

推荐 (维持)

## 猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之十五

2018年09月18日

### 温氏VS牧原, 商业本质孰优孰劣?

上证指数	2652
行业规模	占比%
股票家数 (只)	14 0.4
总市值 (亿元)	2386 0.5
流通市值 (亿元)	1578 0.4

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.1	-6.8	-11.1
相对表现	-2.3	14.1	5.2



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 《国内首例非洲猪瘟疫情确诊事件点评—猪场头号敌人来袭, 生物安全管理能力成关键》2018-08-03
- 《猪! 猪! 猪! 生猪养殖业图谱》2018-07-27
- 《猪价低迷期下的众生相, 强烈推荐底部龙头—猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之十四》2018-05-12

朱卫华

0755-82943101  
zhuweihua@cmschina.com.cn  
S1090511030001

研究助理

雷轶

075583218146  
leiyi@cmschina.com.cn

研究助理

陈晗

chenhan2@cmschina.com.cn

尽管目前非洲猪瘟对行业影响较大, 行业底部经常以一种难以预知的方式迅速到来, 但我们认为正是此时, 龙头的综合抗风险能力将得以体现, 疫病不影响长期价值, 他们多年平均 ROE 都>25%, 但商业模式却大有不同, 本文为你娓娓道来。

#### 一、“阳性”的极致: 温氏强在阳性技术和整合社会资源的能力

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环节委托外包, 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风险, 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、高营业收入、高成长、高 ROA。温氏成功在于有效整合了社会闲散的劳动力、资金、土地等, 将“阳性技术”(例如育种、配合饲料、人工授精、疫苗等)发展到国内领先水平。目前, 年出栏一头猪的产能需投资 1039 元, 其中固定资产 768 元, 流动资金 271 元, 项目投资收益率约 18.8%, 回收期约 8 年。温氏多年平均 ROIC 高达 23.95%, 多年平均 ROE 约 25%, 养猪规模增速 15-20%, 资产负债率 20% 左右。

#### 二、“阴性”的极致: 牧原强在全局优化能力和扩张能力

牧原采取全程一体化自繁自养模式, 重资产集约模式导致发展初期成本偏高、防疫压力大, 规模发展慢等问题, 但牧原苦修内功二十年, 将“阴性技术”(猪场设计、环境管控、人员管理)打造的淋漓尽致, 充分发挥端到端的全局优化能力, 最大化精细化管理程度, 牧原引以为傲的是猪舍设计能力、全局成本优化能力、工业化的管理体系、企业文化等阴性技术和管理能力。目前, 年出栏一头猪的产能需要投资 1484 元, 其中固定资产 1179 元, 流动资金 305 元, 项目投资收益率约 23.72%, 回收期约 5.5 年。牧原多年平均 ROIC 高达 16.43%, 平均 ROE 约 27%, 规模增速 50-80%, 资产负债率 50% 左右。(高杠杆主要是为了扩张, 假设规模增速降低, 利润率可以进一步上升)。

#### 三、正面 PK: 各有所长, 正各取所长

牧原的猪场分布学习了温氏的两点式生产, 其内部的“公司+场长”与温氏的“公司+农户”有异曲同工之处, 牧原也融入社会资源、资金帮其承担重资产投入。温氏的工业化改造、倍增计划、加强对农户的培训、新的工业化猪场建设都是在提高养殖的工业化水平, 吸取牧原流水线间的管理输出经验。

#### 四、独家提出“三段论”、“技术的阴阳划分”

我们将养猪行业的发展历程分为三段: 第一阶段比的是生产要素的廉价性, 所以企业无法匹敌散养户; 第二阶段比的是阳性技术及整合社会资源的能力, 温氏属于佼佼者; 第三阶段, 比的是阴性技术、管理能力和资源的集约效率, 牧原属于引领者。三个阶段的要点都非常重要, 优秀企业可集三者于一身。

#### 投资建议: 强烈推荐生猪养殖板块, 建议淡化猪价上下波动, 重视产业逻辑。

风险提示: 非洲猪瘟持续爆发并影响流通、生猪价格波动, 突发大规模不可控疫病, 重大食品安全事件, 宏观经济系统性风险, 极端气候灾害导致粮价推升。

## 正文目录

商业模式简述：“阴”“阳”极致间的 PK.....	4
一、“阳性”的极致：温氏强在阳性技术和整合社会资源的能力 .....	5
1、整合了社会资源发展，实现轻资产和高投资回报率 .....	5
2、温氏将分到的蛋糕投入研发和扩张，如此往复增强优势 .....	6
3、整合社会资源的能力是温氏成功所在 .....	7
二、“阴性”的极致：牧原强在全局优化能力和扩张能力 .....	9
1、重资产投入换取端到端体系的全局优化能力 .....	9
（1）2016 年牧原员工定增募投 7 个生猪产能扩张项目 .....	9
（2）2017 年牧原非公开发行优先股募投 5 个生猪产能扩张项目 .....	9
2、牧原的钱投入滚雪球扩张，上市后强融资能力加速公司成长.....	10
3、专注和工业化体系是牧原的成功所在 .....	11
三、正面 PK：各有所长、正各取所长 .....	13
1、目前的真实生产力不相上下，但各有取舍 .....	13
（1）温氏农户的回报率情况.....	13
（2）将温氏外包的育肥环节以成本价加回，以此来统一口径对比养殖效率	13
（3）延伸思考 .....	14
2、模式各有所长 .....	14
（1）经营模式分析 .....	14
（2）扩张节奏对比 .....	14
（3）生产要素对比 .....	15
3、双方正各取所长.....	15
（1）牧原向温氏学习的地方 .....	15
（2）温氏向牧原学习的地方 .....	18
四、独家提出“三段论” .....	21
1、整合社会资源是温氏的成功所在，但社会资源的成本显性化是一大挑战 ..	21
2、行业发展“三段论” .....	21
3、投资建议 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 养殖业成本优势渐进图 (越往下越难, 门槛越高, 护城河越能体现) .....	4
图 2: 温氏商业本质: 规模扩张成本低, 后端育肥收益丰厚 .....	5
图 3: 温氏研发投入遥遥领先于行业平均水平 .....	6
图 4: 温氏肉猪、肉鸡历年上市情况 .....	6
图 5: 温氏商品肉猪近年销售与业务占有率情况 .....	7
图 6: 温氏商品肉鸡近年销售与业务占有率情况 .....	7
图 7: 牧原股份商业本质: ROIC 远高于 WACC .....	10
图 8: 牧原历年生猪出栏量 .....	11
图 9: 工业化养殖的特点 .....	12
图 10: 两点式生产工艺示意图 .....	16
图 11: 三点式生产工艺示意图 .....	16
图 12: 牧原 A 猪场俯瞰图 (两点式分布) .....	16
图 13: 牧原 B 猪场俯瞰图 (两点式分布) .....	16
图 14: 牧原“5+”扶贫模式 .....	17
图 15: 温氏信息化系统愈发全面 .....	19
图 16: 温氏肉猪户均饲养量持续增长 .....	19
图 17: 温氏某高效工厂化猪场外观图 .....	20
图 18: 某猪场新旧模式所需员工与人均培育猪苗数 .....	20
图 19: 行业发展“三段论” .....	22
图 20: 畜禽养殖行业历史 <a href="#">PEBand</a> .....	23
图 21: 畜禽养殖行业历史 <a href="#">PBBand</a> .....	23
表 1: 温氏员工定向增发募投项目分析 .....	5
表 2: 牧原员工定向增发募投项目分析 .....	9
表 3: 牧原 2017 年度非公开发行优先股募投 5 个生猪产能扩张项目 .....	10
表 4: 牧原上市以来直接融资手段丰富 .....	11
表 5: 一点式与多点式饲养工艺对比 .....	16
表 6: 牧原“5+”模式已推广复制到 9 省 25 县, 直接帮扶建档立卡贫困户 11 万户 .....	18

## 商业模式简述：“阴”“阳”极致间的PK

简单来说，温氏“不养猪”（只养母猪，不养育肥猪），它是一个高科技公司和服务公司；而牧原是养猪的，是生产型企业，严格意义上来说是工业化造猪企业。

**温氏的商业模式：**温氏的公司+农户模式，其自身需投入的环节有种猪养殖（包括母猪）、饲料、动保、服务等环节，而将育肥环节的重资产、人力等外包给农户，农户按照标准养殖到一定标准后交回给温氏。温氏在小农模式的基础上，整合了社会闲散的劳动力和资金，将“阳性技术”（例如育种、配合饲料、人工授精、疫苗等）融合到小农生产模式之中，在一些技术点上达到国内领先水平。温氏创立了比农户自己养更大的蛋糕，一方面使得合作农户赚到更多钱，绑定了利益，刺激了生产；另一方面，自身所得的利润可以投入进一步的研发和扩张。如此往复，温氏的平台做大之后，抗风险能力、技术水平、农户的信赖度均有显著提升，整体生产力显著高于行业平均，于是在周期中走出了一条成长的道路。

**温氏的财务特征：**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环节委托外包，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风险。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、高营业收入、高成长、高 ROA。

