

正邦科技(002157)深度研究报告

全力扩张生猪业务，生物安全防控全面升级

- ❖ **生猪出栏量上市猪企排名第三，大股东增持彰显信心。**饲料业务和养殖业务是公司主要发展板块，公司生猪出栏量由2011年71万头大幅攀升至2018年550万头，年复合增长率高达34%，生猪出栏规模在上市猪企中排名第三，今年1-11月公司仍实现出栏正增长。近日公司发布公告：控股股东正邦集团拟以自有资金通过集中竞价交易方式增持公司股票，增持数量2000万股-4000万股。
- ❖ **高猪价或将延续数年，生物安全防控成重中之重。**本轮非瘟疫情导致我国祖代种猪产能也严重受损，从曾祖代种猪到二元种猪育成需要28个月，产能恢复将是一个漫长的过程；目前市场所尝试的三元留种必将导致生产效率严重下滑，我国高猪价或将维持数年。主流上市猪企凭借其种猪、仔猪资源，强大的资金实力和不断加强的生物安全防控能力，预计未来数年扩产优势突显。
- ❖ **模式差异并非防非控非万能钥匙，自繁自养和“公司+农户”模式将不断进化和提升。**非瘟前后俄罗斯猪业规模化程度快速提升，规模化养殖出栏生猪比重由2005年28%剧增至2018年86%。养殖模式差异并非防非控非万能钥匙，猪场的软硬件水平才是企业致胜关键，过去数年，俄罗斯生物安全等级最高的TOP3养殖企业均爆发不同频次非瘟，且均集中在养殖密度更高的主产区。对标俄罗斯，国内大型养殖企业需要从软硬件不同维度全方位提升猪场生物安全防护水平，并持续、连贯地重视并贯彻落实。此外，我国政府对“公司+农户”持续大力支持，自繁自养和“公司+农户”两种模式将在我国长期进化和提升。
- ❖ **种猪资产爆发式增长，生物安全防控全面升级。**①种猪资源充足。公司拥有GGP、GP种猪合计约15万头，今年9月末公司存栏母猪65.3万头，其中，能繁母猪35.2万头，后备母猪30.1万头，2019年底母猪存栏将达到120万头，我们预计2020年生猪出栏量有望达到1100-1300万头。②全力以赴扩大生猪养殖规模。非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐，2019年以来，公司向大股东定增近10亿元，拟发行不超过16亿元可转债，获得控股股东临时性借款额度48亿元，并向大股东转让非核心资产，做强做大生猪养殖业务。③全面提升生物安全防控。猪场生物安全防控是影响猪场存亡关键因素，公司全面审视自建饲料厂、自建猪场、合作养户猪场在生物安全防控的软硬件投入、制度及作业流程落地，全面提升猪场生物安全防控。我们在草根过程中了解到，10月公司已全面梳理和调整SOP，效果立竿见影，生物安全防控能力再上一个台阶。
- ❖ **盈利预测与投资建议：**根据公司近两月月报，育肥猪出栏体重已从9月约98公斤大幅攀升至10月111公斤、11月115.28公斤，该指标从侧面反映公司非瘟防控取得很好的效果，根据10、11月出栏均价，我们可推算出公司每月生猪养殖净利达到或超过5亿元，公司经营拐点已现。我们维持预计2019-2021年公司生猪出栏量570万头、1200万头、1500万头，对应收入224.6亿元、497.2亿元、568.9亿元，对应归母净利润24.1亿元、184.6亿元、194.9亿元，同比分别增长1145.2%、666.3%、5.6%，对应EPS0.99元、7.55元、7.97元。生猪板块在盈利高点PE超过10倍，我们给予公司2020年5倍PE，维持目标价37.75元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**公司生猪出栏不及预期；猪价上涨不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	22,113	22,461	49,719	56,892
同比增速(%)	7.3%	1.6%	121.4%	14.4%
归母净利润(百万)	193	2,408	18,457	19,490
同比增速(%)	-63.2%	1145.2%	666.3%	5.6%
每股盈利(元)	0.08	0.99	7.55	7.97
市盈率(倍)	180	15	2	2
市净率(倍)	5.4	4.6	1.4	0.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年12月11日收盘价

强推(维持)

目标价：37.75元

当前价：14.74元

华创证券研究所

证券分析师：王莺

电话：021-20572510

邮箱：wangying@hcyjs.com

执业编号：S0360515100002

公司基本数据

总股本(万股)	244,502
已上市流通股(万股)	220,736
总市值(亿元)	360.4
流通市值(亿元)	325.36
资产负债率(%)	69.8
每股净资产(元)	3.1
12个月内最高/最低价	24.61/4.8

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《正邦科技(002157)2019年中报点评：种猪生猪存栏大超预期，生猪养殖成本可控》

2019-08-21

《正邦科技(002157)2019年三季度报点评：种猪、存货资产大增，2019Q4成本有望回落》

2019-10-24

《正邦科技(002157)重大事项点评：控股股东增持彰显信心，种猪资产+生物安全防控助力成长》

2019-12-09

目录

一、生猪出栏量上市猪企排名第三，大股东增持彰显信心.....	5
（一）国内农业龙头企业，生猪出栏量上市猪企排名第三.....	5
（二）大股东增持彰显信心.....	5
二、高猪价或将延续数年，生物安全防控成重中之重.....	6
（一）受非瘟疫情影响，生猪产业剧烈去产能.....	6
（二）产能恢复不易，主流上市猪企扩张优势突显.....	9
（三）主流上市猪企扩产优势突显.....	10
（四）俄罗斯非瘟复盘：规模场集中度快速提升.....	10
（五）我国政府持续大力支持“公司+农户”模式.....	15
三、生产性生物资产爆发式增长，生物安全防控全面升级.....	18
（一）公司养殖模式：自繁自养、“公司+农户”相结合.....	18
（二）种猪资源充足，生产性生物资产爆发式增长.....	18
（三）全力以赴扩大生猪养殖规模.....	20
（四）非瘟背景下，全面提升生物安全防控.....	22
四、盈利预测与投资建议.....	22
五、风险提示.....	23

图表目录

图表 1	2018 年公司营业收入构成情况	5
图表 2	养殖业务收入和毛利走势图	5
图表 3	公司生猪出栏量及增速	5
图表 4	归母净利润和净利率走势图	5
图表 5	公司股权结构	6
图表 6	能繁母猪存栏量大幅下滑	6
图表 7	生猪存栏量大幅下滑	7
图表 8	各省市母猪存栏降幅对照表	7
图表 9	生猪季度出栏量及增速列表	8
图表 10	生猪定点屠宰企业屠宰量同比大幅下降	8
图表 11	扩繁周期漫长	9
图表 12	俄罗斯境内 ASF 蔓延趋势	10
图表 13	2008-2019 年俄罗斯 ASF 发生数量	11
图表 14	2006-2016 俄罗斯非瘟疫点、发病、死亡数	11
图表 15	俄罗斯非洲猪瘟传播途径	11
图表 16	俄罗斯非洲猪瘟发生场景	11
图表 17	2007-2018 俄罗斯生猪散养户产量及占比	12
图表 18	2007-2018 年俄罗斯猪肉产量（单位：万吨）	12
图表 19	2016 年俄罗斯 TOP20 猪肉厂商屠宰活猪重量（单位：千吨）	12
图表 20	俄罗斯与中国生猪出栏量及同比（万头，%）	13
图表 21	中俄及部分主产区养殖密度对比（头/平方公里）	13
图表 22	2018 年 Cherkizovo 各肉类板块产量（万吨）	13
图表 23	2018 年 Cherkizovo 各肉类板块占比	13
图表 24	Cherkizovo 历年营收及增速（亿卢布，%）	14
图表 25	Cherkizovo 历年净利润及增速（亿卢布，%）	14
图表 26	Cherkizovo 历年猪肉产量及增速（万吨，%）	14
图表 27	Cherkizovo 历年生猪出栏均重及料肉比（kg）	14
图表 28	俄罗斯猪场生物安全四级防控级别	14
图表 29	Cherkizovo 猪场部分设施	15
图表 30	俄罗斯 TOP3 养猪企业爆发疫情一览	15
图表 31	部分中央及地方支持“公司+农户”发展政策统计	16
图表 32	生猪养殖模式优缺点对照表	18
图表 33	公司生产性生物资产价值，百万元	19

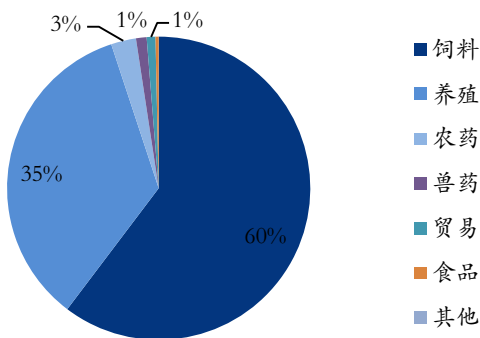
图表 34	公司种猪存栏量走势图	19
图表 35	上市猪企生产性生物资产对照表	19
图表 36	公司生产性生物资产价值，百万元	20
图表 37	公司种猪存栏量走势图	20
图表 38	2020 年生猪出栏量预测表	20
图表 39	资产负债率对照图	20
图表 40	固定资产和在建工程走势图	20
图表 41	公司产能及出栏扩张表	21
图表 42	公司生物安全防控措施列表	22

一、生猪出栏量上市猪企排名第三，大股东增持彰显信心

(一) 国内农业龙头企业，生猪出栏量上市猪企排名第三

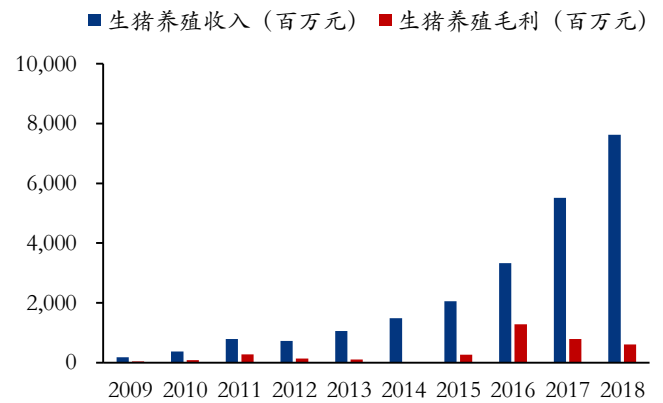
公司主要从事饲料、生猪、兽药及农药的生产与销售，并为养殖户和种植户提供产品、养殖技术服务、植保技术服务等综合服务，其中饲料和养殖业务为公司收入和利润的主要来源。2018年公司饲料业务、生猪养殖业务分别占公司营业收入的60.1%和34.5%，1H2019公司饲料业务、生猪养殖业务分别占公司营业收入的52.6%和39.7%，我们预计，未来数年饲料和生猪养殖业务仍将是公司的主要发展板块。

