

强烈推荐-A (维持)

温氏股份 300498.SZ

目标估值: 25.80-29.24 元

当前股价: 22.36 元

2017年08月09日

华为和温氏, 没有秘诀的奇迹

基础数据

上证综指	3279
总股本(万股)	522036
已上市流通股(万股)	361042
总市值(亿元)	1061
流通市值(亿元)	734
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	31.8
资产负债率	23.5%
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	-15	-28	-31
相对表现	-17	-39	-47



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《温氏股份(300498)——受累畜禽价格下跌, 一季度业绩下滑》
2017-04-18
- 2、《温氏股份(300498)——受益猪价高景气, 业绩大幅增长》
2017-04-08
- 3、《温氏股份(300498)——温氏岂是池中物, 一遇风云便化龙》
2016-12-06

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

研究助理

雷轶
075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

伟大的企业都有与生俱来的基因, 或是先天拥有宽阔的护城河, 或是具有先发优势的企业战略, 或是卓越的营销手段, 然而华为和温氏成功的秘诀是什么? 本文从二者的深度对比中得出了答案: 恐怕没有秘诀, 而是将管理和技术做到了极致。

深度对比: 华为 VS 温氏

1) 科技与农业龙头不约而同地全员持股: 华为四次股权激励相继解决了融资、稳定军心, 度过了各种危机。温氏也是在集资的背景下进行全员持股, 比华为还早, 全员持股对员工是激励、对养殖户是融资, 相当于把大家绑在一起干, 众人拾柴才能火焰高。

2) 殊途同归的高成长奇迹: 华为营收从 88 年的 2 万元发展到 16 年全球 5216 亿元, 成为世界通信龙头。温氏从 97 年将“公司+农户”的模式复制到养猪, 16 年内猪出栏 1713 万头, 较 07 年的 182 万头, 实现复合增长率 28.29%。

3) 同样都是低成本成就霸主地位: 华为早期依靠降低成本打入市场, 并不完成原始资本积累, 投入研发, 再升级产品, 实现微笑曲线中间向两端蔓延。历经 34 年的发展直到今天, 温氏依然是行业中成本控制最好的。

4) 重视科技, 科技是第一生产力: 华为本身就处于高科技含量的电信行业, 16 年研发费用 764 亿元, 占总收入的 14.6%。温氏看似是传统企业, 但本质上是高科技和服务公司, 一直坚持产学研结合, 掌握着中国最强的育种技术。

5) 员工成长计划: 华为重视人才业界闻名, 即使现在新员工不占股权, 但还有优厚的补贴。温氏的齐创共享理念就扎扎实实地融在每个员工的内心深处, 以反绩效反淘汰主义来公正地做平台, 是温氏不能被盗走的核心竞争力。

6) 转危为安, 风雨不动安如山: 华为面对困境, 将拖欠的工资奖金转化为持股, 并给执意要走的员工丰厚回报, 挽救了军心。禽流感曾几度导致养殖户面临赔钱, 但温氏都一一兜底, 与温氏合作的农户 30 多年来从未亏损过。

7) 华为已是世界第一, 温氏也近在咫尺: 华为早在 2013 年就以 24.7% 的市场份额成为了全球第一大通信设备商, 5G 时代华为的优势将更加凸显。温氏将百尺竿头, 更进一步, 2018 年有望超过 SFD 成为全球养猪第一股。

盈利预测与估值: 我们预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 52/58/90 亿元, 对应 EPS 为 0.99/1.11/1.72 元, 给予 19 年 15-17 倍 PE, 得出目标价 25.80-29.24 元, 较现价具有 15%-30% 的上涨空间, 给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 进口猪肉大幅上升、高致病性不可控疫病、环保政策不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	48237	59355	53317	65675	79546
同比增长	27%	23%	-10%	23%	21%
营业利润(百万元)	6721	12501	5535	6202	9563
同比增长	144%	86%	-56%	12%	54%
净利润(百万元)	6205	11790	5151	5786	8990
同比增长	133%	90%	-56%	12%	55%
每股收益(元)	1.71	2.71	0.99	1.11	1.72
PE	13.1	8.3	22.7	20.2	13.0
PB	3.6	3.2	4.1	3.5	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 2015-2017 的股本分别为 36.25、43.50、52.20 亿股

序

要说中国制造，华为首当其冲，华为让世界重新认识了中国企业，当其被外媒屡屡报道称赞时，我们骄傲不已，而温氏让人们重新认识了养殖业，中国的养殖再也不是传统的养殖方法，而是技术与服务，更是高科技。我们深度对比了华为和温氏在**全员持股激发活力、高成长奇迹、科技引领低成本 To B 起家、如何对待员工、面对危机的广阔胸怀、眼前的世界第一**等方面，从新的角度来看我国隔行的两大龙头竟有如此相似的因素，诠释了科技才是第一生产力，深入的管理让科技的变现更加顺畅，分享的胸怀成就了这两大奇迹。

成功的企业有很多，但伟大的企业少之又少。我们发现，华为和温氏，都是中国企业中的奇迹，它们能选对市场，站对风口，迎接高成长，它们能虚怀若谷，成人达己，安得广厦千万间，它们还能脚踏实地，落实管理技术，完成雪球式积累。华为的**人人持股、高分红**为人称道，温氏的**全员持股、齐创共享**让多人占据百富榜。

华为和温氏不可复制，但值得借鉴。**其实二者的成功并没有独特的秘诀，只是将管理和技术践行到底**，1993年，任正非这样评价友商和**华为**：方正是一家有技术没管理的公司，联想是一家有管理有技术的公司，而**华为**，是一家既没技术又没管理的公司。正是因为这种难得的清醒和自我省思的勇气，**华为**才得以成为一家世所公认的既有技术又有管理的世界级企业。同样，温氏也是如此，和**华为**一样**全员持股**，和**华为**一样重视人力和知识、坚决落实自己的价值观，简单来说，温氏也同样掌握管理和**技术**两端。

正文目录

序	2
一、简述华为、温氏高增长之谜	6
二、深度对比：华为 VS 温氏	9
1、科技与农业龙头不约而同地全员持股	9
(1) 华为：力出一孔，利出一孔	9
(2) 温氏：成人达己，比华为更早地重视人力资本	10
2、殊途同归的高成长奇迹	13
(1) 华为：一路成长为中国科技的骄傲	13
(2) 温氏：多年高增长成就创业板航空母舰	15
3、同样都是低成本成就霸主地位	15
(1) 华为：低成本起家，再大力投入研发完成积累	16
(2) 温氏：低成本可穿越周期，实现真成长	17
4、重视科技，科技是第一生产力	18
(1) 华为：专利花开遍地	18
(2) 温氏：科技成就温氏奇迹	19
5、员工成长计划：同发展，共进步	20
(1) 华为：双向晋升通道	20
(2) 温氏：打造百年老店	21
6、转危为安，风雨不动安如山	22
(1) 华为：进退维谷，柳暗花明又一村	22
(2) 温氏：履险如夷，突破困境	23
7、华为已是世界第一，温氏也近在咫尺	23
(1) 华为：共建全联接世界	23
(2) 温氏：百尺竿头，更进一步	24
三、盈利预测与估值	25
1、盈利预测	25
2、估值对比	26
3、PE-PB Band	26
四、附录	27

1、华为：左非右芳，一内一外.....	27
2、温氏：家族企业，两代传承.....	27
风险提示	29

图表目录

图 1：一般企业股权激励在 10%-16%左右	10
图 2：华为任正非仅占 1.01%的股权	10
图 3：华为连续多年保持较高分红	10
图 4：温氏前 10 大股东所占比例占 1/4 左右.....	11
图 5：温氏股东总户数和前 10 大股东所占比例.....	11
图 6：温氏内部没有超过 5%的单一股东	12
图 7：温氏 2016 年股利支付率高达 53.32%.....	13
图 8：温氏上市后保持连续高分红	13
图 9：温氏农户数量不断上升	13
图 10：温氏合作农户的收益增幅较大	13
图 11：温氏委托给农户的养殖费用较高	13
图 12：华为销售收入年复合增长率 24.15%.....	14
图 13：华为净利润和销售毛利率.....	14
图 14：华为营业利润、净利润、经营活动现金流年复合增长率高.....	14
图 15：温氏 2000 以来的总资产、净资产走势.....	15
图 16：温氏近几年营业收入、净利润增加迅速.....	15
图 17：温氏肉猪复合增长率 28.29%.....	15
图 18：华为 1999 年供应链管理只发挥了 20%的效率	17
图 19：华为的存货周转率提高比例超过 60%	17
图 20：华为研发费用年复合增长率 28.13%.....	18
图 21：华为专利数量每年大幅增加	18
图 22：华为研发费用占期间费用接近 1/2	18
图 23：扣除研发费用后的期间费用下降明显	18
图 24：温氏旗下南牧公司 VR 自动化展厅	20

图 25: 温氏旗下南牧公司自动化车间	20
图 26: 温氏 2016 年的研发费用高达 1.9 亿元	20
图 27: 华为全球员工数量	21
图 28: 华为职工双向晋升通道	21
图 29: 温氏员工总人数	22
图 30: 2016 年温氏的员工构成	22
图 31: 2016 年温氏员工构成	22
图 32: 华为现在的业务构成	24
图 33: 华为在其它地区渗透率提升速度快	24
图 34: 华为在拉美、非洲、中东等 33 个国家和地区市场份额超过 15%	24
表 1: 温氏员工持股计划	12
表 2: 技术指标对比	20
表 3: 各季度业绩回顾	25
表 4: 销售收入结构预测	25
表 5: 盈利预测简表	26
表 6: 估值对比表	26
表 7: 温氏股份发展大事记	28
附: 财务预测表	30

一、简述华为、温氏高增长之谜

在对比华为和温氏之前，我们先来算一笔帐：日前，华为再下一城，超越思科成为核心路由器的霸主，华为的人均年薪 2015 年就已经超过其竞争对手爱立信、中兴等企业。2016 年华为年报公布后，华为员工的平均薪酬约为 63.1 万元，超过其竞争对手 40%，那么温氏呢？温氏主要体现在高分红上，2016 年年度分红为 43.5 亿元，分红总额位于农业板块榜首，按目前公司 36.1 亿流通股计算，温氏平均持股水平为 5.86 万股，那么一次分红就可得到 7 万元左右。由此可见，华为和温氏两者员工、投资者的收入都已大幅超过其竞争对手。

俗话说：“幸福的家庭都是相似的，但不幸的家庭各有各的不幸”，这句话用在企业身上也同样适用，我们对比了华为和温氏，尽管华为从事通信行业而温氏属于农业，看似风马牛不相及的两家企业其实极其相似。这两家企业同时在经济转型下行的时期，保持了超乎市场预料的高速增长，而大多数传统企业此时还在面临着不转型就倒闭的困境。

华为和温氏，都是中国企业中的奇迹，剖析二者的发展史，其实并没有独特的秘诀，只有管理和技术。**1993 年，任正非这样评价友商和华为：方正是一家有技术没管理的公司，联想是一家有管理有技术的公司，而华为，是一家既没技术又没管理的公司。**正是因为这种难得的清醒和自我省思的勇气，华为才得以成为一家世所公认的既有技术又有管理的世界级企业。同样，温氏也是如此，和华为一样全员持股，和华为一样重视人力和知识，和华为一样落实自己的价值观，其实就一句话，**温氏同样有管理有技术。**

除了管理和技术，华为还拥有强大的市场能力、财务管理和供应链管理能力。1997 年年，任正非访问 IBM 后，不惜重金请 IBM 做顾问，开展 IPD（集成产品研发流程）咨询项目、改进财务管理模式、供应链管理（ISC）等，就是为了让华为成为全球性的大企业。以实施 IPD 为例，华为让产品研发直接面向客户需求，也即销售主导研发，这样使得华为可以调动充足的后台资源，非常灵活，之后引来了无数高科技公司的学习。其次，华为对待销售的态度是先砸钱，尤其是海外市场，给钱让销售人员打开市场，而非像其他企业一样先看成效再给钱。在供应链的管理以及市场的渗透力上，这是温氏不足的地方，也是温氏将来要学习的方向。