**牧原的商业模式：**为控制食品安全，牧原从创业开始就选择了全程一体化自繁自养模式，种猪、饲料、猪舍设计、育肥均作为内部环节。重资产自营模式导致了当时成本偏高、防疫压力大，规模发展慢等问题，但牧原苦修内功二十年，将“阴性技术”（猪场设计、环境管控、人员管理）打造的淋漓尽致，充分发挥端到端的全局优化能力，最大化精细化管理程度，引以为傲的是其猪舍设计能力、全局成本优化能力、工业的管理体系、标准化作业体系等阴性技术或管理能力。从人力成本的角度来看。工业化的模式显著的优点是人力效率高成本低，在农村劳动力减少和老去的大背景下，其效率优势正越来越大。

**牧原的财务特征：**上市前，牧原依靠自身利润滚动发展，增速较慢；上市后，资金瓶颈被打开，储备的生产要素开始投产，出栏量放量增长。其平均 ROIC 约 16%，借款成本 5-6%，50%左右的负债率兼顾了扩张速度和稳健性。

图 1：养殖业成本优势渐进图（越往下越难，门槛越高，护城河越能体现）



资料来源：招商证券制作

# 一、“阳性”的极致：温氏强在阳性技术和整合社会资源的能力

## 1、整合了社会资源发展，实现轻资产和高投资回报率

温氏每 600-800 元的固定资产投资额（另外，农户育肥环节需要大约 300-400 元/头的固定资产投资）和 268 元的流动资金（另收取了农户 400 元/头的保证金）就可以撬动一头育肥猪的产能，有效整合了农户环节的资金、土地、劳动力，实现了轻资产的经营模式。高效的管理和领先的技术水平使得养殖效率提高，创建了更大的蛋糕并从中获利。历史上，温氏的平均每头猪净利润为 352 元。

温氏员工定向增发投资项目有四个，合计年生猪产能 182 万头，合计投资总额 18.91 亿元，其中固定资产投资 13.98 亿元，流动资金投资 4.93 亿元；每头猪（单位）合计投资 1039 元，其中固定资产投资 768 元（母猪+断奶环节），流动资金投资 271 元。项目投资收益率约 18.8%，回收期约 8 年。

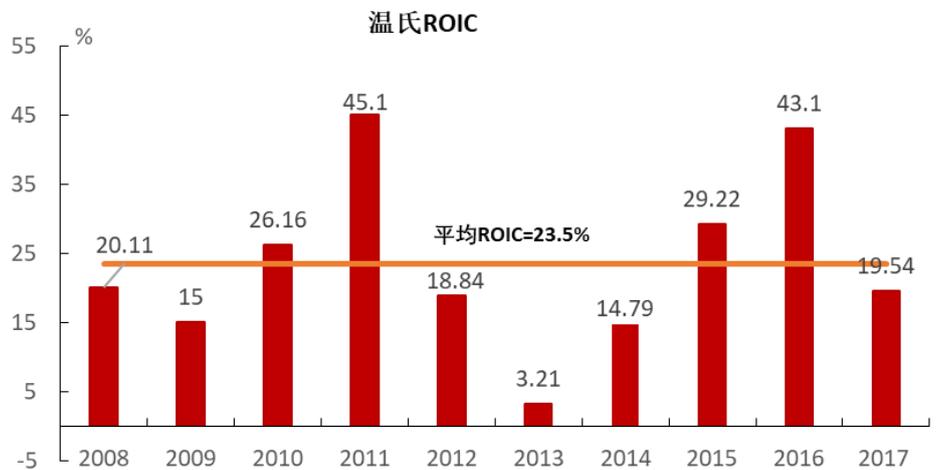
表 1：温氏员工定向增发募投项目分析

序号	项目名称	建设投资 (万元)	流动资金 (万元)	新增产能 (万头)	固定资产头均投资额 (元/头)	流动资金头均投资额 (元/头)	投资回收期 (年)	税后内部收益率 (%)
1	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	33,601	10,500	42	800	250	8.8	18.6
2	永寿温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目一期	35,212	8,788	40	880	220	7.5	19.1
3	亳州温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目	31,140	18,860	50	623	377	7.6	18.9
4	江永温氏畜牧有限公司一体化养猪建设项目	39,810	11,190	50	796	224	8.0	18.8
合计/平均		139,763	49,338	182	768	271	8.0	18.8

资料来源：公司公告、招商证券

近年来温氏股份平均 ROIC 高达 23.95%。因为农户端的生产要素（钱、人、地）成本相当便宜，在农户富余的情况下，温氏轻资产扩张又快又好；但若农户数量增长放缓，高 ROIC 的商业本质快速扩张稍有难度。

图 2：温氏商业本质：规模扩张成本低，后端育肥收益丰厚

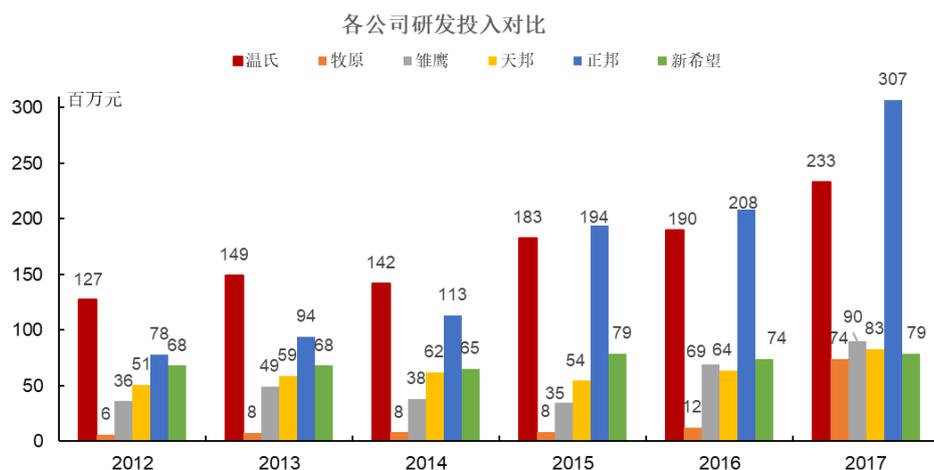


资料来源：Wind、招商证券 注：含各类业务（猪、鸡、牛奶、投资等等）

## 2、温氏将分到的蛋糕投入研发和扩张，如此往复增强优势

温氏的技术在国内较为领先，养猪成本比行业低 1 元/kg 左右。同样，温氏鸡的每羽成本比竞争对手便宜 1 元多/kg。再比如，南方养殖奶牛难度大，一是因为夏天高温，产奶率低，二是草料问题，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，它是一个高科技公司，公司目前每年研发费用高达 2.3 亿元，遥遥领先于行业平均水平。

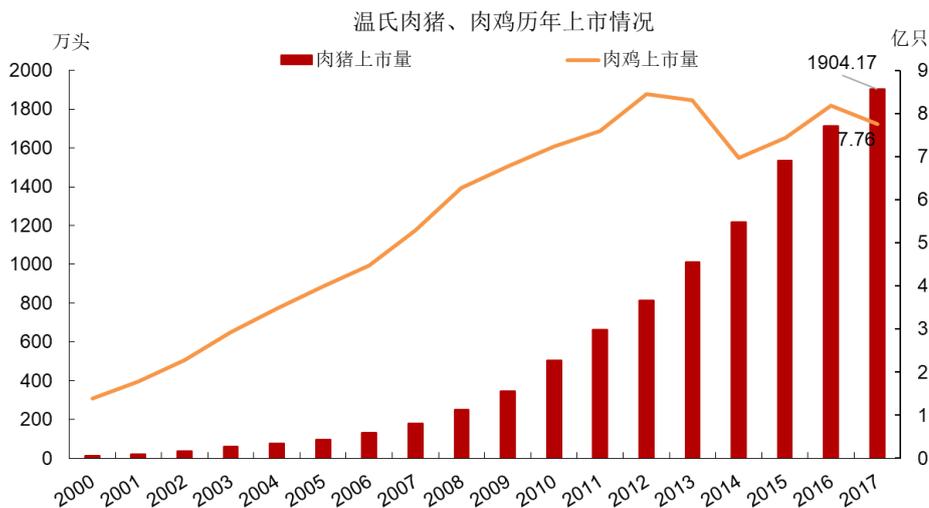
图 3：温氏研发投入遥遥领先于行业平均水平



资料来源：招股说明书、公司年报、招商证券

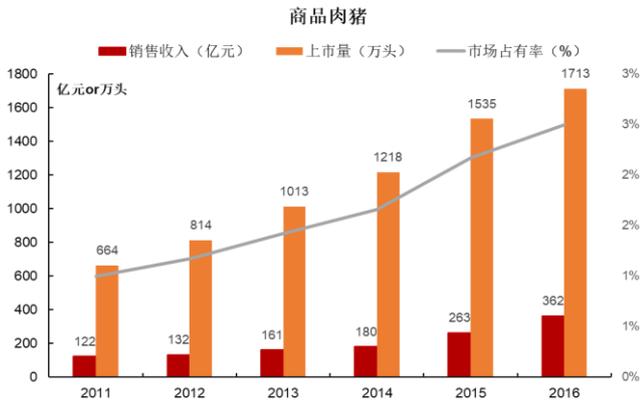
温氏的扩张速度快有两方面原因，一是在农户较多的情况下，轻资产模式受到约束较少，扩张速度较快；二是由于黄鸡业务的扶持，成熟的管理经验、团队、口碑和稳定的现金流使得养猪板块发展迅速。

