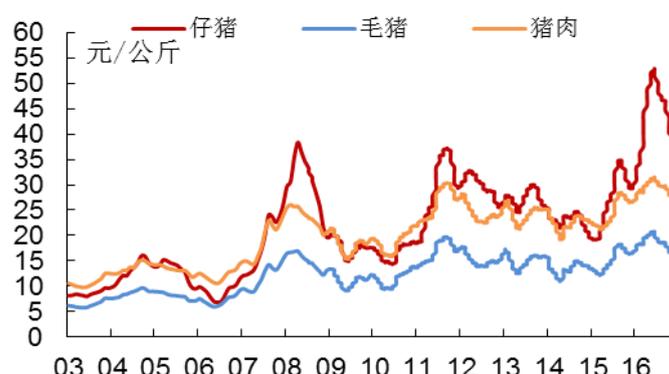
二季度各地仍在大量拆猪场，母猪淘汰加速，将使得10月前后的生猪存栏恢复进程放缓。至于洪水的影响，从母猪淘汰结构可以看出较为明显，7月生猪出栏均重骤降，大猪存栏占比降低，加速出栏的迹象显著。预计10月份生猪存栏增幅将显著放缓，到年底前生猪存栏难有实质性恢复，整体供应不足态势将延续到明年上半年。

图 21：能繁母猪存栏及同比



资料来源：Wind、招商证券

图 22：生猪价格走势



资料来源：Wind、招商证券

##### (2) 白羽鸡支撑黄羽鸡

受制于欧美主要引种国闭关，白羽鸡引种量将跌入十年最低谷，2016年10月开始，在产祖代鸡存栏呈断崖式下跌，约7个月后传导至终端，商品代白羽肉鸡将于2017年5月左右开始强劲上涨，届时将对黄羽鸡形成较强的支撑，预计明年黄羽鸡景气度将维持在较好水平。

图 23: 白羽鸡祖代鸡引种受限



资料来源: Wind、招商证券

图 24: 黄羽鸡价格

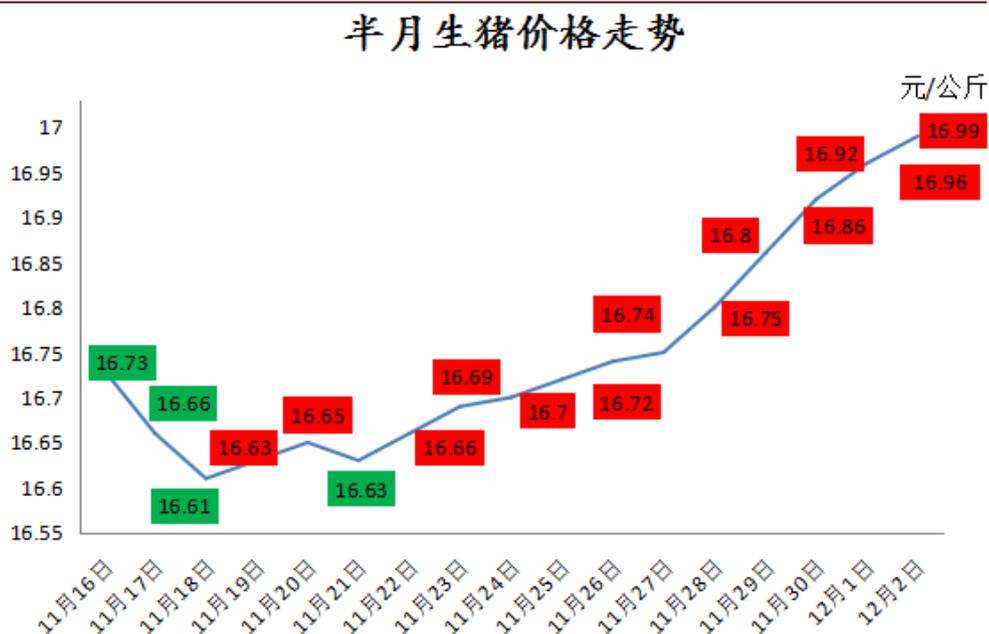


资料来源: Wind、招商证券

### (3) 猪肉上涨在即, 国内 CPI 上行

截止至 12 月 2 日, 猪价已连涨 11 天, 国内外三元生猪均价为 16.99 元/公斤, 还差 0.01 元/公斤猪价便踏上 17 元/公斤的大关。

图 25: 11 月下半月以来全国生猪均价走势 (外三元)