1、华为和温氏都是对企业价值观的真正践行者。在华为，任正非很少会接待政府官员和记者，但却乐于接待和拜访客户，而且对于一线员工，任正非从来都是和蔼亲切，比如他会为了让在非洲一线的员工不被蚊子咬，买来驱蚊器后以自己的身体做实验检测驱蚊效果。温氏也是如此，即便是在禽流感最严重，危机到企业生存的时候，温氏也一样会保证给农户发工资，温氏 30 多年的发展史上，从来都没有让农户亏损过，困难时期的亏损都是由企业承担的。

价值观朴实又简单，但要真正的落实也不容易，华为、温氏的成功都在于持之以恒地坚守它所秉持的核心价值观，而且在经营的过程中，不管遇到什么样的困难，对企业的价值观不抛弃、不放弃，持之以恒地坚守。

2、华为和温氏都重视科技和知识的价值。华为创立之初，任正非就主动到清华、华中理工大学邀请老师、学生到华为参访并寻求技术合作、招揽人才加盟创业，奠定了支撑华为高速发展的人才基础。同样的，20 世纪 90 年代初，温氏开始与华南农业大学紧密合作，形成了产学研的模式，重视知识的资本价值，并将模拟公司 10%的股份作为技

术支持的费用给了华南农业大学，所以，**温氏是比华为还早的真正承认知识具有资本价值的中国企业。**

二者每年的研发费用投入数额都很大，而且舍得投，持续投，从而培育和发展了自主创新能力。要说明的是，温氏虽然所处为传统农业产业，但它其实并不传统：第一，温氏本质上是高科技公司；第二，温氏本质上是服务型公司，本身并不养猪（除了种猪）。温氏投入高研发费用研发成功的所有技术都直接服务于养殖户。温氏拥有良种种鸡的自主知识产权，跟国外引进的白玉鸡品种的养殖企业完全拉开距离。新兴鸡种的培育，提高了温氏产品的竞争能力、创新能力，所以，它本质上是高科技公司。而在 90 年代初，高度重视知识的企业并不多见，因此，这也是两家企业的成功之道。

3、留人留心，华为和温氏的股权激励都做到了位。近年来，股权激励越来越热门，不光国外的企业，国内也有不少的企业开始实施股权激励。从 2008 年至 2016 年底，共计有 840 家 A 股上市公司推出过 1108 起股权激励计划（注：因为一个公司可能会做多轮股权激励）。华为是股权激励最典型的一个案例，不少的文章都对华为的全员持股进行了剖析。

而华为和温氏共同的特点都是善于分享，善于共享，员工赚的每一分钱，都是持股人的。华为一直就以人人持股、高分红名声在外，而温氏虽然研究其的文章相对较少，但在中国的企业中，能做到这样的除了华为，还有温氏。业内流传着这么一句话，温氏有全球最富有的保安。据说温氏有一个保安，他母亲交代他，有什么事，就按照温鹏程董事长的意见办，所以每年发奖金，原董事长温鹏程就建议他将奖金买股票，为将来娶媳妇作准备，就这样，全球最富有的保安就产生了。

今年 2 月，一则华为辞退老员工的传言在网上引爆，一时间将华为推向舆论的风口浪尖，不论其真假都从侧面应征了华为已经是全球第一且具有平台效应，老员工的离开就像一颗大树，每个年轮开始时外面厚厚的一层老皮都要剥落才能更好的成长，这也符合大自然的规律，这在国外大企业中也常见。华为的股权激励是持续的，并不是一劳永逸的，尽管华为的老员工每年分红高，但并不会一年就能实现财富自由，而且新员工成长速度快，不用很长的时间就可以替代老员工，且华为近期也提出要优化人员结构，从 2017 年开始要破格提拔 4000 人，因此老员工的压力依然存在。对于温氏同样如此，尤其是温氏上市后带富了一大批人，在温氏内部有个传说：“在清华随便遇到个老头很可能就是大师，而在温氏随便遇到个保洁可能就是千万富翁。”而暴富之后可能会有员工丧失创业精神，但在温氏内部，温氏的老员工都把温氏当成自己毕生的事业，且温氏内部有整套考核体系，当员工考核没有达标时，会有相应的处罚。且温氏目前的市场占有率其实并不高，未来的发展空间巨大，温氏的持股计划也将继续，覆盖更多人，因此老员工坚定地看好公司，都把公司当成自己的事业。

4、华为和温氏的管理层都很稳定，且远见卓识。尽管华为的任正非和温氏的温鹏程、温志芬都是在不同的领域发展，但却都深受合作伙伴和业界人士的赞许和尊重。而且他们的创新能力、对行业发展的洞见力以及分享的价值观都是企业家中的佼佼者。任正非是华为的精神领袖，对大趋势的把握准确，且拥有严格的自律精神。同样，温鹏程首创了“温氏模式”，格具创新精神，并能够将这种模式的效益发挥到最大。

还有一点就是二者的管理层很稳定，且低调务实，二者管理层在对待公司战略性的发展问题上，都是团队决策、群体决策的过程，对事情进行集体研究，发挥群体智慧，最后进行权威决策，这一点温氏与华为并无二致。

5、大市场孕育大企业，华为和温氏都站对了风口。成功也因为他们眼光独到，选对了市场，若将其二者对调，现在市场上可能会少了两家好企业。

战略是一种选择，只有大市场才能孕育大企业。在上世纪八九十年代，正是温氏的成长期，当时的中国正处于物资短缺时期，是一个大卖方市场，电视机、冰箱、洗衣机都严重供给不足，鸡肉也是这样。温氏就是在那个时点上，选择了一个高速成长的行业。如果不是在当时那种背景之下，而是现在进入到养殖行业，情况就会大不相同。而同样，华为的成功也是因为选对了通讯建设的风口，在通信行业，当时的核心技术被外国垄断，中国几乎没有核心技术，因此，任正非抵制了“市场换技术”的诱惑，他认为，国内企业继续引进核心技术，始终无法独立，若以市场换技术，最终市场也会丢光，正是因为看准了当时没有核心技术的空白市场，华为才能成功。

二、深度对比：华为 VS 温氏

1、科技与农业龙头不约而同地全员持股

(1) 华为：力出一孔，利出一孔

众所周知，华为是全员持股的典范，从股权结构上看，任正非占 1.01%，其余 98.99% 是由华为控股（华为工会）持有，激励员工的虚拟股票就是在华为控股里的。

华为的控制权全部在任正非手上，员工无控制权、投票权，而只是享有公司的分红权。华为所挣的每一分钱都是大家的，都是合伙人的。并且，华为每年所赚取的净利，几乎是百分之百分配给股东。

华为从 1988 年成立到现在，总共经历了 4 个阶段的股权激励：

第一次是为了融资与稳定军心：华为股权激励的开始，这个阶段的华为还处于早期的创业阶段，没钱做科研，没钱发工资，员工的工资只能领走一半，为了稳定军心，也为了解决融资的难题。华为进行了第一次的实股股权激励。员工的参股价格 10 元，以税后利润 15% 作为股权分红，华为员工薪酬由工资、资金和股权分红组成，比例 1:1:1。这一次的股权激励解决了华为部分资金短缺的困境，华为才得以全心投入研发，开始欣欣向荣。

第二次是 IT 业泡沫破裂为了获得融资：2000 年前后，当时处于网络经济泡沫的时期，之后泡沫破裂，IT 业受到毁灭性的影响，融资出现空前困难，华为也迎来了其发展史上的第一个寒冬。华为开始了第二次股权激励，华为推出虚拟受限股的期权改革。虚拟受限股的激励对象可以据此享受一定数量的分红权和股价升值权，但是没有所有权，没有表决权，不能转让和出售，在离开企业时自动失效。在当时整个 IT 行业收到重挫，大环境不好的情况下，股权激励又再一次助力华为成功渡过难关。

第三次是为了度过出口和产权官司的危机：在非典时期，尚未挺过泡沫经济的华为又遭受 SRAS 的重创，出口市场受到严重影响，同时华为和思科之间存在的产权官司直接影响了华为的全球市场。这时，华为中层以上的员工主动请缨，自愿降薪让渡股权，进行股权激励，这一次的股权激励配股力度大，兑现方向也发生了变化，配股采用 3 年锁定期，华为的员工只需要拿出 15% 所需资金参与配股，其他不足资金可以采用银行贷款的方式参加。

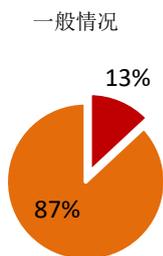
第四次是为了度过 2008 年的经济危机：在 2008 年经济危机期间，面对经济形势的恶化，华为又推出了第四个阶段的股权激励措施。每股配价 4.04 元，年利率 6%，涉及范围几乎包括了所有在华为工作时间一年以上的员工，这一次是对华为为内部员工持股结构的一次大规模改造。

华为在每一次的困境之中，都能够巧借股权激励之手，稳定军心，留住人才，并获得融资。2004 年至今，华为员工以购买虚拟股的形式通过华为工会增资超过 260 亿元。反观华为公司的直接竞争对手中兴通讯，其在 A 股上市以来累计募集资金不过 24 亿元。2004 年在香港上市，融资不过 21 亿港元，融资力度高下立判。有人调侃说华为是逆境中被逼出来的人人持股，早期的华为无背景、无资源、缺资本，又要与世界巨头和国企拼市场、抢人才，唯一的出路就是大家一起做老板，共同打天下，若没有股权激励，华为可能走不到今天。

市场上对于华为每年的分红有很多的遐想，去年一篇《华为 2016 年终奖标准曝光：毕业生 3 年 15 万，老员工上百万》的文章在网上不脛而走，文章称：“毕业生 3 年待在华为的，有 15-20 万左右的分红，如果是 2000 年前来的，分红能过 100 万”。且不论文章的真假，但华为的高分红是出了名的。

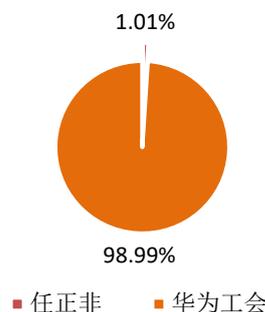
2010 年，华为虚拟受限股每股分红预计为 2.98 元，相比 2009 年接近翻番。以 2010 年为例，华为净利达到有史以来最高的人民币 238 亿，配出了一股人民币 2.98 元的股息。若以一名在华为工作 10 年绩效优良的资深主管，配股可达 40 万股，该年光是股利就将近人民币 120 万。2016 年，华为每股分红 1.53 元，而华为的虚拟股份或达 100 亿以上，因此按此计算，华为 2016 年度分红总金额或将超过 150 亿元人民币。