图 4：温氏肉猪、肉鸡历年上市情况



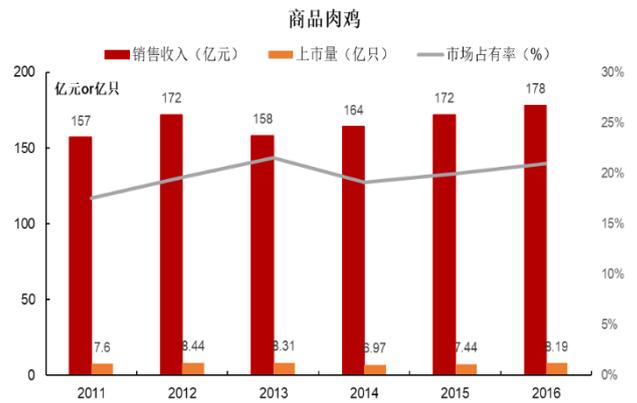
资料来源：公司资料、招商证券

图 5: 温氏商品肉猪近年销售与业务占有率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 温氏商品肉鸡近年销售与业务占有率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

### 3、整合社会资源的能力是温氏成功所在

回溯温氏的发展历史就不难发现，它从一开始就拥有很强的合作发展能力的基因，并在发展历程中不断被强化。

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，最初温氏以股份制的形式成立，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谷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，温北英先生秉着“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。

温氏是国内第一批真正执行“知识具有资本价值的”的企业。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 61587 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%。

## 二、“阴性”的极致：牧原强在全局优化能力和扩张能力

牧原的经营模式为从育种、饲料、种猪、育肥到销售全程一体化生产，各环节均处于公司的严格控制之中，从而使公司在食品安全控制、产品质量控制、疫病防治、规模化经营、生产成本控制等方面，具有显著的特色和优势。同时，随着公司的规模扩张，公司任意一个猪场出现的技术改善，能很快地推广到其他猪场，可迅速降低成本。

### 1、重资产投入换取端到端体系的全局优化能力

牧原撬动年出栏一头猪的产能需要 1100 元左右的固定资产投入，重资产并没有阻碍牧原的发展速度，有了资本的助力，在子公司可快速复制的属性中，牧原反而找到了快速成长的渠道。

#### (1) 2016 年牧原员工定向增发募投 7 个生猪产能扩张项目

合计年生猪产能 207.5 万头，头均投资额约 1085 元/头（预计这个值不含所有的流动资金），平均税后财务内部收益率为 17.68%，回收期约 6.8 年（含两年建设期）。同时项目的建设及实施将提供 1500-2000 个就业机会，能为当地带来较大的社会效益，促进当地的经济的发展。

表 2：牧原员工定向增发募投项目分析

序号	项目名称	投资总额 (万元)	新增产能 (万头)	头均投资总额 (元/头)	税后投资回收期 (含建设期2年) (年)	税后财务内部 收益率 (%)
1	通许牧原第一期52万头生猪产业化项目	61,319	52	1,179	7.14	15.55%
2	商水牧原第一期45万头生猪产业化项目	49,764	45	1,106	6.81	17.39%
3	西华牧原第一期27.5万头生猪产业化项目	30,255	28	1,100	7.07	15.98%
4	太康牧原第一期25万头生猪产业化项目	19,585	25	783	6.15	22.10%
5	阚喜牧原第一期20万头产业化项目	18,100	20	905	6.40	20.11%
6	扶沟牧原第一期20万头生猪产业化项目	20,966	20	1,048	6.84	17.21%
7	正阳牧原第一期18万头产业化项目	25,150	18	1,397	7.18	15.43%
合计/平均		225,138	208	1,085	6.80	17.68%

资料来源：公司公告、招商证券

#### (2) 2017 年牧原非公开发行优先股募投 5 个生猪产能扩张项目

合计年生猪产能 210 万头，合计投资总额 31.16 亿元，其中固定资产投资 24.76 亿元，流动资金投资 6.4 亿元；每头猪（单位）合计投资 1484 元，其中固定资产投资 1179 元，流动资金投资 305 元。项目投资收益率约 23.72%，回收期约 5.5 年。

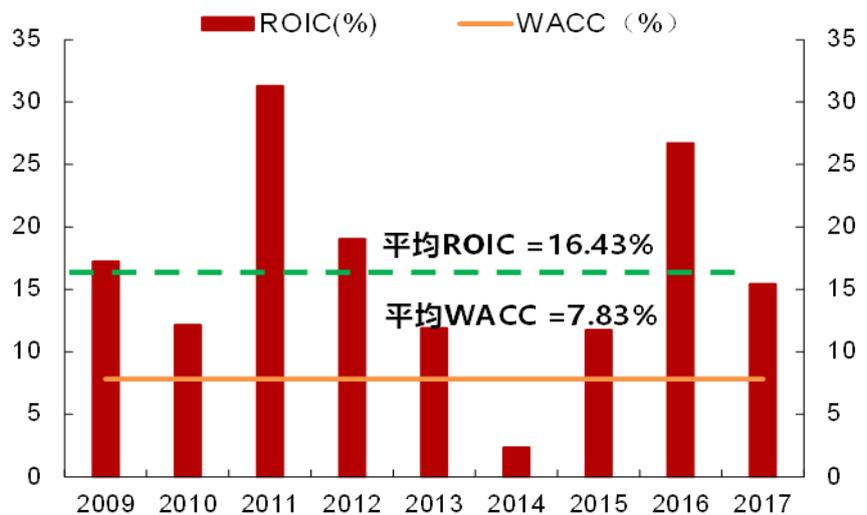
表 3: 牧原 2017 年度非公开发行优先股募投 5 个生猪产能扩张项目

序号	项目名称	新增产能 (万头)	投资总额 (万元)	头均投资总额 (元/头)	固定资产投资 (不含预备费) (万元)	固定资产头均投资 (元/头)	流动资金头均投资额 (元/头)	税后投资回收期 (年)	税后财务内部收益率 (%)
1	内蒙古翁牛特牧原农牧有限公司70万头生猪养殖建设项目	70	100629	1438	87219	1246	192	5.63	22.31%
2	内蒙古开鲁牧原农牧有限公司60万头生猪养殖建设项目	60	80216	1337	64939	1082	255	5.33	26.81%
3	辽宁建平牧原农牧有限公司40万头生猪养殖建设项目	40	64845	1621	48318	1208	413	5.55	22.88%
4	黑龙江兰西牧原农牧有限公司20万头生猪养殖建设项目	20	27190	1360	24026	1201	158	5.52	23.53%
5	吉林农安牧原农牧有限公司年出栏20万头生猪养殖建设项目	20	38745	1937	23090	1154	783	5.60	23.07%
合计/平均		210	311625	1484	247592	1179	305	5.53	23.72%

资料来源: 公司公告、招商证券

其实, 重资产模式并不可怕, 对于上市公司来说, 资金并不匮乏, 更重要的是资本回报率, 回报率高, 重资产就是高行业门槛。但若某重资产行业的 ROIC 低, 那重资产模式会拖垮一家公司。牧原虽然是重资产, 但其成长期的 ROIC 远高于 WACC, 应该加大杠杆抢占市场, 获得更大的销售额。牧原十年平均的 ROIC 约 16%, 融资成本约 6%, 加一定的杠杆既风险可控, 又兼具扩张需要, 公司已发行的优先股将进一步放大杠杆。

