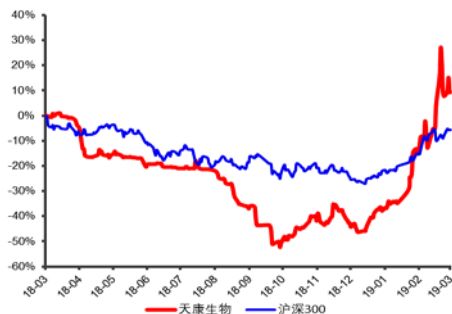


农林牧渔

## 天康生物: 市值明显低估, 养殖业务具爆发性

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(百万股): 963.41/963.41  
总市值/流通(百万元): 8227.48/8227.48  
12个月最高/最低(元): 10.90/3.65

### 相关研究报告:

证券分析师: 周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

### 报告摘要

**1、未来两年出栏高增长, 叠加猪价向好, 业绩爆发可期。**公司快速切入生猪养殖行业, 2015年通过整体上市将业务扩展至种猪繁育、生猪养殖, 2016年收购河南宏展70%股份增加30万头肥猪产能, 2018年发行可转债加快新疆和河南两省的产能布局。公司出栏高增长, 2018年预计出栏65万头, 2019年预计出栏100万头, 2020年预计出栏200万头。叠加非洲猪瘟和限运政策使产能去化加速, 未来两年猪价向好, 公司生猪养殖板块业绩爆发可期。

**2、养殖产业链完备, 多个业务具爆发性。**公司已建成养殖完整产业链, 各事业部协同互助, 多个业务具有爆发性。西北区饲料产量占全疆产量的1/3, 随着公司市占率提高和养殖量增长, 饲料销量将继续保持逆势增长; 猪瘟E2疫苗作为公司十年研发的独家成果, 2018年上市, 未来两年将迎来放量增长, 作为目前市场上唯一可鉴别诊断进而实现净化的猪瘟疫苗, 将成为公司动保业务的一大增长点。冠界生物一二期项目建成, 未来产品持续放量, 2018年已扭亏为盈。

### 盈利预测

给予“买入”评级。基于非洲猪瘟导致的产能快速去化, 猪价在高位停留的时间将比以往任何一轮周期都更久, 本轮猪周期的景气度将大超市场预期。在估值上, 公司头均市值明显低估, 同时高景气周期叠加公司出栏量快速增长, 预计公司2018/2019/2020年归母净利润为3.19/5.91/8.65亿, 对应EPS分别为0.33/0.61/0.90。

利用分部估值法, 养殖、动保、饲料三大板块目标市值合计135亿, 公司3月20日市值82亿, 市值增长空间64.63%, 以3月20日收盘价8.54元计, 目标价14.06元, 给予买入评级。

### 风险提示

1、饲料原料供给和价格风险, 原料价格上涨可能会对公司饲料板块经营业绩产生不利影响;

2、养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情, 对生猪养殖板块影响较大。若本公司生产基地区域发生严重的疫情, 将会对本公司的饲料产量及生产经营活动产生影响;

3、猪价异常波动将对公司生猪板块盈利影响较大, 生猪出栏量和板块盈利可能不达预期;

4、非瘟疫苗上市: 有效的非瘟疫苗上市将从根本上阻断非瘟疫情的传播, 产能去化进度将受影响, 猪价上涨可能不达预期。

**盈利预测和财务指标:**

	2017	2018	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4630.03	5272.12	6126.31	6912.48
(+/-%)	4.18%	13.87%	15.04%	12.83%
净利润(百万元)	407.15	318.66	591.00	864.71
(+/-%)	3.72%	-21.73%	55.28%	46.29%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.33	0.61	0.90
市盈率(PE)	19.21	25.88	14.00	9.49

资料来源: Wind, 太平洋证券 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、公司介绍：全产业链布局 .....	5
二、生猪养殖及屠宰加工业务 .....	6
(一) 供给：非瘟导致产能暴力式去化 .....	6
(二) 出栏高速，成本低位 .....	9
(三) 2020 年出栏目标准备 .....	12
(四) 屠宰加工及肉制品 .....	13
三、饲料：逆势增长 .....	14
(一) 我国饲料行业趋于成熟，行业竞争激烈 .....	14
(二) 立足新疆，布局全国 .....	15
三、动保业务 .....	16
(一) 高研发构筑高壁垒 .....	16
(二) 猪瘟 E2 疫苗放量在即，业绩具爆发性 .....	18
(三) 冠界生物：主攻禽苗，产品持续放量 .....	20
四、蛋白油脂业务 .....	22
五、盈利预测 .....	23
(一) 养殖 .....	23
(二) 动保 .....	23
(三) 饲料 .....	24
六、风险提示 .....	24

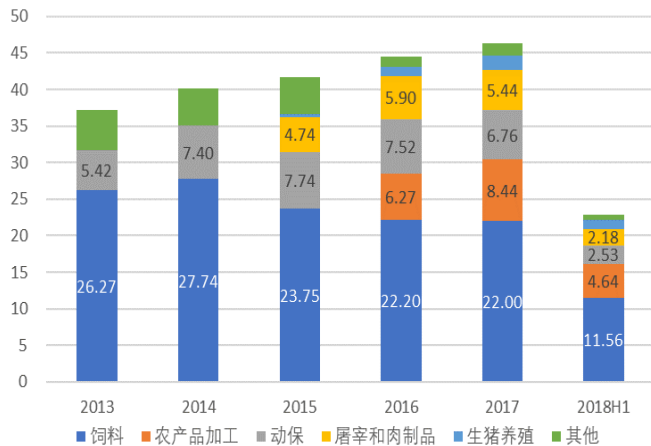
## 图表目录

图表 1 公司各主营业务收入 (亿)	5
图表 2 公司各业务的营收占比	5
图表 3 公司全产业链布局	5
图表 4 2013~2018 营收与 YOY	6
图表 5 2013~2018 归母净利及 YOY	6
图表 6 公司实际控制人及持股比例	6
图表 7 农业农村部和畜牧业协会监测的生猪存栏量	7
图表 8 协会监测的 2015 年至今的规模场能繁母猪存栏量	7
图表 9 规模场二元母猪销量与能繁母猪淘汰量变化	8
图表 10 规模场二元母猪销量与定点屠宰场能繁母猪淘汰量变化	8
图表 11 公司在养殖屠宰领域的布局	9
图表 12 公司生猪养殖板块营收 (亿)	9
图表 13 公司生猪出栏量 (万头)	9
图表 14 公司养殖产业主要子公司	10
图表 15 新疆和河南外三元生猪均价 (元/公斤)	10
图表 16 2017 年公司商品猪养殖完全成本	11
图表 17 新疆和东三省粮库玉米收购平均价 (元/吨)	11
图表 18 公司生猪养殖各环节协同	12
图表 19 公司发行可转债募投项目	13
图表 20 公司国外营收增长情况及毛利率	14
图表 21 2012 年起我国饲料产量增速趋稳	15
图表 22 中国饲料企业数量逐渐减少	15
图表 23 公司饲料销量及 YOY	15
图表 24 2017 年公司饲料销量构成	15
图表 25 2016 年各省饲料企业数量	16
图表 26 2016 年各省平均每家饲料厂的年产量 (吨)	16
图表 27 公司疫苗系列及产品	16
图表 28 制药事业部所获定点资质	17
图表 29 公司研发费用及占比	18
图表 30 2014~2017 研发人员占比	18
图表 31 公司动保业务毛利率	18
图表 32 2013~2018H1 公司动保业务营收 (亿)	18
图表 33 猪瘟病毒蛋白构成	19
图表 34 传统猪瘟兔化弱毒苗与猪瘟 E2 亚单位疫苗对比	19
图表 35 猪瘟 E2 疫苗具有鉴别诊断功能	20
图表 36 2019 年全球高致病性禽流感疫情地图 (截止三月初)	21
图表 37 重组禽流感病毒三价灭活疫苗公司目录	21
图表 38 冠界生物历年营收 (万)	22
图表 39 2018 年冠界生物净利润转正 (万元)	22
图表 40 公司蛋白油脂业务加工规模	22
图表 41 豆粕、菜粕、棉粕的价格走势	23
图表 42 可比公司 PE (TTM) (3 月 20 日)	23
图表 43 可比公司 PE (TTM) (3 月 20 日)	24
图表 44 主要生猪养殖企业头均市值比较 (3 月 20 日)	24