资料来源: 猪 e 网、招商证券

#### 1) 猪肉需求侧改善:

**长期:** 随着经济的企稳, 工厂开工率上行, 外出务工人员增加, 带动猪肉需求回升。

**短期:** ①寒流来袭刺激北方猪肉消费启动, 并将逐步带动南方的需求回暖; ②临近元旦春节旺季, 腌制腊肉需求拉动猪肉消费。

#### 2) 猪肉供给侧恶化:

**长期:** ①能繁母猪仍未见底, 生猪供给难以恢复; ②母猪集中补栏一般发生在一季度, 二季度其销售量大幅下滑, 此外今年夏季的水灾影响下半年仔猪存栏, 四季度猪肉供给趋紧。

**短期:** ①近日全国大面积大风降温,昼夜温差较大,加大畜禽的疫病风险,进而减少肉类供给,推升价格;②广西走私猪被打,10月进口肉环比大幅下降;③煤价上涨推升运输成本,限制超载导致运力紧张,冰冻天气加大调配难度,推动运价进一步上涨。

图 26: 2016 年我国猪肉进口量环比下降



资料来源: Wind、招商证券

## 2、三大优势奠定市占率、盈利能力双增格局

温氏股份依靠技术、规模优势获得巨大的成本优势,再坐拥资本优势,能更从容地应对周期的波动,在行业低点收获市占率,行业高点收获巨额利润。

### (1) 技术优势

以摩尔定理为例,技术的飞速进步带来了成本的快速下降,从而带动了一个产业的欣荣。现代化农业的第一生产力仍是科技,强的技术优势将大幅削减成本,即使行业低谷来临,也能保持可观的盈利水平,这是穿越周期的根本。

温氏目前的生猪养殖成本约 12 元/kg,比市场平均成本低 1 元/kg 以上,成本优势显著。公司有丰富应对措施和较强的实力,养猪业在市场行情最低谷的年份仍有约 80 元/头的盈利。公司养殖效率在国内名列前茅,2015 年归属上市公司股东的净利润 62.05 亿元,同比增长 130.77%。全年合作养猪农户共获得养殖结算总毛利 33.13 亿元。若加上委托养殖费来比较净利水平,温氏的养殖效率是高于牧原等同行的。

表 8: 温氏股份 2012-2015 生猪养殖收入、成本等指标

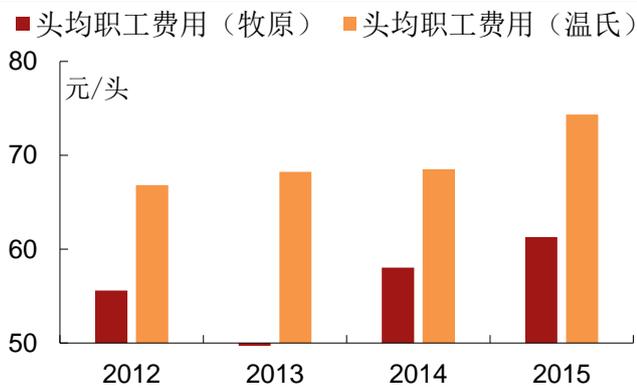
指标名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
出栏量 (万头)	814	1013	1218	1535
温氏市占率	1.17%	1.42%	1.66%	2.17%
收入 (亿元)	131.55	161.38	180.24	272.87
成本 (亿元)	109.74	139.58	168.12	212.21
单价 (元)	1616	1593	1479	1778
单位成本 (元/头)	1348	1378	1380	1382
单位成本 (元/kg)	11.7	12.0	12.0	12.0
毛利率	16.58%	13.51%	6.73%	22.23%

公司销售净利率	/	/	7.73%	13.76%
饲料原料	70.68%	71.05%	70.28%	65.57%
委托养殖费用	14.14%	12.44%	12.55%	16.76%
药物及疫苗	4.73%	5.05%	5.18%	5.21%
职工薪酬	5.21%	5.24%	5.28%	5.78%
折旧及摊销	1.53%	1.92%	2.17%	2.15%
其他	3.72%	4.30%	4.54%	4.53%