图表 1 2018 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司公告，华创证券

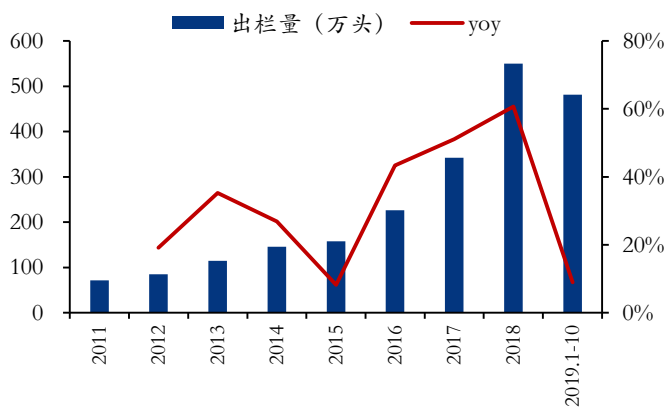
图表 2 养殖业务收入和毛利走势图



资料来源：公司公告，华创证券

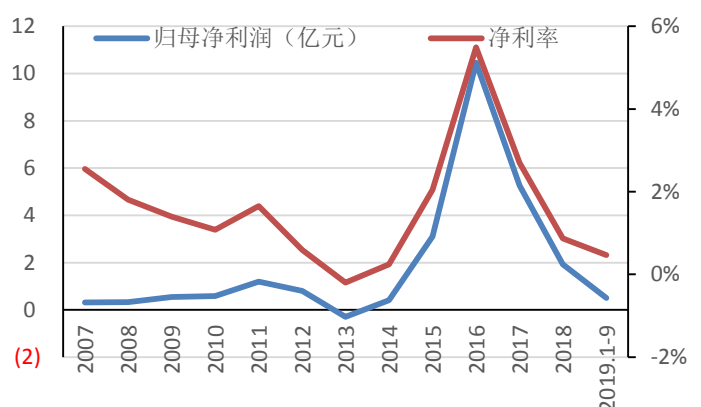
公司生猪出栏规模在上市猪企中排名第三，仅次于温氏股份、牧原股份。公司生猪养殖业务快速发展，出栏量由2011年71万头大幅攀升至2018年550万头，年复合增长率达到33.9%。2016-2018年是公司生猪养殖业务高速扩张的三年，生猪出栏增速分别高达43%、51%、61%；受非瘟疫情影响，全行业生猪剧烈去产能40%-50%，在此行业背景下，公司仍实现出栏正增长，今年1-11月出栏生猪516.6万头，同比增长3%。

图表 3 公司生猪出栏量及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 归母净利润和净利率走势图



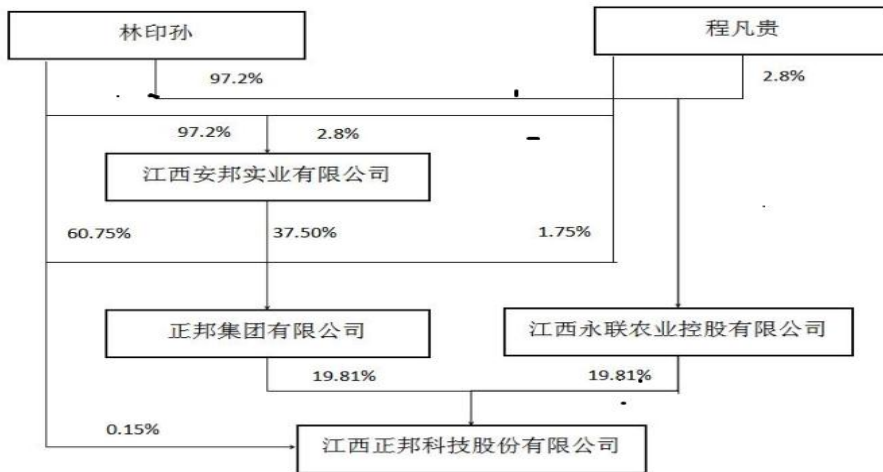
资料来源：公司公告，华创证券

(二) 大股东增持彰显信心

江西永联农业控股、正邦集团是公司第一、第二大股东，分别持有公司21.63%和19.18%股权。正邦集团董事长、总裁林印孙先生分别持有江西永联农业控股97.2%的股权，同时持有正邦集团60.75%的股权，是公司实际控股股东。

12月7日公司发布公告：正邦集团拟以自有资金通过集中竞价交易方式增持公司股票，增持数量为不低于2000万股，不超过4000万股，本次增持计划不设价格前提，根据公司股票价格波动情况及资本市场整体趋势确定，且将自本公告披露之日起6个月内完成。本次增持完成后，正邦集团将持有公司股份不少于4.89亿股，持股比例将重回2017年20%以上水平，充分彰显大股东对公司发展前景的信心以及对公司价值的认可。截至2019年12月10日，正邦集团已累计增持公司股份180万股，占公司总股本0.073%，增持金额合计2,659.5万元，增持均价14.775元。

图表 5 公司股权结构



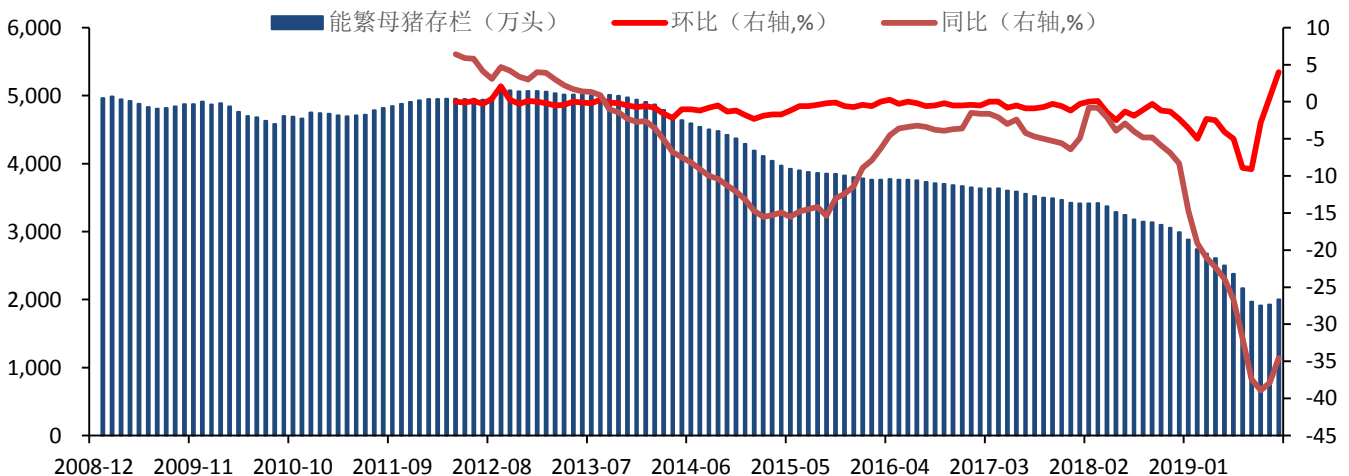
资料来源：公司公告，华创证券

二、高猪价或将延续数年，生物安全防控成重中之重

(一) 受非瘟疫情影响，生猪产业剧烈去产能

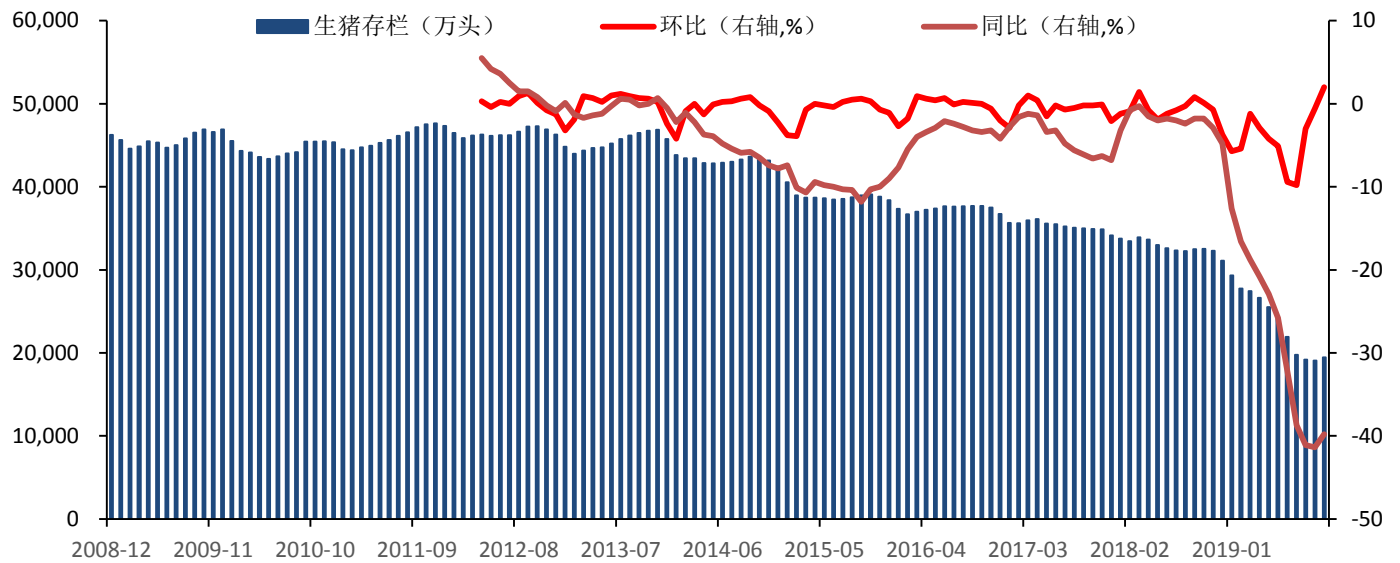
据农业部披露：2019年11月全国能繁母猪存栏量2,001万头，同比大降34.6%，环比上升4%；生猪存栏19,457万头，同比大降39.8%，环比上升2%。2012年1月-2019年9月全国能繁母猪存栏量从4,950万头下滑至2,001万头，累计降幅高达59.6%，本轮周期去产能之剧烈已是不争的事实。

图表 6 能繁母猪存栏量大幅下滑



资料来源：Wind，华创证券

图表 7 生猪存栏量大幅下滑



资料来源: Wind, 华创证券

根据涌益咨询公布数据:11月全国能繁母猪存栏量环比下降0.14%,其中,华南环比上升3.32%,西南环比上升3.12%,华北环比下降2.05%,东北环比下降1.61%,华中环比下降0.25%,华东环比下降1.41%;北方区域和南方区域补栏差异与当地疫情是否稳定直接相关。东北四省母猪存栏较非瘟前最大降幅出现在今年4月、5月,平均降幅40%左右;华北母猪存栏同比最大降幅出现在今年8月、9月,平均降幅45%左右;今年10月、11月华东、华中、华南、西南母猪存栏同比降幅仍在扩大,11月华东江苏、浙江同比降幅分别达到65%、37.9%,华中平均降幅51%左右,华南两广平均降幅75%左右,西南四川降幅46.3%。需要注意的是,这里提到的母猪包含后备母猪和能繁母猪。

图表 8 各省市母猪存栏降幅对照表

片区	省市	母猪存栏最大减幅	母猪存栏最大减幅出现月份	母猪存栏降幅(较2018年7月30日)	
				2019年3月1日	2019年11月28日
华北	北京	-50%	2019年3月	-50%	-50.0%
	河北	-52%	2019年8月	-35%	-46.2%
	山西	-40%	2019年9月	-11%	-38.6%
	山东	-48%	2019年8月	-35%	-43.0%
	河南	-40%	2019年8月	-29%	-37.1%
东北	辽宁	-41%	2019年5月	-36%	-37.3%
	吉林	-45%	2019年5月	-27%	-37.0%
	黑龙江	-37%	2019年5月	-35%	-37.9%
	内蒙古	-38%	2019年4月	-30%	-26.9%
华东	江苏	-64%	2019年10月	-33%	-65.0%
	浙江	-37%	2019年11月	-11%	-37.9%
华中	安徽	-50%	2019年11月	-11%	-50.0%
	江西	-51%	2019年11月	-21%	-51.0%
	湖北	-54%	2019年11月	-13%	-54.0%
	湖南	-49.7%	2019年11月	-12%	-49.7%