图 1：一般企业股权激励在 10%-16%左右



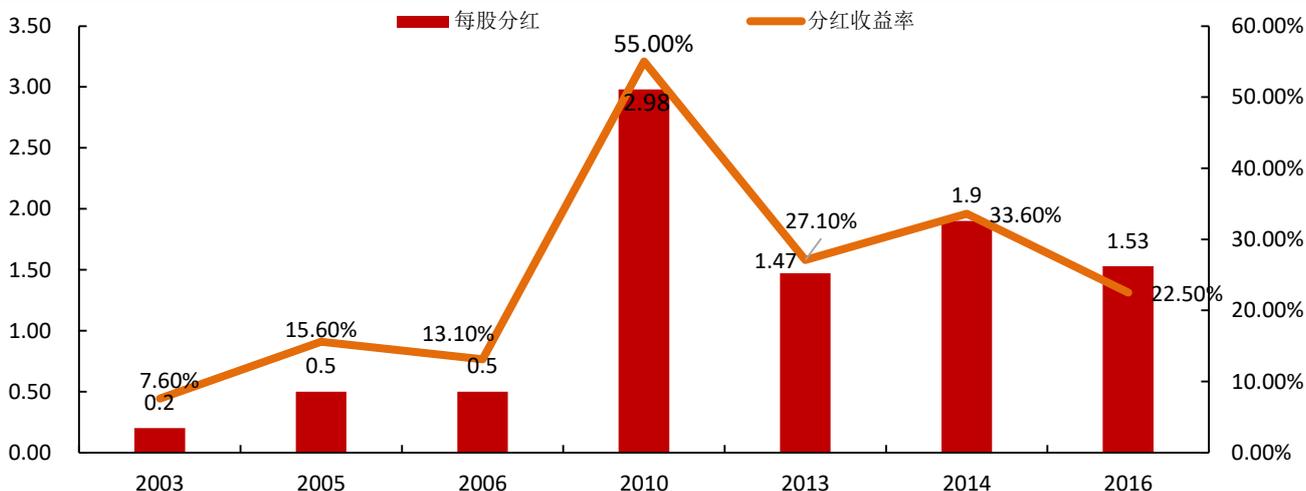
资料来源：公开资料、招商证券

图 2：华为任正非仅占 1.01%的股权



资料来源：公开资料、招商证券

图 3：华为连续多年保持较高分红



资料来源：公司年报、公开资料、招商证券

(2) 温氏：成人达己，比华为更早地重视人力资本

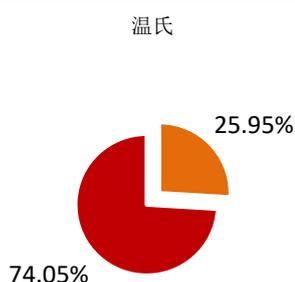
温氏从创立之初就是股份制企业，首创了内部员工全员持股的模式，甚至比华为还早。上世纪八九十年代物资短缺，几乎都是卖方市场，温北英瞅准了肉鸡养殖这个机遇，在 1983 年申请办理停薪留职，连同二儿子温鹏程及邻居 6 人（7 户 8 股，温北英、温鹏程、温木桓、温金长、温湛、梁洪初、严百草、温泽星，温北英及儿子温鹏程为 1 户）集资 8000 元，以股份制形式创办了簕竹鸡场。也正是由于温氏创立之初的股份制烙印决定了温氏后期发展的股权极为分散，共享观念深入人心。目前公司绝大部分股权都集

中在员工手中，股东总户数 61587 户，前十大股东占公司股权的 1/4 左右，其中现任董事长温志芬仅占 2.4%，前任董事长温鹏程占 4.15%，没有超过 5%的单一股东。

同样地，最初温氏以股份制形式成立，也是满足集资的需要，8000 元对当时的个体户来说就是一笔巨款，后来温氏分股权也是出于集资的背景，集资对员工是激励，对养殖户是融资，相当于把大家绑在一起干。这样“齐患难、共分享”的模式更能够在周期低估时渡企业于危难之中，在周期高峰也更能众人拾柴火焰高。不过，相对于华为后来一步步被逼出来的人人持股，温氏的股权共享却是出生就携带而来的基因，也是温氏最核心的理念，温氏齐创共享的理念最早是由创始人温北英先生提出的，1986 年，温北英先生秉承“温氏食品、人人有份”的原则，在公司内部推出了全员持股的计划。其后，1990，簕竹鸡场发行职工内部股票，共发行 1 万张，每张面额 100 元，将职工投资积累的股金转为股票，只有本场职工才能购买，股票可在职工之间自由转让，但不准上市流通。其后公司继续完善股票发行制度，1994 将原股票转化为基本股和活动股两部分，股东扩大到公司所有的合作者，包括养殖户和推销户，特别是为了保证新来员工均能持有股份，温氏集团相继几次实行了增资扩股。2000 年后的全面股份制改造，使股东人数由原来的 700 多人增至 4000 多人，实现了总公司员工和分公司员工均持有股票的状态。

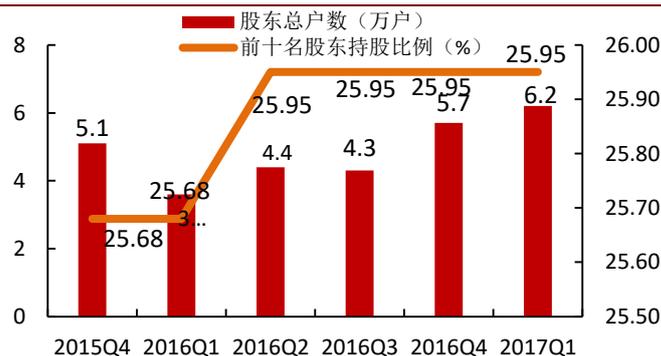
真正承认知识具有资本价值的，温氏是比华为更早的中国企业。温氏分股权也是出于集资的背景，对员工是激励、对养殖户是融资、相当于把大家绑一起干。温北英很早就认识到人力资本的价值，提出企业发展的关键是人，能否强力调动各方人员积极性是最主要的一环。必须注重人力资本，让大家一起创造价值，一起分享，这种理念最终落实到温氏的组织模式、管理模式、生产模式，尤其是分配机制上。90 年代初，温氏就与华南农业大学紧密合作，形成了产学研的模式，将模拟公司 10%的股份作为技术支持的费用给了华农。其后，温氏又以高薪+股权引进大学生，并开始了合伙式的全员持股。目前，温氏股东户数达 61,587 户，温氏前十大股东持股比例仅占 1/4 左右，其中，现任董事长温志芬仅占 2.4%，前董事长温鹏程占 4.15%。

图 4：温氏前 10 大股东所占比例占 1/4 左右



资料来源：wind、招商证券

图 5：温氏股东总户数和前 10 大股东所占比例



资料来源：wind、招商证券

图 6: 温氏内部没有超过 5% 的单一股东



资料来源: wind、招商证券

1) 重视员工: 2016 年的员工持股计划实施后, 持股员工人数涉及 1.9 万人, 市场少有。温氏的员工持股覆盖率超过 1/3, 且未来持股计划将覆盖更多员工。

2) 重视农户: 简而言之, 温氏与农户就是一个利益共同体。温氏也从来不吝啬给予农户高收益, 目前, 每头猪的委托养殖费用约为 230 元, 每只鸡的委托养殖费用约为 3 元。

温氏有一个特点, 就是一旦有农户加入, 不论是新加入的, 还是合作了二十、三十年的农户, 只要好好养, 温氏就可以保证他从不亏损, 因终端价格波动的亏损全都是由温氏来承担的。因此与温氏合作的农户数量近 10 年一直处于上升趋势, 不少农户合作时间超过 20 年。

温氏的历史上曾经有两次巨额亏损, 一次是在 20 世纪 90 年代, 温氏为农户赔了 2.56 亿, 差一点破产, 但却奠定了温氏在养殖户心中的地位, 在后来 2004 年的禽流感时期, 很多养殖户都主动要求共渡难关, 不要温氏的补助。但温氏是注重承诺的, 既然承诺在先, 即使农户不要这个补贴, 温氏也拿出了 36 亿的现金赔给养鸡户。所以在利益的分配上, 温氏遵循的是首先是农户, 其次是员工, 最后是股东的原则, 真正做到了客户价值最大化、人力资本价值最大化; 始终坚持不与农户争利, 没有将市场风险转嫁给养殖户, 并持续发展公司的业务。所以, 在它 5 万多个养殖户中, 有 95% 以上都是形成了紧密的合作关系, 信誉度很高。

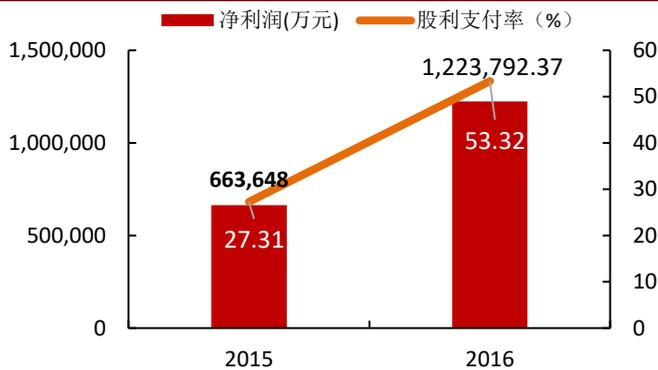
3) 重视股东: 温氏一直重视给股东高回报, 2016 年年度总分红金额 43.5 亿元, 其中 2016 年中期、半年度共分红 39.88 亿元, 2016 年股利支付率高达 53.32%。

表 1: 温氏员工持股计划

参与人数	金额	锁定期	认购价格 (前复权)
19090 人	10.92 亿	3 年	25.4 (2016 年 11 月 10 日除息, 每 10 股派 5 元; 2017 年 5 月 26 日除权除息, 每 10 股派 10 元送 2 股)

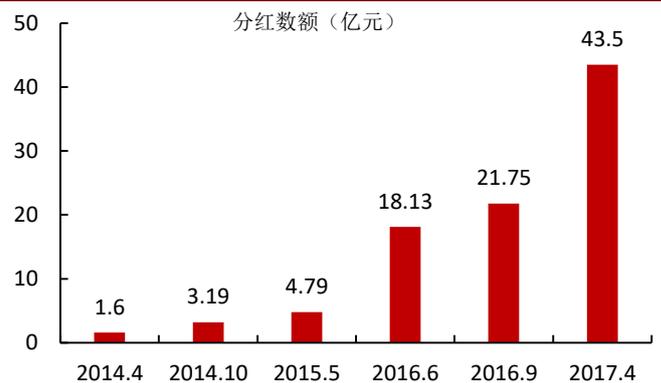
资料来源: 公司数据、招商证券

图 7：温氏 2016 年股利支付率高达 53.32%



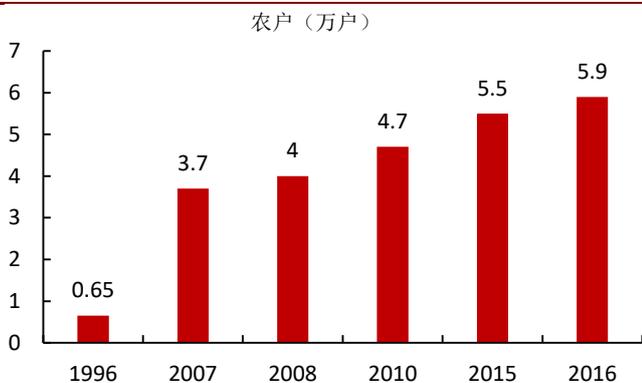
资料来源：wind、招商证券

图 8：温氏上市后保持连续高分红



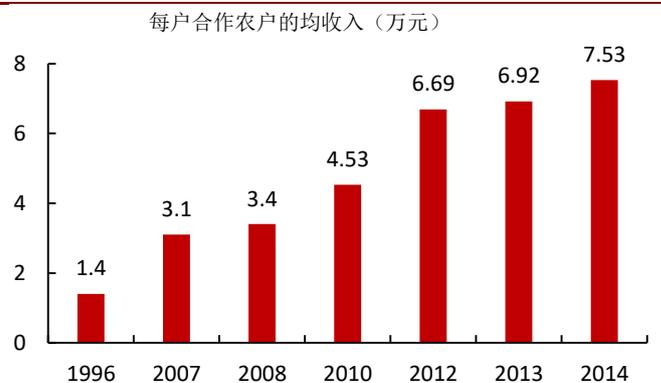
资料来源：wind、招商证券

图 9：温氏农户数量不断上升



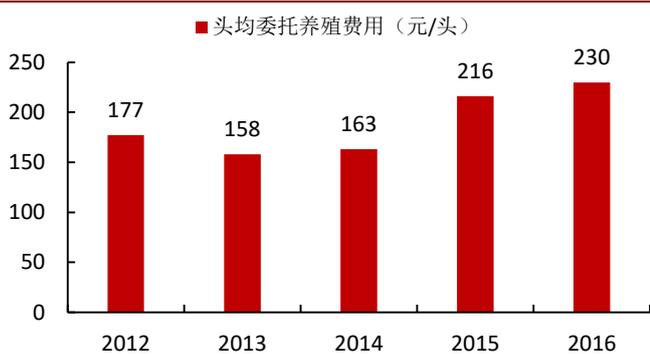
资料来源：公开资料、招商证券

图 10：温氏合作农户的收益增幅较大



资料来源：公开资料、招商证券

图 11：温氏委托给农户的养殖费用较高



资料来源：公开资料、招商证券

2、殊途同归的高成长奇迹

(1) 华为：一路成长为中国科技的骄傲

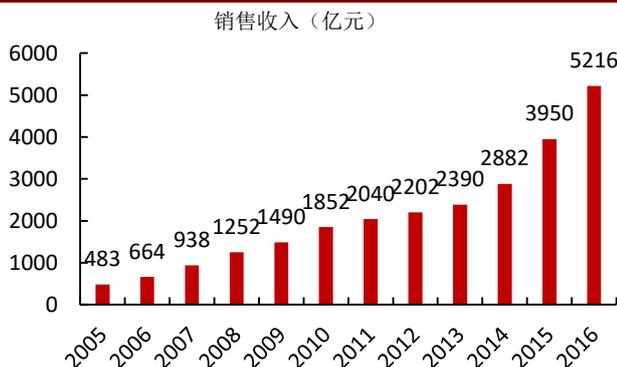
华为从最初 1988 年的 2 万元发展到目前，华为运营商、企业和终端三大业务 2016 年实现全球销售收入 5216 亿元人民币，同比增长 32%，净利润 371 亿元人名币，同比增长 0.4%。