## 一、公司介绍：全产业链布局

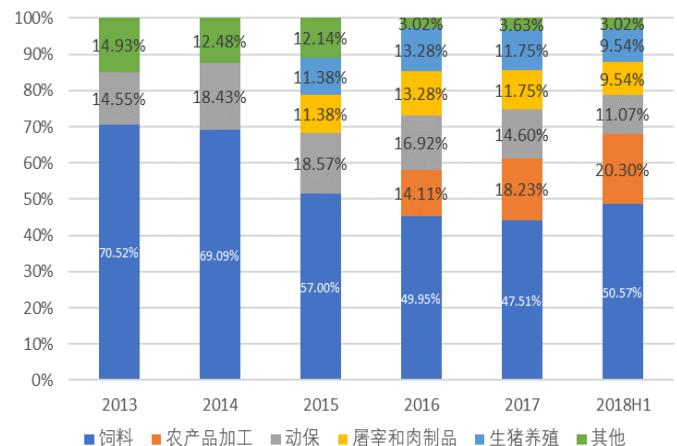
公司自 1993 年成立至今，历经 20 余年发展，实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售 4 个关键环节的完整闭环，形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。

图表 1 公司各主营业务收入 (亿)



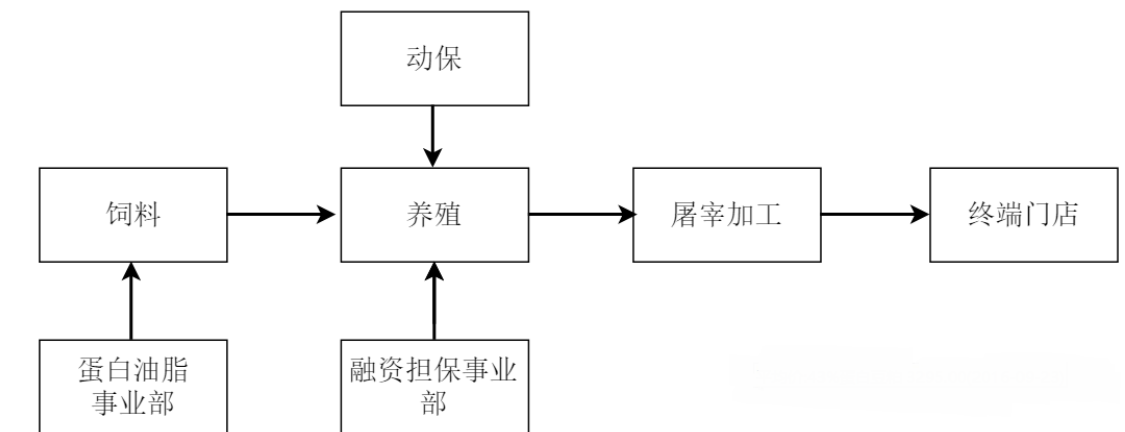
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 2 公司各业务的营收占比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

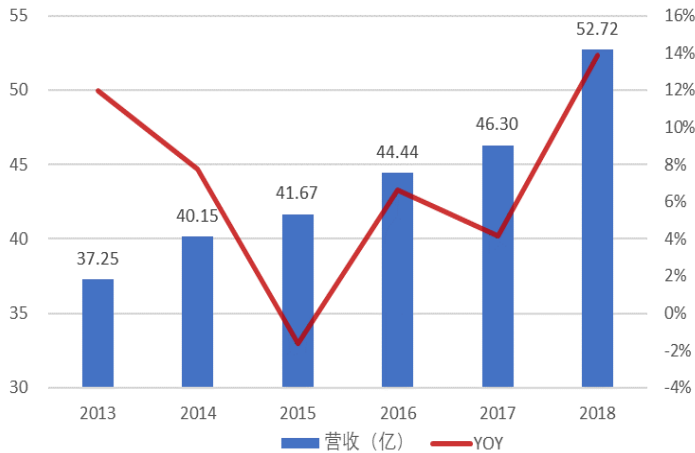
图表 3 公司全产业链布局



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

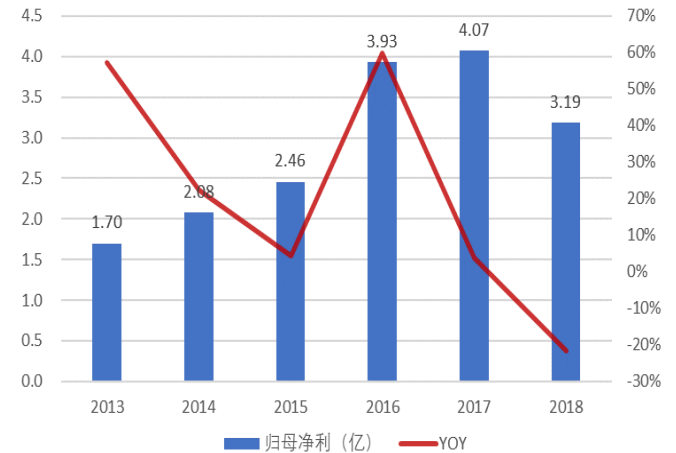
公司业绩稳步增长。2013~2018 公司营收 CAGR7.19%，归母净利 CAGR13.41%。2018 年公司营收 52.72 亿，同比增长 13.87%；归母净利 3.19 亿，同比减少 21.62%。

图表 4 2013~2018 营收与 YOY



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

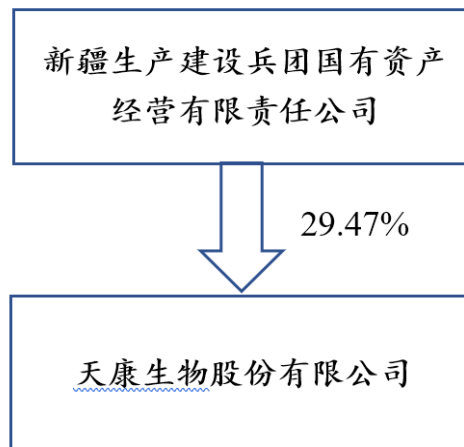
图表 5 2013~2018 归母净利润及 YOY



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

公司实际控制人是新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司, 持有公司 29.47% 的股份。

图表 6 公司实际控制人及持股比例



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

## 二、生猪养殖及屠宰加工业务

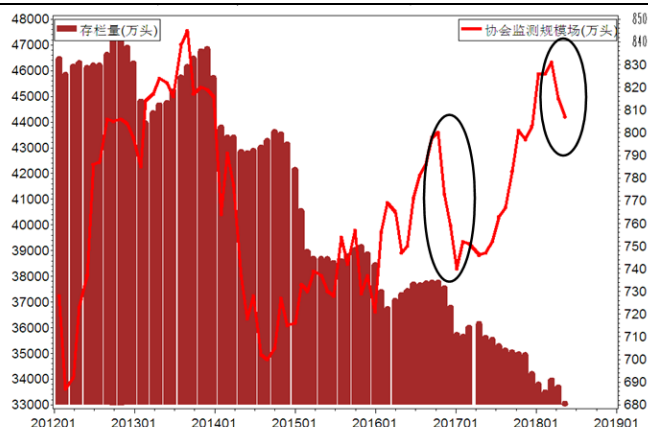
### (一) 供给: 非瘟导致产能暴力式去化

#### 1、规模场存栏见顶, 产能加速去化

规模场生猪存栏量和全国总存栏量均有下降。从农业农村部的数据监测看, 生猪的总

存栏直线下降，但是猪价却并未随之上涨。从协会监测的规模场数据看，其生猪存栏量从2015年至今整体呈上行趋势，期间仅有两次明显下降，第一次是2016年环保拆迁，再一次是2018年第二季度的环保回头看和8月以后非洲猪瘟疫情导致的存栏回调。