片区	省市	母猪存栏最大减幅	母猪存栏最大减幅出现月份	母猪存栏降幅 (较 2018 年 7 月 30 日)	
				2019 年 3 月 1 日	2019 年 11 月 28 日
华南	福建	-50%	2019 年 10 月	-10%	-50.0%
	广东	-74%	2019 年 10 月	-18%	-72.1%
	广西	-77.3%	2019 年 11 月	-9%	-77.3%
西南	四川	-48%	2019 年 10 月	-11%	-45.0%
	贵州	-66.8%	2019 年 11 月	-5%	-66.8%
	云南	-55.0%	2019 年 10 月	-3%	-55.0%
全国		-50.0%	2019 年 10 月	-20%	-50.0%

资料来源: 涌益咨询, 华创证券

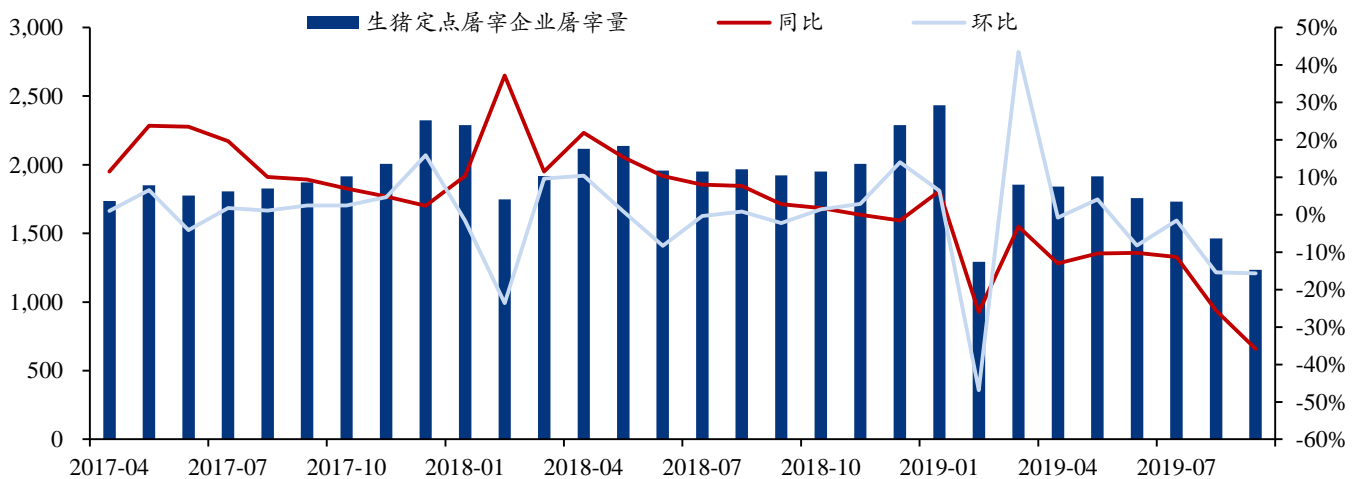
除能繁母猪、生猪存栏量大幅下滑, 生猪屠宰量和出栏量同比增速也开始下滑。2019 年 10 月, 全国生猪定点屠宰企业屠宰量 1053.1 万头, 同比剧降 46%, 连续第 9 个月同比下降, 环比下滑 14.6%; 2019Q3 全国生猪出栏量 9,632 万头, 同比剧降 40.4%, 连续第四季度同比下滑。

图表 9 生猪季度出栏量及增速列表

	生猪出栏量 (单季度)				生猪出栏量 yoy			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2012 年	19,989	13,848	15,461	20,330				
2013 年	20,489	13,722	16,048	21,298	2.5%	-0.9%	3.8%	4.8%
2014 年	21,096	14,126	16,672	21,616	3.0%	2.9%	3.9%	1.5%
2015 年	20,311	13,126	16,317	21,071	-3.7%	-7.1%	-2.1%	-2.5%
2016 年	19,111	12,848	15,965	20,578	-5.9%	-2.1%	-2.2%	-2.3%
2017 年	19,149	13,034	16,041	20,637	0.2%	1.4%	0.5%	0.3%
2018 年	19,983	13,439	16,157	19,803	4.4%	3.1%	0.7%	-4.0%
2019 年	18,842	12,504	9,632		-5.7%	-7.0%	-40.4%	

资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 生猪定点屠宰企业屠宰量同比大幅下降



资料来源: Wind, 华创证券

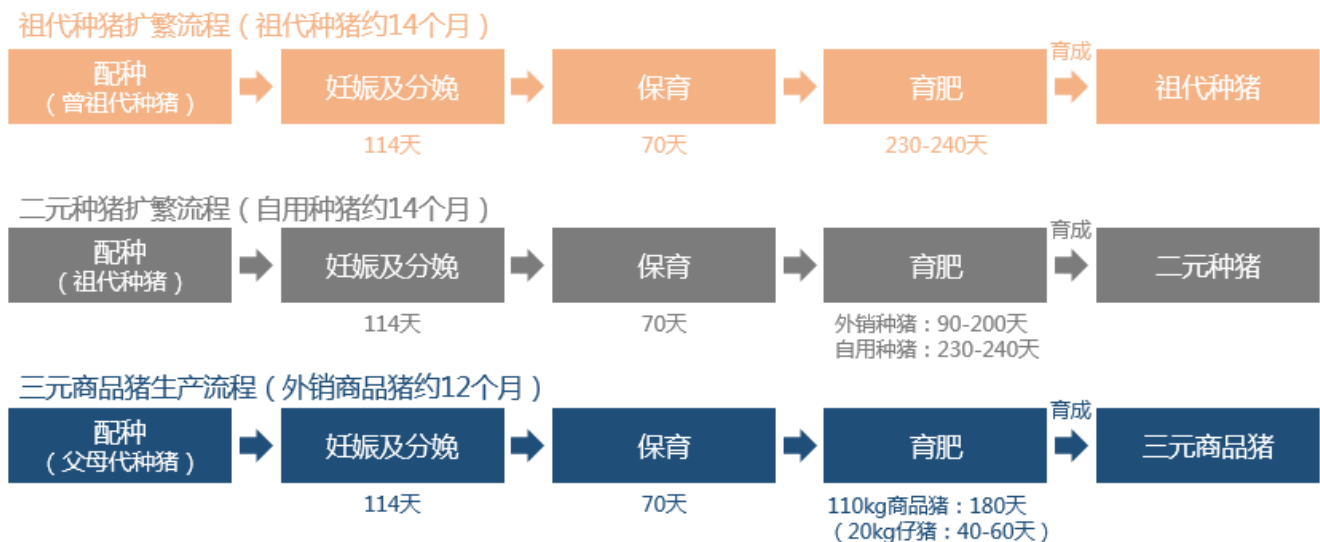
（二）产能恢复不易，主流上市猪企扩张优势突显

1、二元种猪产能恢复期漫长

生猪繁育体系包括曾祖代-祖代-父母代-商品代生猪。曾祖代（GGP），用于传代的纯种繁育群，生产纯种猪只；祖代（GP），是第二代用于扩繁的杂交制种猪，用于生产二元母猪；父母代（PS），是第三代猪群，生产三杂、四杂，商品猪；商品代（Hogs），是父母代繁殖，商品猪育肥后就可以出栏，原则上商品代不能种用。

本轮去产能，除涉及二元母猪之外，祖代产能损失也过半，因此，产能的恢复需要经历曾祖代→祖代→二元种猪出栏。从曾祖代种猪到祖代育成大约需要 14 个月，从祖代种猪配种到二元种猪育成需要 14 个月左右，从二元母猪配种到商品猪出栏需要 1 年时间。由此可见，从曾祖代增产至二元母猪存栏上升至少需要 28 个月，从曾祖代增产至商品代生猪出栏需要 38 个月时间，这里尚未考虑曾祖代受非瘟疫情的影响，以及今后数年祖代场可能再次遭受的损失，二元种猪产能恢复料将是一个漫长的阶段。

图表 11 扩繁周期漫长



资料来源: Wind, 华创证券

2、三元留种替代二元，生产效率受拖累

三元母猪正常情况不会被留种，然而，本轮非瘟造成种猪大量死亡，普通养殖户和规模养殖户都开始采用三元留种。三元留种对生产效率的影响主要体现在：

- ① 发情率偏低、配种率偏低；
- ② 平均产仔数大幅下降；
- ③ 正常种猪可使用 3-4 年，三元母猪最佳使用期限或在 1 年；
- ④ 后代生长速度可能降低。

由于三元母猪留种第一次在我国大规模使用，真实效果仍有待跟踪观察。在与产业内人士沟通了解到，三元留种效率降低幅度至少达到 30%。

市场持续关注农业部每月披露的能繁母猪存栏量。今年 10 月中旬以来，东北、华北地区非瘟疫情再次加剧，导致未来数月能繁母猪存栏企稳再生变数；此外，本轮周期补栏多以三元母猪为主，效率大幅下降，除非能繁母猪存栏量

环比呈现大幅正增长，否则无法扭转 1 年后生猪出栏量下降的趋势。

（三）主流上市猪企扩产优势突显

种猪、仔猪紧缺，大型生猪养殖企业补栏&扩产优势突显

- ① 各地补栏积极性上升，但市场普遍缺少种猪、仔猪，甚至有公司通过竞价方式对外销售；
- ② 大型生猪养殖企业在补栏、扩产方面优势突显；
 - ✓普通养殖户无猪可补，甚至大集团合作农户也面临无猪可补的局面；
 - ✓仔猪、种猪价格持续攀升，普通养殖户无力回归养猪行业；
 - ✓由于前期损失惨重，资金压力相当大；
 - ✓疫苗尚未推出，养殖户审慎对待复产。
- ③ 疫苗推出可能小，生物安全防控成重中之重。

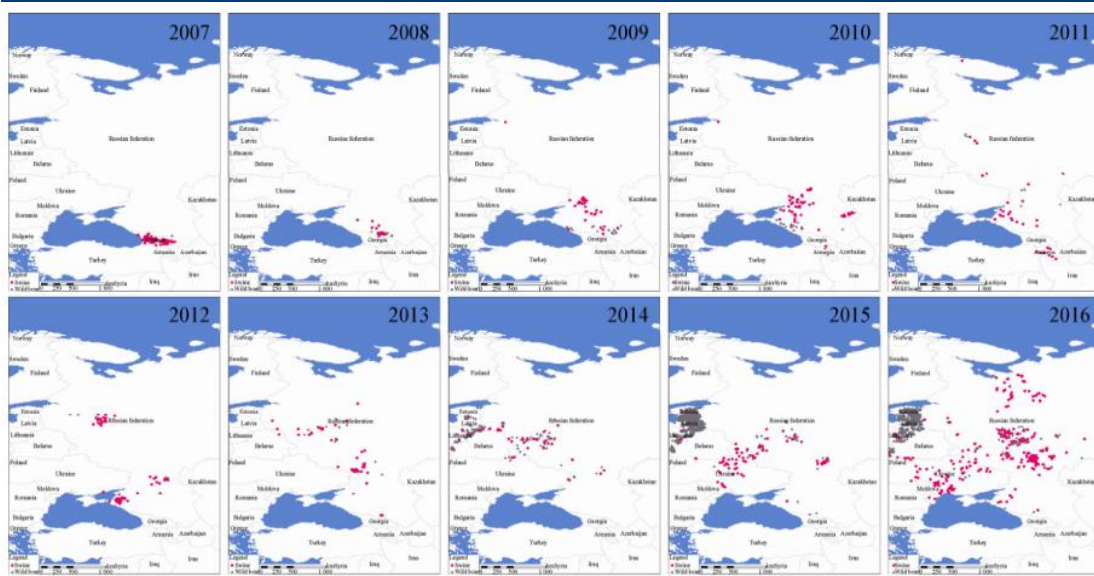
（四）俄罗斯非瘟复盘：规模场集中度快速提升

1、非瘟疫情已持续流行 13 年

2007 年以前，ASF 疫情主要局限于非洲和意大利撒丁岛地区。2007 年 4 月，离俄罗斯较近的格鲁吉亚波季港出现首发病例；同年 12 月，俄罗斯毗邻格鲁吉亚的河谷附近发现 5 头感染 ASF 的病死野猪，至此 ASF 开始在俄罗斯境内传播，且直至今日尚未被根除。