华为 2005-2016 的销售收入年复合增长率为 24.15%，营业利润年复合增长率 19.33%，经营活动现金流年复合增长率 21.65%，净利润年复合增长率 18.95%。

说到华为的高成长，有一个很有趣的现象。就是在第十六届世界通信展上，华为是当之无愧的主角，展台有 6000 平方米大，而很多其他公司的展台只有一二百平方米，这次通信展展示了华为最新的技术、设备和模式，也感受到了中国企业在世界上的位置，中国企业终于扬眉吐气了一回。可是谁也想不到十三年前在戛纳的通信展上，华为软磨硬泡才求来一个小角落中只有二三十米的展台，可即便好不容易有了自己的展位，最尴尬的却是没有一个客户光临。时至今日，华为摇身一变，成为了展会上最耀眼的主角，由此可见华为这些年的发展之快。

华为员工之所以愿意购买华为虚拟股权，其原因就是华为这十几年来的高速发展，股权增值巨大。在 2000 年投资的华为股票，十年之后，所持股票价值增长超过 15 倍。在房地产、股市投资形势不明朗的情况下，华为内部股票是华为员工最可靠、稳定的投资渠道，员工借钱都会买。经过十多年的连续增发，华为虚拟股的总规模已达到惊人的 134.5 亿股，在华为公司内部，超过 8 万人持有股票，收益相当丰厚。

图 12：华为销售收入年复合增长率 24.15%



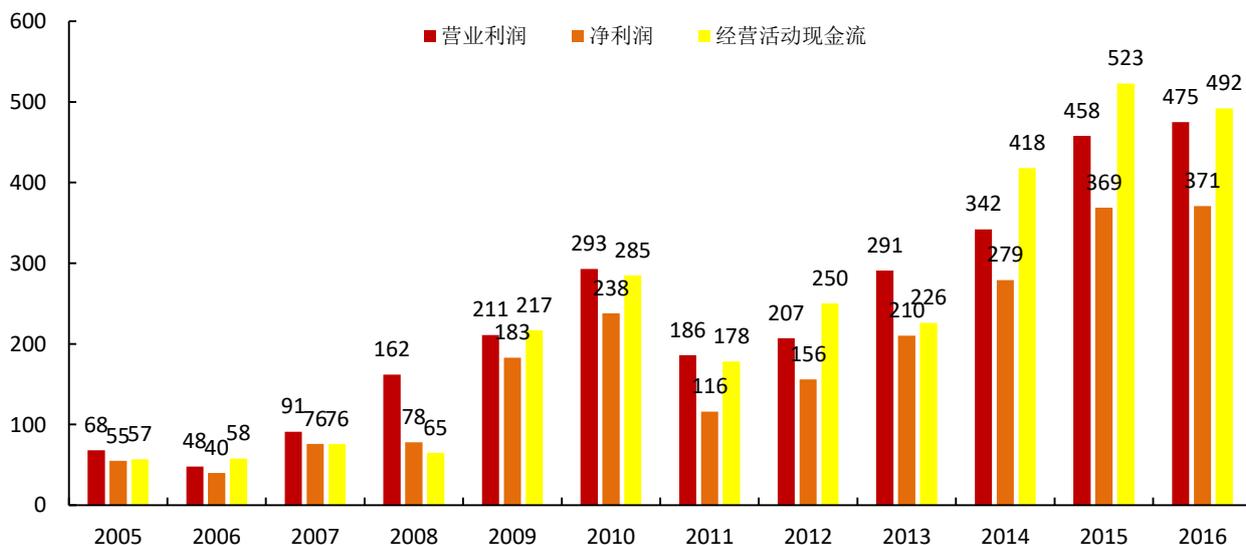
资料来源：公司年报、招商证券

图 13：华为净利润和销售毛利率



资料来源：公司年报、招商证券

图 14：华为营业利润、净利润、经营活动现金流年复合增长率高



资料来源：公司年报、招商证券

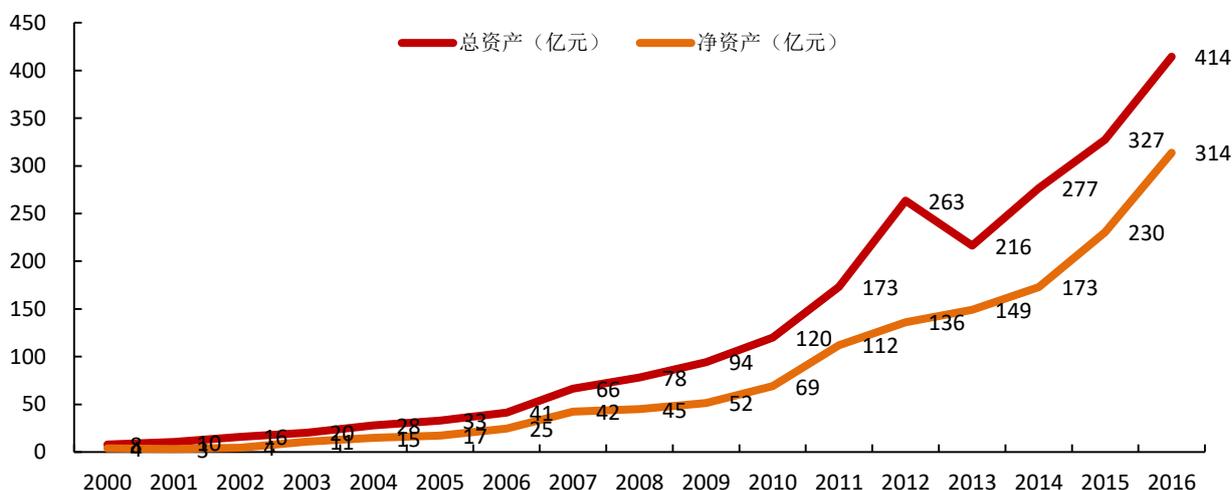
(2) 温氏：多年高增长成就创业板航空母舰

在大多数眼里，温氏是一家传统的不能再传统的养殖公司，从养鸡起家，但其成立 34 年来利润却一路凯歌，1987 年，早年的鸡场纯利润就达到了 8 万多元。现如今，温氏从当年的 8000 元到现在的千亿市值（最高 2206 亿）。

温氏的高市值得益于温氏养殖规模的高增长。例如，温氏从 1997 年将“公司+农户”的模式复制到肉猪养殖业务。温氏 2016 年肉猪出栏 1713 万头，而在 2007 年温氏肉猪出栏 182 万头，年复合增长率高达 28.29%。连续多年保持如此高的增长率，在中国的企业中，除了华为就是温氏。

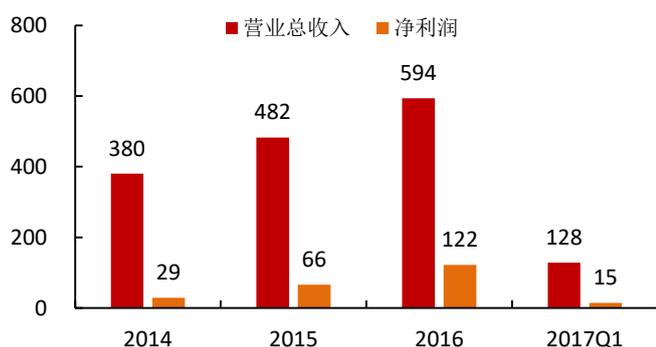
温氏在整体上市后，也成就了一大批的富豪，公司内百万、千万、亿万富翁比比皆是，至少有 43 个股东晋身亿元富豪之列，2016 年的百富榜就有 8 位都是温氏家族的。

图 15：温氏 2000 以来的总资产、净资产走势



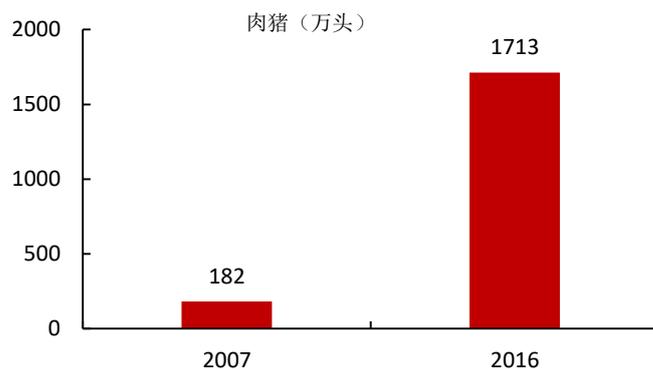
资料来源：wind、招商证券

图 16：温氏近几年营业收入、净利润增加迅速



资料来源：wind、招商证券

图 17：温氏肉猪复合增长率 28.29%



资料来源：公开资料、招商证券

3、同样都是低成本成就霸主地位

华为和温氏一样，都是靠低成本起家，而且都是靠某一业务完成原始积累后涉足其它相关业务。成立之初的华为主攻运营商和企业业务，而终端业务则发展较晚，一直到 2011 年，当时已经成为世界 500 强的华为正式高调介入消费者市场，剑指苹果三星，2016

年华为的消费者业务为其总收入贡献 34.47%。同样，温氏以养鸡发家，1997 年才开始涉足养猪业务，以养鸡反哺养猪，使得技术进步和规模扩张速度大超同行。如今，温氏的养猪规模亚洲第一、全球第二。