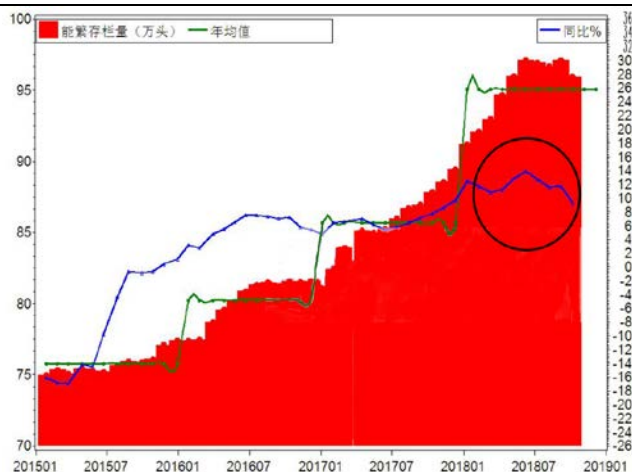
图表7 农业农村部和畜牧业协会监测的生猪存栏量



资料来源：畜牧业协会 农业农村部 太平洋证券

规模场能繁母猪存栏见顶，产能增长停滞甚至下滑。协会监测的数据显示，2017年7月至今规模场能繁母猪存栏量快速增长，2018Q2同比增速放缓，2018Q3环比增速由正转负，意味着规模场的产能拐点已现，扩张基本停滞甚至有收缩的迹象。

图表8 协会监测的2015年至今的规模场能繁母猪存栏量



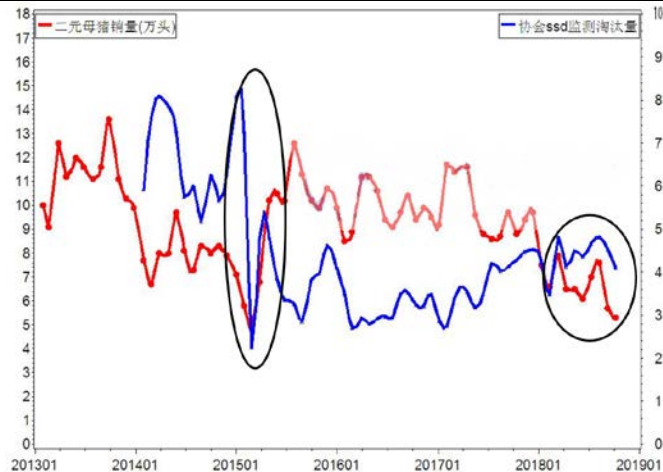
资料来源：畜牧业协会 太平洋证券

## 2、拐点已现，2019年猪周期来临

从二元母猪销量和能繁母猪淘汰量来判断产能去化的进度和周期拐点，二元母猪销量和能繁母猪淘汰量交汇处即为产能拐点，猪价拐点滞后产能拐点约一年左右。由下图可见，

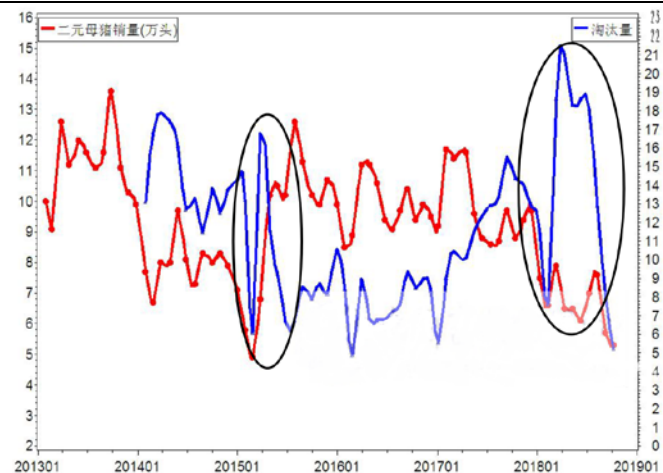
上一轮能繁母猪产能低点为 2015 年 4 月，猪价于 2016 年 6 月见顶。从 2015 年 4 月到 2018 年初，二元母猪销量始终高于淘汰量，意味着产能在持续增长，直到 2018 年 3 月才出现拐点。此时二元母猪销量等于淘汰量，意味着产能见顶，随后由增长转为下降，对应的猪价底部将在一年后出现，也就是 2019 年二季度左右。

图表 9 规模场二元母猪销量与能繁母猪淘汰量变化



资料来源：畜牧业协会 太平洋证券

图表 10 规模场二元母猪销量与定点屠宰场能繁母猪淘汰量变化



资料来源：畜牧业协会 太平洋证券

**2018 年 8 月非洲猪瘟爆发，产能去化加速。**一方面，二元母猪销量快速下降，至 2019 年 2 月为止二元母猪销量同比下滑幅度连续 4 个月超过 50%。此外，真实的能繁母猪淘汰量有可能比监测数据更大。因为能繁母猪体重大，需要运送到全国仅有的几个定点屠宰场进行屠宰。当前的生猪限运政策使能繁母猪无法运送到定点屠宰场，实际的能繁母猪淘汰量可能远超预期。



综合农业农业部、畜牧业协会的监测数据，最近两月规模场的生猪总存栏呈负增长，能繁母猪存栏量加速下滑。2016~2017年，规模场扩张狂飙猛进，但进入2018年后，在环保回头看和非洲猪瘟疫情的双重影响下，规模场放缓了扩张步伐，并加速母猪淘汰，散户在环保压力下产能淘汰速度更快，非洲猪瘟背景下受限运政策影响更大。因此，非洲猪瘟导致的产能暴力式去化将使本轮周期的猪价在高位停留的时间将比以往任何一轮周期都更久，本轮猪周期的景气度将大超市场预期！

## （二）出栏高速，成本低位

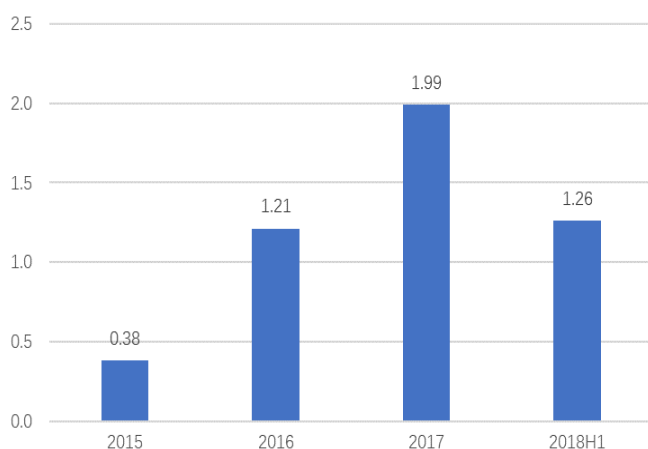
公司2015吸收合并天康控股后，正式进入生猪养殖领域；2016年收购河南天康宏展70%股份，增加产能30万；2017年可转债加速产能布局，预计公司2018年出栏65万头，2019年出栏100万头，2020年产能完全释放，出栏将达到200万头。

图表 11 公司在养殖屠宰领域的布局

时间	项目
2015	吸收合并新疆天康（控股）集团有限公司，正式进入生猪养殖行业
2016年2月	收购河南天康宏展农牧科技有限公司70%股权
2016年4月	与新疆生产建设兵团第六师签署协议，力争在十三五末达到生猪养殖出栏规模100万头
2017年	发行可转债10亿元，其中6.5亿元用于新疆和河南的生猪养殖建设
2017年10月	投资1.69亿在新疆建设100万头/年生猪屠宰及肉制品加工一期项目