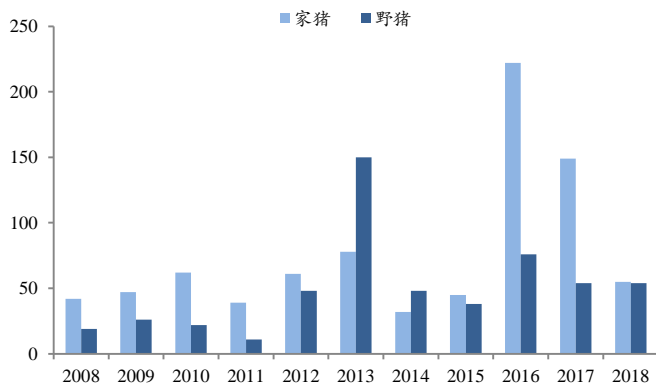
由于俄罗斯家猪大多散养，主要通过和野猪接触而感染。2007-2019 年，疫情整体由南部向中部、西北方向传播，此后疫情从南部高加索地区蔓延至俄罗斯的西北和东部，覆盖 40 个行政区域，累计发生 ASF 疫病 1400 起，其中，家猪 836 起。家猪方面：2007-2015 年发生疫病 39-78 起；2016 年发生 222 起，为历史最高；2019 年快速降至 3 起。

图表 12 俄罗斯境内 ASF 蔓延趋势



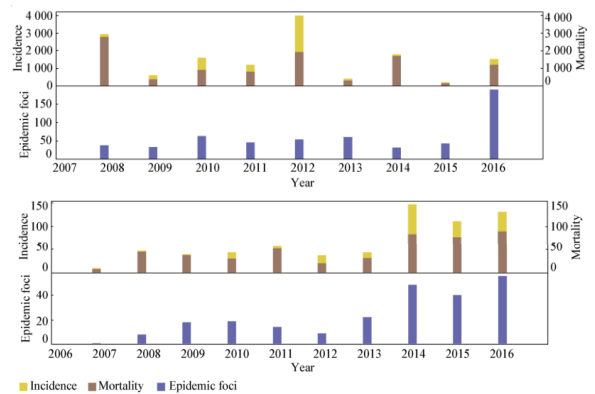
资料来源：RUPP，华创证券

图表 13 2008-2019 年俄罗斯 ASF 发生数量



资料来源: PIC, 华创证券

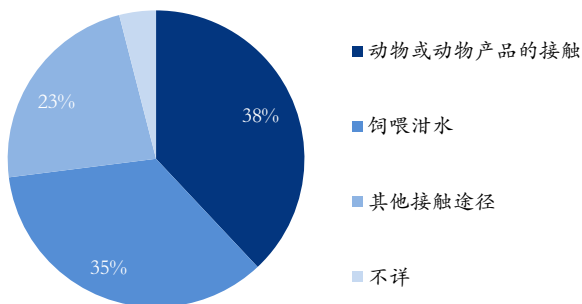
图表 14 2006-2016 俄罗斯非瘟疫点、发病、死亡数



资料来源: RUPP, 华创证券

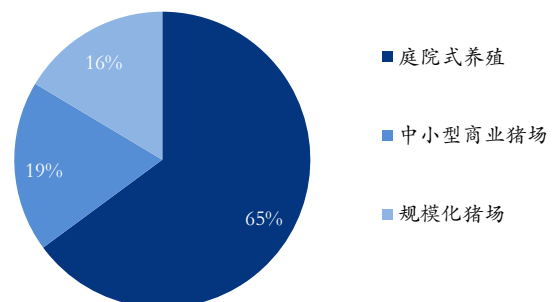
疫病传播的风险因素较多，病毒传播途径广泛。污染的饲料、泔水、猪肉产品的移动以及与感染野猪的密切接触是疫情扩散的主要原因。庭院式养殖与中小型商业猪场生物安全水平较低，容易受到 ASF 和其他病原的入侵。自 2007 年以来，俄罗斯发生的 ASF 疫情中，庭院式养殖发生疫情占总发病数的 63.2%，中小型商业猪场发生疫情占比 18.2%，规模化专业猪场发生的疫情占比 16%。

图表 15 俄罗斯非洲猪瘟传播途径



资料来源: FAO, 华创证券

图表 16 俄罗斯非洲猪瘟发生场景



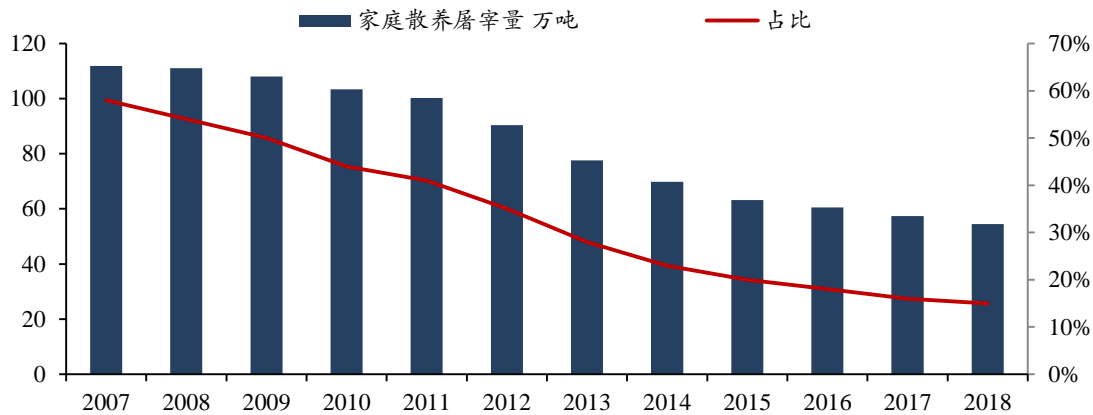
资料来源: RUPP, 华创证券

2、非瘟导致猪业养殖模式巨变，规模化程度快速提升

ASF 的冲击导致庭院散养模式和中小型商业猪场的占比急剧减少，规模化养殖比重快速提升。2005-2018 年期间，规模化养殖出栏生猪比重由 28% 提升至 86%，猪肉产量由 42 万吨增长至 319 万吨；家庭养殖户出栏猪比重从 72% 下滑至 14%，猪肉产量从 110 万吨回落至 52 万吨。规模化养殖不仅弥补了散养户养殖量下降带来的生猪缺口，还提升了全国猪肉的总产量。

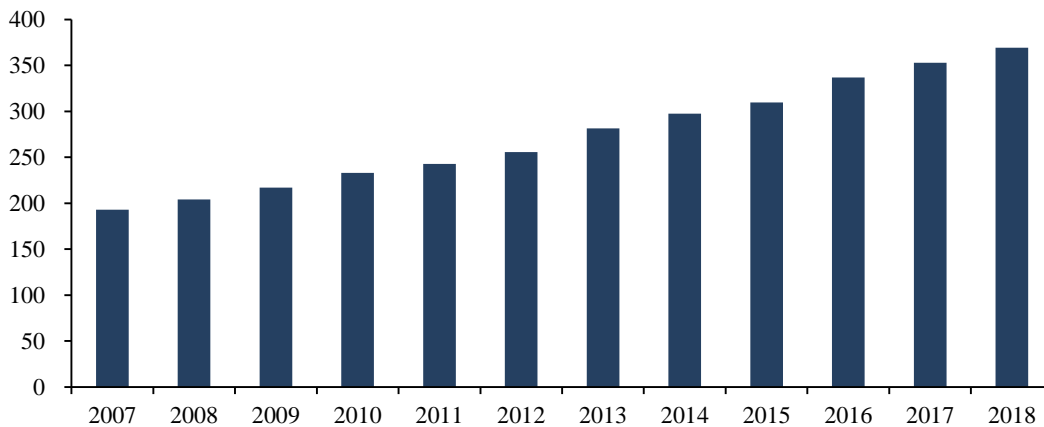
由于地方性政策规定在某些地区和高生物安全等级的大型商品化农场附近禁止后院养殖，且随着农村人口老龄化加剧以及农村投资量减少，年轻劳动力向城市转移，ASF 的传播在一定程度上阻碍了散养户生猪生产，其占比有望进一步下降。

图表 17 2007-2018 俄罗斯生猪散养户产量及占比



资料来源: PIC, 华创证券

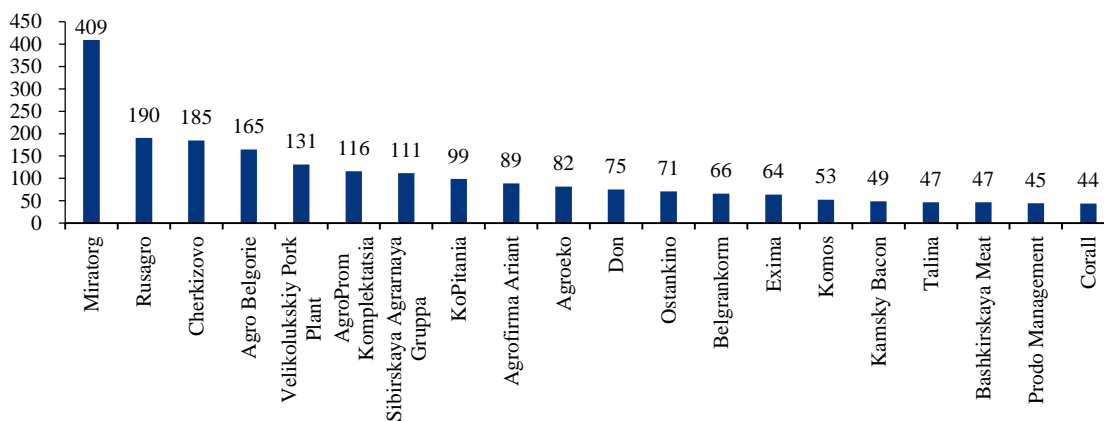
图表 18 2007-2018 年俄罗斯猪肉产量 (单位: 万吨)



资料来源: PIC, 华创证券

俄罗斯国内猪肉生产实业控股模式逐渐占据绝对主导地位。2016 年俄罗斯前 20 强猪肉厂商屠宰活猪重量合计为 213.6 万吨, 占全国比重为 75.74%, 集中度仍有望进一步提升。

图表 19 2016 年俄罗斯 TOP20 猪肉厂商屠宰活猪重量 (单位: 千吨)



