

温氏股份(300498.SZ)

深度解读温氏的成功：

全产业链生态体系，成就中国农业霸主

 评级：**买入**

 前次：**买入**

目标价(元)：

50.8

分析师

分析师

陈奇

谢刚

S0740514070005

S0740510120005

021-20315189

xiegang@r.qlzq.com.cn

chenqi@r.qlzq.com.cn

联系人：陈露

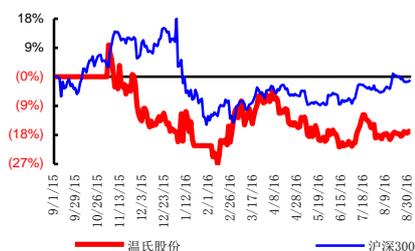
2016年09月05日

chenlu@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,350
流通股本(百万股)	310
市价(元)	37.9
市值(百万元)	164,876
流通市值(百万元)	11,731

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	38,723.0	48,237.3	62,204.4	67,786.2	75,941.0
营业收入增速	10.05%	24.57%	28.95%	8.97%	12.03%
净利润增长率	386.25%	130.77%	141.79%	-1.78%	1.80%
摊薄每股收益(元)	0.84	1.71	3.45	3.39	3.45
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	26.72	11.09	11.29	11.09
PEG	0.00	0.20	0.08	—	6.16
每股净资产(元)	4.71	6.14	8.05	10.94	14.39
每现金流量	1.46	2.57	3.90	4.09	4.25
净资产收益率	17.90%	27.87%	42.82%	30.96%	23.97%
市净率	0.00	7.45	4.75	3.50	2.66
总股本(百万股)	3,190.00	3,625.25	4,350.30	4,350.30	4,350.30

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 题外音：**很多人感叹温氏的成功，也很多人总结背后的原因。市场关于温氏的解读大多停留在“公司+农户”模式、产业链经营一体化、员工持股等方面，我们在温氏上市之前的深度研究报告里，深入剖析了温氏的两大秘诀，一是“公司+农户”模式的分工经营，二是智慧农业的信息化建设优势。在深入温氏配套体系的本次调研后，再次解读温氏的成功之路，才发现市场对“公司+农户”模式高复制性的担忧仅仅是简单表面的理解，而温氏模式的成功和可复制性的背后是不可复制的强大配套支持体系。公司管理层前瞻性的布局，保障了公司的可持续性发展，这也是我们本次再读温氏的重点。
- 温氏集团是全国最大的肉猪、肉鸡养殖企业，高效产业化模式成就公司行业霸主地位。**公司首创“公司+农户”模式，在发展摸索中将此模式从肉鸡养殖复制到生猪等多板块养殖，区域复制性强；公司建立了包括饲料生产、种鸡及种猪繁育、商品肉鸡及肉猪养殖销售、疫病防治和技术研发一体化的经营模式，将产业链上下游各环节高效衔接，实现综合效益；同时，公司的全员持股制充分调动员工创业积极性，合作与共享的企业文化深入温氏经营管理的每个环节。
- 再次解读温氏模式的成功，五大方面优势显著：**
 - 三层研发体系，产学研一体保持技术领先地位。**公司是国内最早一批实践产学研的农牧企业，集团、事业部、区域单位三级研发体系保障了公司各方面的研发保持行业领先，且深入产业，具备较高的商业价值和快速的成果转化效率。
 - 技术研究全面覆盖，育种水平全国一流。**公司掌握了畜禽育种、饲料营养、疫病防治等方面的关键核心技术，在种猪选择和繁育上标准与国外一致，注重最终的生产效率、生产性能和成本。

- **信息化管理不断升级，高效支撑业务扩张。**公司建立了一套完整的覆盖产业链的信息系统，与业务流程高度融合，数据和生产销售经营情况实时反映，同时将企业和下属单位纳入信息管理体系，还涵盖了合作农户等巨大的数据量，实现运作高效化、产业智能化。公司近年更是在原有信息管理系统上升级改造，建设物联网实现养殖系统智能化，各设备联合网络高效化。
- **环保治理走前列。**公司很早就开始布局环保治理，高度重视，适应行业变革方向和发展趋势，在此轮环保清理中，公司的种猪场基本没有受到影响。
- **机械化设备业内一流，业务增长快速。**集团下属南牧机械负责温氏猪场的建设，公司设备特殊的冷弯薄壁钢结构具备经久耐用、易装拆等特点，业务覆盖全国 20 多个省市自治区，业绩翻倍式增长，今年大约已有 10 个亿订单，其中外销比例达 20%。
- 温氏与其他养殖企业的不同之处在于，公司经营稳健，受周期波动影响相对弱化，加上公司一贯的高分红机制，适用于长期成长性逻辑和价值投资者长期持有。公司行业龙头地位和竞争优势显著，养殖巨母配套体系研发、育种、信息化、环保、机械等多方面建设稳步推进，个别业务板块（环保、机械）有望在行业变革中爆发式增长贡献超额收益。
- **我们继续看好公司的持续扩张能力和精细化管理水平带来的成本优势，公司卓越的前瞻性眼光，对于行业变化趋势把握精准，布局提前。**2016 年按商品猪 1750 万头销售量和 750-800 元/头盈利，以及商品鸡 7.95 亿只和单羽盈利 1.8 元测算，全年业绩约 150 亿元。我们预计 2016 年、2017 年和 2018 年公司业绩为 150.04 亿元、147.37 亿元和 150.02 亿元，EPS 分别为 3.45 元、3.39 元和 3.45 元，公司股息率分红高，成长稳健，给予目标价 50.8 元/股，维持“买入”评级。

内容目录

温氏股份—畜禽养殖业的“航空母舰”	- 5 -
三十余载精诚发展，称霸国内畜禽养殖业	- 5 -
吸收合并大华农，实现“农业航母”整体上市	- 7 -
高效产业化模式成就公司行业霸主地位	- 7 -
“公司+农户”模式实现轻资产、低成本快速扩张	- 7 -
产业链一体化助公司自成体系，协同效应淋漓尽致	- 8 -
全员持股，上下一心，打造特殊温氏文化	- 9 -
再读温氏模式：卓越眼光布局配套体系，龙头地位难撼动	- 10 -
三层研发体系，产学研成果转化效率高	- 10 -
技术体系先进完善，育种技术全国领先	- 11 -
升级信息化管理，精细而高效的支撑业务扩张	- 14 -
环保治理走在前列，从容应对行业变革	- 17 -
机械化设备业内一流，提供最匹配的场地建设	- 19 -
盈利预测与投资建议	- 22 -
风险提示	- 23 -

图表目录

图表 1：温氏集团分、子公司分布图	- 5 -
图表 2：生猪养殖和生鸡养殖为主要营收来源	- 5 -
图表 3：公司销售收入持续高速增长	- 5 -
图表 4：公司商品猪销售（万头）规模行业第一	- 6 -
图表 5：公司商品鸡销量（吨）规模行业第一	- 6 -
图表 6：公司肉猪规划（万头）	- 7 -
图表 7：公司肉鸡规划（万只）	- 7 -
图表 8：公司肉鸡上市量增长变化	- 8 -
图表 9：公司肉猪上市量增长变化	- 8 -
图表 10：公司 15 年合作农户数量恢复上升	- 8 -
图表 11：合作农户（家庭农场）效益增长明显	- 8 -
图表 12：“公司+农户”模式与自繁自养模式对比	- 8 -
图表 13：温氏全产业链解析图	- 9 -
图表 14：公司股权集中在管理层和员工手里	- 10 -
图表 15：温氏集团的三层研发体系	- 10 -
图表 16：温氏集团成立事业部后的组织架构图	- 11 -
图表 17：公司研发体系由五大板块构成	- 12 -
图表 18：公司研发投入结构	- 12 -

图表 19: 温氏养猪育种体系架构.....	- 12 -
图表 20: 温氏养鸡育种体系架构.....	- 12 -
图表 21: 公司肉猪养殖多项指标领先.....	- 13 -
图表 22: 温氏肉猪 3000 万头出栏量计划的繁育体系架构.....	- 13 -
图表 23: 公司信息中心发展历程.....	- 14 -
图表 24: 公司的信息化管理体系.....	- 15 -
图表 25: 公司智能化的环境控制和流程操作.....	- 16 -
图表 26: 实时监控现场, 高效处理问题.....	- 16 -
图表 27: 视频全天候实时监控	- 16 -
图表 28: 生产数据精细化分析	- 16 -
图表 29: “互联网+”农户 (家庭农产) 服务.....	- 17 -
图表 30: 物联网体系的优势	- 17 -
图表 31: 环保费用支出 (亿元)	- 17 -
图表 32: 公司的环保管理三个方面	- 17 -
图表 33: 公司在种畜场和家庭农场上的环保处理方式.....	- 18 -
图表 34: 种猪场粪便环保处理流程.....	- 18 -
图表 35: 种猪场污水环保处理流程.....	- 19 -
图表 36: 南牧销售收入高速增长.....	- 20 -
图表 37: 南牧机械的冷弯薄壁钢结构产品	- 20 -
图表 38: 自动喂料系统	- 20 -
图表 39: 笼养鸡设备.....	- 20 -
图表 40: 高效化猪场的生产工艺流程.....	- 21 -
图表 41: 温氏股份养殖猪业预测表	- 22 -
图表 42: 温氏股份三大报表预测.....	- 23 -