图 7: 牧原股份商业本质: ROIC 远高于 WACC

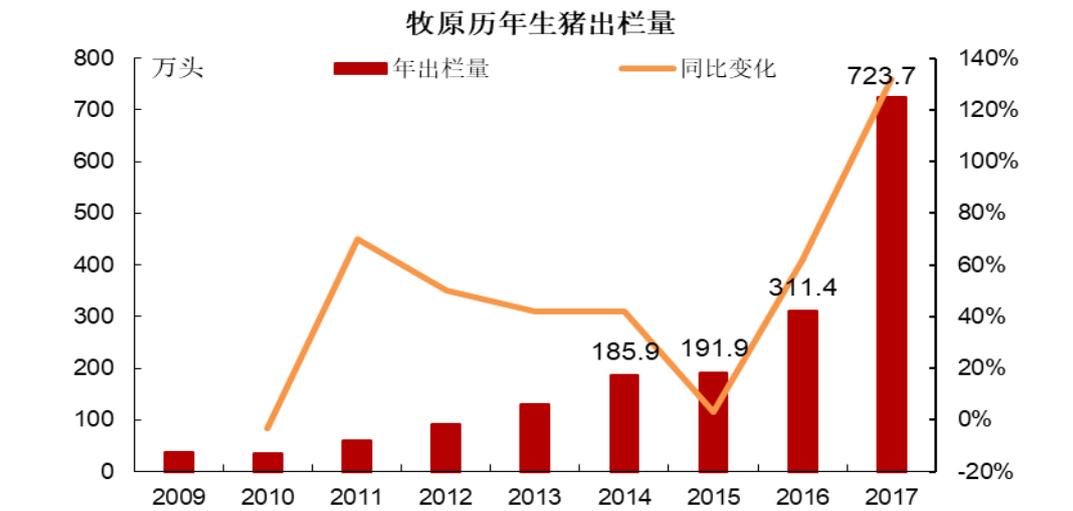


资料来源: wind、招商证券

## 2、牧原的钱投入滚雪球扩张, 上市后强融资能力加速公司成长

上市前的牧原依靠着自身利润滚动发展, 甚至连信用贷款都不多。公司上市后, 首轮融资 7.2 亿元, 随后在 2015 年的定向增发中, 再次融得 10 亿元的资金, 加上 2017 年再次定增募得的 30.5 亿元资金, 以及今年多次发行债券募集的资金, 此前制约牧原发展的资金压力降低了不少。随着各地分子公司的建立与投产, 公司的规模效应开始凸显, 公司正式进入发展加速期, 直接体现为产能的暴增。

图 8: 牧原历年生猪出栏量



资料来源: wind、招商证券

表 4: 牧原上市以来直接融资手段丰富

时间	融资手段	融资金额	发行情况	资金用途
2017年12月	优先股	24.76 亿元	票面金额 100 元	拟用于生猪产能扩张项目
2016年11月	定向增发	30.8 亿元	发行价格 49.69 元 (复权后 24.67 元)	生猪产能扩张项目 (共 207.5 万头); 偿还银行贷款及补充流动资金;
2015年12月	定向增发	10 亿元	发行价格 30.42 元 (复权后 15.03 元)	偿还银行贷款及补充流动资金
2014年1月	新股发行	7.2 亿元	发行价格 24.07 元 (复权后 5.83 元)	年出栏80万头生猪产业化项目
合计		72.76 亿元		

资料来源: 公司公告、招商证券

### 3、专注和工业化体系是牧原的成功所在

在自育自繁自养大规模一体化的经营模式下，牧原将饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等生产环节置于可控状态；并通过规划设计和生产管理，在各环节实现规范化、标准化作业，降低对人的依赖。按照生产计划，做到完全全进全出，同一时间大批量出栏的生猪肉质、重量基本一致。在此基础上，公司在饲养环节大量采用先进、高效率的自动化设备，提高人均产值，为降低单位产品的生产成本、提高综合竞争力奠定了基础。公司的管理和激励也可以更加精细化，有更多维度的数据可以积累，用于技术进步。垂直管理体系是公司保持创新能力、复制能力的基础，这一点非常工业化，甚至强过一些工业企业。公司的猪场建设工程管控精度都极高，不光拥有 80 人的专业设计团队，而且每个猪场用多少个螺丝钉都要一个不差。另外，农业没有税收，生猪养殖市场类似大宗品，销售风险较小，现场刷卡付钱，没有应收账款，这是工业企业难以做到的。

i. 机器优势：“牧原用机器养，而不是用人养。”牧原高机械化高自动化的设备使得人力效率发挥到极致，而传统农业为了节约成本，较多环节还是用人力代替。人力成本未来刚性提高，而机器价格没有上涨，效率可能还能进一步提升，牧原的优势迟早会浮现，一旦出现就会越来越大，养猪的“工农业效率剪刀差”由负转正并扩大是必然的。

**ii.管理优势:** 行业的准入门槛一开始并不高,企业凭借优良的管理能力慢慢提升制造水平、降低制造成本,其护城河就在于管理能力。管理优秀的牧原擅长于协调生产关系,然后反作用于生产力,实现最快的正反馈,从而促进生产效率达到最高。如今,牧原的“阴性”技术和管理水平已经开始彰显绝对优势,未来成本下降的速度较快,而在这种技术更新周期慢的行业里,成本优势不但难以颠覆,还有可能会因产业链长而达到史无前例的巨大。

**iii.规模优势:** 工业化的规模效应比小农经济更强,随着公司的规模扩张,公司任意一个猪场出现的技术改善,能很快地推广到其他猪场,可迅速降低成本。另外,固定资产折旧、管理费、土地租金等要素都是提前一年以上储备的,规模爆发也摊低了成本。

可以说,端到端的工业生产体系给予了牧原更强的全局优化能力,在牧原,养猪已经完全颠覆了传统第一产业的属性,搭上了工业化生产的快车。

图 9: 工业化养殖的特点

<b>工业化、机械化的优势是分工和低成本</b>	分工带来了效率的提升,分段管理使得成本下降空间更大,机械化解决了人力成本的上升问题。
<b>工业化养殖的门槛极高</b>	重资产、高技术要求、高管理要求,钱、人、积累缺一不可。
<b>无税收和销售风险</b>	农业不交税,比其他工业品有25%税收优势。不存在卖不出去,现款现货所以无应收账款。
<b>大行业小公司</b>	养殖业集中度非常低,空间又高达万亿,大行业小公司,一旦某个公司能够快速复制,天花板较高。

资料来源: 招商证券制作

### 三、正面 PK：各有所长、正各取所长

#### 1、目前的真实生产力不相上下，但各有取舍

温氏与牧原现阶段的养殖效率几乎相同，也就是两者养猪创建的蛋糕基本相等，温氏需要与农户共同分蛋糕，牧原无需分蛋糕。

温氏用一定的利润，换取了轻资产高周转率服务性的经营模式，这种模式的资本回报率更高，但扩张速度囿于合作农户的情况，所以温氏的高分红是非常利于股东价值的。

牧原以重资产模式，换取了生产稳定性、全局优化能力、更高的利润率、更低的社会资源依赖性、更强的可复制性，若无分红方面的政策要求，不分红或是最利于股东价值的。

##### (1) 温氏农户的回报率情况

**养殖规模：**温氏合作农户一般可以达到约年出栏 500 头以上的养殖规模，平均可达到 800-1000 头养殖规模。

**建设成本：**按照平均年出栏 1000 头的出栏规模计算，存栏数量约为 400-500 头，固定资产投资约 600-800 元/栏位（一年两茬，即头均 300-400 元），所以出栏 1000 头猪场初始投入大概在 24-40 万。对于这种规模的农户，环保投资并不是太大，只需要一个沼气池和周围自己的菜地消化废水。对于更大规模的合作农户（年出栏 2000 头以上），由于对自动化有更高的要求，建设差不多是 800-1000 元/栏位（一年两茬，头均 400-500 元），其中环保设施投资约占初始投资的 15%。

**流动资金：**温氏流动资金需要较少，家庭中劳动力即可完成饲养劳动，无需结算工资。饲料、动保由温氏提供，需要温氏垫付，但农户交纳了 400 元/头的押金，等到商品猪可以出栏的时候一起结算。

**投资额回收期：**每头猪委托代养费大概 240 元，除去死猪摊销、技术人员费用，最终利润差不多 170 元左右。按照年出栏 1000 头计算，每年利润约 17 万，除去水电等一般开销以及考虑生猪死亡率，大约剩余 13-16 万，约 4 年左右收回固定资产投资成本。

**IRR：**农户 IRR 在 22%-40%之间。

##### (2) 将温氏外包的育肥环节以成本价加回，以此来统一口径对比养殖效率

**育肥阶段折旧：**按五年折旧的话（因农户偏好选择便宜的，便于回本），折旧成本约 600 元/2 茬/5 年/120kg=0.5 元/kg。

**育肥阶段资金成本：**押金 400 元/头，固定资产投入 300 元/头，以 5%的资金成本计算，资金成本为：700 元/头\*5%= 35 元/头，大约 0.32 元/kg，假设负债率为 50%，大约 0.16 元/kg。

**育肥阶段人工成本：**目前打工收入 3500 元/月，衡量夫妻俩一年人力成本为 8.4 万，平摊到 1000 头猪上，人工成本 0.7 元/kg。而代养费一共 2 元/kg，相当于温氏为农户的稀缺性补贴了 0.64 元/kg，这笔钱既可以算作为改善农民生活的贡献，但也可计入为农户的稀缺性所付出的必须成本，取决于好农户到底是富余的还是稀缺的（早年是富余的，如今是稀缺的）。

2016年，温氏不算代养费的成本为10.2元/kg，把育肥阶段的折旧0.5元/kg、资金成本0.16元/kg和育肥阶段人工成本0.7元/kg加回来，温氏利润分配前的养殖成本为11.56元/kg。剔除南北粮价造成的差异0.2-0.3元/kg，**约11.3元/kg，与牧原几乎相等。**

### (3) 延伸思考

其实历史上，温氏的养殖效率更高，创建的总蛋糕比牧原要大一些，即使与农户分完，剩下的蛋糕也能领先于牧原的总蛋糕。但目前来看，两者的总蛋糕已经旗鼓相当，但牧原无需和农户分蛋糕。