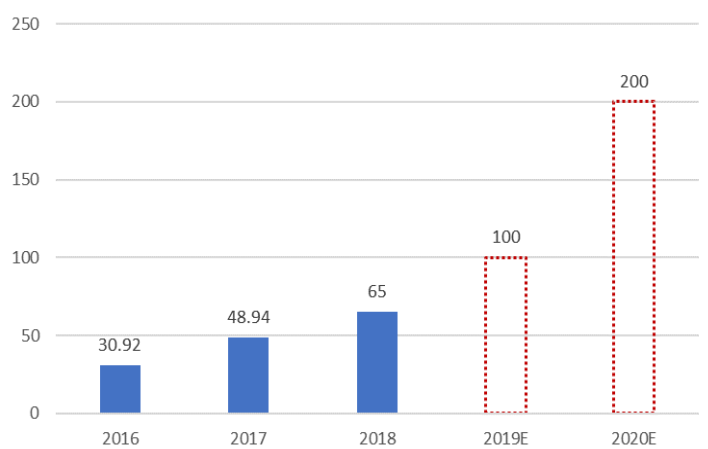
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 12 公司生猪养殖板块营收（亿）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13 公司生猪出栏量（万头）

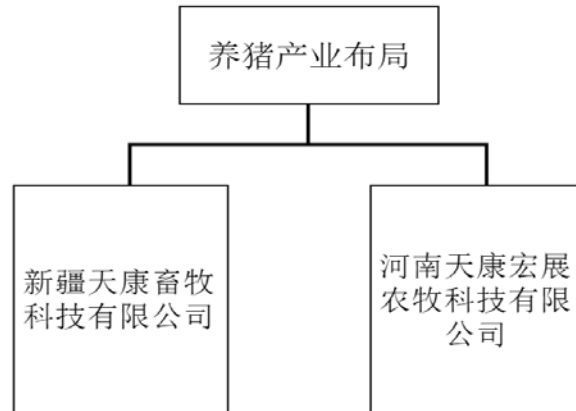


资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 1、养殖布局

当前公司养殖布局在新疆和河南两省，1/3 在河南，2/3 在新疆。具体到 2018 年出栏量，河南约出栏 20 万头，新疆 45 万头。2020 年河南和新疆产能建设将各达到 100 万头。

图表 14 公司养殖产业主要子公司

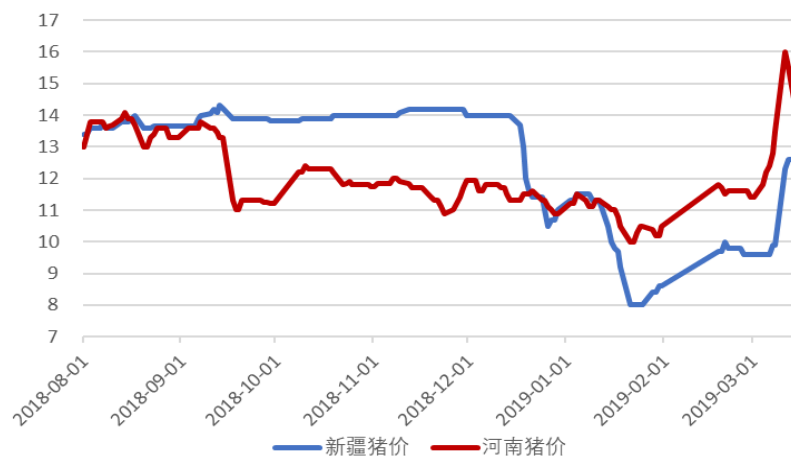


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

养殖布局决定了公司受非洲猪瘟影响较小。非洲猪瘟自 2018 年 8 月爆发以来，截至目前已爆发 113 起，大部分省份均沦为疫区。新疆作为少数未发生生猪疫情的省份，生猪价格在 2018 年一直保持稳定，约在 14 元/公斤。公司 2018 年在新疆出栏约 45 万头，几乎没受到非瘟疫情的影响。

河南在 2018 年 8 月非瘟爆发后猪价一路走低，2018 年河南地区猪价基本成为全国猪价洼地。公司 2018 年在河南出栏量仅 20 万头，产能和业绩受非瘟影响整体处于可控状态。

图表 15 新疆和河南外三元生猪均价（元/公斤）



资料来源：wind，太平洋证券整理

## 2、养殖模式与成本

自繁自养与“公司+农户”并存。公司在新疆全部实行自繁自养模式，在河南实行自繁自养和“公司+农户”结合的模式。

养殖成本上，假设公司商品猪完全用于公司屠宰和加工业务，商品猪重量约 120 公斤，2017 年完全成本经测算约 11.57 元/公斤。近几年公司整体养殖完全成本控制在 11.50~11.80 元/公斤，2018 年完全成本预计 11.60 元/公斤。

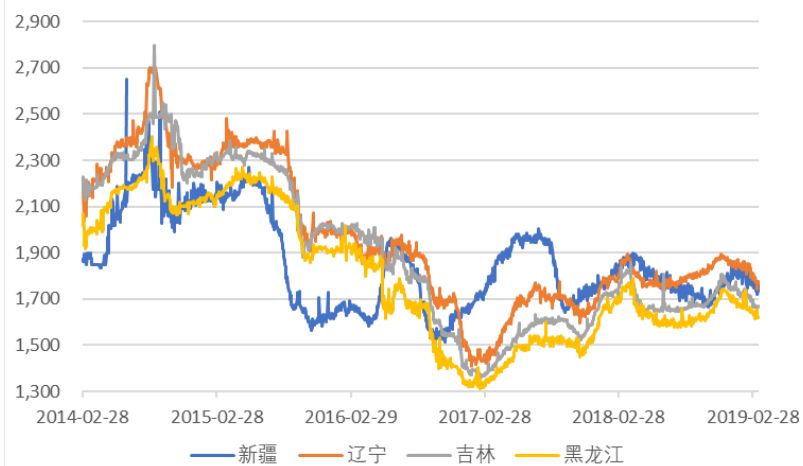
图表 16 2017 年公司商品猪养殖完全成本

类别	成本（元/头）	成本（元/公斤）
养殖成本	1172.20	9.77
三费	216.57	1.80
完全成本	1388.77	11.57

资料来源：wind，太平洋证券整理

新疆的低价玉米使公司养殖成本降低。2018 年以来新疆粮库玉米收购价走低，与东三省玉米收购价相当。因此，得益于新疆的低成本玉米，公司在新疆的自繁自养模式饲料成本较低，拉低整体养殖成本。

图表 17 新疆和东三省粮库玉米收购均价（元/吨）



资料来源：wind，太平洋证券整理

## 3、养殖各环节协同

受益于公司完整的生猪产业链，在生猪养殖业务中可进行各环节协同发展。优良的种猪从源头保证生猪高效生长；自产饲料和兽药疫苗保证养殖全程可控，压缩成本；所有业务都可为下游客户提供技术咨询和配套服务。

**图表 18 公司生猪养殖各环节协同**

种猪性状优良	2008 年 11 月公司原种猪场从美国引进新美系长白、大约克和杜洛克原种猪，2015 年公司核心种猪场成为国家育种体系核心育种场。通过选育扩繁，目前公司能繁母猪存栏 4.2 万头。
养殖全程可控	按照“公司+基地+小区”的运作模式，应用公司先进的管理模式和标准化的生猪生产工艺技术，配套公司优质安全的饲料和药品，按照标准化养猪工艺方案，在公司技术服务体系的指导和帮助下，共同完成优质无公害商品肥猪的生产
养殖服务配套	公司拥有雄厚的技术实力，为客户提供技术咨询和服务，帮助客户解决在养殖过程中遇到的技术难题，技术中心实验室，可为客户提供抗体检测，病原检测等技术支持，帮助客户建立完善的生物安全体系和科学的疫病防控方案。同时公司还能为养殖户提供融资担保服务以解决资金困难。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