资料来源: USDA, 华创证券

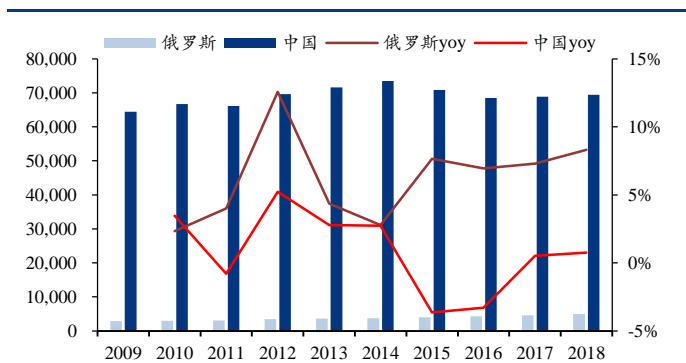
3、养殖模式切换但非瘟防控形式依然严峻

① 俄罗斯整体养殖密度仍然较低

政府进口禁令&产业扶持等措施带动大企业快速持续扩张，助推俄罗斯国内生猪产能持续提升，2007年至2018年，生猪出栏量从2626.3万头提升至4950万头，年复合增速5.93%。

若按照出栏数量/国土面积测算，2018年俄罗斯养殖密度约为2.9头/平方公里，相较之下中国养殖密度为72.3头/平方公里；分地区来看，俄罗斯出栏量最高、养殖密度最大的中央联邦区养殖密度也仅为15.7头/平方公里，相较之下中国出栏量最高的四川、河南两省养殖密度则分别为142.5头/平方公里、359.6头/平方公里；若按照出栏数量/可耕地面积测算，2018年俄罗斯养殖密度约为34.9头/平方公里，相较之下中国养殖密度为513.9头/平方公里。可见俄罗斯整体养殖密度仍处于相对较低水平。

图表 20 俄罗斯与中国生猪出栏量及同比(万头, %)

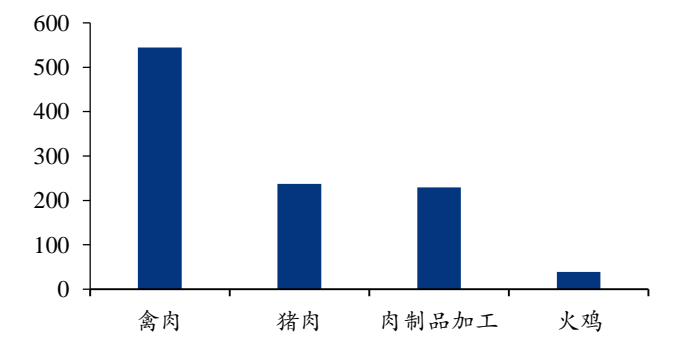


资料来源: 公司公告, 华创证券

② 一体化猪场无法彻底隔绝非瘟疫情

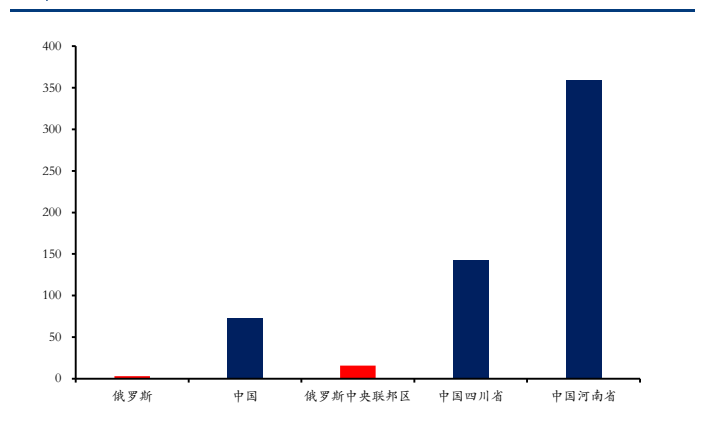
切尔基佐沃集团 (Cherkizovo) 快速扩张。切尔基佐沃集团目前是俄罗斯最大的多样化肉类生产商 (包括禽肉、猪肉和肉制品加工等)，旗下包括8家肉类加工厂、19家养猪主体、9家家禽生产综合企业、9家饲料厂、1家火鸡生产厂和超过29万公顷的农地。目前公司位列俄罗斯第1大禽肉生产商、第2大猪肉生产商和第3大火鸡生产商。

图表 22 2018年 Cherkizovo 各肉类板块产量(万吨)



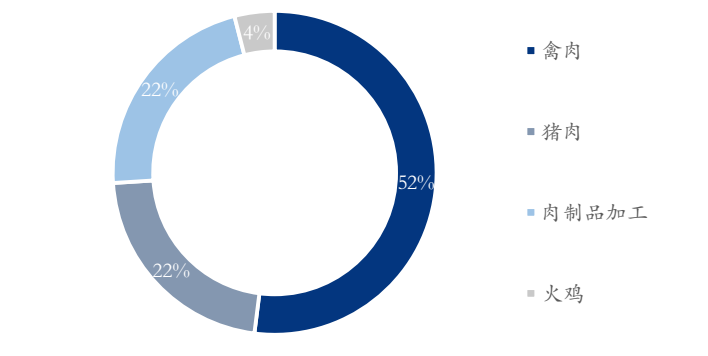
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 21 中俄及部分主产区养殖密度对比(头/平方公里)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 23 2018年 Cherkizovo 各肉类板块占比

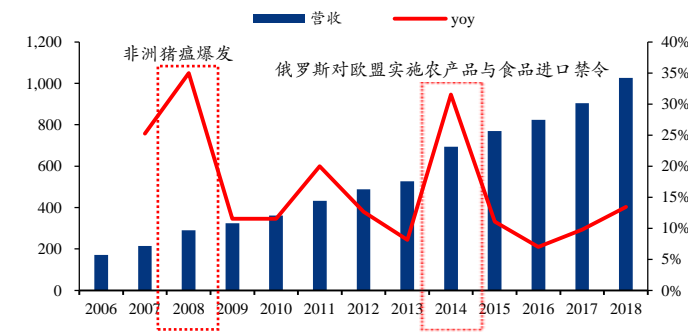


资料来源: 公司公告, 华创证券

2007-2018年, 公司营收从215亿卢布增长至1026亿卢布, 年复合增速15.27%; 净利润从15.75亿卢布增长至120.04

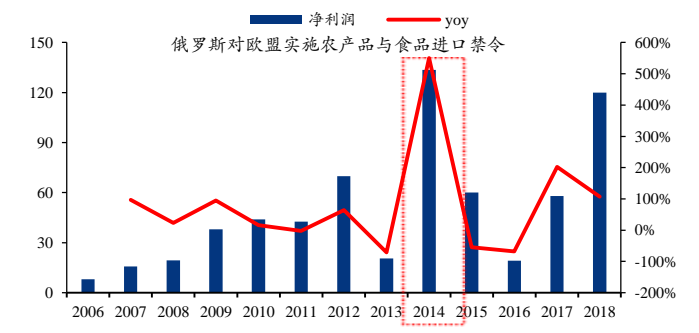
亿卢布，年复合增速 20.28%；猪肉年销量从 2.8 万吨增长至 23.7 万吨，年复合增速 21.43%，市占率从 1.7% 提升至 7.3%（以俄罗斯猪肉产量为统计口径）；此外，公司生猪出栏均重和料肉比等指标均得到大幅改善。

图表 24 Cherkizovo 历年营收及增速 (亿卢布, %)



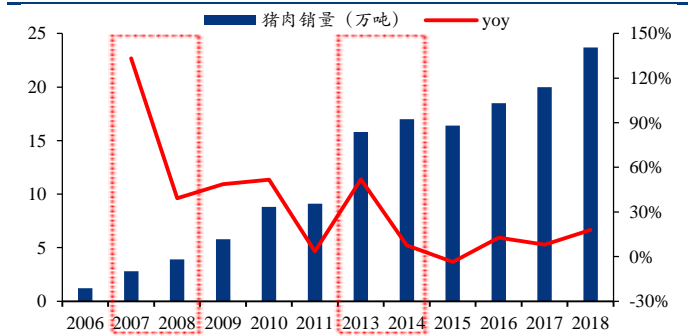
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 25 Cherkizovo 历年净利润及增速 (亿卢布, %)



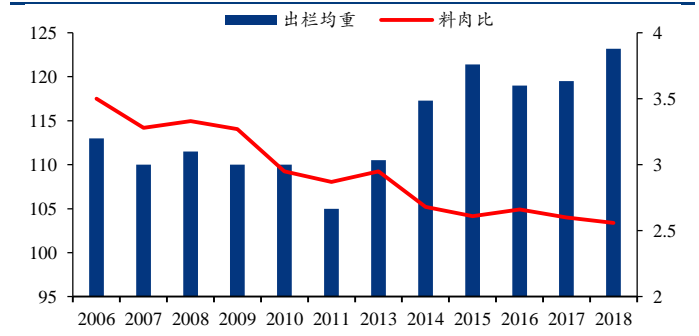
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 26 Cherkizovo 历年猪肉产量及增速 (万吨, %)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 27 Cherkizovo 历年生猪出栏均重及料肉比 (kg)



资料来源: 公司公告, 华创证券

俄罗斯一体化企业养殖场的养殖模式类似国内自繁自养模式，2007 年非洲猪瘟爆发后，俄罗斯主要精力集中于大型猪场，工业化生产得到快速发展。目前俄罗斯 90% 以上的一体化企业养殖场都达到最高等级的生物安全四级，猪场的所有资源均来源于本一体化公司内部，保证与外界隔绝联系。

图表 28 俄罗斯猪场生物安全四级防控级别

等级	分级标准	备注
第一等级	所有散养的家庭养殖户	生物安全级别最低
第二等级	圈养方式的家庭养殖户	不能饲喂泔水，与第一个等级的散户没有任何联系
第三等级	圈养方式的猪场	饲养员只在一个猪场工作，不能到另一个猪场工作； 除了饲养员可以接触动物，其他人员都不能接触；外面人员不接触场内人和物品； 与其他猪场距离超过 500m；猪场人员进入猪场需要换衣服和鞋； 猪场过去一段时间内没有规定的病，不同的猪病有不同的时间规定。
第四等级	在满足第三等级要求情况下，猪场的所有资源来源于本一体化公司内部，与外界没有任何联系	所有饲料是高温处理过的颗粒料； 所有工作人员进入猪场换一次性服装和鞋，消毒，洗澡、洗手； 人员和运输物料、运猪等车辆不能混用，专门服务于该猪场； 等级为 4 的猪场可以继续 在 ASF 疫区进行生产并向其他地区销售产品。

资料来源: 中国畜牧业协会猪业分会《俄罗斯非洲猪瘟防控经验考察》，华创证券

图表 29 Cherkizovo 猪场部分设施



资料来源：Cherkizovo，华创证券

通过分析俄罗斯非瘟疫情流行趋势，我们认为，从疫情防控角度来看，养殖模式差异并非防非控非的万能钥匙，猪场的软硬件水平才是企业致胜的关键。对于养殖企业，生物安全防控做到尽可能完善，除了硬件上有刚性标准外，对于生产流程和管理水平的要求同等重要。过去数年，生物安全等级最高的 TOP3 养殖企业均爆发不同频次的非瘟疫情，而且都集中在养殖密度相对更高的主产区（中央联邦区）。