## 2、模式各有所长

### (1) 经营模式分析

**生猪养殖产业模式的本质是：钱、人、地、企业家在不同时代的不同组合方式**

生猪产业模式，是土地、资本、劳动力、企业家等生产要素的优化组合形式，“公司+农户”及其衍生形式是典型代表，另一种形式是自繁自养一体化模式。时代不同，生产要素的情况有所改变，前者利用好了闲散的土地和人力，而后者在资本过剩、劳动力成本快速上升的年代，较好地解决了农村劳动力减少和老去、中国土地资源有限的问题，养猪正在从一个劳动力密集型产业走向资金、技术密集型产业。

**我国农业由小农经济起步，但小农经济和现代化农业并不完全冲突**

近代生猪养殖业是可分散利用的，例如育种、配合饲料、人工授精、疫苗等，其实都可以引入家庭生产模式，所以小农经济并不一定与现代农业对立。家庭生产模式既可以当主业，也可以当副业，既可以作为全民所有制、集体所有制的经营层次，也可以作为个体或者产业的层次，所以非常灵活，到今天，家庭生产模式仍然是供给的主体。

**“公司+农户”优点在于较好地实现了城乡分工**

我国生猪生产明显是小生产，大市场的特点，温氏可以很好解决生产与市场脱钩的问题，还可以解决小规模生产与应用科学技术的矛盾，其实是一种形式的“城乡分工”，城市的技术、资金、人才可以有一个渠道很好地作用在农村生产中，在这个系统里大家共享分工的效率提升，减少了外部流通成本，使得整个系统趋于稳定（尤其生产环节）。不光是温氏，几乎所有类似模式的成功都归因于其对生产进行了保护，产销成本核算清楚后确定利润分配比例，注重让利于农，并且双方合作都要有合同约定机制，这真的不是很容易坚持下来的，1998年猪价暴跌，1.7万个龙头企业中有38%毁约。其他年份，也有不少农户私卖、作假、偷猪，无不考验企业的管理能力。

### (2) 扩张节奏对比

**公司+农户的特点是猪价低点快速扩张规模、高点大量获利。**

**优点：**温氏是轻资产模式，为合作农户提供养殖服务，实现将重资产的后端育肥环节委托外包，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。这种模式能够让温氏在高点的时候获得最丰厚的后端育肥收益，而在财务上能够实现低固定资产、高营业收入、高成长、高ROA。

**缺点：**扩张依赖合作养殖户的意愿，对公司的管理能力要求高，没有充足的养殖技术支持会造成双输，尤其是在规模达到一定程度后，管理边际成本越来越高。

**自繁自养一体化模式是滚雪球增长，高点扩张快，低点放慢求稳。**

**优点：**牧原是全产业链端到端一体化生产，子公司可复制性强，分工更细效率更高、更容易控制食品安全、更容易处理污染，资源集约型的工厂化农业属于未来的发展方向。

**缺点：**重资产带来的折旧高、依赖资金的推动、成片的饲养土地少。若成本控制做不到最优，融资渠道不顺畅，恐怕难以超越周期实现真成长。

### （3）生产要素对比

**一体化规模养殖的生产要素还是一片蓝海：**

- 1、**资金。**资本涌入，融资手段变得丰富。
- 2、**土地。**集约式养殖需要的大片土地目前还是蓝海，有能力的企业正在圈地盘。
- 3、**人才。**分工更细，培养饲养员容易，农科类大学生扩招为一体化养殖提供了不少可培育的人才。
- 4、**环保。**方便集中处理，平均成本低，符合国家环保调控大背景（尤其北方旱田更适合）。

**公司+农户制约因素正面临竞争：**

- 1、**资金。**公司走的轻资产路线，扩张所需要的资金较少，目前仍是最主流的方式，但农民自身资金有限、融资手段单一，抗风险能力有限。
- 2、**土地。**农民拿不到新的地，政府更倾向于批给大企业。
- 3、**人才。**大背景是养殖户的减少和老去，养殖也很辛苦，恐后继无人。
- 4、**仔猪。**一些企业的仔猪供应紧缺，需要外购，但价格昂贵，可能会吃掉一部分利润。
- 5、**环保。**农户需要购买环保设备，并分散还田，规模太大的农户就难以找到足够的农田消纳。

## 3、双方正各取所长

### （1）牧原向温氏学习的地方

#### i. 牧原的两点式生产模式与温氏“公司+农户”分布上类似

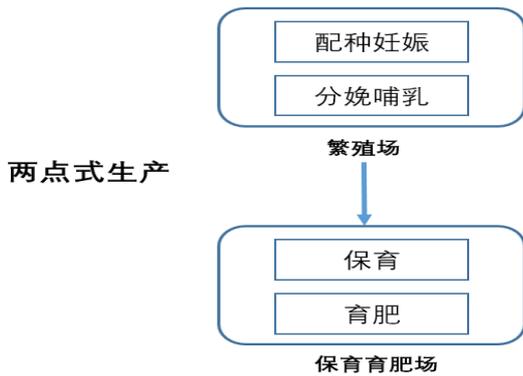
随着规模化猪场逐渐开始普及，各生产场区的分工定位也更加明细化，各种生产模式也更加多样化。例如由传统的“一条龙”生产模式演化而来的两点式、三点式生产模式等，无论是何种模式最终都是为了生产效益的最大化，**两点式可进一步减少疫病**的压力。三点式饲养工艺对场地面积要求高，如果饲养规模较小，采用三点式饲养工艺浪费场地面积，且效率低，体现不出三点式饲养工艺的优势，因此，三点式饲养工艺在我国应用较少。

表 5: 一点式与多点式饲养工艺对比

生产工艺	工艺特点	优点	缺点
一点式	各个阶段都在同一地点进行, 被国内较多采用	集中的养殖地点, 方便管理, 适合规模较小的养殖场	交叉垂直感染的几率较高, 疾病防治难度大
多点式	将猪群进行分阶段的远距离隔离喂养	隔离防疫较好, 能有效提高生猪阶段增重, 节省饲料, 降低淘汰率和死亡率	需要大面积的土地来支撑

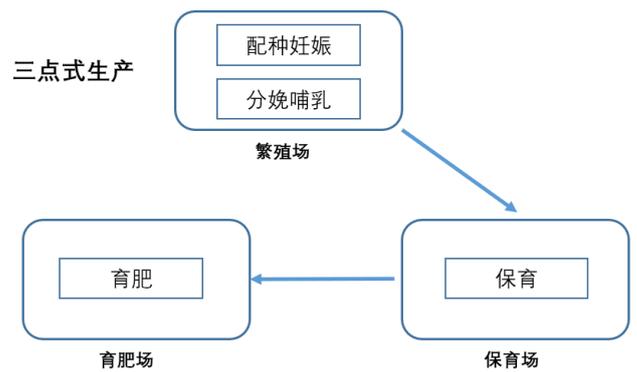
资料来源: CNKI, 招商证券

图 10: 两点式生产工艺示意图



资料来源: CNKI, 招商证券

图 11: 三点式生产工艺示意图



资料来源: CNKI, 招商证券

牧原秉承“养重于防，防重于治，综合防治”的理念，在场区布局方面，实行“大区域、小单元”的布局，采取**两点式的饲养工艺**，以防止疫病的交叉感染和外界病原的侵入；在养殖过程中，采取“早期隔离断奶”、“分胎次饲养”、“一对一转栏”、“全进全出”等生物安全措施，确保公司防疫体系安全、有效。在公司生产经营历史上，从未发生过对公司造成重大损失的疫情，即使是**2014 年全行业爆发的仔猪腹泻对牧原的成本影响也在 0.1 元/kg 以内**。

图 12: 牧原 A 猪场俯瞰图 (两点式分布)



资料来源: 招商证券

图 13: 牧原 B 猪场俯瞰图 (两点式分布)



资料来源: 招商证券

ii. 牧原内部的“公司+场长”与温氏的“公司+农户”的异曲同工之处

牧原做的是内部的“公司+场长”，场长及各个分管总监（营养、兽医、财务、防疫等）依托总部平台的力量，努力将自身猪场的利润提高，以利润为考核指标、精细化考核深入每个员工内心，解决好管理问题，技术适用性的高天花板就完美地显现出来了。养殖

利润在内部分蛋糕，激活了员工的工作责任心（更不可忽视的是牧原的企业文化在这方面的作用）。

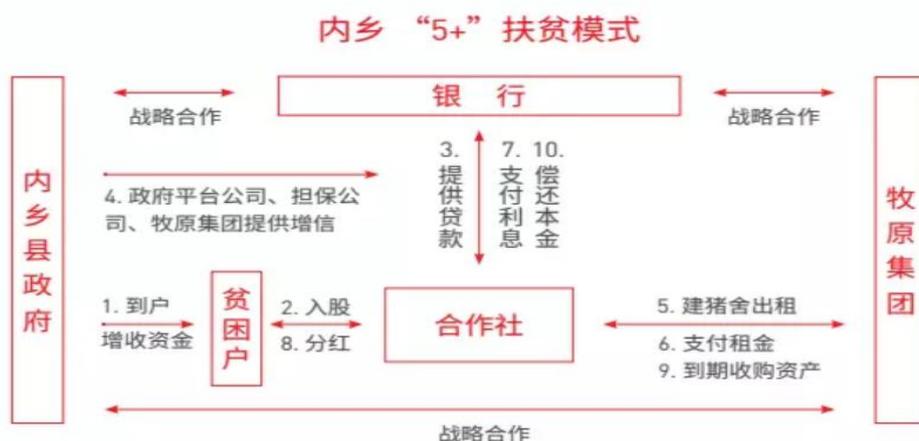
而温氏则是在小农模式上做到了管理能力强。温氏的商业本质是在农村中做到管理能力最强的高科技服务型企业，先做出一块更大的蛋糕，然后与农户一起来分蛋糕。