### （三）2020 年出栏目标准备

#### 1、资金

1) 可转债发行 10 亿，截止到 2018 年 6 月 30 日，募集资金还剩 8.21 亿。

2) 通过收取养殖户保证金，若按照 400 元/头计，假设 2018 年河南的“公司+农户”模式的出栏数量占 50%，即出栏 10 万头，到 2020 年出栏量到达 50 万头，新增的 40 万头出栏量对应某一时点的存栏量约 20 万头，农户缴纳保证金新增约 0.8 亿元。

3) 银行授信。截止至 2018 年 6 月 30 日，公司及子公司取得的银行授信总额为 34.60 亿元，公司及子公司期末贷款余额为人民币 10.35 亿元，未使用额度 24.25 亿。

未考虑股权融资和利润加杠杆，公司目前可使用资金额度约  $8.21+0.8+24.25=33.26$  亿。根据各养殖集团的非公开发行募集资金可得，每头生猪出栏需固定资产投资 1000~1200 元，加上流动资金，每头需投入 1500 元左右。从 2018 年预计出栏 65 万到 2020 年目标出栏 200 万头，公司需投入资金 18.75 亿，当前的融资手段足够保证 2020 年达成目标。

#### 2、种猪存栏储备

2020 年达成 200 万头出栏的目标，若仔猪和商品猪混卖，以公司当前 PSY 为 26 计算，则需能繁母猪存栏 7.69 万头；若只卖商品猪，以行业普遍的 MSY 为 22 计算，则需能繁母猪存栏 9.09 万头。当前的种猪存栏和新增情况如下：

1) 公司 2017 年底能繁母猪存栏 3.39 万头，目前公司能繁母猪存栏 4.2 万头。

2) 可转债募投项目建设完成后新增种猪 7.7 万头。截止至 2018H1，天康原种猪场项目投资进度 75.61%，龟山分场项目投资进度 83.31%，预计很快投产。

**图表 19 公司发行可转债募投项目**

项目名称	产能
天康原种猪猪场项目	年产种猪（20 公斤）3 万头，商品仔猪 9 万头
中盛天康猪场项目	年产商品仔猪（7 公斤）14.4 万头，商品仔猪（20 公斤）9.6 万头
龟山分场项目	年产纯种猪 1.2 万头，年产商品仔猪 4.8 万头，袋装鲜精 10 万袋
驻马店市汝南县三桥镇殷店村项目	年产种猪（60 公斤）3.5 万头，年产商品猪 3.5 万头
五里镇分场项目	年产商品仔猪 13.16 万头
驻马店市汝南县三门闸街道办事处大石庄村项目	年产商品仔猪 13.72 万头

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

以上项目达产后公司将拥有能繁母猪存栏共 11.9 万头，足以满足最多 9.09 万头的能繁母猪需求量。

预计公司 2018 年出栏量在 65 万头，上半年猪价走低，生猪养殖板块亏损严重。下半年猪价回暖，截止 10 月底已把上半年的养殖亏损全部冲回，实现盈亏平衡。1~10 月公司实现生猪出栏 51.96 万头，11~12 月预计出栏 13 万头。我们按照 18 年 11~12 月疆内生猪均价为 14 元/公斤，疆内出栏 9 万头，生产成本 11.5 元/公斤计算，贡献净利润 0.27 亿；按照 18 年 11~12 月河南生猪均价为 13 元/公斤，河南出栏 4 万头，贡献净利润 0.072 亿，则生猪养殖板块 2018 年贡献利润约  $0.27+0.072=0.342$  亿。

我们预计公司 2019 年生猪出栏 100 万头，全年均价以 16 元/公斤计，头均利润约 400 元，全年生猪养殖板块贡献净利润约为 4 亿元。

#### （四）屠宰加工及肉制品

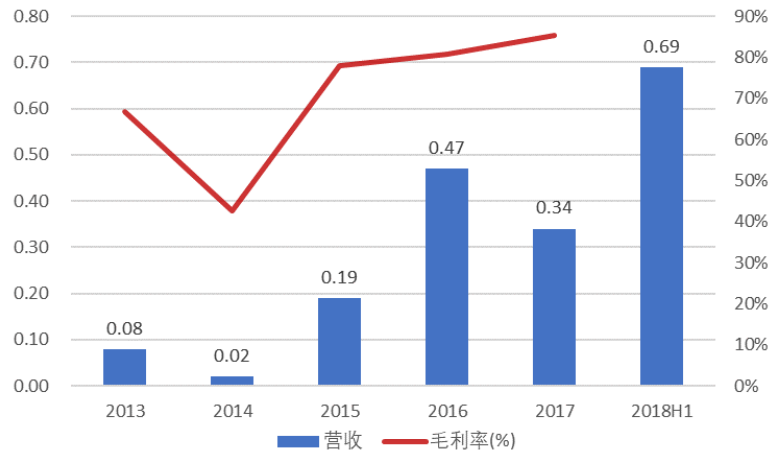
**利用全产业链优势，公司真正实现肉品安全可追溯。**天康食品生产加工基地具备年屠宰生猪 100 万头，年加工放心安全肉食品 3 万吨的生产能力，公司生产线按照欧盟出口标准设计，工艺先进，布局合理，加工过程中严格执行卫生标准及检验检疫制度，保证食品加工质量，该生产线技术水平全国领先，全面提升新疆的生猪屠宰加工水平。目前，基地被乌市政府确定为唯一放心、安全肉食品生产基地。

**布局终端。**公司在乌市及周边地区建立“天康美厨”专营店，在各大型商超设立专柜，形成遍布乌昌及周边地区的销售网络，“天康放心肉”占当地零售市场 30% 以上的份额。公司的养殖规模完全可以通过现有的屠宰产能消化，减少了猪价波动对公司业绩的影响。

**依托区位优势，发展外向型经济。**2006 年产品出口哈萨克斯坦，填补了地产肉品出口

空白，2008年又开拓吉尔吉斯国及香港出口渠道，出口产品近300吨。

图表 20 公司国外营收增长情况及毛利率



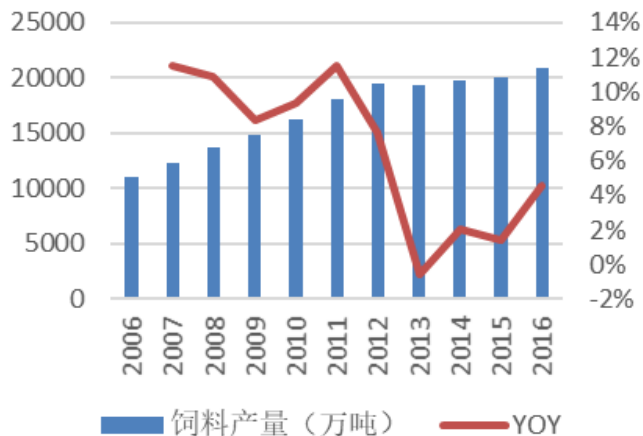
资料来源: wind, 太平洋证券整理

### 三、饲料：逆势增长

#### (一) 我国饲料行业趋于成熟，行业竞争激烈

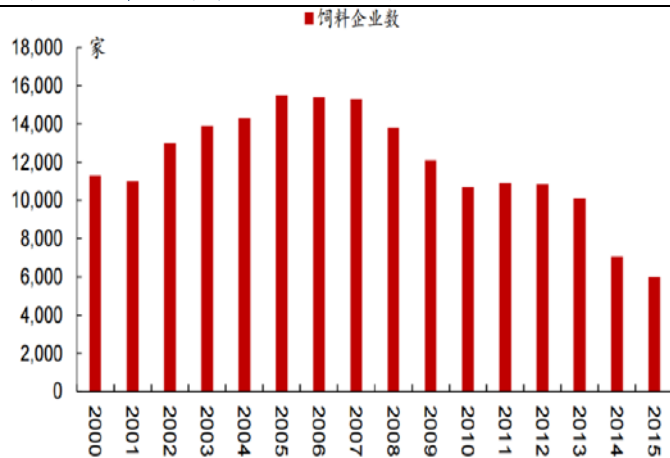
**饲料行业趋于成熟。**一方面，产量增速趋稳。全国工业饲料产量从1985年的1200万吨增长至2016年的2.09亿吨，年均复合增速为9.8%，而2006年至2016年的复合增长率已经下降到6.58%。另一方面，产业趋于集中。我国的饲料企业，从鼎盛时期的1万余家，已经减少到目前的6000余家，整合速度迅猛，未来预计还要减少到目前的一半左右。2014年，31家百吨以上的饲料企业已经占到全国总产量的52%。经过30多年的发展，我国饲料行业已经进入成熟发展期，可以称是农业领域竞争最充分的一个行业。