温氏股份—畜禽养殖业的“航空母舰”

三十余载精诚发展，称霸国内畜禽养殖业

- 公司自 1983 年由原董事长温北英创立新兴县簕竹畜牧联营公司以来，经过 30 余年的快速发展，已经成为一家以畜禽养殖业为主、跨地区发展的现代大型畜牧企业集团。公司以养猪、养鸡为主业，辅以养鸭、养牛、蛋鸡、养羊、养鸽、养鱼等其他养殖业，并将现代农牧装备、动物保健品生产、食品加工、金融投资等作为主业的配套业务，产业链规模堪称农业版图中的“航母”。目前公司已在全国 23 个省、直辖市或自治区拥有 210 多家分、子公司，合作农户数达 5.52 万户。

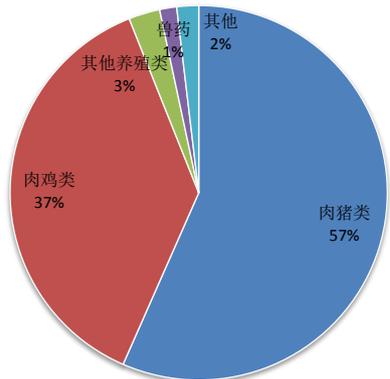
图表 1：温氏集团分、子公司分布图



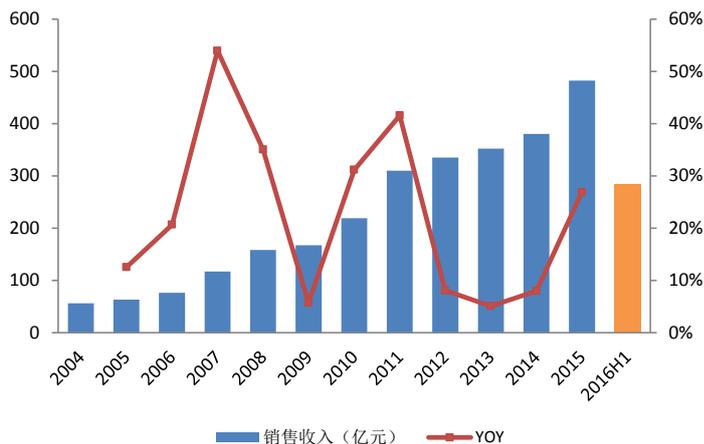
来源：公司网站，中泰证券研究所

图表 2：生猪养殖和生鸡养殖为主要营收来源

图表 3：公司销售收入持续高速增长



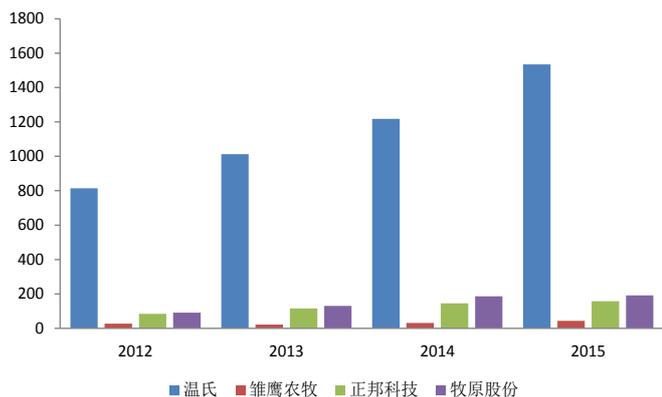
来源：公司年报，中泰证券研究所



来源：公司年报，中泰证券研究所

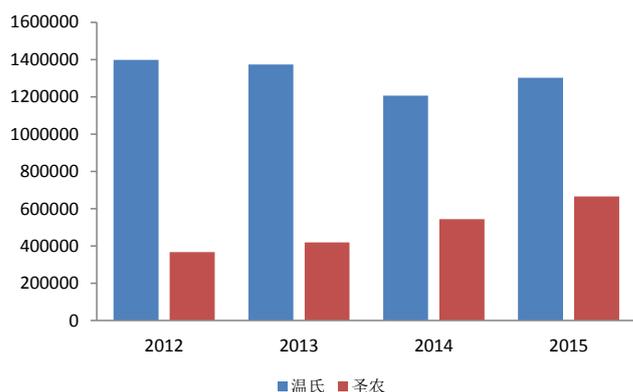
- 公司 2015 年已具备 13.56 亿只商品鸡和 1690.93 万头商品猪的产能。肉猪规模全国最大，世界排名第二；肉鸡规模全国最大，世界排名第五，黄羽肉鸡规模世界排名第一。
 - 2015 年上市肉猪 1535.06 万头，营收 272.87 亿元，占主要营收 56.57%，相当于牧原股份年销量的 8 倍、正邦科技年销量的 10 倍、雏鹰农牧年销量的 30 几倍。同时，公司 2015 年新增 4 个养猪一体化项目，新开工 29 个猪场项目，达产后可新增产能 300 多万头，进一步加强肉猪养殖实力。
 - 2015 年销售肉鸡 7.44 亿只，营收 180.49 亿元，占主要营收 37.42%。公司拥有一体化样机公司 66 家，101 个肉鸡养殖生产基地，拥有六大系列上百品种合计 1470 万套种鸡，年生产和孵化鸡苗 10 亿只。

图表 4：公司商品猪销售（万头）规模行业第一



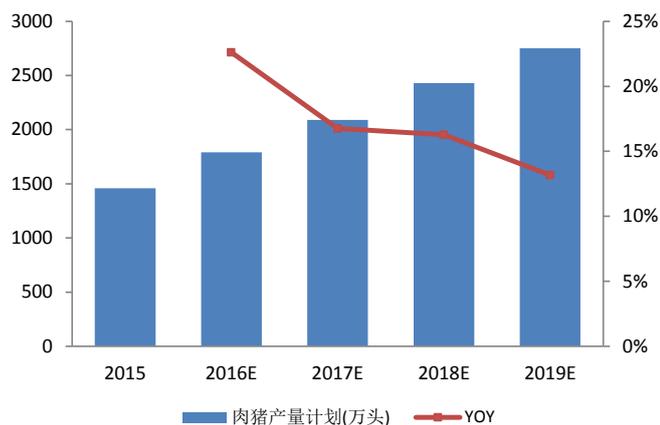
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：公司商品鸡销量（吨）规模行业第一

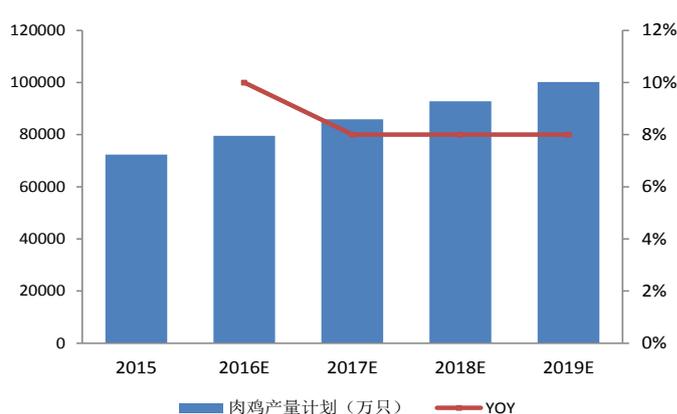


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司以实现千亿企业，打造百年温氏作为长远目标，以畜牧业为主业，不断完善配套产业，根据公司的第四个五年计划，**到 2019 年，公司计划上市肉猪 2750 万头以上、肉鸡 10 亿只以上，持续保持 20%左右的速度增长。**

图表 6：公司肉猪规划（万头）


来源：中泰证券研究所

图表 7：公司肉鸡规划（万只）


来源：中泰证券研究所

吸收合并大华农，实现“农业航母”整体上市

- **2015 年通过换股方式吸收合并大华农，实现集团整体上市。**公司以换股方式吸收合并大华农，承接大华农的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。公司在深交所创业板上市流通，成为 A 股最大的畜禽养殖标的。
- **2016 年上半年，温氏在养殖高景气周期里再度创造出耀眼成绩，实现营业收入 283 亿元，同比增长 39.95%，实现归母净利润 72.26 亿元，同比增长 330.12%，并拟以总股本数为基数每 10 股派发现金股利 5 元，成为农牧板块里高股息率的代表企业之一。**