资料来源：公司年报、招商证券 注：以出栏均重 115kg 计算。

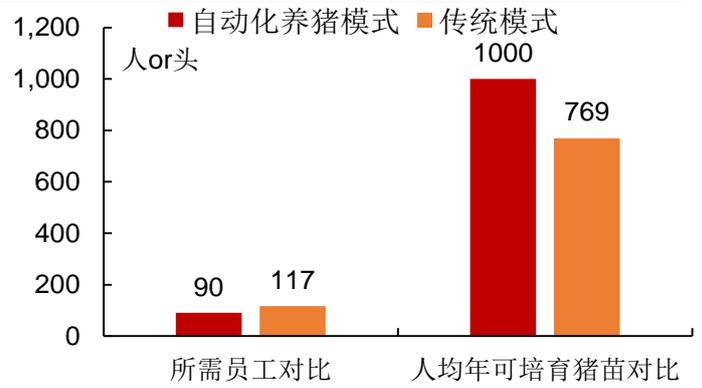
温氏股份近年来采用了新式自动化养猪模式，人工成本具有进一步下降的空间。提升了公司的机械化养殖程度，大幅降低了养殖成本与劳动强度。新式自动化养猪模式采用了全自动化喂料系统、漏缝地面、自动刮粪系统、大跨度钢结构猪舍系统和风机水帘温度控制系统。以春南分公司年产猪苗 9 万头为例，传统模式需员工 117 人（不含劳务工）、人均年产猪苗 769 头；新模式仅需 90 人、人均年产猪苗 1000 头，员工人数的下降幅度高达 23%，人均年产猪苗量可提高约 30%。

图 27：头均人工费用对比



资料来源：公司公告、招商证券

图 28：某猪场新旧模式所需员工与人均培育猪苗数



资料来源：公司官网、招商证券

## (2) 规模优势

农业公司应该走规模制胜的道路，只有在足够大的行业中发展才可能产生规模优势，而在商品肉猪这一万亿市场更容易做到较大的规模，发挥足够的规模效应，温氏显然走在浪潮的前沿。

2015 年，公司上市肉猪 1535 万头，排名中国第一、世界第二；上市肉鸡 7.44 亿只，排名中国第一、世界第五，规模优势显著。近年，公司三费开始显著下滑，2016 年前三季度三费合计占总营收的 4.81%，较 2015 年全年下降 1.66 个百分点。未来，规模优势将带来更大的成本优势，助力公司盈利水平进一步上升。

图 29: 温氏三费费用率合计



资料来源: 公司公告、招商证券

图 30: 温氏毛利率、净利率变化

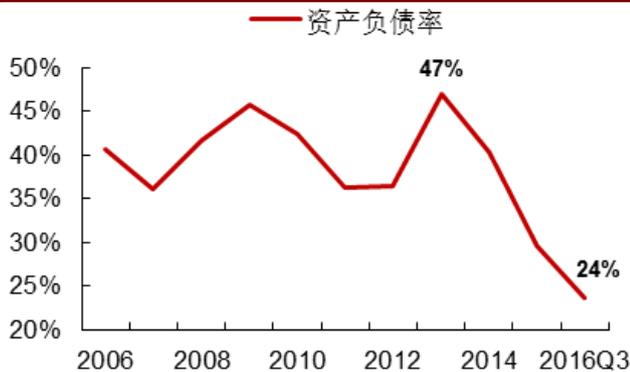


资料来源: 公司公告、招商证券

### (3) 资本优势

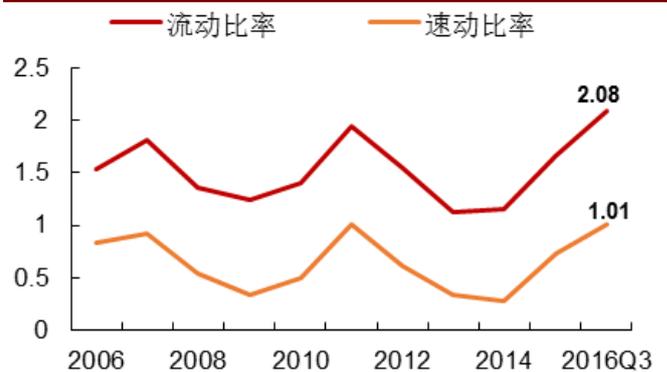
农业的强周期性决定了收入和净利润的大幅波动, 唯有依靠强大的资本实力方能使企业穿越周期而立于不败之地。公司近年来现金流充裕, 资产负债率不断下降, 流动比率、速度比例不断上升, 在猪价熊市也较难出现现金流风险。