### iii. 牧原融入社会资源、资金进行重资产投入，实现轻资产化

近年来，牧原集团致力围绕养殖主业做好扶贫大文章，把自己的主业做成最大的扶贫产业，优先选择在国家级、省级贫困县发展养殖扶贫产业，结合地方政府和金融机构，实施推广“政府+银行+龙头企业+合作社+贫困户”的“5+”扶贫模式，让贫困群众共享企业发展成果，让企业扶贫稳扎稳打，行稳致远。

“5+”扶贫模式由政府组织建档立卡贫困户入股成立合作社，政府和牧原担保增信，贫困户向国家开发银行或农信社等金融机构申请扶贫贷款，交由合作社建设猪舍，企业租赁猪舍养猪，并负责最终还本付息，保证建档立卡贫困户**每年获得稳定资产分红3000-3600元，承诺连续收益10年。**

图 14：牧原“5+”扶贫模式



资料来源：公司官网、招商证券

由于这种“5+”扶贫模式实现了多方共赢，迅速在优势企业和有优势资本的地方复制开来。据统计，该模式已推广复制到全国9省25县（区），直接帮扶建档立卡贫困户11万户30万人，已向贫困户分红1.7亿元，其中，河南内乡、社旗、宁陵，安徽颍上等多地已实现首次或多次分红。

日前，国务院扶贫办在内乡调研“5+”扶贫模式时指出，“5+”扶贫模式能够使贫困户以抱团发展的方式，联结到优势企业和优势行业，避免了个人养殖缺乏经验、技术和管理的弊端，规避了风险，是精准扶贫的创新模式。

表 6: 牧原“5+”模式已推广复制到 9 省 25 县, 直接帮扶建档立卡贫困户 11 万户

扶贫地点	签约时间	帮助贫困户(截止9月13日)	子公司名称	子公司成立时间
河南内乡	2016.9.20	13020	南阳牧原	2013年前
河南滑县	2016.9.30	2000	滑县牧原	2014.9.6
河南社旗	-	1875	社旗牧原	2015.7.24
河南正阳	-	1000	正阳牧原	2014.11.22
河南宁陵	2017.9.13	5000	宁陵牧原	2017.2.26
河南上蔡	2017.11.29	10000	上蔡牧原	2017.6.6
河南太康	2017.11.1	-	太康牧原	2015.12.25
河南邓州	-	-	邓州牧原	2013年前
湖北咸丰	2017.6.1	89	-	-
安徽颍上	2017.6.1	10000	颍上牧原	2016.9.9
辽宁建平	2017.10.20	2000	建平牧原	2016.9.8
辽宁义县	-	-	义县牧原	2017.9.11
内蒙古开鲁	2017.8.18	1300	开鲁牧原	2016.7.26
陕西大荔	2017.8.18	1174	大荔牧原	2016.5.3
黑龙江林甸	2017.11.7	4000	林甸牧原	2017.4.17
河南范县	2018.1.21	6000	范县牧原	2017.6.1
山西繁峙	2018.2.6	12000	繁峙牧原	2017.6.1
黑龙江克东	2018.2.27	5270	克东牧原	2017.10.27
商丘睢阳	2018.3.23	556	商丘牧原	2017.6.1
内蒙古翁牛特	2018.3.27	10000	翁牛特牧原	2016.6.22
吉林通榆县	2018.4.10	-	通榆牧原	2017.3.30
河南扶沟县	2018.4.18	3814	扶沟牧原	2014.4.22
安徽颍泉区	2018.6.5	3300	颍泉牧原	2017.6.1
黑龙江龙江县	2018.7.19	-	龙江牧原	2016.8.30
吉林双阳区	2018.7.20	-	双阳牧原	2017.9.5
<b>累计脱贫</b>		<b>11万户30万人(截止2018年7月数据)</b>		

资料来源: 公司官网、招商证券

目前, 在做好“5+”扶贫模式的基础上, 牧原集团正积极探索推进牧原扶贫模式升级版, 即“3+X”的扶贫模式, “3”就是指贫困户在获得猪舍资产出租收益的同时, 还可以获得土地流转收益, 增加贫困户务工和劳务收入, 实现产业“造血”扶贫, “X”就是指带动各项公益事业发展, 助力脱贫攻坚迈向更高更深层次。此外, 牧原也在探索把县级层面的扶贫全覆盖做到市一级层面的扶贫全覆盖, 真正做到牧原大格局扶贫全覆盖, 造福更多的百姓。

## (2) 温氏向牧原学习的方向

### i. 温氏的工业化改造、倍增计划

董事长温志芬承认, “2011 年之后, 随着中国农村劳动力稀缺问题日益突出, 合作农户的数量增长速度放缓了(稳定在 2.2 万户养猪户), 但是我们推出了帮助农民增收增收的“倍增计划”, 使得与我们合作的农场主在不增加劳动力的情况下, 获利保持了快速的增长。”(每年提高 100-200 头, 目前平均为年出栏 1000 头/户)。

要增加农民的收入无非两种途径, 一是公司给农民更多的让利, 二是提高生产效率, 让农民扩大养殖规模, 增加收入。从目前来看, 第一种方式超出了公司所能承受的范围, 第二种方式则切实可行。温氏集团“倍增计划”的核心就是通过提高农户的机械化水平和生产技术, 从而扩大养殖的规模和效率, 最终达到增收的目的。

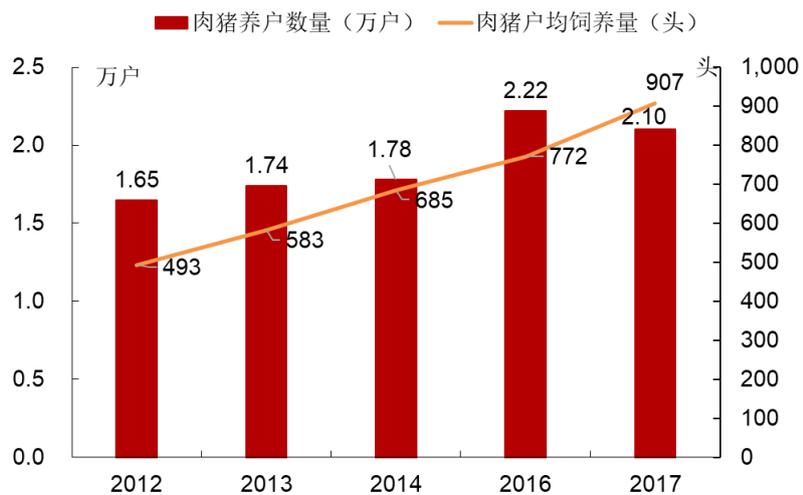
自 2010 年 10 月份以来, 温氏集团投入“倍增计划”专项资金, 通过推进“公司+家庭农场”模式, 建设标准家庭农场。从事适度规模和标准化养殖的合作家庭农场实现了收入的增加和上市肉鸡、肉猪品牌价值的提升, 得到了社会各界与政府的认同和支持。

图 15: 温氏信息化系统愈发全面



资料来源: 公司公告、招商证券

图 16: 温氏肉猪户均饲养量持续增长



资料来源: 招股说明书、公司年报、招商证券

ii. 温氏加强对农户的培训，增强整体效率水平（学习牧原流水线间的管理输出）

由于农户分布范围广，素质水平参差不齐，温氏集团意识到，要使公司的几万个农户养出质量一致的产品，培训工作不可缺少。为此，公司规定，各分公司每年至少要对农户进行两至三次的技术培训，不断提高养殖户的技术管理水平。近几年来，每年至少有几万人次参加这样的培训。在注重养殖技术培训的同时，该公司还注重对农户的企业文化培训，加强对养殖户的法律法规、安全生产、用电用气、交通安全等知识的培训。经过培训，一些农户还成了公司的技术人员或助理技术人员，有些还走上了公司的管理岗位。

此外，温氏还努力推动合作农户向家庭农场方向升级，着力开展养殖场升级改造。通过加强机械化装备和建造新型的栏舍，降低农户的劳动强度，提高养殖效率，提高合作农户养殖收益。第一步是先向农户推广先进的自动化机械设备，如自动喂料系统和半自动清粪机，以提高生产效率。有了先进的养殖设备，温氏又在农户间推广较好的养殖技术，例如，为提高鸡舍使用效率，减少雏鸡养护成本和雏鸡死亡率，公司着力推进分段饲养