图表 21 2012 年起我国饲料产量增速趋稳



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 22 中国饲料企业数量逐渐减少

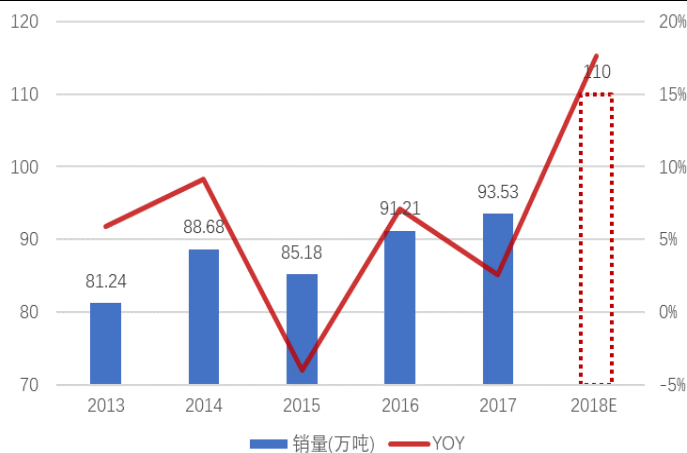


资料来源: 饲料业年鉴, 太平洋证券整理

## (二) 立足新疆, 布局全国

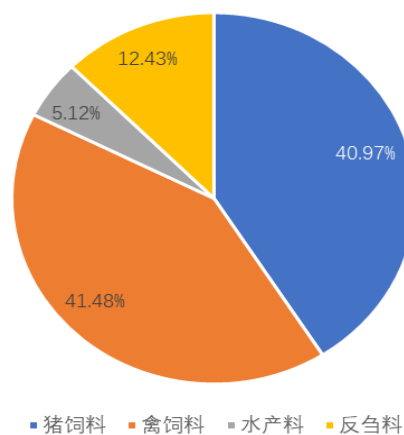
公司是新疆地区饲料生产规模最大的企业, 主营配合料、浓缩料、预混料等, 涉及鸡、猪、反刍、水产等各类饲料, 产销量连续多年名列新疆饲料行业前茅, 为公司饲料业务进军全国市场奠定了基础。2008 年公司收购河南宏展后, 饲料业务范围从西北扩展到中原。

图表 23 公司饲料销量及 YOY



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

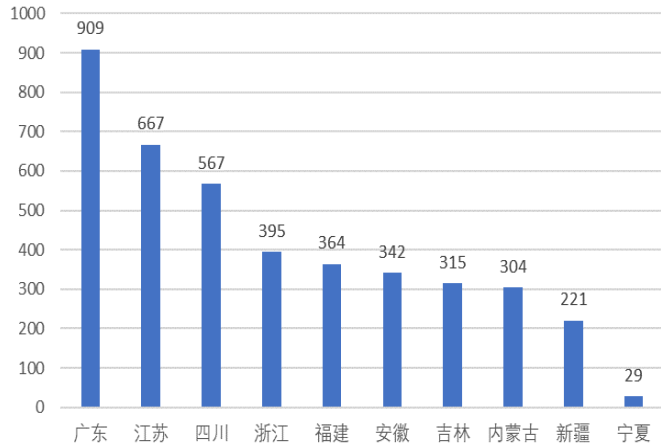
图表 24 2017 年公司饲料销量构成



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

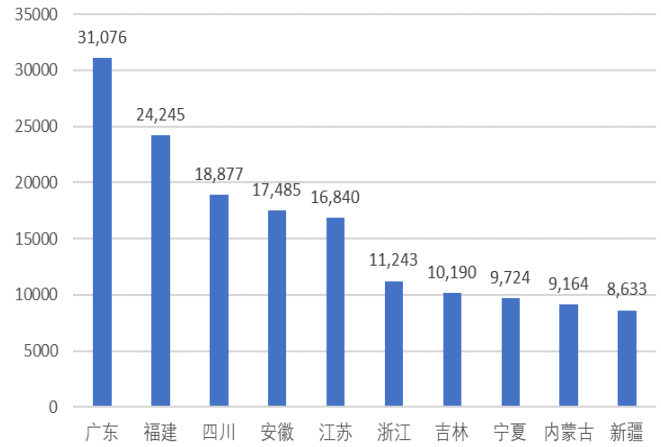
饲料行业发展成熟, 整体已是红海之势, 东中部地区竞争尤其激烈。公司地处大西北地区, 与东中部饲料企业地理距离较远, 市场相对独立, 竞争激烈程度较低。从饲料企业数量和生产规模来看, 新疆的饲料行业仍处于小规模和分散经营状态。

图表 25 2016 年各省饲料企业数量



资料来源：2017 年饲料工业年鉴，太平洋证券整理

图表 26 2016 年各省平均每家饲料厂的年产量（吨）



资料来源：2017 年饲料工业年鉴，太平洋证券整理

**提高市占率，饲料增量看新疆。**2016 年新疆饲料总产量 190.8 万吨，公司在新疆的销量约 60 多万吨，市占率在 30% 左右。2016 年新疆饲料生产企业 221 家，其中生产配合饲料、浓缩饲料、精料补充料的企业只有 75 家；随着行业整合加剧，公司市占率将不断提高。2013 年以来公司饲料销量总体呈上涨趋势，得益于在新疆地区市占率不断提高，2018 年销量首次突破 100 万吨，预计全年销量在 110 万吨左右，贡献净利润约 1 亿元。

### 三、动保业务

#### （一）高研发构筑高壁垒

**六大系列，品类齐全。**公司制药事业部由兵团生物制剂实验室发展而来，经过多年探索创新，形成了 6 大产品系列。公司现已成为农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，全国七家口蹄疫疫苗定点生产企业之一，农业部指定的猪瘟疫疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗的定点生产企业，国内兽用生物制品十强企业。

图表 27 公司疫苗系列及产品

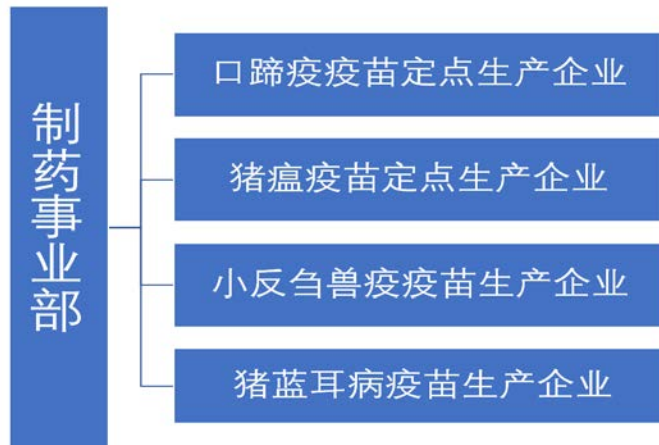
产品系列	主要产品
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗系列	口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗
	口蹄疫 O 型灭活疫苗(OHM/02 株)
	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 TC98+7309+TC07）
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)
布氏菌病疫苗系列	布氏菌病活疫苗(A19 株)



	布氏菌病活疫苗 (M5 株)
	布氏菌病活疫苗 (S2 株)
细菌毒活疫苗系列	小反刍兽疫活疫苗 (Clone9 株)
	高致病性猪繁殖与呼吸综合症活疫苗(TJM-F92 株)
猪瘟 E2 疫苗	猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗 (Rb-03 株)
炭疽系列	无荚膜炭疽芽孢苗
	II号炭疽芽孢苗
常规苗系列	牛病毒性腹泻/黏膜病灭活疫苗 (1 型, NM01 株)
	山羊痘活疫苗
	气肿疽灭活疫苗
	猪支原体肺炎灭活疫苗 (CJ 株)