图 31: 温氏资产负债率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 温氏流动比率、速动比率变化



资料来源: 公司公告、招商证券

近年来, 温氏股份大力发展金融板块。继 2015 年增资旗下投资公司后, 2016 年 8 月温氏股份再次宣布斥资 9.1 亿元设立财务公司, 加快推进产融结合。成立于 2011 年的温氏投资为温氏股份的资本运作管理中心, 业务涵盖股权投资、证券投资及产业投资等各领域, 另外还承担了温氏股份的资本运作职能。去年, 温氏股份实现营收 482.37 亿元, 同比增长 24.57%; 净利润 62.05 亿元, 同比增长 130.77%。其中, 温氏投资贡献利润约 2 亿元。温氏投资的投资总监罗月庭透露, 截至今年 9 月底, 温氏投资实际管理自有资金已接近 60 亿元, 未来公司将重点关注大农业、大消费、大健康、大文化以及高端智造领域, 目标在两三年内将管理资产规模做到 100 亿元。

### 3、生鲜终端发力, 平抑周期

尽管公司在成本方面有了巨大的优势, 但养殖利润还是部分受制于生猪价格波动, 这也是资本市场对公司的最大顾虑, 并反映在了跌跌不休的股价中。但公司正大力加强食品加工产业的布局, 业绩的稳定性和增长的可持续性将有效维持, 估值将逐步走高。

目前, 公司在屠宰加工业也经营了几年, 还处于摸索阶段。目前已经开设了 43 家温氏

生鲜店，探索生鲜食品销售模式。单店日平均营业额 1.3 万元；个别单店日营业额达到 3 万元，毛利率接近 20%。目前单深圳地区门店就有 30 多家，各地加盟意愿强烈。集团鸡猪鸭蛋奶鱼产品品类较齐全，体量大，可供庞大的人群消费。温氏股份品牌号召力强，企业形象好，消费者容易接受。如果成功，可以迅速复制发展，在往后还会考虑发展电商模式。深加工方面，公司目前有熟食产品，主要销往一线一些酒店，但销量还比较小，未来将依次加强布局。

公司的屠宰规模还有待加强，采取的是温氏猪+当地屠宰厂+温氏生鲜店为主的模式。经营上延续了其在养殖上的作风，采取紧密型“公司+商户”模式，公司实行“九统一”管理，提供十大支持，商户专业从事分销环节，降低了经营门槛及其他环节的风险。根据公司已有的店面测算，商户初始投资 39 万，一年可赚取 41 万净利，投入资金回收期为 1 年。月收入约 45 万，毛利率达到 20%，具有较强吸引力。公司未来将达到 5000 家门店，单店年营业额 500 万元，总销售收入 250 亿元，将再造一个温氏。

图 33: 温氏生鲜店门面设计



资料来源：温氏生鲜招商手册、招商证券

图 34: 九统一标准



资料来源：温氏生鲜招商手册、招商证券

图 35: 商户初始投资预算

1 前期投资预算			
项目	标准店	收费标准	支付方式
加盟费	10000元	国务院商务部 《商业特许经营管理条例》	一次性交纳
品牌保证金	30000元	国务院商务部 《商业特许经营管理条例》	合同期满返还
门店基础装修费用	约100000元	加盟商自行支付 (参考深圳蛇口店)	按实际情况支付
标准设备投资费用	约130000元	公司统一代购 (参考深圳蛇口店)	按实际情况支付
店铺进场费 转手费	120000元	加盟商自行支付 (参考深圳蛇口店)	按实际情况支付
<b>合计</b>		<b>约390000元</b>	

资料来源：温氏生鲜招商手册、招商证券

图 36: 商户收益测算

2 收益测算 (以深圳蛇口店为例)		
项	目	深圳蛇口店(单位:元)
月度运营	铺租及水电	20000
	店员薪酬	25000
	前期投入分摊(3年)	10830
	合计	55830
月度盈利	销售收入	450000
	毛利率	20%
	毛利	90000
年度盈利	费用	55830
	毛利	1080000
	纯利	410040