图表 30 俄罗斯 TOP3 养猪企业爆发疫情一览

时间	养猪企业	爆发区域	备注
2015 年 1 月 2 日	Cherkizovo	中央联邦区沃罗涅日州	育肥场
2015 年 1 月 2 日	Cherkizovo	中央联邦区奥廖尔市	育肥场
2016 年 9 月 19 日	Cherkizovo	中央联邦区利佩茨克地区	母猪场
2017 年 9 月 5 日	Rusagro	中央联邦区贝尔戈罗德地区	损失 2000 吨猪肉
2017 年 12 月 8 日	Miratorg	中央联邦区贝尔戈罗德地区	
2018 年 7 月 16 日	Rusagro	中央联邦区贝尔戈罗德地区	母猪场发病，扑杀 1.25 万头猪

资料来源：GlobalMeatnews，Feedstuffs，Rusagro，华创证券整理

我们认为，对标俄罗斯，对国内养殖企业来讲，随着全行业的复养补栏推进，在养殖密度逐步恢复的背景下，如何从软硬件不同维度全方位提升猪场的生物安全防护水平，同样需要持续、连贯地重视并贯彻落实。

（五）我国政府持续大力支持“公司+农户”模式

“公司+农户”生猪养殖模式，能够在很大程度上帮助公司解决畜禽养殖用地的获取难题，并通过轻资产的模式实现快速扩张；另一方面能够帮助农户提高养殖水平，促进农民再就业，实现农民创收。因此作为解决三农问题的一个重要抓手，获得从中央到地方政策的持续支持。

早在 2000 年，农业部、国税总局、财政部等八部委就联合下发文件《关于扶持农业产业化经营重点龙头企业的意见》，要求积极探索和逐步建立龙头企业与农户多种形式的风险共担机制，企业可采取合作制或股份合作制形式，使农户与龙头企业结成经济利益共同体，共同抵御和规避市场风险。2006 年，农业部等八部委印发《关于加快发展农业产业化经营的意见》，要求认真总结推广“龙头企业+合作组织+农户”和“农产品行业协会+龙头企业+合作组织+农户”的经验；2010、2013 年国税总局则分别发文对“公司+农户”经营模式企业减免企业所得税、增值税。

进入 2019 年，中央一号文件更是明确提出要落实扶持小农户和现代农业发展有机衔接的政策，完善“农户+合作社”、“农户+公司”利益联结机制。在中央政策示范下，重庆、山东、江西、黑龙江、河南等地也陆续推出针对性的指引性措施，鼓励和重点扶持“公司+农户”养殖模式，促进生猪业健康快速生产发展。

2019年12月10日，农业农村部在四川绵阳召开大型生猪养殖企业帮带中小养殖场户发展座谈会。会议指出，大型生猪养殖企业要充分发挥自身优势，通过“公司+农户”、托管租赁等方式，带动中小养殖场户升级改造防疫设施，健全防疫制度，以大带小，以点带面，实现企业和中小养殖场户互促互进的双赢。

图表 31 部分中央及地方支持“公司+农户”发展政策统计

时间时间	部门	文件	政策核心内容
2019年9月11日	国务院办公厅	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	发挥龙头企业和专业合作经济组织带动作用，通过统一生产、统一营销、技术共享、品牌共创等方式，与中小养猪场（户）形成稳定利益共同体
2019年2月21日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于促进小农户和现代农业发展有机衔接的意见》	完善农业产业化带农惠农机制，支持龙头企业通过订单收购、保底分红、二次返利、股份合作、吸纳就业、村企对接等多种形式带动小农户共同发展
2019年2月19日	国务院	中央一号文件	落实扶持小农户和现代农业发展有机衔接的政策，完善“农户+合作社”、“农户+公司”利益联结机制
2017年10月26日	农业部、发改委、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局等六部委	《关于促进农业产业化联合体发展的指导意见》	要完善利益共享机制，提升产业链价值，促进龙头企业、农民专业合作社和家庭农场互助服务，探索成员相互入股、组建新主体等联结方式，实现深度融合发展
2017年6月7日	国务院	《国务院关于支持农业产业化龙头企业发展的意见》	建立和完善龙头企业与农户的利益联结机制，使农民通过产业化经营真正得到实惠
2017年5月31日	中共中央办公厅、国务院	《关于加快构建政策体系培育新型农业经营主体的意见》	加快培育新型农业经营主体，加快形成以农户家庭经营为基础、合作与联合为纽带、社会化服务为支撑的立体式复合型现代农业经营体系
2013年2月6日	国税总局	《关于纳税人采取“公司+农户”经营模式销售畜禽有关增值税问题的公告》	对采用“公司+农户”经营模式从事畜禽饲养（即公司与农户签订委托养殖合同，向农户提供畜禽苗、饲料、兽药及疫苗等（所有权属于公司），农户饲养畜禽苗至成品后交付公司回收，公司将回收的成品畜禽用于销售），纳税人回收再销售畜禽，属于农业生产者销售自产农产品，应根据《中华人民共和国增值税暂行条例》的有关规定免征增值税
2010年7月9日	国税总局	《国家税务总局关于“公司+农户”经营模式企业所得税优惠问题的通知》	对以“公司+农户”经营模式从事农、林、牧、渔业项目生产的企业，可以按照《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条的有关规定，享受减免企业所得税优惠政策
2009年2月1日	国务院	中央一号文件	中央和地方财政增加农业产业化专项资金规模，重点支持对农户带动力强的龙头企业开展技术研发、基地建设、质量检测。
2006年10月1日	农业部、发改委、财政部、商务部、人行、国税总局等八部委	《关于加快发展农业产业化经营的意见》	进一步扩大农民专业合作社试点范围，认真总结推广“龙头企业+合作组织+农户”和“农产品行业协会+龙头企业+合作组织+农户”的经验
2006年2月21日	国务院	中央一号文件	要着力培育一批竞争力、带动力强的龙头企业和企业集群示范基地，推广龙头企业、合作组织与农户有机结合的组织形式，让农民从产业化经营中得到更多的

时间时间	部门	文件	政策核心内容
			实惠
2004年2月20日	国务院	中央一号文件	对龙头企业为农户提供培训、营销服务，以及研发引进新品种新技术、开展基地建设和污染治理等，可给予财政补助
2001年9月29日	国务院办公厅转发国务院西部开发办	《关于西部大开发若干政策措施实施意见的通知》	对西部特色农业、节水农业、生态农业发展在信贷方面给予支持，扶持一批有发展前景、带动作用强、以公司加农户为经营方式的龙头企业
2000年10月8日	农业部、国税总局、发改委、财政部等八部委	《关于扶持农业产业化经营重点龙头企业的意见》	要积极探索和逐步建立龙头企业与农户多种形式的风险共担机制，通过订立合同等形式，形成稳定的购销关系，提高抵御市场风险的能力。企业可以采取合作制或股份合作制的形式，使农户与龙头企业结成经济利益共同体，共同抵御和规避市场风险
2019年11月18日	重庆市		对接引进生猪龙头企业，采取公司+农户的模式发展适度规模养殖，提高规模养殖比例
2019年11月5日	山东省	《关于稳定生猪生产促进转型升级的实施意见》	发挥农业产业化联合体、龙头企业和专业合作经济组织带动作用，建立稳定的利益联结机制，将中小养猪场户纳入现代产业体系。加快建立以大型规模场、种猪场为引领，适度规模场为主体，家庭牧场为补充的生猪标准化生产格局，切实增强综合生产能力
2019年10月29日	辽宁省	推进生猪产业转型升级座谈会	积极推进生猪养殖项目建设和投产，加快形成有效产能。同时带动普通养猪户，推进小农户与现代农业发展有机衔接
2019年10月24日	江西省赣州市	《关于加快推进生猪产业发展保障市场供应的实施意见》	大力推行“公司+合作社+农户”养殖模式，依靠龙头企业带动产业发展，化解养殖风险
2019年10月17日	安徽省	《稳定生猪生产促进转型升级的实施意见》	发挥龙头企业和专业合作经济组织带动作用，与中小养猪场（户）形成稳定利益共同体
2019年10月8日	云南省	《关于加强非洲猪瘟防控促进生猪生产保障市场供应的实施意见》	鼓励龙头企业采取收购、入股、合作、代管等形式，改造提升传统养猪场，优化生产经营结构
2019年9月27日	河南省	《关于加快稳定生猪生产保障市场供应的通知》	鼓励支持农业产业化龙头企业、农民专业合作社等新型经营主体将规模以下养猪场（户）纳入现代化养殖体系，推进规模以下养猪场（户）规范发展
2019年9月19日	黑龙江省	《关于稳定生猪生产保障市场供应的通知》	加快推进生猪产业转型升级，实施龙头企业牵动，探索推广股份制合作、建立合作社等形式，鼓励支持散户、中小养殖户向适度规模养殖发展
2017年12月1日	黑龙江省	《生猪养殖重点扶持模式和办法》	重点扶持采用“种猪养殖场+农户”养殖模式，新建符合标准的存栏基础母猪5000头以上，且存栏育肥猪5万头以上，年可出栏生猪10万头以上的养殖项目

资料来源：农业农村部、国税总局等官网，华创证券整理

三、生产性生物资产爆发式增长，生物安全防控全面升级

（一）公司养殖模式：自繁自养、“公司+农户”相结合

公司生猪养殖业务的主要经营模式包括自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式。

1、公司自繁自养模式是指以自营方式，管理和经营猪场，该模式包括自建繁殖场或全程自繁自养场两种：

① 繁殖场模式：即公司自建猪场，通过引种、配种最后达到母猪分娩仔猪，将出生仔猪饲养到保育仔猪阶段进而上市，主要上市种猪、保育仔猪、断奶仔猪；

② 自繁自养模式：即在繁殖场模式的基础上，将出生仔猪从哺乳、保育、生长、育肥饲养到肥猪出栏的全程阶段饲养管理模式，主要是上市育肥猪。

2、“公司+农户”合作模式，根据公司自繁自养的成熟管理模式，将肥猪养殖业务链进行拆分，构建与农户（农场主）合作养殖、分工协作的新型业务模式。公司承担饲料、仔猪、兽药疫苗等原料的统一采购和供应、养殖技术的输出、肥猪的销售等工作；农户（农场主）承担猪场建设、肥猪饲养管理等工作。公司与农户（农场主）根据权责对等原则，结算成本和收益，各负其责，各享其利，在肥猪养殖业务上形成紧密的长期合作业务形态。

图表 32 生猪养殖模式优缺点对照表

	自繁自养模式	“公司+农户”模式
优势	公司制定统一的猪场建设标准及养殖设备，生猪养殖机械化程度能大大提高，实现自动化的生产工艺，养殖环境得到明显改善；	轻资产运作，公司资金投入少，模式容易复制，可实现生猪规模快速扩张
	公司严格实施统一管理，易于控制质量及生产指标	养户严格按照公司要求自建猪舍，自主经营，容易激发养户的猪场管理责任心，降低委托代理风险
	公司制定统一的疾病防疫标准，可较大幅度地杜绝疾病的传播；	盘活农村地区闲置土地资源，增加就业，容易获得政府支持
风险	异地管理风险	养殖户的道德风险，在市场猪价高于约定回收价时，可能会有养户偷卖肥猪的情况
	对资金各方面要求很高，实现生猪规模快速扩张具有一定障碍	市场风险，在市场生猪价格低于约定回收价格时，公司可能面临猪价倒挂的市场风险

资料来源：公司公告，华创证券

（二）种猪资源充足，生产性生物资产爆发式增长

1、GGP、GP 存栏约 15 万头

公司继续致力于发展规模化养殖猪场，通过对核心猪场、扩繁场和商品场三级猪场的构建，形成了“育种—繁育—养殖”完整的生猪养殖产业链，有利于降低养殖成本。公司高度重视生猪育种工作，建立了完善的生猪育种体系。