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

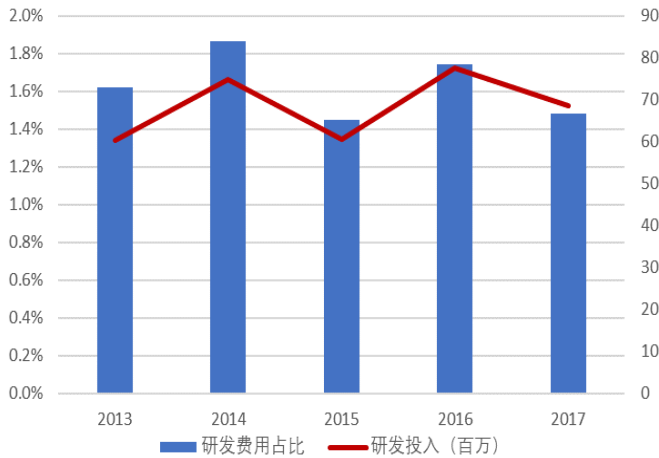
图表 28 制药事业部所获定点资质



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

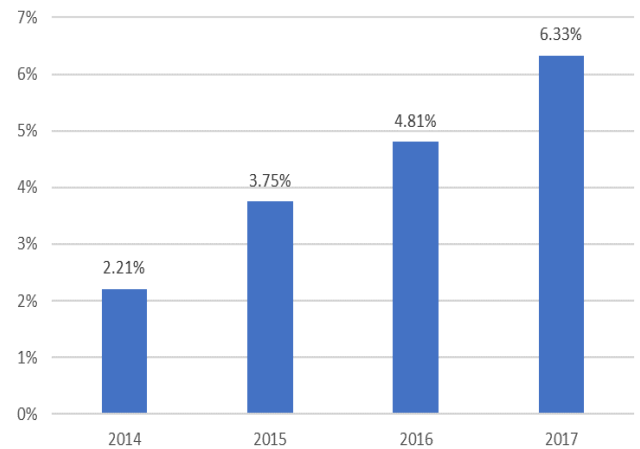
**高研发构筑高壁垒。**公司持续加大研发投入，提高自主创新能力，2017 年研发人员达到 177 人，近五年每年的研发投入均在 6000 万以上，占营收的 1.4% 以上。2017 年末，初期投资近 5000 万元的天康制药（上海）全球研发中心项目落户上海。未来公司将持续高研发投入，力争每年有 2~3 个新产品上市，促进动保业务高速发展。

图表 29 公司研发费用及占比



资料来源: wind, 太平洋证券整理

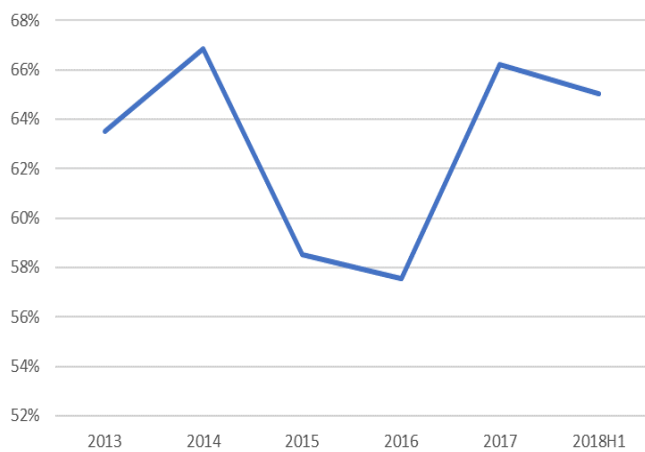
图表 30 2014~2017 研发人员占比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

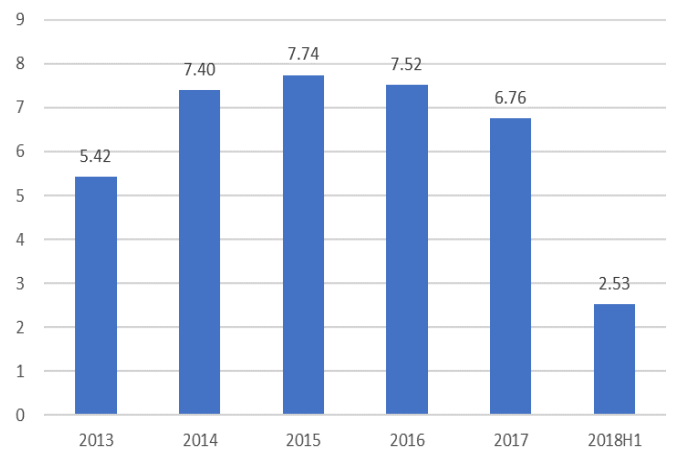
**高研发，高毛利。**6年来公司动保业务毛利率始终保持在58%以上，2017~2018年毛利率达到64%以上，处行业中上游水平，猪瘟E2疫苗毛利率达到70%以上，成为新的利润增长点。预计2018年动保业务扣除总部费用后贡献净利润约2亿元，2019年有望在此基础上实现较大增长。

图表 31 公司动保业务毛利率



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 32 2013~2018H1 公司动保业务营收 (亿)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## (二) 猪瘟 E2 疫苗放量在即，业绩具爆发性

**猪瘟净化任重道远。**2007年国家推行猪瘟强制免疫使猪瘟疫情迅速得到控制，2017年国家取消猪瘟强免。虽然强制免疫普及10年，我国猪瘟免疫率已经达到95%以上，但猪瘟抗体水平却并不乐观。根据检测数据，2017年我国猪瘟抗体平均阳性率仅为75.08%，其中

种猪 84.11%，哺乳仔猪 72.59%，育肥猪 80.50%，保育仔猪仅有 59.14%。猪瘟群流行率在 6.5% 以上，而在表现出发热症状的猪群中，猪瘟病原检出率则高达 15.22%。若要实现所有种猪场达到猪瘟净化标准，免疫工作任重道远。

虽然我国长期坚持全面接种猪瘟免化弱毒疫苗，但使用过程中会因为母源抗体的干扰而影响仔猪免疫效果。此外，活疫苗无法通过抗体检测区分免疫与野毒产生的抗体。因此市场急需可鉴别和诊断进而实现猪群净化的猪瘟疫苗。

什么是猪瘟 E2？猪瘟病毒 E2 糖蛋白是猪瘟病毒的主要结构蛋白之一，猪瘟 E2 疫苗是将猪瘟病毒 E2 糖蛋白进行重组培养，与进口佐剂乳化制成的新型亚单位疫苗。猪只免疫该疫苗后，可使用商品化猪瘟 E2、E0 抗体检测试剂盒区分野毒感染与疫苗免疫产生的抗体，为规模化猪场净化猪瘟带来可能。

图表 33 猪瘟病毒蛋白构成



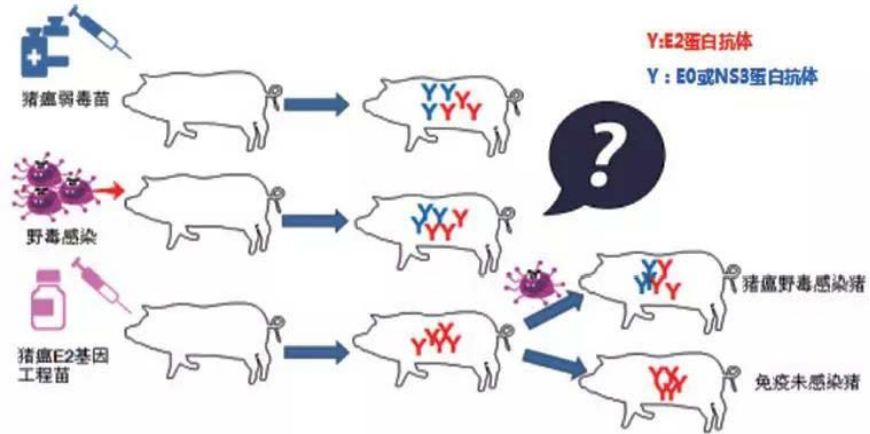
资料来源：中国知网，太平洋证券整理

图表 34 传统猪瘟免化弱毒苗与猪瘟 E2 亚单位疫苗对比

项目	猪瘟免化弱毒疫苗	猪瘟 E2 亚单位疫苗
安全性	好	更好
外源病毒污染	有	无
母源抗体干扰	受影响	不受影响
母源抗体持续期	4~6 周	10~12 周
鉴别针对	否	是
运输和保存	-15℃避光	2~8℃
佐剂	无	植物油佐剂，安全无刺激