模式，从试行效果来看，推广分段饲养模式，养户每年能多饲养 1—2 批鸡，可以提高收益 30%以上。

### iii.新的工业化猪场建设

温氏股份近年来采用了新式自动化养猪模式，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。目前，温氏集团正不断加强技术创新，加快高效工厂化猪场的推广。

作为温氏第一个美式工厂化猪场以及温氏集团在华南地区的示范场，高村猪场具有**占地面积少、设备自动化程度高、劳动效率高、生态环境好**等诸多特点。在生产区，高村猪场按照高效工厂的要求，配套了自动喂料系统、自动温控系统、高压冲洗系统、自动清粪系统、完善的生物安全系统、物联网监控等自动化系统和与完善的环保系统。在猪场生活的猪们，每天的饲量大小与营养搭配都科学制定，每天不同时间段适应的温度自动调控，每头猪的身体状况及健康程度都能及时显现。

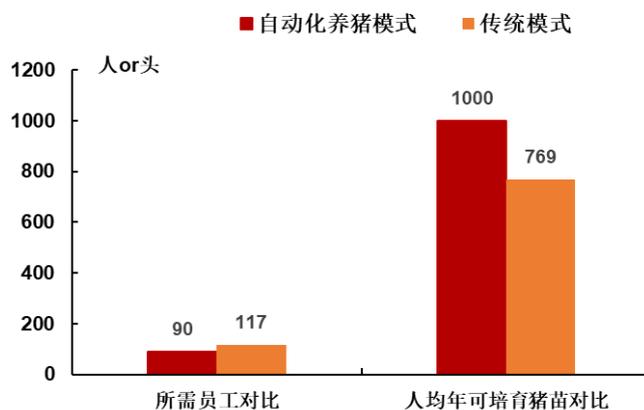
而高村猪场所使用的自动化设备来自温氏股份全资子公司—广东南牧机械设备有限公司（下称南牧公司），拥有世界首条养猪装备全自动化生产线。南牧公司打造的现代化养殖场，配套机械化、自动化、智能化的设备设施，可以让养猪生产效率成倍增加。新的养殖场可养 8 万头猪，而传统猪场最多能养 3.3 万头。以春南分公司年产猪苗 9 万头为例，传统模式需员工 117 人（不含劳务工）、人均年产猪苗 769 头；新模式仅需 90 人、人均年产猪苗 1000 头，员工人数的下降幅度高达 23%，人均年产猪苗量可提高约 30%。

图 17: 温氏某高效工厂化猪场外观图



资料来源：公司官网、招商证券

图 18: 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

## 四、独家提出“三段论”、“技术的阴阳划分”

### 1、整合社会资源是温氏的成功所在，但社会资源的成本显性化是一大挑战

我国生猪生产明显是小生产，大市场的特点，温氏可以很好解决生产与市场脱钩的问题，还可以解决小规模生产与应用科学技术的矛盾，其实是一种形式的“城乡分工”，城市的技术、资金、人才可以有一个渠道很好地作用在农村生产中，在这个系统里大家共享分工的效率提升，减少了外部流通成本，使得整个系统趋于稳定（尤其生产环节）。不光是温氏，几乎所有类似模式的成功都归因于其对生产进行了保护，产销成本核算清楚后确定利润分配比例，注重让利于农，并且双方合作都要有合同约束机制，这真的不是很容易坚持下来的，1998年猪价暴跌，1.7万个龙头企业中有38%毁约。其他年份，也有不少农户私卖、作假。

温氏成功的大背景是利用好了闲散的人工、土地、资金资源。温氏是轻资产模式，为合作农户提供养殖服务，实现将重资产的后端育肥环节委托外包，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。这种模式能够让温氏在高点的时候获得最丰厚的后端育肥收益，而在财务上能够实现低固定资产、高营业收入、高成长、高ROA。

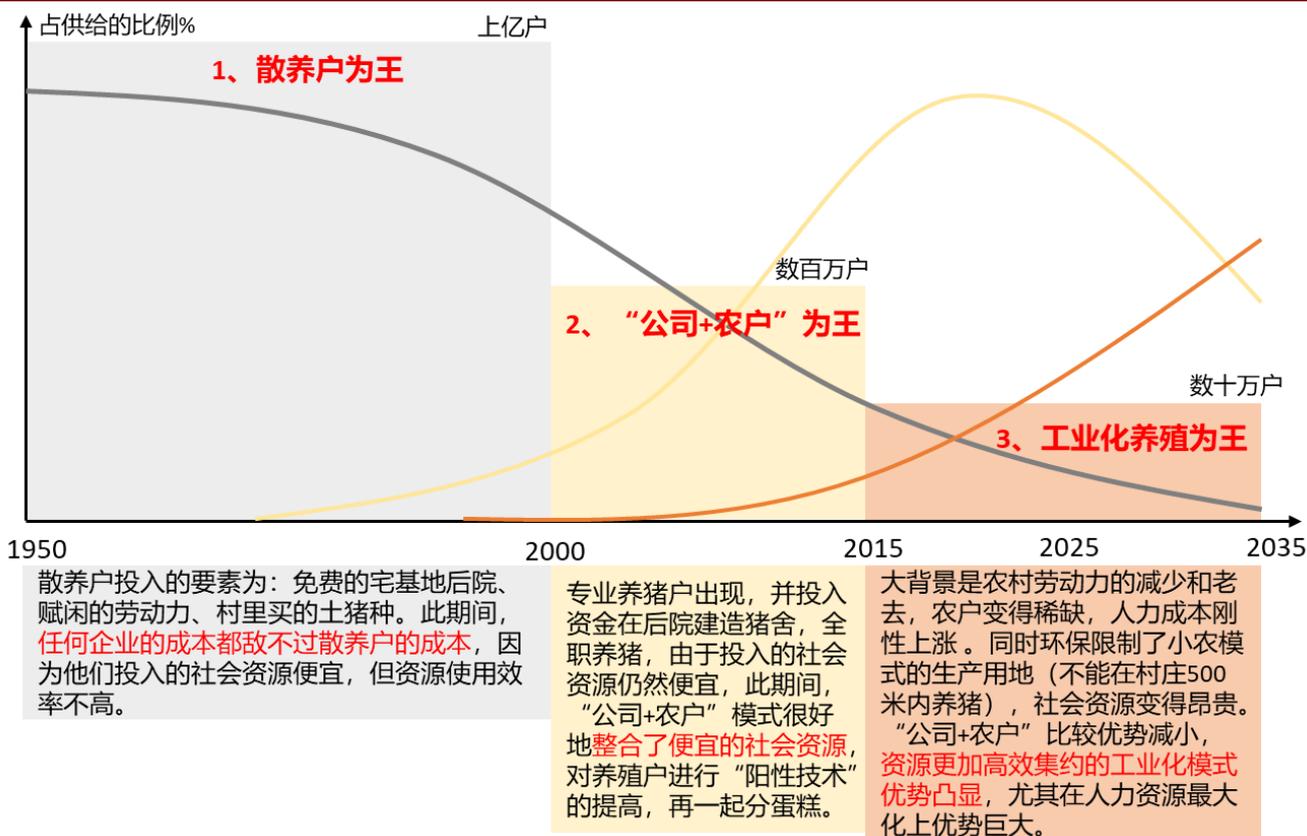
但近十年来，人工成本刚性上涨，社会闲散的人工、土地、资金资源全部都在变得稀缺，多数公司会在诸多方面会面临越来越大的挑战。牧原的思路是以重资产高自动化水平的设备来养猪。早年，由于人工成本低，牧原的成本一直是比温氏要高一截，但如今，形势发生了逆转，资本过剩、劳动力成本快速上升，牧原较好地解决了农村劳动力减少和老去、中国土地资源有限的问题。简单来说，人工成本一直在涨，但头均投入的固定资产的折旧几乎没有涨，那么牧原的比较优势便慢慢浮现出来了。

### 2、行业发展“三段论”

我们将养猪行业的发展历程分为三段：第一阶段比的是生产要素的廉价性，所以企业无法匹敌散养户；第二阶段比的是阳性技术及整合社会资源的能力，温氏属于佼佼者；第三阶段，比的是阴性技术、管理能力和资源的集约效率，牧原属于引领者。

不同阶段，企业发展方向的选择决定了其投资回报率的高低，温氏把投资回报率最高的“公司是+农户”做到了极致，实现了率先崛起。牧原端到端一体化模式虽然资本回报率没有温氏高，但好处在于扩张瓶颈少、稳定性高，资源集约效率高，在社会资源成本的刚性上涨背景下，优势就凸显出来了。

图 19: 行业发展“三段论”