(1) 华为：低成本起家，再大力投入研发完成积累

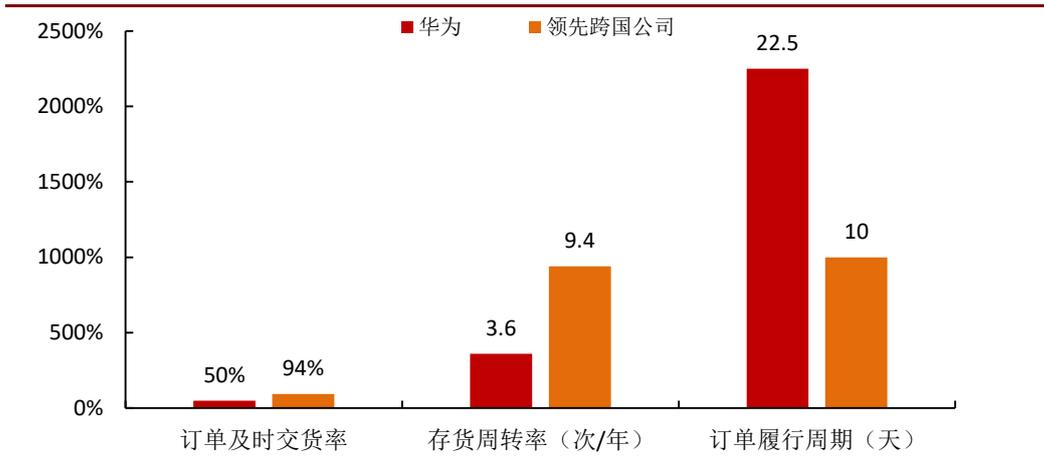
早期的华为，低成本是其安身立命之本。上世纪 90 年代，国际电信巨头大部分已经进入中国，盘踞在各个省市多年，而华为要与这些财力雄厚、先进技术的百年老店直接交火，未免是以卵击石，更严峻的是，国内市场迅速进入恶性竞争的阶段，这些国际电信巨头依仗雄厚的财力开始大幅降价，任正非清楚国际电信巨头的短板就是电信设备深入农村市场其售后服务要耗费大量的人力和物力。华为当机立断，以自身的本土优势，深入农村，依赖于降低成本打入市场，并不断完成原始的资本积累投入研发。华为以运营商业起家，而运营商是懂技术的，所以华为的策略就是先上马自主研发的低成本产品，哪怕亏本，但是后期随着研发的投入，技术的升级，华为就可以慢慢化被动为主动，更新产品升级，再实施加价，且华为这种策略可以让渠道下沉，为之后更新其它新产品打下基础。

早期，在依靠低成本制造取得一定市场地位后华为意识到，产品成本不仅仅体现在制造成本层面，还体现在供应链的管理水平上。1999 年，华为的供应链管理（ISC）与领先跨国公司相比存在还很大差距：1) 华为的订单及时交货率只有 50%，行业领先跨国公司的平均水平为 94%；2) 华为的库存周转率只有 3.6 次/年，跨国公司平均为 9.4 次/年；3) 华为的订单履行周期长达 20~25 天，跨国公司平均水平约为 10 天。IBM 顾问指出，华为的供应链管理仅仅发挥了 20%的效率，存在很大提升空间。

国内的制造类企业都存在一个通病，就是过分关注降低制造成本，注意力只集中在制造环节本身，而很少关注制造环节以外的成本与效率的问题，导致综合运营成本经常处于失控状态。与许多中国制造企业关注规模经济效益不同，任正非坚信“大规模不能自动地带来低成本，低成本是管理产生的”，任正非希望华为未来的发展能够超越对单一竞争要素——技术、人才和资本的依赖，而且不以盲目的低成本制造为立命之本。

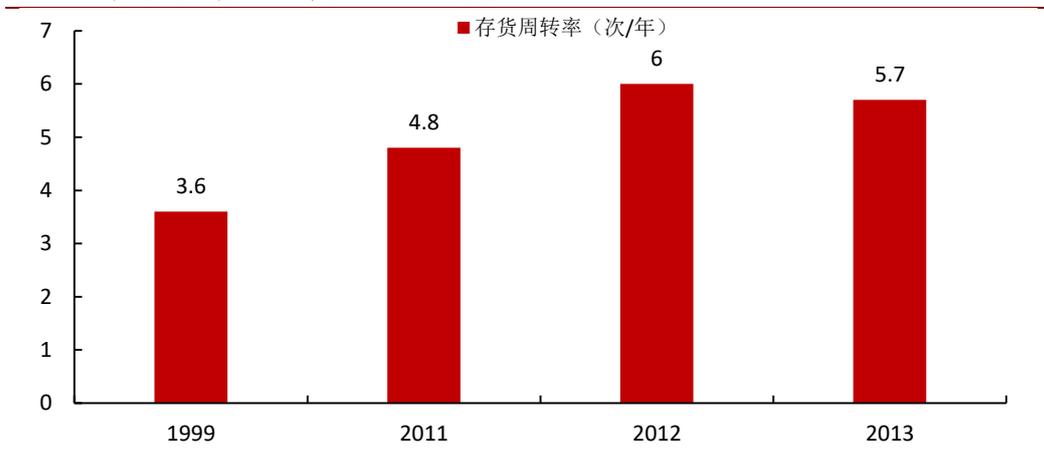
华为实施 ISC 以来，供应链管理提高比例至少在 60%以上。2000 年左右，华为开始大手笔请 IBM 为公司实施供应链管理（ISC），在咨询领域，尤其是导入国外供应链管理方面的咨询，华为是最早吃螃蟹一批企业，由此可见，任正非的眼光超前，至少比一般人超前 10 多年。经过长期的供应链整合，华为的供应链管理提高比例至少在 60%以上，以存货周转率为例，华为在实施 ISC 之前的 3.6 次，有大幅的提高，2011 年为 4.8 次，2012 年为 6 次，2103 年为 5.7 次。而华为的竞争对手爱立信，其存货周转率就一直徘徊在 4 次左右，华为的库存周转率水平已经远远超过了其竞争对手爱立信。

图 18：华为 1999 年供应链管理只发挥了 20% 的效率



资料来源：公开资料、招商证券

图 19：华为的存货周转率提高比例超过 60%



资料来源：公开资料、招商证券

(2) 温氏：低成本可穿越周期，实现真成长

历经 34 年的发展直到今天，温氏依然是行业中成本控制最好的。温氏可以依靠低成本穿越周期保持优势。温氏目前的生猪养殖完全成本约为 12 元/kg，比市场平均成本低 1 元/kg 以上，成本优势明显，即便在猪周期低谷期仍然有 80 元/头的盈利。

养猪业整体集中度低，即便是规模最大的温氏，市场占有率也不足 3%，而生猪的价格是完全市场化的，任何企业都难以拥有定价权。因此，当猪价下行时，首先会突破成本高的企业成本线，导致亏损退出；接着会突破行业平均的成本线，此时大部分的生猪养殖企业亏损退出，最后剩下下来的就是成本控制最优的企业。周期行业，能在周期低估中存活下来的企业，势必就能在周期高峰时收获更高的回报，而低成本的温氏由于成本优势，得以穿越周期实现成长，周期来临后获得更高的绝对收益。

4、重视科技，科技是第一生产力

(1) 华为：专利花开遍地

华为本身就处于高科技含量的电信行业，在对科技的重视程度上，自然不用多说。创立初期，华为靠代理香港某公司的程控交换机获得了第一桶金。此时，国内在程控交换机技术上基本是空白。任正非敏感地意识到了这项技术的重要性，他将华为的所有资金投入到了研制自有技术中。在研制 C&C08 机的动员大会上，任正非站在 5 楼会议室的窗边对全体干部说：“这次研发如果失败了，我只有从楼上跳下去，你们还可以另谋出路。”言语间充满了悲壮。此次孤注一掷没有让任正非失望——华为研制出了 C&C08 交换机，由于价格比国外同类产品低 2/3，功能与之类似，C&C08 交换机的市场前景十分可观。成立之初确立的这个自主研制技术的策略，让华为冒了极大的风险，但也最终奠定了华为适度领先的技术基础，成为华为日后傲视同业的一大资本。任正非孤注一掷投入 C&C08 机的研发，虽然是形势所逼，也可以看出他对技术的重视。

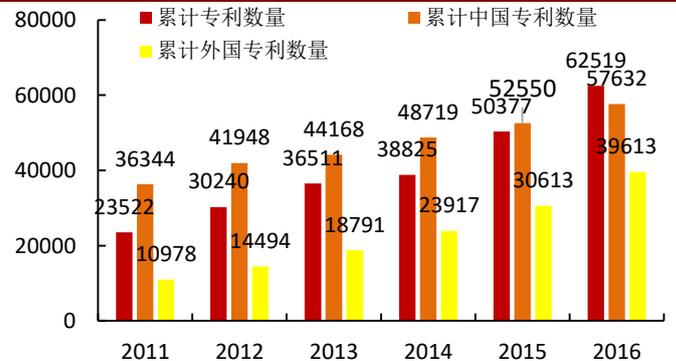
截至 2016 年 12 月 31 日，华为累计获得专利授权 62,519 件；累计申请中国专利 57,632 件，累计申请外国专利 39,613 件，其中 90% 以上为发明专利。华为在全球有 15 个研究院/所、36 个联合创新中心，有 1 万名博士，几十名俄罗斯数学家。华为坚持每年将 10% 以上的销售收入投入研究与开发。2016 年，从事研究与开发的人员约 80,000 名，约占公司总人数 45%；研发费用支出为人民币 76,391 百万元，占总收入的 14.6%。近十年累计投入的研发费用超过人民币 313,000 百万元。坚持不懈的研发投入为华为带来的是实实在在的市场份额，从华为营业收入的高增长便足以看出。

图 20：华为研发费用年复合增长率 28.13%



资料来源：公司年报、招商证券

图 21：华为专利数量每年大幅增加



资料来源：公司年报、招商证券

图 22：华为研发费用占期间费用接近 1/2

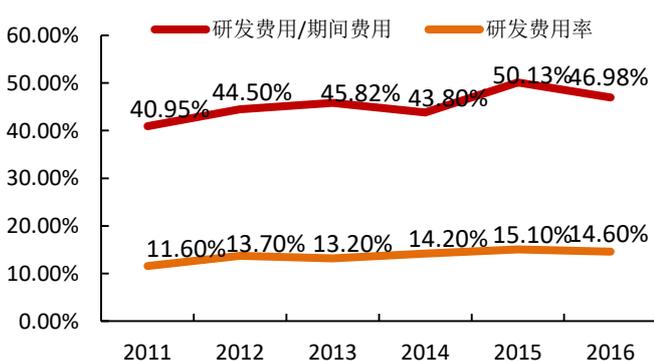
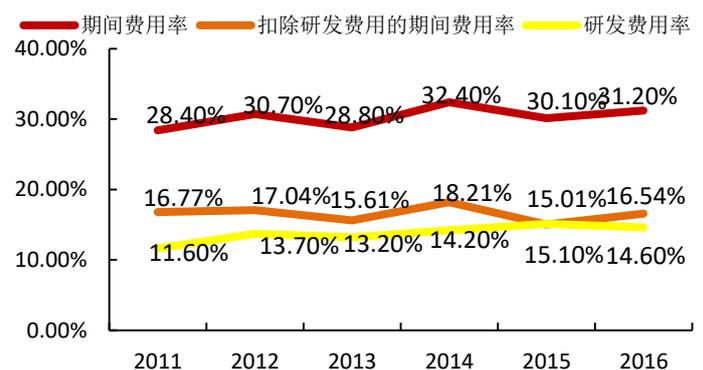


图 23：扣除研发费用后的期间费用下降明显



资料来源：公司年报、招商证券

资料来源：公司年报、招商证券

(2) 温氏：科技成就温氏奇迹

温氏看似是一家传统农业公司，但其实温氏本质上是一个高科技公司和服务公司。说是高科技，温氏有自己的技术，这些技术能够保证当养殖行业的客观环境发生变化时，即便绝大多数养殖企业破产，温氏还是会活下来。通过技术，温氏的猪肉每 kg 的成本比别人低 1 元，同样，温氏的鸡苗每羽比竞争对手便宜 1 元多。再比如讲，南方不太容易养殖奶牛，一个是夏天高温，产奶率低，另一个是草料问题，温氏通过技术，解决了这个难题，原奶在香港的市场占有率达到 70%。温氏从与华南农业大学合作开始，一直坚持产学研结合，所以在祖代的繁育上、在基因库的建立上，温氏通过几十年来的不断筛选，研究，建立起了技术上的高壁垒，本质上，是一个高科技公司，公司目前每年研发费用高达 1.9 亿元，几乎媲美同行们的总和。说是服务企业，温氏的核心竞争力在于轻资产、重激励和高效管理，正因为温氏紧密型“公司+农户”的养殖模式，通过为合作农户提供养殖服务，实现将重资产的后端育肥缓解委托外包，创造性地将自己的商业本质从养殖企业变成了养殖服务企业，绕过了养殖行业巨额资本投入的陷阱。让温氏能够轻装上阵，在降低规模扩张成本的同时，还获得了利润最丰厚的后端育肥收益，最终在财务上的体现就是低固定资产、营业收入、高成长、高 ROA。