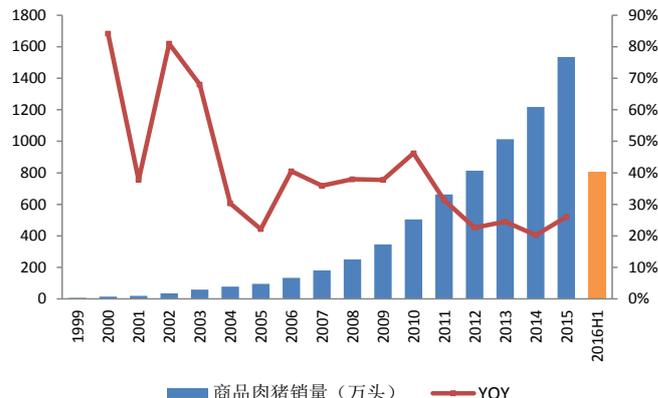
高效产业化模式成就公司行业霸主地位

“公司+农户”模式实现轻资产、低成本快速扩张

- **温氏集团是我国行业内最早摸索紧密型“公司+农户”模式的公司，并且依照此模式在 30 年来发展迅速。**同时，在 1997 年公司将此模式从肉鸡养殖复制到生猪养殖，2004 年复制到肉鸭养殖，地区则从广东地区复制到华南其他省市以及华东、华中、西南、华北、东北、西北等地区，遍及全国 20 多个省（直辖市和自治区）。
- **“公司+农户”模式优势明显。**一方面，“公司+农户”模式不需要大量的土地和资金，更容易做到迅速规模化，比起散户养殖，该模式在成本控制、养殖效率和疫情控制等方面占据优势；另一方面，“公司+农户”模式采用的是小猪场分散养殖的形式，相较于工厂自繁自养模式的大规模群养，在发生疫情是能够小范围控制，更有保障性。同时，为保障合作农户的正常收入，公司会根据市场经营状况适当调整委托养殖费用，主动承担部分市场风险。通过分工合作和优势互补，实现资源的优化配置和企业的高效运转。

图表 8：公司肉鸡上市量增长变化

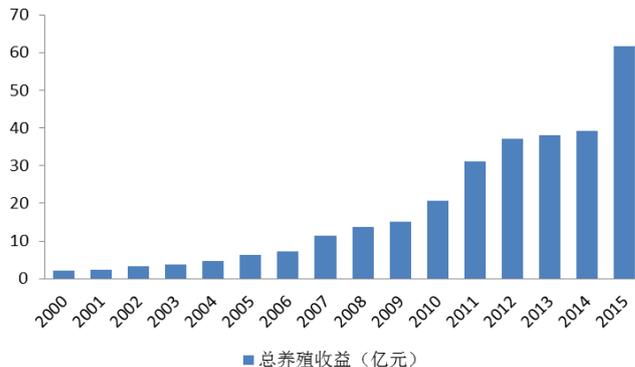

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 9：公司肉猪上市量增长变化


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 10：公司 15 年合作农户数量恢复上升


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 11：合作农户（家庭农场）效益增长明显


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 12：“公司+农户”模式与自繁自养模式对比

指标	温氏“公司+农户”	工厂化自养	散户养殖
成本	统一购买原材料加工生产，成本低	统一采购原材料，自繁自育自养，成本低	需要购买仔猪、饲料、疫苗，成本高100-150元/头
效率	农户多产多得，农户养殖积极性高，封闭管理有效杜绝农户欺诈行为	制度安排有效地发挥员工积极性	养殖积极性高，但是农户一般养殖水平技术低，养殖效率不高
疫病	公司指导防疫，小猪场分散养殖降低了疫情风险	依赖技术防疫，一旦疫情发生，可能导致整体毁损发生	技术水平低，难以有效防止疫病
养殖风险	系统性风险公司承担	公司承担	100%农户承担
产品安全	统一供料供种，防止滥用抗生素、瘦肉精行为发生	公司对养殖场完全控制，食品安全体系可测、可控、有效	难以控制抗生素、瘦肉精及有害饲料的滥用
扩张前景	不需要大量土地和资金，容易扩张	采用现代化养殖设备，生产效率高，但资金需求大，规模扩大较慢	资金和人手有限，难以规模化

来源：中泰证券研究所

产业链一体化助公司自成体系，协同效应淋漓尽致

- 公司已经建立了包括饲料生产、种鸡及种猪繁育、商品肉鸡及肉猪养殖销售、疫病防治和技术研发一体化的经营模式，以肉鸡、生猪业务为核心，产业链不断延伸和完善。

- 公司的一体化经营管理模式，将产业链上下游各环节的高效衔接起来，不仅降低了中间交易的成本，享受规模效应带来的平均成本优势，而且在内部形成有效的自主监督机制，实现了产业链流程管理的大配套，享受各环节的协同效应带来的综合成本降低。

图表 13：温氏全产业链解析图



来源：中泰证券研究所

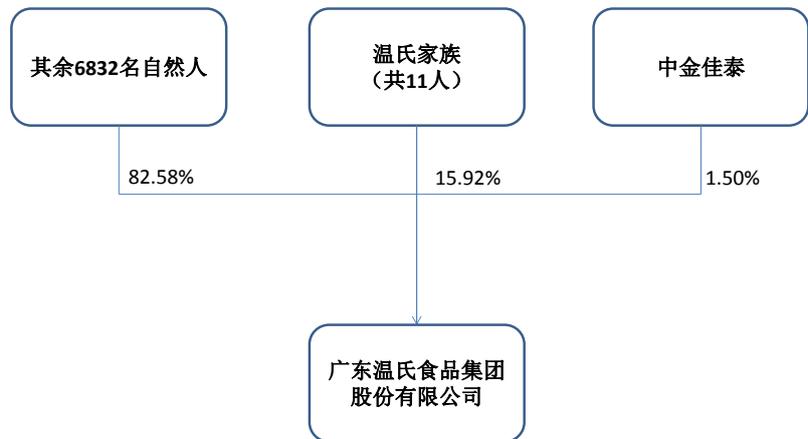
全员持股，上下一心，打造特殊温氏文化

温氏精神——精诚合作，各尽所能。用科学，办实事，争进步，求效益，文明礼貌，胸怀广阔，磊落光明。同呼吸，共命运，齐创美满生活。

- 在温氏集团，员工既是股东，又是企业员工，在一定程度上实现了股东和员工利益的相对统一。在 6000 多创业股东中，大多是创业员工和中层以上管理人员，他们对公司价值和文化的归属感和认同感。企业与员工的发展目标一致，也是温氏在 30 多年中发展迅速的重要原因之一。当我们走进温氏大楼的大厅时，直入眼帘的便是温氏精神，并没有华丽辞藻，但句句透露着温氏的踏实和信仰。温氏的一位员工告诉我们，**合作和共享，是他在温氏十年对企业文化最深刻的理解。**
- 公司的全员持股计划主要体现两大优势：其一，以劳代资的二重分配制度。持股员工在获取合理劳动报酬的基础上，还能分享公司劳动成果，最大限度的调动了员工创业积极性；其二，股权分散有利于公司形成良