资料来源：温氏生鲜招商手册、招商证券

#### 4、从 2 到 N，纵横打造生态系统

从 0 到 1 (黄羽鸡养殖)，从 1 到 2 (生猪养殖)，证明公司能非常好地适应时代发展，在现代化农业的浪潮中把握住大机会，而如今公司正从 2 走向 N (全产业链食品供应商)。实际上，温氏股份早已跳出了单一农业企业的范畴，主营业务拓展至肉猪养殖、肉鸭养殖、兽药生产、乳制品生产、农牧设备制造、海洋养殖等多个业务板块，以养殖业务为核心打造了完整的产业链，产业链上下游各环节高效衔接并互相促进。

公司在养猪、养鸡业方面保持总发展水平稳步上升；肉猪与肉鸡业的周期不完全同步，这可以部分平滑肉猪或肉鸡业周期性的影响；公司的其他养殖业务体量也正在稳步提高，业务平滑度得以不断上升。这些都将削弱某单一行业景气下行对业绩的不利影响。

同时，公司一直努力探索与主营业务相关的新产业，对生鲜连锁逐步加码。

**横向方面**，水禽、牛、羊、鸽、鹅等，均有很大空间。在奶牛业、水禽业、海洋产业等方面，公司将继续扩大奶牛饲养规模，逐步增强温氏牛奶的品牌影响力；加强水禽育种场地等硬件配套设施，开展番鸭及其他类型水禽品种的选育工作；充分利用海域资源，扩大深海鱼养殖规模与业务深度，探索出海洋渔业的养殖模式，为未来规划发展打好基础。同时，继续开拓市场，探索开展肉牛、肉鸽、肉羊和深海鱼等小品种养殖产业。

**纵向方面**，肉猪、肉鸡等产品的屠宰、加工前景广阔，将适时增加规模，现阶段重点布局生鲜店。

## 四、盈利预测与估值

### 1、盈利预测

我们预计 2016/17/18 年公司的归母净利润为 138/138/174 亿元，对应 EPS 为 3.18/3.18/4.00 元，目标价 49.3 元，较现价具有 41% 的上涨空间，首次覆盖并给予“强烈推荐-A”评级。

表 9：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	10537	13668	14682	13456	14903	15285
营业毛利	827	3246	1721	3229	4291	3767
营业费用	55	108	225	115	128	144
管理费用	424	456	1233	565	608	627
财务费用	36	43	-23	-20	-29	-39
投资收益	357	36	-35	-10	73	55
营业利润	1182	3284	1675	3216	4382	3821
归属母公司净利润	1211	3002	1417	3092	4134	3607
EPS (元)	0.38	0.94	0.44	0.97	1.30	1.13
主要比率	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
毛利率	14.0%	27.3%	22.0%	29.0%	33.9%	29.3%
营业费用率	0.5%	0.8%	1.5%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用率	4.0%	3.3%	8.4%	4.2%	4.1%	4.1%
营业利润率	11.2%	24.0%	11.4%	23.9%	29.4%	25.0%
有效税率	1.8%	0.0%	1.4%	0.4%	0.9%	1.2%
净利率	11.5%	22.0%	9.7%	23.0%	27.7%	23.6%
YoY	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
收入	30.4%	27.8%	25.7%	43.9%	41.4%	11.8%
归属母公司净利润	92.4%	69.7%	-3.4%	437.1%	241.5%	20.2%

资料来源：公司数据、招商证券

表 10：销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
合计收入	48237	62854	70162	88131
猪肉类养殖	27287	39083	41820	53831
肉鸡类养殖	18049	20000	21930	23400
其他	2901	3772	6412	10900
收入增长率	/	30.3%	12.0%	27.6%
猪肉类养殖	/	43.2%	7.6%	32.1%
肉鸡类养殖	/	10.8%	9.7%	6.7%
其他	/	30.0%	70.0%	70.0%
毛利率	19.6%	27.8%	25.4%	26.4%
猪肉类养殖	22.2%	38.2%	32.7%	31.9%
肉鸡类养殖	13.9%	7.2%	9.8%	11.5%
其他	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 11：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	38040	48237	62854	70162	88131
营业成本	33239	38796	45350	52558	66142