公司+农户模式：公司+农户是温氏的一次创新，公司从 1986 年开始探索“公司+农户”模式，至今已经有 26 年，是由华南农业大学的教授提出的，是温氏产学研合作的第一次成果。其后，温氏与华南农大、中山大学和华中农大等 20 多所院校保持长期深度的产学研合作，以市场为导向，在育种、饲料营养、动物疫病防控、信息化等方面持续投资，不断强化温氏的系统技术优势。在自助研发方面，温氏的技术人员数量是新希望六和的 1.7 倍，可见对技术的重视程度。

信息化与自动饲喂技术：温氏早在创业时期，就已经配备了一台电脑，温北英一直都抱有高科技的欲望，1991 年，温氏就大手笔投资了 17 万建起了信息化建设，直到现在都可以查询到 90 年代各个养殖户的规模和盈利数据。温鹏程先生接任董事长后，其对科技的热爱比其父更甚，如今的温氏把传统的养殖业和高科技结合，由原来的机械化养殖过渡到自动化、信息化养殖，然后到现在的智能化，从小鸡苗入库、打疫苗到生蛋，只需要动手机就可以管理整个鸡场。例如，旗下新的养殖场可养 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，而传统猪场人均仅管理 70 头猪。温氏旗下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，连牧原股份都向其定制设备，可见其科技含量。

中国最强的育种技术：温氏在育种技术上优势明显，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。

温氏现组建有国家生猪种业工程技术研究中心、国家企业技术中心、博士后科研工作站、农业部重点实验室等重要科研平台，拥有一支由 10 多名行业专家、66 名博士为研发带头人，466 名硕士为研发骨干的高素质科技人才队伍，拥有 7 个国家级畜禽品种、5 个省级农业类名牌产品、100 多项专利。今年，温氏又与华为签订了合作协议，双方将在云服务、农业云解决方案等方面进行深度合作，温氏和华为的强强联手将助力畜牧产业

跨越式发展，巩固温氏股份在农业领域的龙头地位。

表 2：技术指标对比

	温氏股份	牧原股份	雏鹰农牧	行业水平
PSY	24	23	22	16-18
料肉比	2.4-2.5	2.6-2.7	2.7-2.8	2.8

资料来源：公司数据、招商证券

图 24：温氏旗下南牧公司 VR 自动化展厅



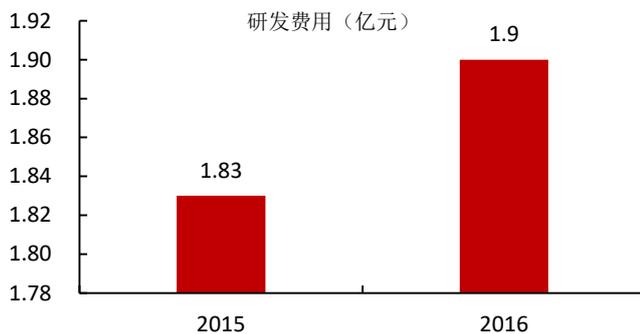
资料来源：公开资料、招商证券

图 25：温氏旗下南牧公司自动化车间



资料来源：公开资料、招商证券

图 26：温氏 2016 年的研发费用高达 1.9 亿元



资料来源：公开资料、招商证券

5、员工成长计划：同发展，共进步

(1) 华为：双向晋升通道

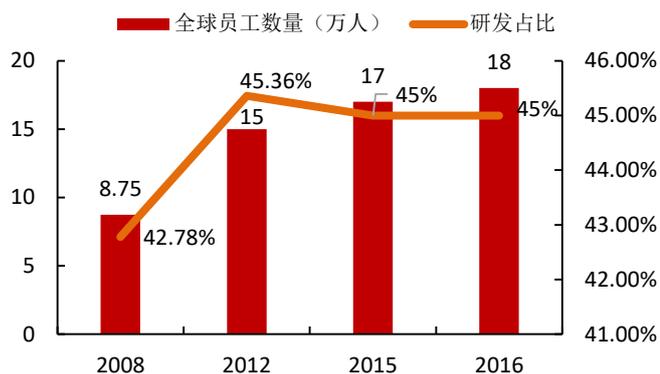
华为重视人才业界闻名。河有两岸，事有两面，除了留人，华为的股权激励或许更多的体现在抢人上，中国最大的企业雇主点评网站数据显示，华为雇主的品牌综合排名居第一位，74%的员工愿意推荐朋友到华为工作。而在 2000 年左右，华为实施了一项“IT 人才掠夺计划”：在当时本科应届毕业生平均月薪还是 800-1200 元/月的时候，华为开出了 5000 元以上的高薪，东南大学无线电专业 30 余人毕业，其中 25 人进入华为，同时重庆邮电大学电信专业一个 40 余人的毕业班，39 人都被华为掳走。即便现在新员工不占股权，但华为依旧还是执行高激励，除了工资奖金补贴，华为海外的补贴很高，其次华为内部还有一个“丰年涨薪”的传统，这足以体现出华为在人才建设上的诚意。

华为的双向晋升通道保证员工的发展空间，一条是技术通道，一条是管理通道。技术和

待遇的差别，会直接影响科研技术人员的努力程度。为了解决了这一困境，华为设计了任职资格双向晋升通道。

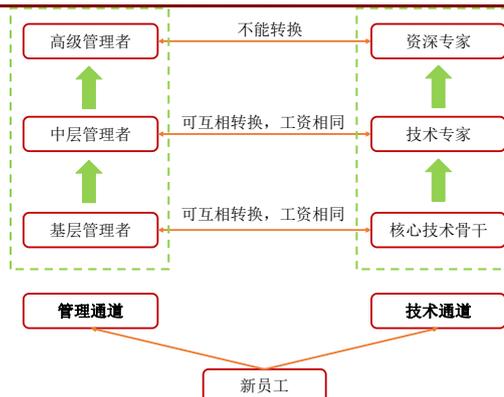
新员工首先从基层业务人员做起，然后上升为骨干，员工可以根据自己的喜好，选择管理人员或者技术专家作为自己未来的职业发展道路。在达到高级职称之前，基层管理者与核心骨干之间，中层管理者与专家之间的工资相同，同时两个职位之间还可以相互转换。而到了高级管理者和资深专家的职位时，管理者的职位和专家的职位不能改变，管理者的发展方向是职业经理人，而资深专家的职业是专业技术人员。

图 27：华为全球员工数量



资料来源：公司年报、招商证券

图 28：华为职工双向晋升通道



资料来源：公开资料、招商证券

(2) 温氏：打造百年老店

温氏同样如此，当温氏从创业期走向成长期时，温氏人才招聘开始面向高校，温氏内部实施的股份制改革让企业内部的核心员工基本上都持有一定数量的公司股票，对所需的人才具有较强的吸引力。温氏如今已有 33 年创业历史的温氏目标是百年老店，让员工得以在公司以事业立人，以文化树心。从创业之初，温氏的齐创共享理念就扎扎实实地融在每个员工的内心深处，温氏的全员持股对温氏的发展起了很大的作用，这种齐创共享的分配制度凝聚了温氏所有人，很多的员工其自身既是员工也是老板，上班是为自己打工。年终，温氏再把利润分红转股，公司的利润可以用于投资，员工和农户也可以拿到分红后交予其信赖的温氏投资进行再投资，如此一来，员工得到的利益将是多维的连续的，只需做好本职工作即可，何尝不是一种幸福？因此温氏又不断地吸引农户的加入，这也是让员工上下同心，企业高效运转的基础，温氏得此扩张，以超过自身累积的速度高速发展。

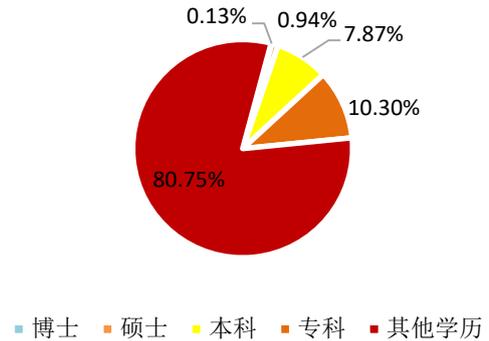
另外，温氏 2015 年成立了温氏学院，立志将其打造成为第二个“华为大学”。和华为相同的是，二者的作用都是针对公司的员工和客户进行技术、文化等方面的培训。

图 29: 温氏员工总人数



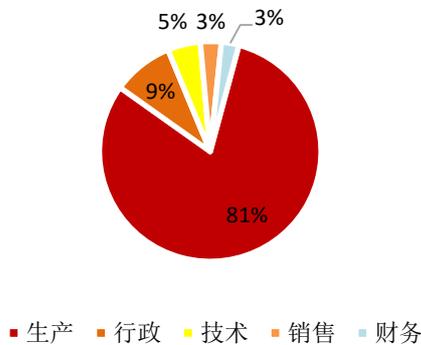
资料来源: wind、招商证券

图 30: 2016 年温氏的员工构成



资料来源: wind、招商证券

图 31: 2016 年温氏员工构成



资料来源: wind、招商证券

6、转危为安，风雨不动安如山

(1) 华为：进退维谷，柳暗花明又一村

创业期间的华为，是在即为艰难和简陋的环境中搞研发，因租金拮据，每过一两个月就要搬一次办公室。而华为的员工大都来源于贫寒家庭，名义上工资不低，但只能拿一半，而且还不知哪天能发下来，因此经常半年发不出工资，很多时候发工资都是打白条。任正非对技术研发的孤注一掷，一旦研发失败，什么都得打水瓢。那时候，公司员工私下议论的最多的是公司哪天会破产，担心账上那一半的工资打了水漂。一些老员工耗不住了，分了钱就走了。创业团队也有三人选择了“落袋为安”而离开华为。到公司发年终奖后，好多人跳槽了。前面的人做了一半走了，后来的人又从头做起，形成一个又一个断档。更有甚者，公司以高薪从北京挖来一个通信电源专家，给他在华为高管楼分了套房子，还把仅有的几个深圳户口给了他一个。1993 年，产品刚开发出来，这个专家便就带着通信电源的技术骨干离开了华为，自立门户，在深圳开了家通信电源公司。

面对这样的局面，任正非做了两件事：一是带头将手中的股份剥离，将拖欠员工的工资、奖金转换为员工持股制；二是尽管资金捉襟见肘，但对于执意要离职的员工，从来不拖欠工资，离职员工拿到的钱往往比他们想象的还要多。凭这两招，任正非把军心给稳住了，在那段刻骨铭心的日子里，华为的所有员工都勒紧裤带在全力以赴投入事业，运营商一有情况，员工就立刻出发，在现场不解决完问题就不能回家。那时，也是华为“床垫文化”最兴盛的时候。问题解决小组或研发团队成员，常常拉个床垫睡在工作现场。

也正是这样的执着和毅力让华为渡过了早期的难关，成长为现在的世界 500 强。

（2）温氏：履险如夷，突破困境

第一次 1997-1998 年禽流感袭来时，温氏赔了两个多亿，公司差点倒闭，但温氏仍然坚持保证农户的收益，坚持落实“齐创共享”的价值观，终于在农户的帮助和员工的努力下励精图治，温氏度过了第一次难关。

第二次是 2004-2005 年，因为禽流感 H7N9，养鸡户损失惨重。为了扶植养鸡户，温氏把在养猪上赚到的 44 亿拿出来，赔了 36 亿给养鸡农户。在危机中温氏员工坚定信念，不抛售股权，与之合作的家庭农场、合作客户，始终不离不弃，甚至主动筹集资金帮助集团度过难关。员工更是主动要求减薪和缓发工资，支持企业走出了低谷。