好的管理机制，形成民主科学的集体决策机制。

图表 14：公司股权集中在管理层和员工手里



来源：公司年报，中泰证券研究所

再读温氏模式：卓越眼光布局配套体系，龙头地位难撼动

三层研发体系，产学研成果转化效率高

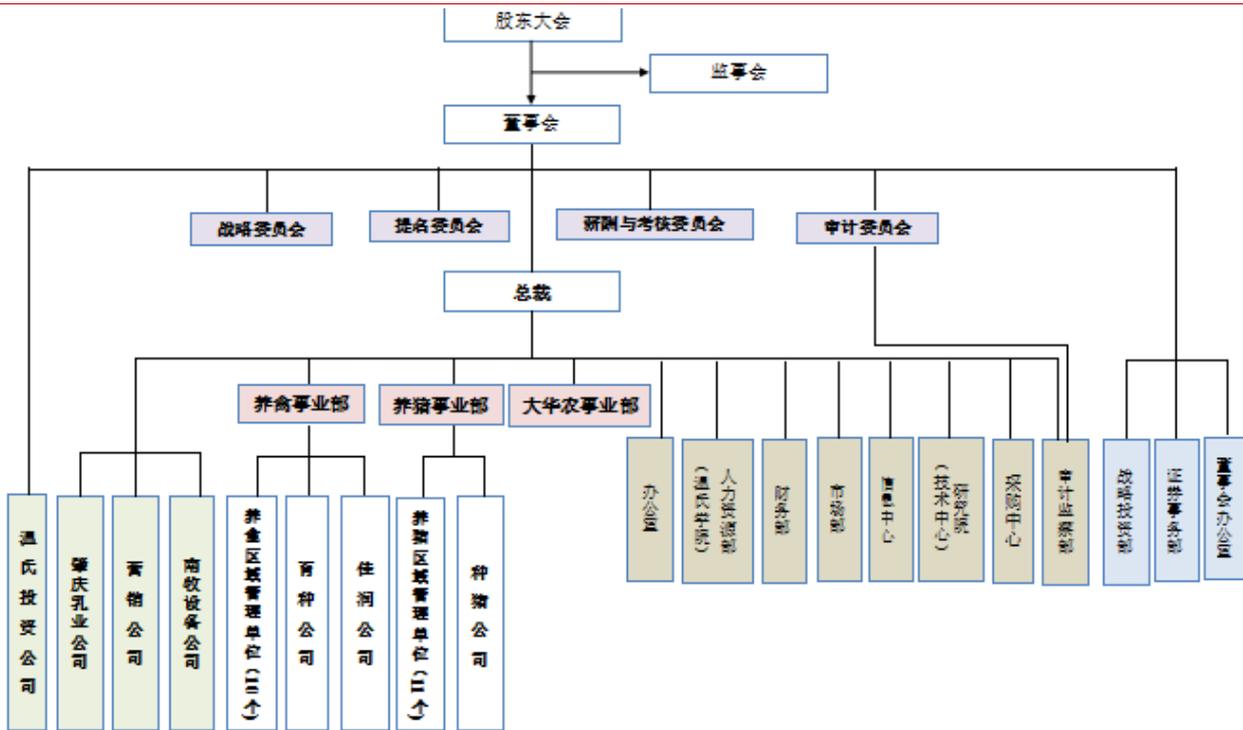
- 一体化规模养殖，对技术各方面的要求都要保持前瞻和常新，温氏的集团研究院在 2008 年成立组建，最早是公司的营养部和生产技术部，后部分分离成立集团的科技创新中心。目前，温氏整个研发体系分为集团、事业部、区域单位三级层面：集团研究院主要负责前沿技术的研发；事业部负责特定产业生产中的应用研发，注重产业普适的运用开发；区域单位侧重根据区域实际生产、环境情况而可能造成的问题的解决，以实际生产经营为导向。目前集团研究院的研发人员大概 20 多人，正在探索以项目为导向的“固定人员+流动人员”研发模式，加强产学研合作。

图表 15：温氏集团的三层研发体系



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16: 温氏集团成立事业部后的组织架构图



来源：公司网站，中泰证券研究所

- **1、产学研合作，科技创新成果丰富。**温氏是国内最早一批实践产学研的农牧企业，以集团公司为依托，由温氏集团与中科院广州分院、华南农学大学、中山大学等科研院校合作共建，是典型的“企业+院校”型的新型研究机构。公司形成了一支由 10 多名行业专家和 67 名博士为研发带头人、391 多名硕士等为研发骨干的高素质科技人才队伍，多位行业专家任职温氏集团研发体系分支负责人，科技创新成果丰富。
- **2、健全技术管理体系，科技成果转化迅速。**在温氏事业部成立之前，只有集团和分公司两级研发单位。而目前的三级研发架构中，定位分工明确，集团所属的所有项目都需要汇总到研究院科目管理部。每个月集团总部召开技术总监会，三级公司主管技术的总监汇集到集团，提出各自区域的实际问题，也相对于给集团、事业部提出新的研究思路和课题；另一方面，事业部的生产技术部会把最新的研究成果通过技术服务人员带给区域子公司的生产技术人员，最终传导到农户。行业最新的基础成果不仅直接与生产实际对接，还能迅速转化和分享成果。

技术体系先进完善，育种技术全国领先

- 研发体系分为育种、营养、疾病防控、环保技术和养殖管理等五个大方面，其中育种占研发投入比重最大（约 50-60%），也最为重要，持续周期较长。从研发投入金额的角度，集团原则上没有限制，根据技术的必要性和合理性进行审批。其次投入较多的是疾病防控，也就是疫苗和兽药产品的开发；营养研究方面，主要是饲料原料数据库的搭建，项目数量最多，但整体投入金额不需要很大。

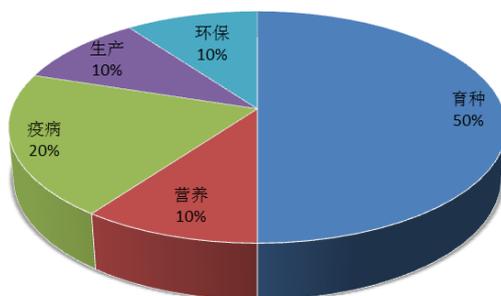
- 目前，公司掌握了畜禽育种、饲料营养、疫病防治等方面的关键核心技术，尤其拥有多项国内领先、世界先进的育种技术。2015年，公司科研立项 250 项，其中获得省级科技奖励 7 项；获得国家授权专利 50 项，获得广东省专利金奖和中国专利优秀奖 1 项。公司平均每年立项科研项目超过 200 个，贴近生产实际需求、成果转化迅速。

图表 17：公司研发体系由五大板块构成



来源：中泰证券研究所

图表 18：公司研发投入结构



来源：中泰证券研究所

图表 19：温氏养猪育种体系架构



来源：中泰证券研究所

图表 20：温氏养鸡育种体系架构



来源：中泰证券研究所

- 温氏的种猪育种工作开始于 1998 年，刚开始是出于内部需要，要想做全国最大的养殖集团，一开始就必须有最好的种猪资源。从目前国内的种猪技术和水平看，由于养殖发展水平还相对落后，国内种猪技术也相对落后。主要是两方面的原因：1) 养殖环节的高效成果需要好的种猪和好的养殖技术两方面配合，而我国养猪技术水平普遍不高，PSY 差别较大，导致市场上养殖户对种猪的高水平诉求动力缺乏；2) 我国活猪市场偏重体型和瘦肉比等指标，在购买种猪环节也侧重看体型，导致普遍种猪场追求外在。
- 温氏在种猪选择和繁育上，标准体系与国外一致，只看最终的生产效率、生产性能和生产成本。目前公司多项技术指标显著领先竞争对手，养猪成本不到 12 元/斤，优势显著。