营业税金及附加	8	11	14	15	19
营业费用	247	468	609	667	793
管理费用	1545	2551	2514	2666	3173
财务费用	315	100	1	(139)	(229)
资产减值损失	21	71	71	71	71
公允价值变动收益	(9)	(12)	(12)	(12)	(12)
投资收益	101	491	491	491	491
<b>营业利润</b>	<b>2757</b>	<b>6721</b>	<b>14774</b>	<b>14803</b>	<b>18641</b>
营业外收入	211	148	148	148	148
营业外支出	49	179	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>2919</b>	<b>6689</b>	<b>14912</b>	<b>14941</b>	<b>18779</b>
所得税	42	53	123	123	156
净利润	2877	6636	14789	14818	18623
少数股东损益	213	431	961	963	1210
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2664</b>	<b>6205</b>	<b>13828</b>	<b>13855</b>	<b>17413</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.84</b>	<b>1.71</b>	<b>3.18</b>	<b>3.18</b>	<b>4.00</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 2、估值对比

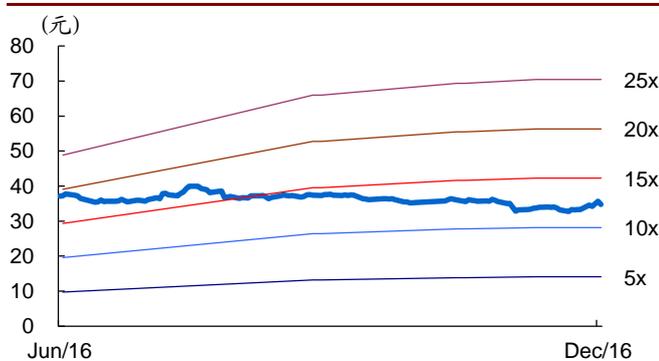
表 12: 估值对比表

公司	最新	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB	ROE	市值
		14	15	16E	14	15	16E	14	15	16E			
简称	股价										(MRQ)	(TTM)	(亿)
温氏股份	35.01	0.84	1.71	3.18	380%	133%	110%	42	20	11	5.66	41.81%	1,523
正邦科技	7.23	0.07	0.46	1.8	-237%	658%	291%	103	16	4	4.20	24.41%	146
牧原股份	24.75	0.08	0.58	1.99	-74%	643%	245%	309	43	12	5.68	35.29%	256
天邦股份	12.52	0.16	0.38	0.86	-72%	240%	399%	78	33	15	5.48	27.06%	80
雏鹰农牧	5.22	-0.06	0.07	0.64	-351%	216%	803%	-87	75	8	3.97	14.18%	164
平均					-71%	378%	370%	89	37	10	5.00	28.55%	

资料来源：公司数据、招商证券

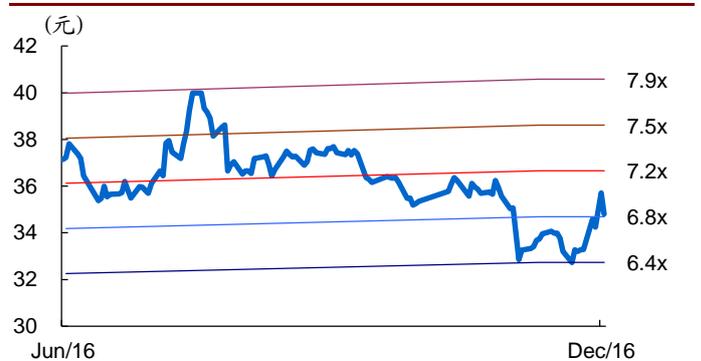
## 3、PE-PB Band

图 37: 温氏股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 38: 温氏股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 五、附录