第三次是 2013-2014 年，首次发现禽流感亚型会传染给人，且本轮禽流感时间长，疫情重，确诊病例 120 余例，死亡率高达 67%。这场禽流感，让温氏每天亏损额近 3000 万元，累计亏损达到了 30 亿元，但即便是如此高额的亏损，温氏依旧和养鸡农户保证让他们每只鸡获得一块钱的收益，在公司收紧投资、保证农户收益等政策后，终于在疫情后期鸡价得以反弹，温氏顺利渡过难关。

30 多年来，与温氏合作的农户从来没有亏损过，即便在困难时期，温氏也保证了农户的收益，因此温氏在养殖户心中的地位很高，也正是因为农户的这份信任，温氏才一次次地度过禽流感的危机，也证实了温氏的企业精神和责任感。

7、华为已是世界第一，温氏也近在咫尺

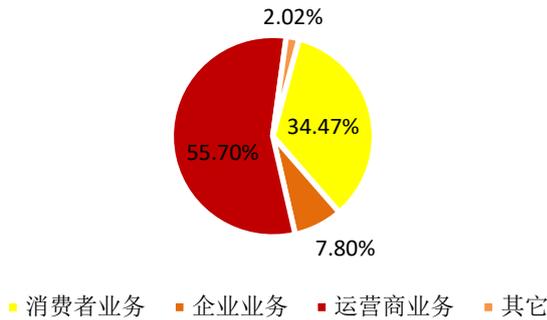
（1）华为：共建全联接世界

当谈到智能手机时，华为或许不是你第一个想到的牌子，不过这并不妨碍华为稳坐世界通信业的头把交椅。6 月 12 日，华为又攻下了重要一城，华为核心路由器一举超越思科，成为了全球核心路由器市场的老大。事实上，据 ICT 行业权威咨询公司 Frost&Sullivan 报道，华为早在 2013 年就以 24.7% 的市场份额成为了全球第一大通信设备商，老牌通信设备巨头爱立信和思科纷纷败下阵来，世界通讯业的版图，彻底被华为所改写。

人类社会正处在一个转折时期，未来将是一个全数字化、云化、移动化以及自助化的世界，华为未来的发展将是利用自己的技术优势进行多路径、多梯队的研究。包括无线、服务器、云计算、5G 移动通信等多个领域，其中，云计算成为华为未来发展战略的重要方向，随着企业数字化的转型，不同行业和企业的云战略已上升到重要位置，对于企业而言，未来十年将进入云计算 2.0 时代，行业云必将兴起。根据华为之前公布的战略目标，到 2020 年，华为云计算将为华为贡献 100 多亿美元。

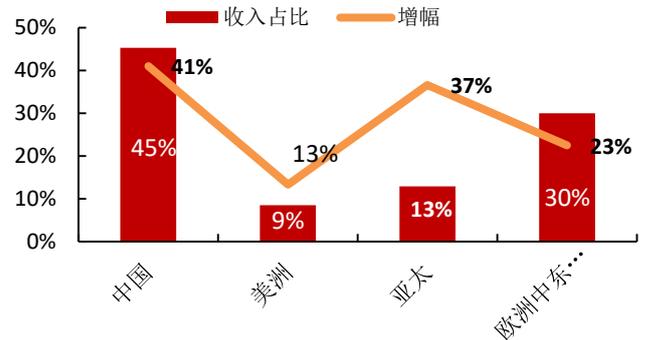
目前，华为智能手机在中国的市场份额提升至 18.1%，在 3000-4000 元人民币高端市场占据绝对领先地位，在拉美、非洲、中东等 33 个国家和地区，华为智能手机市场份额均已接近或超过 15%。未来，华为的市场还将进一步提升。

图 32：华为现在的业务构成



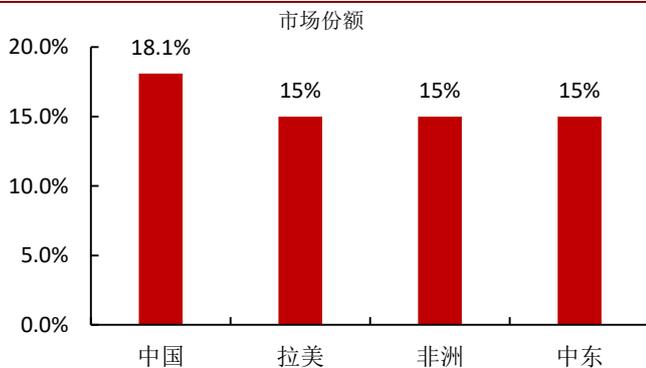
资料来源：公司年报、招商证券

图 33：华为在其它地区渗透率提升速度快



资料来源：公司年报、招商证券

图 34：华为在拉美、非洲、中东等 33 个国家和地区市场份额超过 15%



资料来源：公司年报、公开资料、招商证券

(2) 温氏：百尺竿头，更进一步

温氏是国内最大的养殖企业，生猪养殖规模亚洲第一、世界第二，按温氏生猪出栏 10% 的速度增长，2018 年即将超过世界排名第一的史密斯菲尔德（2017 年生猪出栏量在 1900 万头左右）。从养猪体量看，1 家温氏股份=5.5 家牧原股份=7.6 家正邦科技=7 家雏鹰农牧=29.5 家天邦股份=94.5 家罗牛山，占据绝对优势。可见，温氏股份一股独大，其余五家企业生猪出栏数总和为 860.78 万头，仅占温氏股份出栏生猪数的 50.26%。

但不容忽视的是，虽然温氏的养猪体量大，但其出栏量也仅占全国的 3% 左右，因此，养殖业还有非常大的市场空间，对于未来的发展，温氏的第一件是就是扩大养猪规模，出栏量要占到行业的 10%。第二件是要加强育种，通过育种来提升生产水平。对于今后的育种方向，一是增加上市体重，二是提升猪肉品质。第三件是向屠宰加工业延伸，加大力度做屠宰和分销。第四件是销售终端，完善产业链。未来温氏的生鲜门店要做到 5000 家，每一家做到 500 万元，达到 250 亿元的销售值。

三、盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 52/58/90 亿元，对应 EPS 为 0.99/1.11/1.72 元，给予 19 年 15-17 倍 PE，得出目标价 25.80-29.24 元，较现价具有 15%-30% 的上涨空间，给予“强烈推荐-A”评级。

表 3：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	14682	13456	14903	15285	15711	12803
营业毛利	1721	3229	4291	3767	972	1368
营业费用	225	115	128	144	203	132
管理费用	1233	565	608	627	1627	606
财务费用	-23	-20	-29	-39	-49	-51
投资收益	-35	-10	73	55	108	131
营业利润	1675	3216	4382	3821	1078	1499
归属母公司净利润	1417	3092	4134	3607	953	1473
EPS (元)	0.27	0.59	0.79	0.69	0.18	0.28
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	22.0%	29.0%	33.9%	29.3%	21.1%	17.8%
营业费用率	1.5%	0.9%	0.9%	0.9%	1.3%	1.0%
管理费用率	8.4%	4.2%	4.1%	4.1%	10.4%	4.7%
营业利润率	11.4%	23.9%	29.4%	25.0%	6.9%	11.7%
有效税率	1.4%	0.4%	0.9%	1.2%	3.4%	2.9%
净利率	9.7%	23.0%	27.7%	23.6%	6.1%	11.5%
Yoyo	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	25.7%	43.9%	41.4%	11.8%	7.0%	-4.9%
归属母公司净利润	-3.4%	437.1%	241.5%	20.2%	-32.8%	-52.4%

资料来源：公司数据、招商证券

表 4：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
合计收入	59335	53299	65652	79519
猪肉类养殖	37643	32499	39353	51150
肉鸡类养殖	18593	17600	23000	24970
其他	3099	3199	3299	3399
收入增长率	23.0%	-10.2%	23.2%	21.1%
猪肉类养殖	38.0%	-13.7%	21.1%	30.0%
肉鸡类养殖	3.0%	-5.3%	30.7%	8.6%
其他	6.8%	3.2%	3.1%	3.0%
毛利率	28.2%	17.0%	16.4%	19.4%
猪肉类养殖	38.1%	21.4%	20.0%	24.0%
肉鸡类养殖	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%
其他	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%

资料来源：公司数据、招商证券

表 5：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	48237	59355	53317	65675	79546
营业成本	38796	42606	44228	54888	64124
营业税金及附加	11	45	40	49	398
营业费用	468	590	530	653	791
管理费用	2551	3425	3077	3790	4591
财务费用	100	(137)	149	335	322
资产减值损失	71	567	0	0	0
公允价值变动收益	(12)	14	14	14	14
投资收益	491	229	229	229	229
营业利润	6721	12501	5535	6202	9563
营业外收入	148	120	120	120	120
营业外支出	179	252	252	252	252
利润总额	6689	12369	5403	6069	9431
所得税	53	131	56	63	99
净利润	6636	12238	5347	6006	9332
少数股东损益	431	448	196	220	342
归属于母公司净利润	6205	11790	5151	5786	8990
EPS (元)	1.71	2.71	0.99	1.11	1.72

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

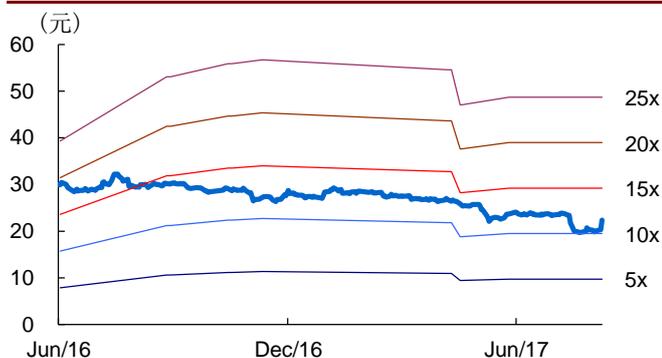
表 6：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
温氏股份	22.36	1.71	2.71	0.99	133%	84%	-56%	13	8	23	5.03	38.71%	1,167
正邦科技	5.45	0.52	0.52	0.51	265%	209%	275%	10	10	11	2.31	25.92%	125
牧原股份	32.12	1.23	2.25	2.54	643%	290%	354%	26	14	13	4.25	40.75%	372
天邦股份	9.34	0.51	0.59	0.69	296%	246%	382%	18	16	14	5.50	29.10%	72
雏鹰农牧	4.79	0.22	0.28	0.37	225%	278%	421%	22	17	13	3.06	16.51%	150
平均					357%	256%	358%	19	14	13	3.78	28.07%	

资料来源：公司数据、招商证券

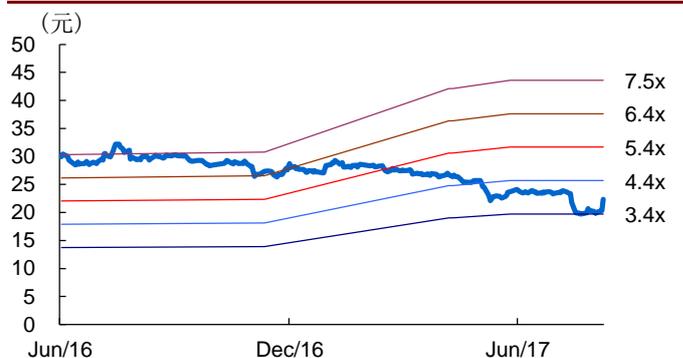
3、PE-PB Band

图 35：温氏股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 36：温氏股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

四、附录

1、华为：左非右芳，一内一外

说起华为，大家都很熟悉，华为 1988 年成立于深圳，注册资本仅 2 万元，当时 6 位股东均分股份，时至今日，华为已然成为全球领先的电信解决方案供应商，在电信领域为世界各地的客户提供网络设备、服务和解决方案，主要营业范围是交换，传输，无线和数据通信类电信产品。2016 年华为销售收入超过 5200 亿，同比增长达 32%、净利润超过 370 亿，成为名副其实的通讯行业领跑者。