资料来源：招商证券制作

### 3、投资建议

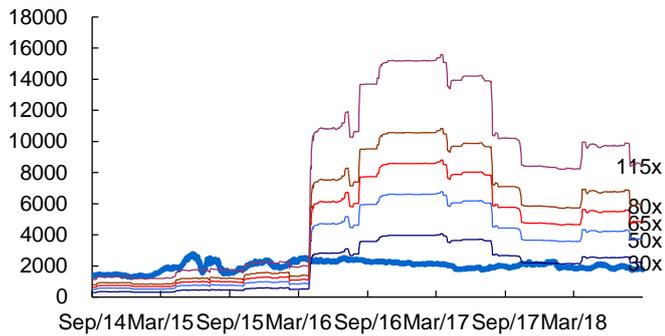
**强烈推荐生猪养殖板块，建议淡化猪价上下波动，重视产业逻辑。**

我们认为养猪中的不确定性分为两种，经营性不确定性和结构性不确定性。前者不影响企业竞争格局，例如天要下雨、对手普通竞品推出、猪价波动；后者是指时代变了，会对竞争格局产生重大影响，而多数企业可能不太自觉。例如柯达错把数码时代的结构性变革当作经营性不确定性，再例如诺基亚未能对苹果足够重视，直到 iPhone 推出就再也无力回天。在人力成本刚性上涨、养殖业主体落后的大背景下，养猪的工业化趋势正是一种结构性不确定性带来的机会。

企业的目标是洞察和区分这两种不确定性，并依此来调整战略规划；我们投资者是要寻找结构性不确定性带来的巨大的时代性机会，如果经营性不确定性恰好提供了低估值就再完美不过了。

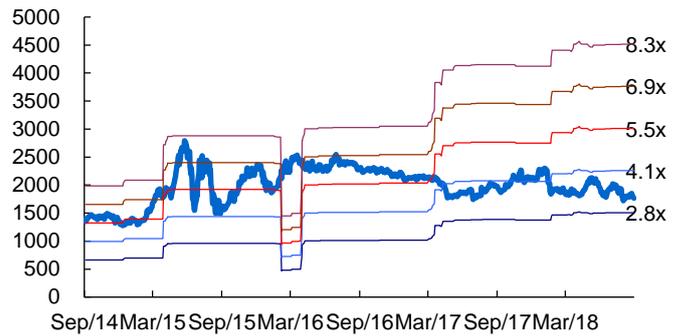
猪价虽具有不确定性，但波动的范围和均值在相当的范围内是具有可预见性的，属于经营性不确定性；工业化养猪的趋势则是结构性不确定性下的正确转型方向，不少上市公司会因此增厚市值，我们强烈推荐其中扩张得又快又好的公司，在这种卓越的成长性下，其结构性变革的机会远胜经营性不确定性带来的小波动，强烈推荐生猪养殖板块。

图 20: 畜禽养殖行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 21: 畜禽养殖行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 风险提示

生猪价格波动, 突发大规模不可控疫病, 重大食品安全事件, 宏观经济系统性风险, 极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价。

**非洲猪瘟持续爆发并影响流通:** 8 月至今, 我国已连续发生十几起非洲猪瘟疫情, 疫病传播在边际上仍处于扩散的时间段, 不确定性尚未趋弱, 生猪流通受到较大影响。短期内部分企业利润可能会受影响, 疫病影响减弱后将重回增长通道, 中长期核心逻辑不改。

**生猪价格波动:** 2006 年以来生猪养殖行业经历了两次完整的猪周期, 其最低点皆跌破企业成本线。目前行业正处于第三个猪周期右侧, 若生猪价格长期跌破企业成本线, 将会对企业现金流和正常运营造成巨大影响, 严重可导致企业破产。

**突发大规模不可控疫病:** 生物疫病防疫永远是养殖企业工作的重点, 一旦企业遭遇大规模不可控疾病, 将会使企业生物性资产蒙受巨大损失, 对企业可持续经营造成巨大影响, 严重可导致企业破产。

**重大食品安全事件:** 和生物疫病一样, 食品安全是企业质量把控的重中之重, 一旦出现食品安全事件, 特别是经过媒体曝光放大, 将会对企业信誉严重影响, 动摇企业生存基石。严重者如三鹿集团, 不仅企业负责人遭刑事拘留, 企业资产更是被兼并收购。

**宏观经济系统性风险:** 宏观经济系统性风险将会在供需两端对企业造成影响, 特别是需求端的萎靡将直接导致企业倒闭潮。

**极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价:** 生猪养殖成本中, 饲料占比 70%, 玉米、豆粕、小麦等是饲料的主要构成, 若极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价将大大增加企业养殖成本, 如果这种成本不能顺畅传导至下游, 将导致企业业绩下滑, 甚至危及企业日常经营。

### 参考报告:

- 1、《牧原股份(002714.sz)深度报告-养猪颠覆者, 工业化先锋》2018-03-19, 本文深度论证了牧原出栏量快速增长的可持续性及其确定性, 内设两条主线, 一是通过与 2004-2007 年的苏宁进行对比, 展现工厂化养殖龙头迅速扩张的魅力; 二是从产业发展

的角度，深度剖析了牧原护城河的来源和走向。我们认为，在行业空间、产业趋势、公司战略推进等方面，牧原都具有较好的确定性，我们预计 2018/19 年公司出栏生猪 1200/1800 万头（仔猪比例约 10%），给予“强烈推荐-A”评级。<http://suo.im/150ep6>

2、《牧原股份（002714.sz）-智能造猪，数字牧原》2018-03-18，本文系统的思考了生猪养殖行业的未来发展情景和行业当前所处阶段，我们认为未来智能养猪将是大势所趋，其本质是不断减轻人的劳动强度，提高劳动效率。当前我国生猪养殖行业正处于工业化黄金十年发展期，1000 头 or 5 万头以上养殖场为最佳规模。<http://suo.im/2EEUAM>

3、《猪！猪！猪！生猪养殖业图谱》2018-07-29，过去两年，我们团队一直以生猪养殖板块的研究为工作重点，进行了大量访谈和调研，翻阅资料不下数百万字，猪！猪！猪！生猪养殖系列报告已经更新至 14 期，龙头公司深度报告达数十篇，对整个行业进行了系统性的梳理，我们独家提出：“未来十年，是养猪行业的金猪十年，是工业化转型期的黄金十年”。我们举办的《金猪十年系列论坛》也取得了广泛关注，借此机会，我们将目前的研究成果输出为一份完善的行业图谱，以供参考。<http://suo.im/5mEEoe>

4、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十四-猪价低迷期下的众生相，强烈推荐底部龙头》2018-05-13，猪周期本质是利润率周期，通过价格的峰谷交替淘汰产业落后产能，完成强者对弱者的优胜劣汰，实现行业自我升级。在这个过程中，拥有丰富融资渠道，显著成本优势，深谙周期之道的龙头将穿越一轮又一轮周期并持续成长。目前本轮猪周期已经步入深度亏损阶段，产业链上下游出现了显著变化，我们认为所有主体都在进行相机抉择，所以周期的本质不会改变，本文将为您详细解读。<http://suo.im/4P0mYW>

5、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十三-能繁母猪为何一降再降？》2017-09-25，本文提出“1 个基础+2 个驱动力+1 个对冲因素”的分析框架，详细地分析了为何能繁母猪一降再降？各项有争议的数据未来走向如何？猪价大概率的运行方向是什么？数据翔实，追求客观。<http://t.cn/ROVEe9w>

6、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十二-再谈环保紧箍咒》2017-09-19，9 月 15 日，第四批环保督查组进驻工作完成，但我们认为环保紧箍咒并未就此结束，而是会层层推进，该切的还是要切，环境数据提升了变好了，工作才胜利了一半，而对于旧产业的改造升级才是持久战。<https://0x9.me/8drg2>

7、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十一-一体化养殖为何崛起？》2017-08-23，一体化养殖为何发展如此迅速？本文从“国情、背景及行业未来发展”；“为什么万头出栏以上的聚落式养殖场发展如此迅速”；“环保是一体化企业的神助攻”；“怎么看待多卖仔猪”四个方面论述一体化养殖。得出一体化模式发展迅速的原因：生产关系决定生产力。<http://suo.im/3mFpRS>

8、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十-巴菲特怎么看待我国养猪业蕴含的良机》2017-08-13，谈到巴菲特，人们总会想到他的投资箴言——“买你看得懂的公司”。本文从巴菲特股东大会中选取了几个关键结论，由此出发揣摩如果巴菲特来看中国的养猪

业会是怎样的结论，文章的最后附上巴菲特投资周期股大赚七倍的故事。  
<http://suo.im/30G5UZ>

9、《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。<https://0x9.me/OY0gQ>

10、《猪！猪！猪！系列报告全集-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。

## 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。

**朱卫华：**招商证券研发中心董事总经理。清华大学学士，中国科学技术大学硕士。以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，朱卫华/董广阳/杨勇胜团队连续获得 2005-2017 年度《新财富》食品饮料行业上榜分析师排名，其中六年第一；2005 年获得《新财富》农林牧渔行业第三名，2006 年度第五名，《证券市场周刊》卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业 2010 年度第五名。

**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农林牧渔小组。以产业分析见长，全方位深度剖析生猪养殖业，独家提出“工业化养猪黄金十年”，并从中挖掘出工厂化养殖典型代表公司的投资性机会。

**陈晗：**四川大学公司金融硕士，四川大学应用化学学士，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。