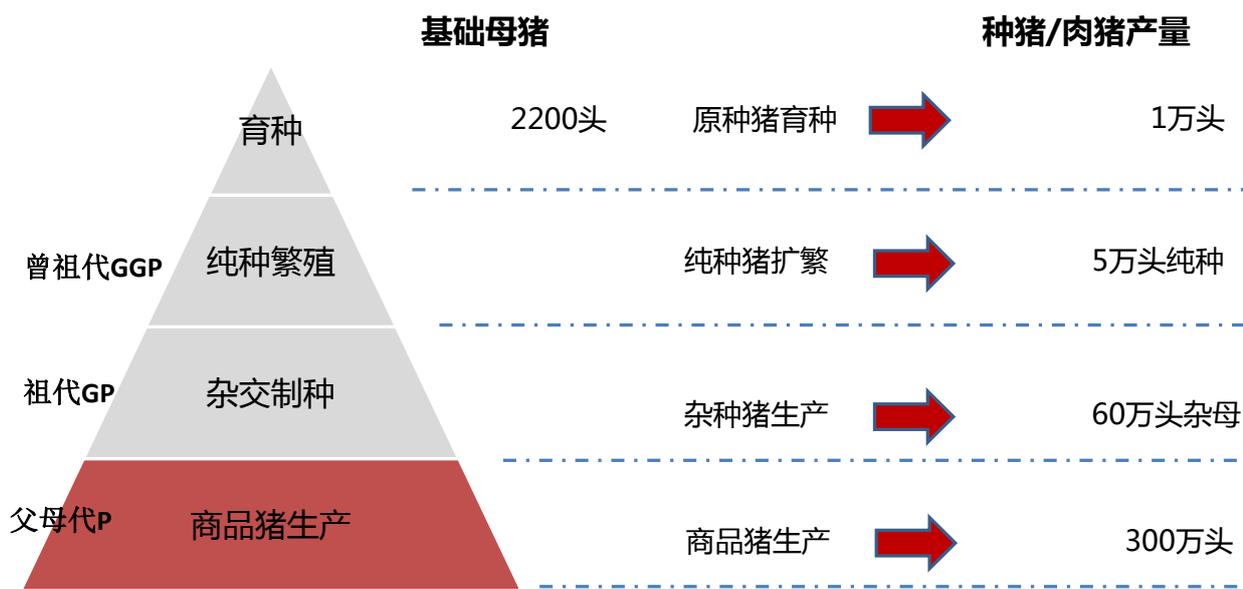
图表 21：公司肉猪养殖多项指标领先

指标	温氏	行业平均水平
PSY	超过23头	17-18头
肉猪上市率	95%	90%
料肉比	2.4左右	2.9左右

来源：中泰证券研究所

图表 22：温氏肉猪 3000 万头出栏量计划的繁育体系架构

温氏3000万肉猪繁育体系



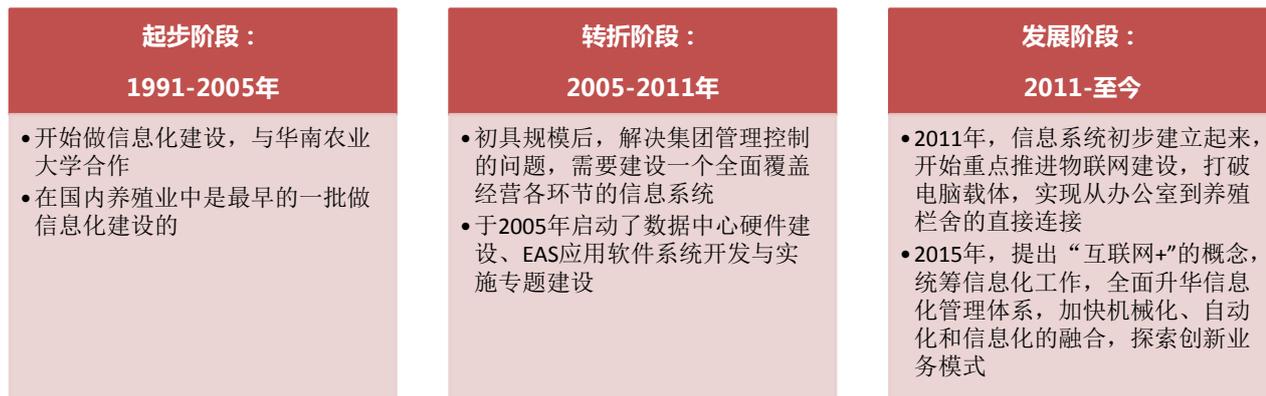
来源：中泰证券研究所

- 目前，公司拥有 2.8 万头纯种曾祖代，包括 1.5 万头核心纯种猪群和 1.3 万头纯种繁殖群，规模世界第一。未来预计跟集团总体出栏规划增速相近（约 20% 增长速度），五年内预计达到 4.5-5 万头种猪存栏数，建立满足 3000 万头肉猪的繁育体系。

升级信息化管理，精细而高效的支撑业务扩张

- 公司是国内养殖企业中最早尝试做信息化管理的，目前信息中心从属总部，负责硬件维护、软件开发和信息系统日常运维等工作，每年大概费用在 5000 万元。信息中心从 1991 年起步，大致经历了三个发展阶段。目前，公司在“权力下放、数据上移”的互联网管理策略下，依托物联网技术和自主研发的集公司产、供、销、人、财、物管理高度集成的 ERP 信息管理系统、IO 办公系统以及决策支持系统，实现业务和管理的信息化全覆盖。公司高管团队运用大数据辅助经营决策，对全国各地下属的经营单元进行充分授权，既激发公司内在经营活力，又能实现有效管控，使授权与管控协同发力，提高公司管理效率。

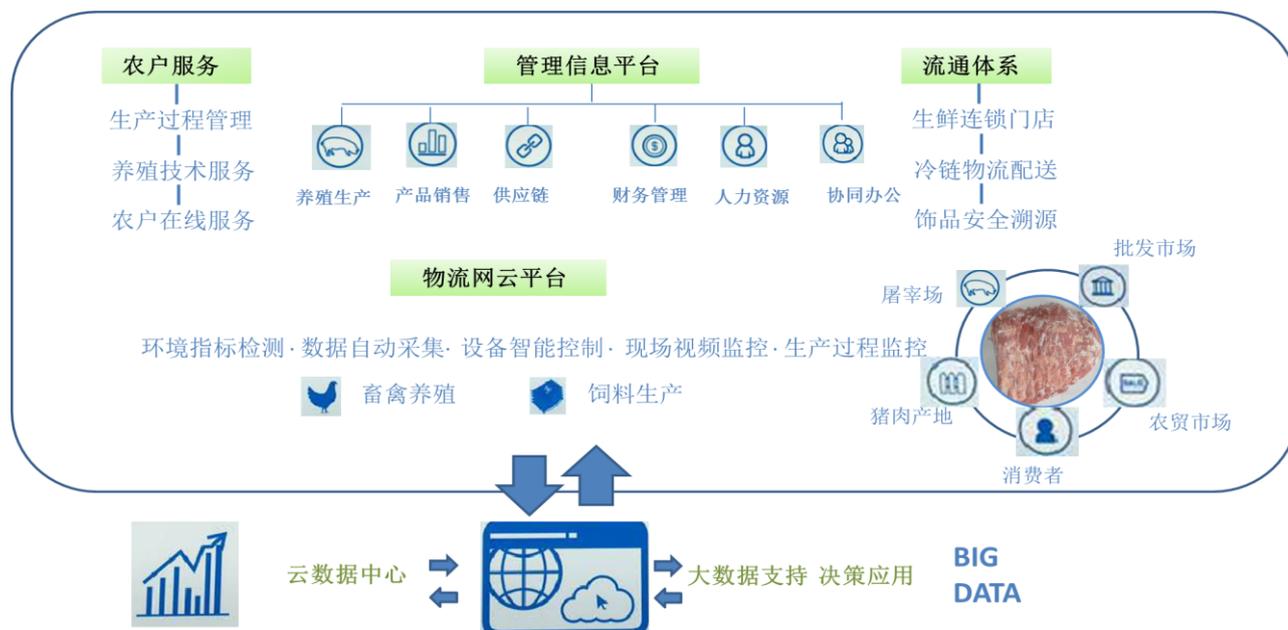
图表 23：公司信息中心发展历程



来源：中泰证券研究所

- 公司的信息化建设角度与公司业务的复杂化程度提高、规模化扩张加速是密不可分的。1) 从微观层面，信息系统可以提高标准化、规范化管理的水平，把公司跟农户发生的业务数据都记录在系统里，与规则实时对照，做到及时修正的同时也防控和堵塞了很多管理漏洞。比如，进料是饲料厂的记录，存栏是管理员记录，猪死亡数是回收站的记录，各个环节的数据融合在一起，不仅是做大数据的分析，更多的是在生产管理中能够及时发现问题和解决问题；2) 从宏观层面，整个区域的大数据，是个例还是普遍现象，指标有没有大规模的异常偏离，都能够有效帮助企业管理层做出区域的前瞻性判断，比如是否有大规模疫病的可能，区域种猪场是否有问题等。

图表 24：公司的信息化管理体系



来源：中泰证券研究所

- 温氏的信息化与其他养殖企业或者其他行业相比有三大特点：

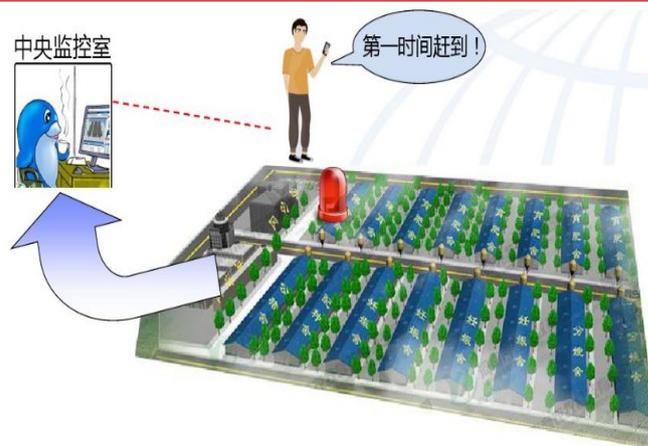
- 1、**信息化覆盖面广，种类多。**农业整个行业的信息化基础较差，现成的软件很难适合我们用。公司的信息软件以自主开发为主，建立IT团队，现在基本建立了一套完整的覆盖产业链的信息系统。
- 2、**信息系统跟业务流程是高度融合的，数据和生产销售经营情况是实时反映的。**举个例子，农户领饲料，要求饲料全部从温氏拿，每个环节都直接进入信息系统，包括取什么饲料、取多少饲料。每个农户都有自己专属的技术员，每个技术员负责30-50个农户，每周必须去农户那里拜访，一方面技术指导，一方面检查农户有没有按照我们的要求饲养，同时把养殖数据记录下来。公司在很多年前就推进了移动化，通过手机在不适合电脑办公的养殖现场把数据导入系统。再比如，技术员拜访，通过GPS定位来记录技术员的进入时间和离开时间，防止数据作假。销售数据上，养户和客户一一对应记录，可追溯性强。
- 3、**不仅将企业和下属单位纳入信息管理体系，同时涵盖了合作农户（不属于温氏员工）。**农户管理是企业管理的重点和难点，5万多农户，包括业务流程、农户的生产数据等巨大的数据量。