表 13: 温氏合作农户访谈

	某养鸡农户 1	某养鸡农户 2
原职业	打工	油漆工
养鸡品种及数量	桂花土鸡 5000 只	桂花土鸡 12000 只
初始投入	十几万	将近 20 万
Q:	<b>听说您家与温氏合作养鸡,今天来想了解一些相关情况。自从养鸡后,您每天都干一些什么活呢?</b>	
A:	我们是两个人照顾这些鸡,每天就是喂饲料,添水,给鸡舍消毒,处理鸡粪等,在幼鸡时期还要特别注意控温,其实也蛮辛苦的。企业会随时来人调查鸡的健康状况,平时遇到这方面的困难也可以随时给企业打电话。但相比而言时间更宽裕,因此在农忙时有时间种点地。	要及时喂食添水,还要注意鸡舍的通风透气,另外在温度方面也要时刻注意,不能太冷或太热。
Q:	<b>那您养鸡的收入状况怎样? 满意吗?</b>	
A:	公司收购的时候按只算,一只鸡赚两块多吧,一年会养 3~4 批鸡,收入还算可以吧,并且这样还可以常年呆在家里照顾老人孩子。	比原来的工作相对更稳定,企业方面不赊账,鸡出钱到,所以利润更高些。
Q:	<b>您和企业资金设备方面是怎样处理的?</b>	
A:	饲料,消毒用具等来自温氏,我们只提供劳力和厂房,虽然不用掏现金,但我们会付押金,而且企业会从我们养鸡的盈利中扣除部分来抵扣设备的钱,大概前期投入资金的比例是企业 5 我们 1 吧。	饲料,消毒用具等来自温氏,我们只提供劳力和厂房,虽然不用掏现金,但我们会付押金,而且企业会从我们养鸡的盈利中扣除部分来抵扣设备的钱,大概前期投入资金的比例是企业 5 我们 1 吧。
Q:	<b>在养殖过程中有没有遇到过自己不太满意的事?</b>	
A:	有啊,比如说有一次鸡舍出现了问题,我们找保险公司索赔,程序比较麻烦,而且赔偿额也不是太满意,养殖中公司提供的饲料价格也比较贵,负担较大。而且公司方面规定了关于养殖的一切,比较有强制性,有时跟实际情况有些脱轨,希望他们能多向农户了解情况再制定制度。	有啊,比如说鸡苗吧,有时鸡苗携带病菌,有时鸡苗体弱,健康状况差些,在鸡生病时,疾病多,传播快,风险也很大。不过这些情况倒是很少出现。有保险公司,温氏方面也会给与一定帮助。

资料来源: 网络资料、招商证券

## 风险提示

### 猪肉价格超预期下跌

**高致病性疫病:** 公司对行业的周期预判比较有把握,但往往出现一些事件是不可预测的,比如 2013 年的 H7N9 事件,这过程中有一些企业被淘汰了,而公司抵抗能力逐渐增强,后续的发展有目共睹。长远视野来看,公司将维持稳步向上的趋势。

**重大食品安全事件:** 在中国现在的食品安全环境下,不管是本土企业还是外资企业,任何忽视食品安全的行为都将遭到重挫乃至倒闭。

### 参考报告:

1、《猪!猪!猪!系列报告全集-翘首企足,呼之欲出》2016-08-19,猪!猪!猪!系列报告整册内容分为五部分,第一篇介绍我们创新性提出的超长猪周期理论,第二篇介绍了规模化浪潮下的产业链巨变,第三篇对比了国内龙头企业的养殖模式,第四篇介绍了食品安全对企业存亡的重要性,第五篇主要对比国内外规模化养殖和龙头企业发展。  
<http://t.cn/RtEeiCD>

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	10579	15908	28875	39036	53579
现金	362	1493	13576	23320	36020
交易性投资	58	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	58	181	234	261	328
其它应收款	251	176	230	257	322
存货	8087	8895	9070	9460	10583
其他	1763	5163	5765	5738	6326
<b>非流动资产</b>	14758	16827	16993	17972	18787
长期股权投资	300	369	369	369	369
固定资产	8026	9370	10602	11630	12486
无形资产	677	710	706	703	700
其他	5755	6378	5316	5271	5232
<b>资产总计</b>	<b>25337</b>	<b>32735</b>	<b>45868</b>	<b>57008</b>	<b>72366</b>
<b>流动负债</b>	9112	9569	8315	8791	9687
短期借款	2084	910	233	233	233
应付账款	1536	1844	2155	2498	3143
预收账款	110	154	180	208	262
其他	5382	6662	5747	5852	6048
<b>长期负债</b>	1131	136	136	136	136
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1131	136	136	136	136
<b>负债合计</b>	<b>10243</b>	<b>9705</b>	<b>8451</b>	<b>8927</b>	<b>9823</b>
股本	3190	3625	4350	4350	4350
资本公积金	4847	6444	5719	5719	5719
留存收益	6511	12194	25621	35323	48576
少数股东权益	546	766	1726	2688	3898
归属于母公司所有者权益	14548	22264	35691	45393	58646
<b>负债及权益合计</b>	<b>25337</b>	<b>32735</b>	<b>45868</b>	<b>57008</b>	<b>72366</b>