总裁任正非：任正非是华为的创始人兼总裁，也是华为的精神领袖。任正非是一个高度自律的人，早年自学了电子计算机、数字技术、自动控制、逻辑、哲学，还自学了三门外语。进入部队之后，任正非两次填补了国家的空白，转业后，由于对技术的热爱和追求让他选择投入到技术密集型的行业。当时还在华为成立之初的华为，华为里里外外都是由任正非打理。1999 年后，华为选举孙亚芳出任董事长，自此，任正非专攻内部管理。在内部腐败问题上，任正非态度非常坚定，2016 年底华为发布内部反腐快报，声称 6 名前员工涉嫌侵权并遭批捕，这符合任正非的一贯风格。

董事长孙亚芳：1998 年前后，华为因为营销战术、股权、贷款等问题颇受外界质疑，任正非深感公司对外沟通的重要性，因而提议孙亚芳出任董事长并通过，孙亚芳于 1999 年出任华为董事长，专门负责华为外部协调与沟通，但孙亚芳为人低调，外界的焦点大多在任正非身上而非孙亚芳。其实孙亚芳早在 1989 年就放弃了稳定的国家机关工作加入华为，1992 年华为因贷款回收太慢的原因而陷入资金周转困难，连续数月没给全体员工发工资，员工士气低落甚至纷纷提出离职，而那时，华为收到了一笔贷款，任正非和华为管理层都拿不准该怎样使用那笔资金，刚进入华为 3 年的孙亚芳极其果敢地指出应该先给员工发薪水，于是，等待数月的华为员工终于拿到了工资，很快干劲上去了并研制出了新产品，华为的困局迎刃而解。孙亚芳也开始在华为崭露头角，她的聪慧、胆识与魄力在日常的工作中一点点体现出来，与任正非的配合也越来越默契。

孙亚芳一手缔造了华为的“狼性”营销体系和华为人力资源考评体系，后者一度被很多公司借鉴，美国《福布斯》杂志将她称为“市场杀手”。

任正非是军人，孙亚芳是市场杀手，直接体现在华为的市场能力上，华为的市场渗透快、准、狠，华为这些年大量派遣员工到一线，和当地厂商捆绑在一起，战术灵活多变，让他们在炮火中成长，迅速找到机会和市场。

2、温氏：家族企业，两代传承

温氏股份创立于 1983 年，至今已有 34 年的发展历史，自温鹏程 4 月辞退董事长，由其弟温志芬接棒后，温氏一共历经三任董事长。

第一任董事长温北英：被誉为一代“鸡王”的温北英想必大家不会陌生，温北英是温氏股份的创始人，1983 年申请办理停薪留职，连同二儿子温鹏程及邻居 6 人（7 户 8 股，温北英、温鹏程、温木桓、温金长、温湛、梁洪初、严百草、温泽星，温北英及儿子温鹏程为 1 户）集资 8000 元，以股份制形式创办了**簕竹鸡场**。1994 年，与温氏合作的养鸡户达到 4000 多户，年上市肉鸡 1800 万只，同年温北英因长期高负荷的工作积劳

成疾，与世长辞，温氏股份的重担自然落到了温北英的二儿子温鹏程的肩上。

第二任董事长温鹏程：温鹏程是温氏股份的创始人之一，其父温北英辞世后接任温氏董事长一职，从 1994 年到今年 4 月，23 年来温鹏程带领温氏股份度过一个又一个的难关，变更公司经营模式，首创了“公司+农户”的模式；从养鸡到养猪，最终发展成一家以畜禽养殖为主业、配套相关业务的跨地区现代农牧企业集团，并于 2015 年在深交所创业板挂牌上市，成为深市“第一股”。

温氏股份 2016 年年报显示，公司营业总收入 593.55 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 117.90 亿元，公司 2016 年销售毛利率 28.22%，ROIC43.10%，摊薄后的 ROE38.70%。目前，温氏股份已在全国 20 多个省（市、自治区）拥有 239 家控股公司、5.86 万户合作家庭农场、4.9 万多名员工。2016 年度实现上市肉猪 1713 万头、肉鸡 8.19 亿只、肉鸭 2626 万只。

第三任董事长温志芬：于 4 月接棒董事长一职的温志芬 1993 年进入温氏从事畜牧养殖工作，历任公司副总裁、常务副总裁、总裁，2014 年起任温氏集团副董事长，接任后的温志芬已确立公司面向未来“打通产业链，开辟新渠道”的发展目标及实施路径。

表 7：温氏股份发展大事记

时间	公司发展情况
1983	公司前身：簕竹鸡场成立，公司共集资 8000 元
1989	首创了“公司+农户”的模式
1990	簕竹鸡场开始发行职工内部股票，共发行 1 万张，每张面额 100 元
1992	簕竹鸡场与华南农业大学动物科学系签订长期技术合作协议
2000	温氏互联网站正式开通，温氏集团进入 E 时代
2001	360 头澳洲良种奶牛乘飞机抵达广州，温氏奶牛存栏量达到 1000 多头
2002	温氏集团上市肉鸡突破 100 万只，实际上市肉鸡 125 万只
2008	粤首例体细胞克隆猪诞生“温氏”
2010	公司明确了“倍增计划”的目标，即通过 5 年左右的时间，将公司合作养鸡户的平均饲养规模和平均养殖效益提升一倍或以上
2012	温氏集团成功改制成为广东温氏食品集团股份有限公司
2013	温氏集团年上市肉猪突破 1000 万头
2013	我国首例采用全基因组选择技术选育的特级种公猪在温氏集团诞生
2014	温氏集团荣获 2014 年中国企业 500 强（第 330 名）
2015	温氏股份在深交所创业板上市（股票代码：300498）
2016	温氏股份以营业收入 482.37 亿元位列 2016 年《财富》500 强第 128 位。

资料来源：公司官网、招商证券

风险提示

进口猪肉大幅上升、高致病性不可控疫病、环保政策不达预期。

参考报告:

- 1、《温氏股份(300498.SZ)-受累畜禽价格下跌,一季度业绩下滑》2017-04-18, 4月16日,公司发布一季报,期间实现营收128.03亿,同减4.86%;归母净利润14.73亿,同减52.36%,业绩下降主要受鸡价和猪价影响。
- 2、《温氏股份(300498.SZ)-受益猪价高景气,业绩大幅增长》2017-04-07, 4月6日,公司发布2016年报,全年实现营收593.6亿,同增23.05%;归母净利润117.9亿,同增89.99%。同日,公司发布2017年一季度业绩预告,预计净利润为14~16亿,同比下降48.25%~54.72%。业绩波动主要受猪价和鸡价影响。<http://t.cn/R6Dqf9e>
- 3、《温氏股份-温氏岂是池中物,一遇风云便化龙》2016-12-06, 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。<http://t.cn/RIMoRkZ>
- 4、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告-与时俱进,再次扬帆》2017-02-25, 猪!猪!猪!系列报告全集内容分为八部分,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,第六篇点评了八月能繁母猪存栏再探底,第七篇提出现在正是长周期的黄金时代,也是中周期的白银时代,第八篇讲述了猪价底部抬高,高预期差下的价值筹码争夺战即将打响。<http://t.cn/RiRSgn4>
- 5、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之九-最严的环保,最好的时代》2017-03-13, 环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段,给整个养殖业带来了巨大的冲击。“南猪北养”产业迁徙浩浩荡荡,然而罗马非一日建成。对于无法补栏的散养户而言,这是最糟糕的时代;但对于规模化养殖龙头,这无疑是最美好的时代。<http://t.cn/Riuay2J>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	15908	18446	20866	25813	31666
现金	1493	792	4002	4976	7023
交易性投资	0	148	148	148	148
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	181	144	121	149	180
其它应收款	176	293	263	325	393
存货	8895	10548	10459	12980	15164
其他	5163	6521	5873	7235	8757
非流动资产	16827	22992	24672	26090	27288
长期股权投资	369	659	659	659	659
固定资产	9370	11371	13222	14786	16107
无形资产	710	784	705	635	571
其他	6378	10179	10086	10011	9951
资产总计	32735	41438	45538	51903	58954
流动负债	9569	9835	15548	17453	16908
短期借款	910	0	5600	6758	5567
应付账款	1844	2649	2750	3412	3986
预收账款	154	334	346	430	502
其他	6662	6853	6853	6853	6853
长期负债	136	224	224	224	224
长期借款	0	0	0	0	0
其他	136	224	224	224	224
负债合计	9705	10059	15772	17676	17132
股本	3625	4350	5220	5220	5220
资本公积金	6501	6171	5300	5300	5300
留存收益	12138	19940	18131	22372	29626
少数股东权益	766	918	1114	1334	1676
归属于母公司所有者权益	22264	30461	28652	32893	40147
负债及权益合计	32735	41438	45538	51903	58954

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9303	14653	8095	5072	8671
净利润	6205	11790	5151	5786	8990
折旧摊销	1555	1750	1938	2198	2419
财务费用	204	(143)	149	335	322
投资收益	(491)	(229)	(243)	(243)	(243)
营运资金变动	1330	600	909	(3346)	(3264)
其它	500	884	191	341	447
投资活动现金流	(6096)	(8580)	(3376)	(3376)	(3376)
资本支出	(4525)	(7289)	(3618)	(3618)	(3618)
其他投资	(1571)	(1292)	243	243	243
筹资活动现金流	(3186)	(6778)	(1509)	(722)	(3249)
借款变动	(3253)	(3328)	5600	1158	(1191)
普通股增加	435	725	870	0	0
资本公积增加	1485	(330)	(870)	0	0
股利分配	(798)	(3988)	(6960)	(1545)	(1736)
其他	(1056)	142	(149)	(335)	(322)
现金净增加额	22	(706)	3210	974	2046

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	48237	59355	53317	65675	79546
营业成本	38796	42606	44228	54888	64124
营业税金及附加	11	45	40	49	398
营业费用	468	590	530	653	791
管理费用	2551	3425	3077	3790	4591
财务费用	100	(137)	149	335	322
资产减值损失	71	567	0	0	0
公允价值变动收益	(12)	14	14	14	14
投资收益	491	229	229	229	229
营业利润	6721	12501	5535	6202	9563
营业外收入	148	120	120	120	120
营业外支出	179	252	252	252	252
利润总额	6689	12369	5403	6069	9431
所得税	53	131	56	63	99
净利润	6636	12238	5347	6006	9332
少数股东损益	431	448	196	220	342
归属于母公司净利润	6205	11790	5151	5786	8990
EPS (元)	1.71	2.71	0.99	1.11	1.72

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	27%	23%	-10%	23%	21%
营业利润	144%	86%	-56%	12%	54%
净利润	133%	90%	-56%	12%	55%
获利能力					
毛利率	19.6%	28.2%	17.0%	16.4%	19.4%
净利率	12.9%	19.9%	9.7%	8.8%	11.3%
ROE	27.9%	38.7%	18.0%	17.6%	22.4%
ROIC	27.1%	39.0%	15.9%	15.8%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	29.6%	24.3%	34.6%	34.1%	29.1%
净负债比率	5.9%	0.0%	12.3%	13.0%	9.4%
流动比率	1.7	1.9	1.3	1.5	1.9
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	1.0
营运能力					
资产周转率	1.5	1.4	1.2	1.3	1.3
存货周转率	4.6	4.4	4.2	4.7	4.6
应收帐款周转率	403.5	365.7	402.9	487.2	483.5
应付帐款周转率	23.0	19.0	16.4	17.8	17.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.71	2.71	0.99	1.11	1.72
每股经营现金	2.57	3.37	1.55	0.97	1.66
每股净资产	6.14	7.00	5.49	6.30	7.69
每股股利	0.50	1.50	0.30	0.33	0.52
估值比率					
PE	13.1	8.3	22.7	20.2	13.0
PB	3.6	3.2	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	20.6	12.2	22.3	19.5	13.8

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。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

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。