图表 25：公司智能化的环境控制和流程操作



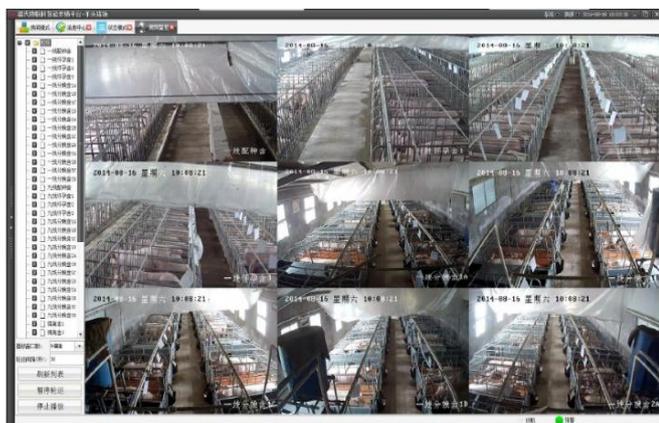
来源：公开资料，中泰证券研究所

图表 26：实时监控现场，高效处理问题



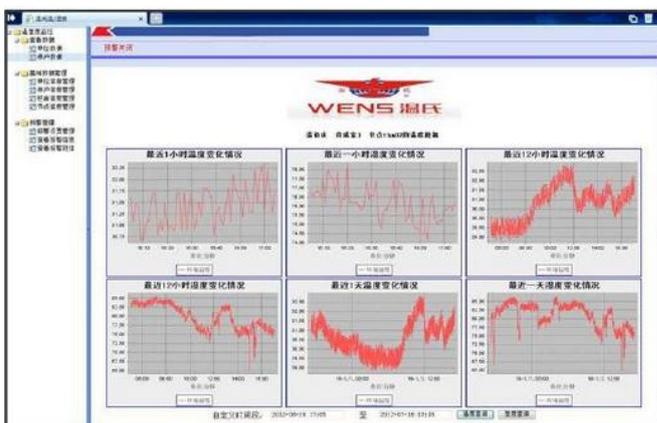
来源：公开资料，中泰证券研究所

图表 27：视频全天候实时监控



来源：公开资料，中泰证券研究所

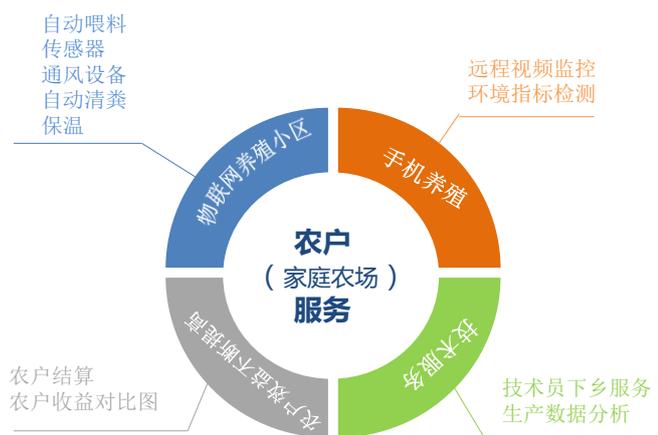
图表 28：生产数据精细化分析



来源：公开资料，中泰证券研究所

- **不断升级信息化管理，全面实施“互联网+”计划。**公司近年在原有的信息管理系统上全面升级改造，建设物联网管理体系。温氏物联网的概念重点在于两个方面，一是计量设备、工业管理设备尽量联网，二是智能养殖系统，环境包括温度、湿度的实时监测，还有设备的智能控制。覆盖全产业链的信息化系统，对于公司精细管理、高效运营、防控漏洞有着至关重要的作用，是帮助温氏做大做强的必备武器。利用现有信息化平台，公司更容易的把业务领域和模式进行扩张，比如温氏生鲜等。

图表 29：“互联网+”农户（家庭农产）服务



来源：中泰证券研究所

图表 30：物联网体系的优势



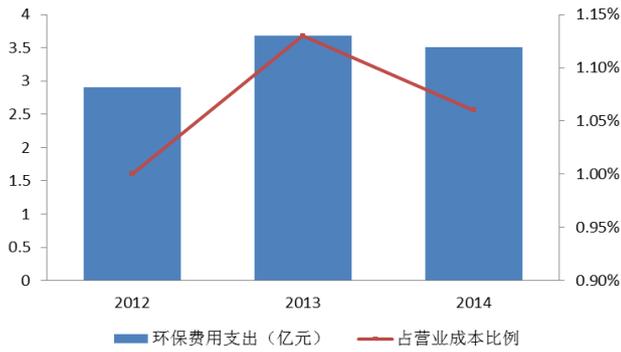
来源：中泰证券研究所

环保治理走在前列，从容应对行业变革

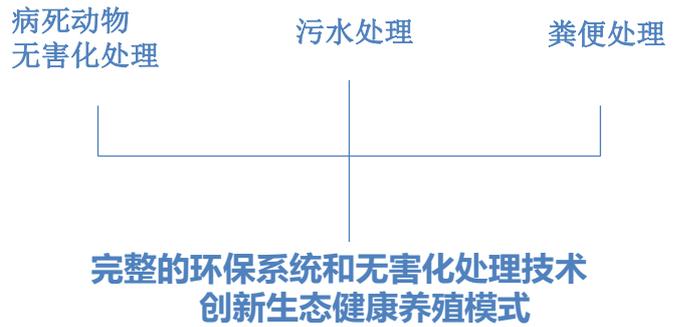
- 新环保法出台后，各地政府都在狠抓养殖环保问题，划定了许多限养区和禁养区，拆迁或关闭了大批养殖场。然而，这个过程中，温氏基本没有养猪场受到影响。这与公司一直高度重视环境保护工作，提前布局环保治理是高度相关的。温氏管理层早在 2007 年便提出要把环保技术打造成核心竞争力，起初在公司设置了环境室针对环保治理做研究，2013 年后专门成立了筠诚生物定向研究畜牧环保，负责温氏猪场的环保建设、指导和服务，而集团的环境室更多负责监督与协调工作。

图表 31：环保费用支出（亿元）

图表 32：公司的环保管理三个方面



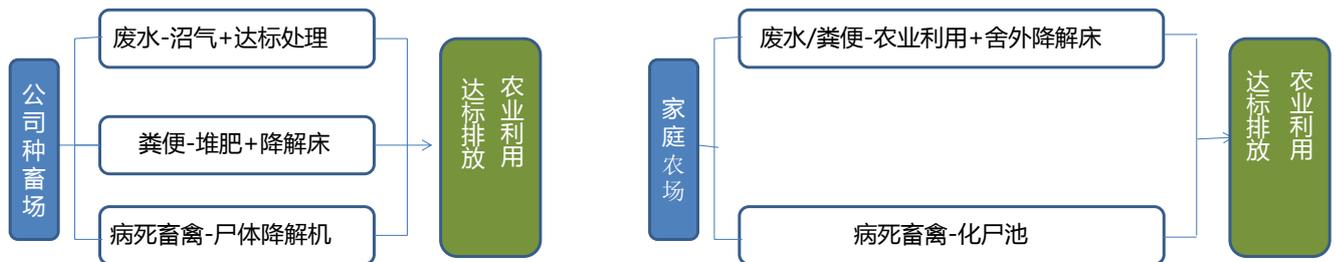
来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