① 公司拥有 300 余人的专业育种团队，所有现场测定人员均经过国家畜牧总站种猪生产性能测定培训，持证上岗；

② 公司采用意大利原装进口活体背膘测定仪 Mylab™ Touch Vet，可活体检查种猪背膘厚度、眼肌面积等指标；奥斯本测定站可测定每头猪每天的采食量和日增重等性状，从而提高选种选育效率。公司采用国内先进的育种管理系统，可根据实际要求进行定制，利用互联网、大数据进行数据分析与选留，大大加快了遗传进展；

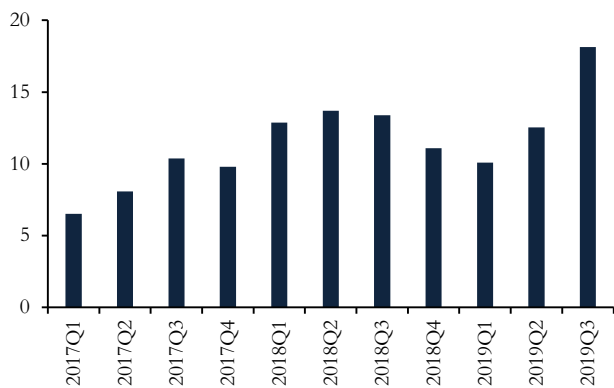
③ 公司下辖 8 个生猪核心育种场（含 3 个国家级生猪核心育种场），3 个纯种扩繁场，拥有 GGP、GP 种猪合计约 15 万，分布于湖北、江西、安徽、四川等地。公司核心群大白猪每年每头母猪提供断奶仔猪数等性能指标明显优化，

为生猪生产性能提高奠定基础。

2、生产性生物资产爆发式增长

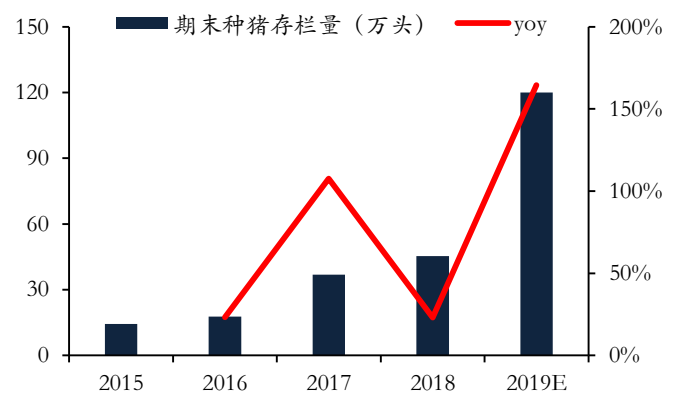
今年9月末公司生产性生物资产账面价值18.1亿元，环比大增44.7%，同比大增35.5%，生产性生物资产大增是由于公司加大母猪繁育规模，母猪存栏增加所致，9月末公司存栏母猪65.3万头，其中，能繁母猪35.2万头，后备母猪30.1万头。根据公司此前发布的生产经营情况自愿披露公告，2019年底公司母猪存栏将达到120万头左右，其中，能繁母猪约50万头，后备母猪约70万头，我们预计有望保证2020年1100-1300万头出栏量。

图表 33 公司生产性生物资产价值，百万元



资料来源：公司公告，华创证券

图表 34 公司种猪存栏量走势图



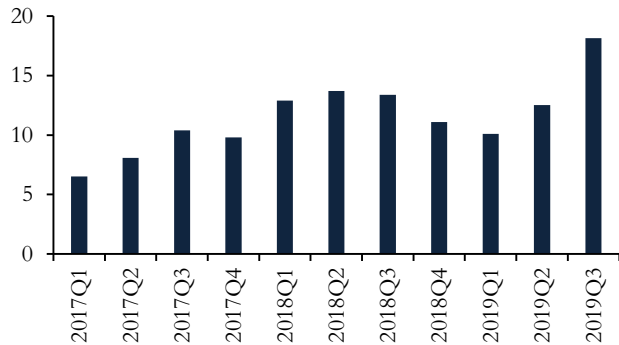
资料来源：公司公告，华创证券

图表 35 上市猪企生产性生物资产对照表

亿元	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3	2017Q2	2017Q1
温氏股份	38.4	32.8	32.58	35.97	36.17	35.24	33.66	32.05	31.47	32.92	32.99
牧原股份	28.4	17.7	13.40	14.61	14.24	15.02	16.34	14.02	12.55	13.55	13.31
正邦科技	18.1	12.5	10.09	11.09	13.38	13.69	12.88	9.80	10.38	8.09	6.51
天邦股份	6.2	3.8	4.02	5.15	5.28	4.85	4.17	3.60	3.03	2.53	2.12
新希望	9.9	5.9	4.65	5.18	5.30	5.28	4.83	4.78	5.16	5.17	5.33
新五丰	0.5	0.7	0.59	0.56	0.55	0.45	0.43	0.41	0.39	0.39	0.37
金新农	0.7	0.8	0.34	0.39	0.28	0.32	0.32	0.29	0.51	0.72	0.73
傲农生物	1.8	1.2	1.07	0.84	0.79	0.68	0.62	0.59	0.48	0.51	0.00
唐人神	1.0	1.0	1.19	1.18	1.36	1.40	1.30	1.26	1.17	1.12	1.10
天康生物	0.8	0.6	0.50	0.73	0.73	0.65	0.66	0.67	0.72	0.66	0.63

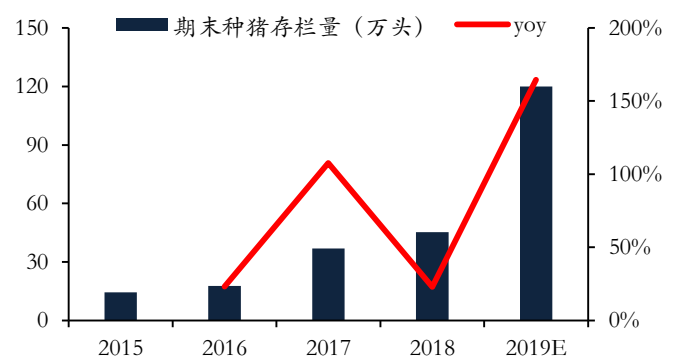
资料来源：公司公告，华创证券

图表 36 公司生产性生物资产价值, 百万元



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 37 公司种猪存栏量走势图



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 38 2020 年生猪出栏量预测表

年份	报告期末种猪存栏 (万头)	次年生猪出栏量 (万头)	次年生猪出栏量/期末种猪存栏
2015	14.4	226	15.7
2016	17.8	342	19.3
2017	36.9	554	15.0
2018	45.4	570	12.6
2019E	120.0	1,200	10.0

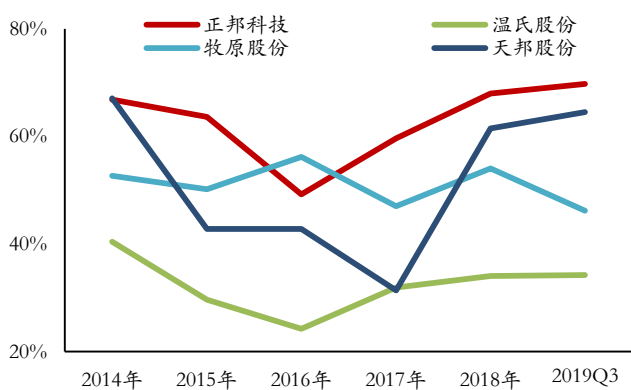
资料来源: 公司公告, 华创证券

(三) 全力以赴扩大生猪养殖规模

公司全力以赴扩大生猪养殖规模。在新增产能方面, 公司通过并购、新建、改扩建等多种方式, 有节奏地增加繁殖场、自繁自养场、育肥场的数量和规模, 增加合作农户、合作农场主的规模和数量, 与公司母猪存栏有效匹配, 确保公司养殖规模的有序合理增长, 抓住生猪养殖行业集中度快速提升的历史机遇, 做强做大生猪养殖业务。

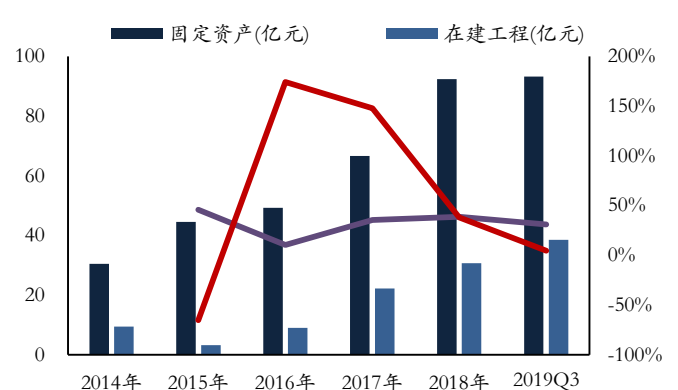
2014 年至 2019 年三季度末, 公司固定资产余额由 30.52 亿元大幅攀升至 93.21 亿元, 在建工程由 9.41 亿元大幅攀升至 38.47 亿元; 2015-2018 年, 种猪存栏量由 14.4 万头上升至 45.4 万头, 今年三季度末进一步攀升至 65.3 万头。随着生猪养殖产能的快速提升, 公司生猪出栏量由 2014 年 146 万头攀升至 2018 年 554 万头, 今年全年有望达到 550-600 万头, 公司育肥猪占比也不断提升, 已从 2014 年 35.3% 大幅提升至 2018 年 85.1%。

图表 39 资产负债率对照图



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 40 固定资产和在建工程走势图



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 41 公司产能及出栏扩张表

	2014	2015	2016	2017	2018
固定资产（亿元）	30.5	44.5	49.2	66.6	92.4
固定资产 yoy	40.10%	45.9%	10.5%	35.5%	38.6%
在建工程（亿元）	9.4	3.3	9.0	22.3	30.7
在建工程 yoy	36%	-65.1%	173.9%	147.6%	38.1%
固定资产+在建工程（亿元）	39.9	47.8	58.2	88.9	123.1
（固定资产+在建工程）yoy	39.10%	19.7%	21.7%	52.8%	38.5%
种猪存栏（万头）		14.4	17.8	36.9	45.4
生猪出栏量（万头）	146.0	157.9	226.5	342.3	554.0
种猪	26.9%	5.6	3.7	7.1	8.8
仔猪	11.5	39.0	119.7	37.0	74.0
育肥猪	51.5	113.4	103.0	298.1	471.2
种猪占比	83.0	3.5%	1.6%	2.1%	1.6%
仔猪占比	7.9%	24.7%	52.9%	10.8%	13.4%
育肥猪占比	35.3%	71.8%	45.5%	87.1%	85.1%
固定资产（亿元）	30.5	44.5	49.2	66.6	92.4

资料来源：公司公告，华创证券

非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐。2019 年以来，公司向大股东定增近 10 亿元，拟发行不超过 16 亿元可转债，获得控股股东临时性借款额度 48 亿元，并向大股东转让非核心资产，专注生猪养殖业务，为公司生猪养殖业务中长期发展奠定坚实基础。