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	4572	9303	15554	16147	19022
净利润	2664	6205	13825	13850	17408
折旧摊销	1272	1555	1694	1890	2054
财务费用	358	204	4	(134)	(223)
投资收益	(101)	(491)	(479)	(479)	(479)
营运资金变动	164	1406	(452)	58	(948)
其它	214	424	961	962	1210
<b>投资活动现金流</b>	(3719)	(6096)	(1860)	(2869)	(2869)
资本支出	(4083)	(4525)	(1838)	(2847)	(2847)
其他投资	364	(1571)	(22)	(22)	(22)
<b>筹资活动现金流</b>	(1815)	(3186)	(1610)	(3535)	(3452)
借款变动	(1049)	(4642)	(1686)	0	0
普通股增加	0	435	725	0	0
资本公积增加	(51)	1598	(725)	0	0
股利分配	0	0	(399)	(4148)	(4155)
其他	(715)	(576)	475	613	703
<b>现金净增加额</b>	<b>(962)</b>	<b>22</b>	<b>12083</b>	<b>9744</b>	<b>12700</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>38040</b>	<b>48237</b>	<b>62854</b>	<b>70162</b>	<b>88131</b>
营业成本	33239	38796	45350	52558	66142
营业税金及附加	8	11	14	15	19
营业费用	247	468	609	667	793
管理费用	1545	2551	2514	2666	3173
财务费用	315	100	4	(134)	(223)
资产减值损失	21	71	71	71	71
公允价值变动收益	(9)	(12)	(12)	(12)	(12)
投资收益	101	491	491	491	491
<b>营业利润</b>	<b>2757</b>	<b>6721</b>	<b>14771</b>	<b>14797</b>	<b>18635</b>
营业外收入	211	148	148	148	148
营业外支出	49	179	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>2919</b>	<b>6689</b>	<b>14909</b>	<b>14935</b>	<b>18773</b>
所得税	42	53	123	123	156
<b>净利润</b>	<b>2877</b>	<b>6636</b>	<b>14786</b>	<b>14812</b>	<b>18617</b>
少数股东损益	213	431	960	962	1209
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2664</b>	<b>6205</b>	<b>13825</b>	<b>13850</b>	<b>17408</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.84</b>	<b>1.71</b>	<b>3.18</b>	<b>3.18</b>	<b>4.00</b>

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	8%	27%	30%	12%	26%
营业利润	436%	144%	120%	0%	26%
净利润	380%	133%	123%	0%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.6%	19.6%	27.8%	25.1%	25.0%
净利率	7.0%	12.9%	22.0%	19.7%	19.8%
ROE	18.3%	27.9%	38.7%	30.5%	29.7%
ROIC	17.1%	27.1%	38.9%	30.1%	29.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.4%	29.6%	18.4%	15.7%	13.6%
净负债比率	10.2%	5.9%	0.5%	0.4%	0.3%
流动比率	1.2	1.7	3.5	4.4	5.5
速动比率	0.3	0.7	2.4	3.4	4.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.5	1.5	1.4	1.2	1.2
存货周转率	4.2	4.6	5.0	5.7	6.6
应收帐款周转率	623.1	403.5	303.4	283.8	299.6
应付帐款周转率	19.6	23.0	22.7	22.6	23.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.84	1.71	3.18	3.18	4.00
每股经营现金	1.43	2.57	3.58	3.71	4.37
每股净资产	4.56	6.14	8.20	10.43	13.48
每股股利	0.00	0.05	0.95	0.96	1.20
<b>估值比率</b>					
PE	41.9	20.5	11.0	11.0	8.7
PB	7.7	5.7	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA	148.5	76.1	38.2	38.0	30.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周莎:** FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。