图表 33：公司在种畜场和家庭农场上的环保处理方式

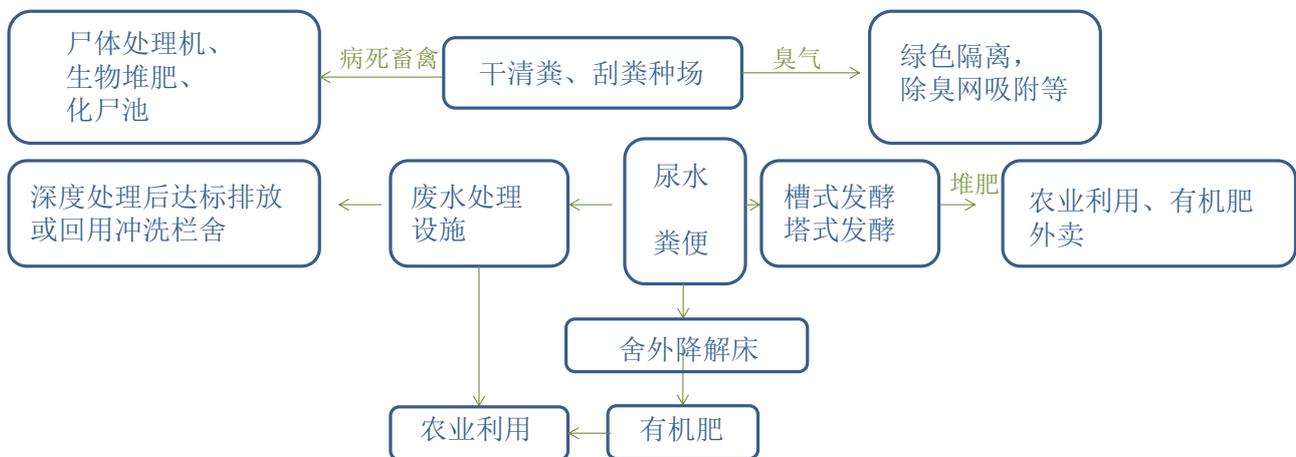
技术创新-环保治理模式



来源：中泰证券研究所

图表 34：种猪场粪便环保处理流程

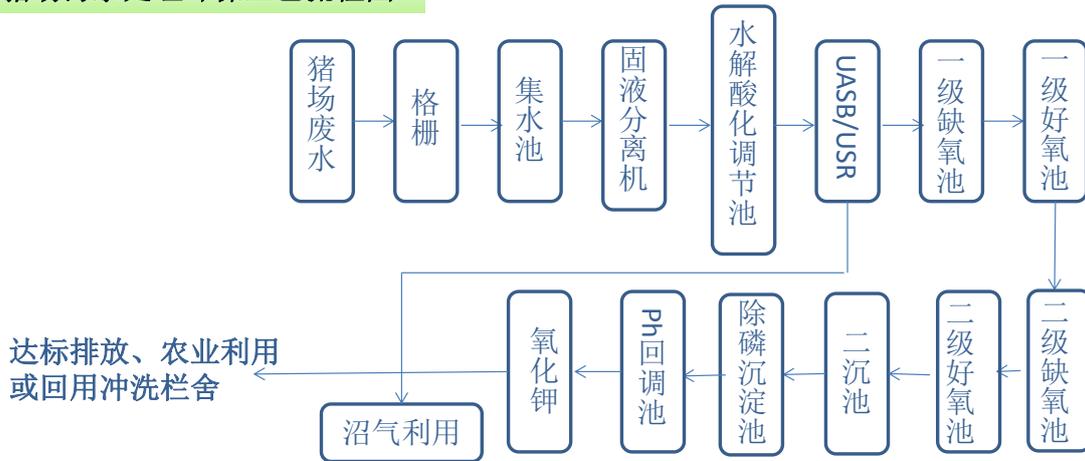
种场粪便环保处理流程示意图



来源：中泰证券研究所

图表 35：种猪场污水环保处理流程

种猪场污水处理环保工艺流程图



来源：中泰证券研究所

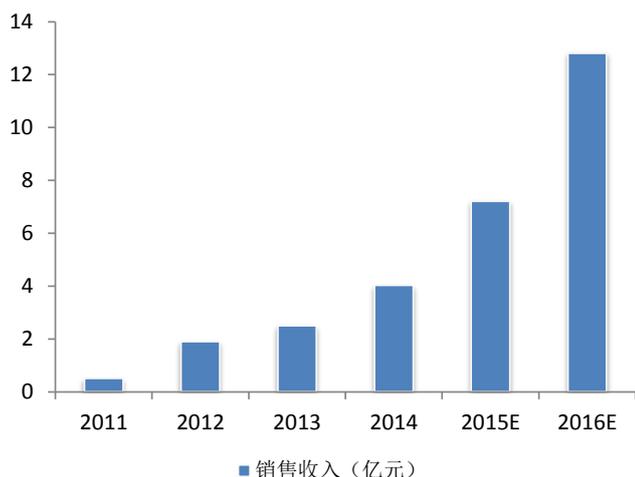
- 目前国内畜禽养殖业一直存在污染物治理模式单一、投资大、能耗高、效率低的现状，随着国家政策对生态文明建设地位越来越重视，公司在环保投资上的投入也越来越大，早在 2013 年环保投资为 2.1 亿元，占集团固定资产投资的 10%，远超行业平均水平。
- 作为可持续发展战略的重要环节，公司针对大型养殖场污染防治已经形成了成熟的环保工艺，按照环保建设标准配套完善设施，并配备专业环保人员。从单头猪苗的环保投入成本考虑，温氏自己的养殖户场已经建好的项目都需要环保固定资产投入 50-60 元（污水）+10 元（粪便和尸体处理），也就意味着 10 万头种猪场需要约 700 万初始投入，后期运营上每产一头猪约需要 20 元的环保运营费用。

机械化设备业内一流，提供最匹配的场地建设

- 南牧机械是温氏集团下属成员单位，集研发、设计、生产、安装和服务为一体，主要经营高品质的机械化、自动化畜牧设备和服务。公司下设广东新兴、辽宁朝阳、安徽芜湖和四川南充四个分公司，业务可覆盖全国 20 多个省市自治区。
- 在养殖向着集约化、规模化的方向发展时，想把“公司+农户”向“公司+家庭农场”的转变进程加快，离不开现代化装备的运用来提高养殖效率。南牧以“给动物一个五星级的家”为发展宗旨，过去几年配合集团的发展而成长迅速，现在已经开始承接外部项目，跟大型的饲料企业、养殖企业进行合作，提供从规划设计、到后期的设备、配套、环保处理、人员培训等一系列养殖业整体解决方案。公司近年来业务翻倍增长，今年大约有 10 多个亿的订单，在国内农牧设备中最大，外销比例达到 20%。
- 细细思考南牧的发展优势，主要包含两个方面：
 - 1、背靠温氏发展，在养殖监控数据支持下，既能加强设备本业，又能脱离单纯设备提供商的帽子，有条件发展一体化服务和整体解决方案提供。

- 2、标准化的建设流程和特殊产品结构。公司产品使用特殊的冷弯薄壁钢结构，经久耐用，使用寿命长，可拆卸重装，多次重复利用，非常环保。因其采用高精度钢架构件建房，工期短，施工速度快。许多用户把工程总工期缩短了10%以上，有的工程进度甚至提高了30%。其抗震性能较佳，钢材重量轻，地基要求较低，需要挖掘的土方较少。

图表 36：南牧销售收入高速增长



来源：中泰证券研究所

图表 37：南牧机械的冷弯薄壁钢结构产品



来源：公司网站，中泰证券研究所

- 公司两大拳头产品是自动化养鸡设备线和高效工厂化猪场建设工程。自动化养鸡设备线智能化与效率化优势齐头并进。
 - **智能化优势：**
 - 1.运作自动化：**从喂料、首单、清粪等，全称采用智能化控制，最大程度上降低了人员的劳动力；
 - 2.环保智能化：**整栋鸡舍采用小气候环控系统，可根据不同日龄的蛋鸡需要的最佳生产环境来自动调整，最大程度的保障了养殖的性能；
 - 3.智能化分析：**系统可设置定期数据分析，为决策人员提供充分的数据支持。
 - **运作高效率：**
 - 1.人均效率高：**传统笼养设备的单人饲养量约 7000 羽左右，采用自动化笼养设备，可增加 5 倍以上的单人饲养量，达到 36000 羽左右；
 - 2.养殖效益高：**全程认为因素降到最低，采用机械养殖而非人员养殖，从而大大提高了产能的稳定性和可靠性。

图表 38：自动喂料系统

图表 39：笼养鸡设备



来源：公司网站，中泰证券研究所



来源：公司网站，中泰证券研究所

- 高效工厂化猪场建设具备多项明显优势（以 6400 头母猪场为例）：
 - **严格的生物安全设计：**隔离防疫消毒，全封闭式猪舍和通道，高温高压热水（60-80℃）冲洗消毒；
 - **节省土地资源：**大跨度集中式设计，建筑面积为 20986 m²，总占地 37 亩。相比于同等规模的传统母猪场建筑面积达到 31594 m²，总占地 67 亩，建筑用地面积节省约 30% 以上，总占地面积节省 40% 以上；
 - **提高劳动效率：**人均管理 200 头母猪以上，全场配置 27 人，同等规模的传统母猪场人均管理 80 头，需配置 87 人，节省人力约 60%；
 - **现代化设备应用：**自动供料系统、智能温控系统、物联网系统、污水处理系统等；
 - **科学生产管理：**美式“蛇形生产线管理”，每头母猪 PSY（健仔率）达到 24-28。6400 头母猪每周共分娩 256 窝，年出栏上商品猪苗 16 万头，充分发挥高校生产性能；
 - **先进环保处理：**采用刮粪工艺，固液分离技术，覆膜沼气加二级 AO 工艺，粪便发酵技术等。