1、向大股东定增近 10 亿元。公司向江西永联农业控股（第一大股东）发行 59,876,049 股，发行价 16.58 元，实际募集资金净额 9.79 亿元，新增股份已于 2019 年 7 月 12 日上市，限售期 36 个月。募集资金用于：①烈山区古饶谷山村正邦存栏 1.6 万头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目，拟投入募集资金 2.24 亿元；②虞城正邦存栏 3.2 万头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目（一期），拟投入募集资金 2.21 亿元；③偿还银行贷款 5.47 亿元。

2、拟发行不超过 16 亿元可转债。募集资金将用于扩张生猪养殖业务和偿还银行贷款，包括：①潘集正邦存栏 1.6 万头母猪的繁殖场“种养结合”基地建设项目；②广西正邦隆安县振义生态养殖繁殖基地项目；③广安前锋龙滩许家 7PS 种养结合产业园；④上思正邦思阳镇母猪养殖场“种养结合”基地建设项目；⑤南华正邦循环农业生态园项目；⑥武定正邦循环农业生态园建设项目（一期）；⑦正邦高老庄（河南）现代农业有限公司年繁育 70 万头仔猪基地建设项目（一期）；⑧达州大竹文星龙门 7PS 繁殖场项目；⑨偿还银行贷款 8,846.97 万元。

3、公司获得控股股东临时性借款额度 48 亿元。2019 年 1 月 17 日、4 月 18 日、11 月 18 日，董事会三次审议通过《关于向控股股东借款暨关联交易的议案》，目前，公司向控股股东正邦集团临时性借款额度为不超过 48 亿元人民币，利率为同期银行贷款利率，用于短期内、临时性补充公司流动资金和归还银行贷款需求。

4、转让非核心资产，专注生猪养殖业务。公司将江西正邦作物保护有限公司 100%股权转让给江西永联（由公司实际控制人林印孙先生控股），股权转让总价 13.137 亿元，股权转让目的是，集中资源，专注生猪养殖产业链打造，提升行业竞争力。

（四）非瘟背景下，全面提升生物安全防护

在非洲猪瘟疫情背景下，猪场的生物安全防护成为影响猪场存亡的重要因素，公司高度重视猪场生物安全问题，全面审视自建饲料厂、自建猪场、合作养户猪场在生物安全防护的软硬件投入、制度及作业流程落地，全面提升猪场生物安全防护。公司从饲料厂、猪场管理、现代化猪舍及自动化养殖设备等多个层面提升生物安全防护保障力度。

公司设立了“三级生物安全洗消体系”，以各猪场为中心向外不同半径范围设置三层隔离点，各层级隔离点独立实施洗消防护程序，充分保障公司猪场的安全。在“三级生物安全洗消体系”的框架之下，公司严格管控猪场的物资往来，保障猪场的安全。公司也设置了覆盖全国各猪场的非洲猪瘟监测点，实行全时动态全覆盖监测。我们在草根过程中了解到，10月公司已全面梳理和调整 SOP，效果立竿见影，生物安全防护能力再上一个台阶。

图表 42 公司生物安全防护措施列表

	主要措施
饲料厂	车辆经过二级消毒处理后方可进入饲料生产基地，其他所有车辆，包括员工车辆、外来车辆等，均不能进入生产基地。
	所有人员进入生产基地，均需要经过人员消毒通道消毒后进入，外来人员和客户禁止进入生产基地。
	厂区每天执行严格的消毒措施，并禁养猫狗，做好驱鸟灭鼠等相关举措
	饲料加工工艺改善，除二次制粒外，出料温度高于 105 摄氏度
	严格品管检测，疫情严重区域的库存物料不允许调往其他地区使用，出厂饲料不得退回生产基地
	落实责任到人，并成立总部专职督导组实行定期监督检查
猪场	建立三级洗消制度。在距离猪场 5 公里外，建设三级消毒点，进行泡沫浸泡，在距离猪场 3 公里处建设二级消毒点，在距离猪场 500-1000 米处建设一级消毒点。二级消毒点外建设淘汰中转房，猪苗中转房，中转料塔，物品二级消毒房。门卫设置洗澡间、消毒房。
	车辆在外部清洗干净后，在三级消毒点进行泡沫清洗剂彻底浸泡，浸泡半小时后进行一次清洗，干燥后进行一次消毒，干燥半小时后，车辆进入相应的位置。淘汰猪进入淘汰中转房，专用猪苗车进入猪苗中转房。猪场出猪台到中转房之间设置中转淘汰车和中转猪苗车。中转车直接由总场出猪台拉到中转房，中转车返回时经过二级消毒点和一级消毒点方可返回，转猪完成后，车辆经消毒后停靠在总场出猪台旁，严禁进入猪场。饲料车经过三级消毒后，饲料转入中转料塔，通过场内料车由中转料塔转入到分场料塔。
	猪只转出时，由猪场内各分场出猪台赶入总场出猪台，或由场内专用车辆转入总场出猪台，由总场出猪台通过专用车辆运送到猪群中转房，通过中转房交接至外部车辆。引种时，种源场猪群经过检测合格后，经过三级消毒点、中转房、总场出猪台、进入隔离舍，由专人进行饲养，到场后 2 周内进行猪瘟检测。
	指导合作养户猪场比照自建猪场要求，实行批次封场管理，增加生物安全防护设施设备，公司根据实际情况给与一定的投资补贴。
现代化猪舍及自动化养殖设备	公司多数猪舍根据当地气候采用全封闭或半封闭建设工艺，配置自动喂料和自动清粪设备，能自主调节猪舍温度、湿度等。使用自动化程度水平高的现代化养殖设备和技术，一名饲养员可以管理 2500-3400 头肥猪（根据猪舍条件），而传统的猪舍劳动力成本越来越高，通过建设自动化水平较高的养殖设备和技术可以有效降低人力成本。现代化猪舍为生猪提供最佳生长环境，结合现代防疫技术，可以提升生猪健康水平，稳定生产业绩。

资料来源：公司公告，华创证券

四、盈利预测与投资建议

本轮非瘟疫情导致我国祖代种猪产能也严重受损，从曾祖代种猪到二元种猪育成需要 28 个月，产能恢复将是一个漫长的过程；目前市场所尝试的三元留种必将导致生产效率严重下滑，我国高猪价有望维持数年。

根据公司近两月月报，育肥猪出栏体重已从 9 月约 98 公斤大幅攀升至 10 月 111 公斤、11 月 115.28 公斤，该指标从

侧面反映公司非瘟防控取得很好的效果，根据 10、11 月出栏均价，我们可推算出公司每月生猪养殖净利达到或超过 5 亿元，公司经营拐点已现。

我们维持预计 2019-2021 年公司生猪出栏量 570 万头、1200 万头、1500 万头，对应收入 224.6 亿元、497.2 亿元、568.9 亿元，对应归母净利润 24.1 亿元、184.6 亿元、194.9 亿元，同比分别增长 1145.2%、666.3%、5.6%，对应 EPS0.99 元、7.55 元、7.97 元。生猪板块在盈利高点 PE 超过 10 倍，我们给予公司 2020 年 5 倍 PE，维持目标价 37.75 元，维持“强推”评级。

五、风险提示

生猪出栏不及预期；猪价上涨不及预期；

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,584	1,800	14,892	31,412
应收票据	9	9	20	23
应收账款	500	501	1,109	1,269
预付账款	235	214	346	413
存货	4,234	3,420	5,538	6,619
其他流动资产	426	432	957	1,097
流动资产合计	6,988	6,376	22,862	40,833
其他长期投资	27	30	30	30
长期股权投资	133	133	133	133
固定资产	9,236	10,118	11,586	12,904
在建工程	3,073	4,476	5,976	7,476
无形资产	346	257	231	208
其他非流动资产	1,523	1,470	1,562	1,674
非流动资产合计	14,338	16,484	19,518	22,425
资产合计	21,326	22,860	42,380	63,258
短期借款	3,694	3,894	3,894	3,894
应付票据	1,349	1,223	1,981	2,367
应付账款	1,668	1,440	2,332	2,787
预收款项	311	316	699	800
其他应付款	1,573	1,652	1,734	1,821
一年内到期的非流动负债	959	959	959	959
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	9,778	9,801	11,926	12,970
长期借款	3,345.00	2,845.00	2,345.00	1,845.00
应付债券	527.00	527.00	527.00	527.00
其他非流动负债	857	857	857	857
非流动负债合计	4,729	4,229	3,729	3,229
负债合计	14,507	14,030	15,655	16,199
归属母公司所有者权益	6,479	7,692	24,790	44,327
少数股东权益	341	1,138	1,935	2,732
所有者权益合计	6,819	8,830	26,725	47,059
负债和股东权益	21,326	22,860	42,380	63,258

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,676	3,956	17,878	20,216
现金收益	1,644	3,744	19,647	20,721
存货影响	-905	813	-2,118	-1,082
经营性应收影响	-170	-7	-751	-230
经营性应付影响	1,661	-271	2,115	1,030
其他影响	-554	-323	-1,015	-222
投资活动现金流	-3,148	-3,063	-4,125	-4,138
资本支出	-4,210	-3,131	-4,032	-4,025
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	1,062	68	-93	-113
融资活动现金流	1,648	-677	-661	442
借款增加	2,260	-300	-500	-500
股利及利息支付	-1,961	-3,934	-58,854	-62,149
股东融资	84	84	84	84
其他影响	1,265	3,473	58,609	63,007

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,113	22,461	49,719	56,892
营业成本	19,851	18,000	29,146	34,839
税金及附加	30	30	67	77
销售费用	736	810	827	868
管理费用	683	1,016	1,067	1,120
财务费用	329	401	100	0
资产减值损失	28	28	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-11	276	414	0
其他收益	22	0	0	0
营业利润	466	2,452	18,927	19,987
营业外收入	64	93	93	93
营业外支出	118	73	73	73
利润总额	412	2,472	18,947	20,007
所得税	11	64	490	517
净利润	401	2,408	18,457	19,490
少数股东损益	208	0	0	0
归属母公司净利润	193	2,408	18,457	19,490
NOPLAT	722	2,799	18,555	19,490
EPS(摊薄) (元)	0.08	0.99	7.55	7.97

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	7.3%	1.6%	121.4%	14.4%
EBIT 增长率	-5.3%	287.9%	562.9%	5.0%
归母净利润增长率	-63.2%	1145.2%	666.3%	5.6%
获利能力				
毛利率	10.2%	19.9%	41.4%	38.8%
净利率	1.8%	10.7%	37.1%	34.3%
ROE	5.9%	27.3%	69.1%	41.4%
ROIC	4.8%	15.5%	53.2%	36.0%
偿债能力				
资产负债率	68.0%	61.4%	36.9%	25.6%
债务权益比	137.6%	102.8%	32.1%	17.2%
流动比率	71.5%	65.1%	191.7%	314.8%
速动比率	28.2%	30.2%	145.3%	263.8%
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	1.2	0.9
应收账款周转天数	7	8	6	8
应付账款周转天数	29	31	23	26
存货周转天数	69	77	55	63
每股指标(元)				
每股收益	0.08	0.99	7.55	7.97
每股经营现金流	0.69	1.62	7.31	8.27
每股净资产	2.65	3.15	10.14	18.13
估值比率				
P/E	180	15	2	2
P/B	5.4	4.6	1.4	0.8
EV/EBITDA	56	24	5	4

农业组团队介绍

组长、首席分析师：王莺

英国布里斯托大学经济学硕士，CFA。曾任职于元大京华证券（香港）上海代表处、华泰柏瑞基金、民生证券。2015年加入华创证券研究所。2012年水晶球卖方分析师第五名。

助理研究员：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baopingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500