图表 40：高效化猪场的生产工艺流程



来源：中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

■ 核心假设如下：

图表 41：温氏股份养殖猪业预测表

商品鸡	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销量(亿只)	8.31	6.97	7.44	7.95	8.55	9.23
平均售价(元/公斤)	11.54	13.57	13.35	13.50	14.00	14.00
销售收入(亿元)	158.45	163.83	173.82	186.75	205.79	223.55
肉鸡类产品收入(亿元)	164.71	171.26	180.48	194.53	214.37	232.86
单位成本(元/公斤)	11.85	11.46	11.40	11.30	11.20	11.20
总成本(亿元)	162.88	137.18	148.43	156.31	164.63	178.84
肉鸡类产品成本(亿元)	169.14	144.61	155.44	163.59	172.36	187.20
毛利率(%)	-2.69%	15.56%	13.87%	15.90%	19.60%	19.61%
毛利(亿元)	-4.43	26.65	25.04	30.94	42.01	45.67
只均毛利(元)	-0.5	3.8	3.4	3.9	4.9	4.9
商品猪	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销量(万头)	1013.17	1218.27	1535.06	1749.97	2091.21	2509.45
头均重量(公斤)	113.3	114.1	113.0	113.5	114.0	114.0
平均售价(元/公斤)	14.61	13.43	15.20	19.00	17.00	16.00
销售收入(亿元)	161.38	180.24	263.66	377.38	405.28	457.72
肉猪类产品收入(亿元)	167.75	186.71	272.87	391.25	419.98	474.33
单位成本(元/公斤)	12.16	12.09	11.90	11.70	11.50	11.50
总成本(亿元)	139.58	168.11	206.42	232.39	274.16	328.99
肉猪类产品成本(亿元)	139.58	168.11	212.21	235.60	279.89	335.86
毛利率(%)	16.79%	9.96%	22.23%	39.78%	32.35%	28.13%
毛利(亿元)	28.17	18.59	60.66	155.65	131.12	128.74
头均毛利(元)	278.06	152.63	395.20	889.46	627.00	513.00

来源：中泰证券研究所

- 从中期看，生猪养殖板块处于周期投资第三阶段，核心看盈利能否超预期，这个超预期来源于出栏量和单头盈利。如果下半年猪粮比再创新高，有望开启新一轮行情。温氏与其他养殖企业的不同之处在于，公司经营稳健，受周期波动影响相对弱化，加上公司一贯的高分红机制，适用于长期成长性逻辑和价值投资者长期持有。公司行业龙头地位和竞争优势显著，养殖巨母配套体系研发、育种、信息化、环保、机械等多方面建设稳步推进，个别业务板块（环保、机械）有望在行业变革中爆发式增长贡献超额收益。
- 我们继续看好公司的持续扩张能力和精细化管理水平带来的成本优势，公司卓越的前瞻性眼光，对于行业变化趋势把握精准，布局提前。2016年按商品猪 1750 万头销售量和 750-800 元/头盈利，以及商品鸡 7.95 亿只和单羽盈利 1.8 元测算，全年业绩约 150 亿元。我们预计 2016 年、2017 年和 2018 年公司业绩为 150.04 亿元、147.37 亿元和 150.02 亿元，EPS 分别为 3.45 元、3.39 元和 3.45 元，公司股息率分红高，成长稳健，给予目标价 50.8 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

- 猪价下跌较多
- 原材料价格波动大
- 重大疫情爆发及其他重大自然灾害

图表 42：温氏股份三大报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	35,187	38,723	48,237	62,204	67,786	75,941
增长率	5.18%	10.0%	24.6%	29.0%	9.0%	12.0%
营业成本	-32,714	-33,493	-38,796	-42,458	-48,270	-55,961
% 销售收入	93.0%	86.5%	80.4%	68.3%	71.2%	73.7%
毛利	2,473	5,230	9,442	19,747	19,516	19,980
% 销售收入	7.0%	13.5%	19.6%	31.7%	28.8%	26.3%
营业税金及附加	-14	-13	-11	-12	-14	-15
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-274	-373	-468	-560	-576	-608
% 销售收入	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
管理费用	-1,618	-1,745	-2,551	-2,986	-3,118	-3,417
% 销售收入	4.6%	4.5%	5.3%	4.8%	4.6%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	566	3,099	6,412	16,189	15,808	15,940
% 销售收入	1.6%	8.0%	13.3%	26.0%	23.3%	21.0%
财务费用	-206	-290	-100	-160	-4	188
% 销售收入	0.6%	0.7%	0.2%	0.3%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-133	-16	-71	0	0	0
公允价值变动收益	-20	-9	-12	-3	0	0
投资收益	305	105	491	500	400	400
% 税前利润	45.0%	3.4%	7.3%	3.0%	2.5%	2.4%
营业利润	513	2,888	6,721	16,525	16,204	16,527
营业利润率	1.5%	7.5%	13.9%	26.6%	23.9%	21.8%
营业外收支	165	167	-31	100	80	50
税前利润	678	3,056	6,690	16,625	16,284	16,577
利润率	1.9%	7.9%	13.9%	26.7%	24.0%	21.8%
所得税	-68	-62	-53	-291	-244	-249
所得税率	10.1%	2.0%	0.8%	1.8%	1.5%	1.5%
净利润	609	2,994	6,636	16,334	16,040	16,329
少数股东损益	0	0	0	1,330	1,303	1,326
非现金支出	1,635	1,340	1,626	1,812	2,357	2,977
非经营收益	153	585	15	-274	-185	-274
营运资金变动	-552	-272	1,026	-915	-440	-559
经营活动现金净流	1,845	4,647	9,303	18,288	19,074	19,799
资本开支	3,893	2,882	3,084	3,661	4,955	4,225
投资	972	-983	-3,258	2,495	0	0
其他	270	69	247	497	400	400
投资活动现金净流	-2,652	-3,797	-6,096	-668	-4,555	-3,825
股权募资	43	23	46	0	0	0
债权募资	2,170	-911	-2,174	13,643	-14,735	6,153
其他	-1,777	-998	-1,053	-324	-2,470	-2,351
筹资活动现金净流	436	-1,886	-3,182	13,320	-17,205	3,802
现金净流量	-371	-1,036	26	30,939	-2,685	19,776

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,324	1,468	1,493	31,102	27,115	45,565
应收款项	458	493	357	892	886	909
存货	7,636	8,310	8,895	9,146	10,593	12,444
其他流动资产	1,413	1,861	5,163	5,450	5,402	5,449
流动资产	10,831	12,132	15,908	46,589	43,995	64,367
% 总资产	45.2%	43.8%	48.6%	74.1%	69.9%	76.1%
长期投资	1,994	2,617	2,548	53	53	53
固定资产	10,112	11,628	13,018	14,971	17,623	18,897
% 总资产	42.2%	42.0%	39.8%	23.8%	28.0%	22.3%
无形资产	863	1,177	1,157	1,153	1,179	1,203
非流动资产	13,111	15,554	16,827	16,280	18,959	20,256
% 总资产	54.8%	56.2%	51.4%	25.9%	30.1%	23.9%
资产总计	23,942	27,686	32,735	62,870	62,954	84,624
短期借款	3,995	2,595	1,919	16,572	1,838	7,991
应付款项	4,829	4,761	5,999	6,075	6,919	8,110
其他流动负债	839	1,892	1,651	3,895	4,005	2,003
流动负债	9,663	9,248	9,569	26,543	12,762	18,104
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,584	1,159	136	-862	-862	-862
负债	11,246	10,407	9,705	25,681	11,901	17,242
普通股股东权益	12,240	15,024	22,264	35,037	47,598	62,601
少数股东权益	455	2,255	766	2,096	3,398	4,724
负债股东权益合计	23,942	27,686	32,735	62,870	62,954	84,624

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.173	0.843	1.712	3.449	3.388	3.449
每股净资产 (元)	3.837	4.710	6.141	8.054	10.941	14.390
每股经营现金净流 (元)	0.578	1.457	2.566	3.898	4.085	4.246
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500	0.000
回报率						
净资产收益率	4.52%	17.90%	27.87%	42.82%	30.96%	23.97%
总资产收益率	2.31%	9.71%	18.96%	23.89%	23.43%	17.74%
投入资本收益率	3.49%	18.09%	30.40%	73.73%	63.07%	54.67%
增长率						
营业总收入增长率	5.18%	10.05%	24.57%	28.95%	8.97%	12.03%
EBIT增长率	-80.03%	447.01%	106.93%	152.47%	-2.35%	0.83%
净利润增长率	-78.86%	386.25%	130.77%	141.79%	-1.78%	1.80%
总资产增长率	16.56%	15.64%	18.24%	92.06%	0.13%	34.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	1.4	1.5	1.3	1.2	1.2
存货周转天数	79.2	86.9	80.9	78.3	79.8	81.0
应付账款周转天数	17.6	18.8	16.2	16.9	17.1	17.3
固定资产周转天数	75.7	90.0	86.1	75.3	80.7	82.2
偿债能力						
净负债/股东权益	30.43%	11.95%	1.90%	-41.82%	-51.52%	-57.29%
EBIT利息保障倍数	2.8	10.7	64.3	100.9	3,996.2	-84.9
资产负债率	46.97%	37.59%	29.65%	40.88%	18.92%	20.39%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。