资料来源：新牧网，太平洋证券整理

图表 35 猪瘟 E2 疫苗具有鉴别诊断功能



资料来源：新牧网，太平洋证券整理

2017 年 12 月 25 日，猪瘟 E2 疫苗（Rb-03 株）获批，品名“天瘟净”。该疫苗是由公司历时 10 年研发而成，于 2018 年 4 月份正式上市，未来有望持续放量。

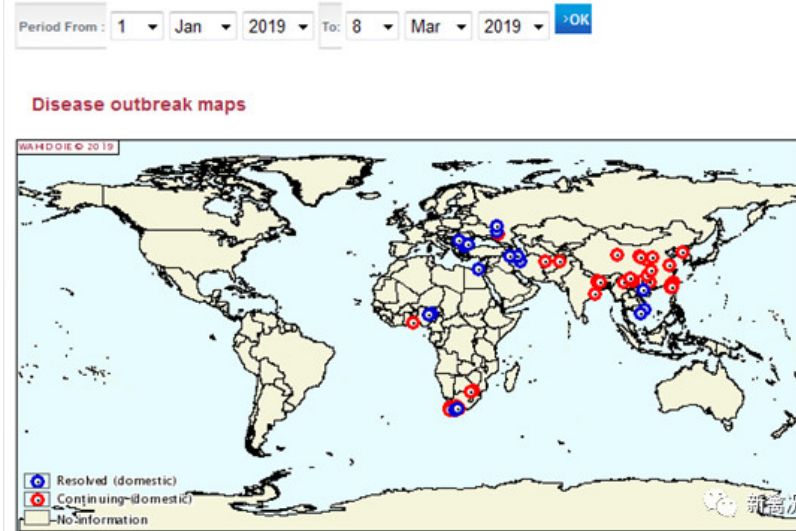
### （三）冠界生物：主攻禽苗，产品持续放量

公司参股子公司吉林冠界生物技术有限公司专攻禽苗，主营产品重组禽流感病毒（H5 亚型、H5N1 亚型、H7N9 亚型）系列灭活疫苗，是全国唯一一家采用细胞悬浮技术培养生产禽流感疫苗企业。截止目前，公司持股冠界生物 30.048% 的股权。

**禽板块高景气度使疫苗产品空间扩容。**2018 年开启肉禽高景气度行情，同时叠加非洲猪瘟使猪肉供需出现较大缺口也为禽肉带来了替代性需求，预计未来几年肉禽行业景气度可持续。肉禽高景气度推高行业养殖积极性，补栏量回升，由此为禽流感疫苗带来发展机会。

**新型强免疫苗升级使冠界生物疫苗产品受益。**2018 年国内 H5 疫情以 2.3.4.4d 分支的 H5N6 为主，部分地区有 2.3.2.1d 分支的 H5N1 发生，局部散发的 2.3.2.1d 分支毒株均为 H5N1，目前的二价 Re-8 株的疫苗对当前的主要流行疫情种类免疫效果有限。因此 2019 年初政府的强免禽流感疫苗已由二价（H5N1 Re-8 株+H7N9 H7-Re1 株）更换为三价（H5N1 Re-11 株+Re-12 株，H7N9 H7-Re2 株），公司是获得重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗的受批公司之一。

图表 36 2019 年全球高致病性禽流感疫情地图（截止三月初）



资料来源：新禽况 OIE，太平洋证券整理

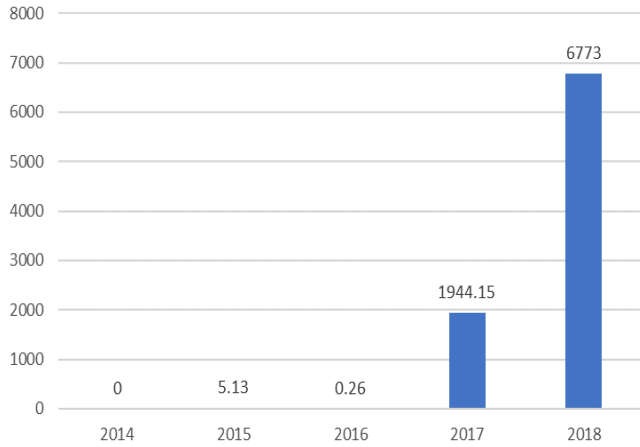
图表 37 重组禽流感病毒三价灭活疫苗公司目录

毒株	公司名称
H5N1 Re-11 株, Re-12 株, H7N9 (H7-Re2)	青岛易邦生物工程有限公司
	肇庆大华农生物药品有限公司
	乾元浩生物股份有限公司
	哈尔滨维科生物工程技术开发公司
	辽宁益康生物股份有限公司
	吉林冠界生物技术有限公司
	南京梅里亚动物保健有限公司
	哈药集团生物疫苗有限公司
	山东信得动物疫苗有限公司
广东永顺生物制药股份有限公司	
H5N2 (rSD57株, rFJ56株) H7N9 (rGD76 株)	广州市华南农大生物药品有限公司

资料来源：中国兽药信息网 太平洋证券

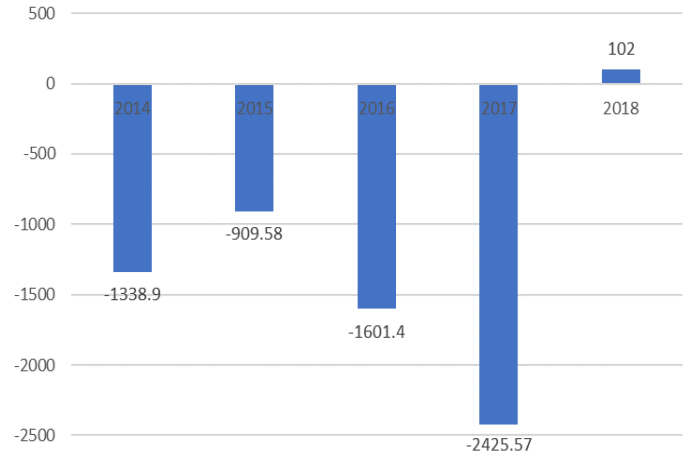
产品放量，业绩快速增长。2017 年初冠界生物一、二期项目全面投产，投产后拥有无血清全悬浮细胞培养禽流感灭活疫苗生产线二条，年产禽流感灭活疫苗达 30 亿毫升，未来两年产品持续放量，2018 年冠界生物营收大幅增长，净利润转正，2019 年预计业绩进一步增长。

图表 38 冠界生物历年营收 (万)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 39 2018 年冠界生物净利润转正 (万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

**冠界生物存在登陆科创板可能性。**公司 3 月 19 日在互动易平台称,冠界生物禽流感疫苗市场前景可期,是否能在科创板上市取决于国家的相关政策。若冠界生物在科创板成功上市,则公司持有的股权享有更高估值溢价。

## 四、蛋白油脂业务

新疆拥有丰富的棉蛋白资源,是饲料中必不可少的植物蛋白添加成分。公司在棉花核心种植区拥有两座蛋白油脂加工基地,加工规模新疆第一。公司生产的棉粕,既自供饲料业务,同时外销全国。

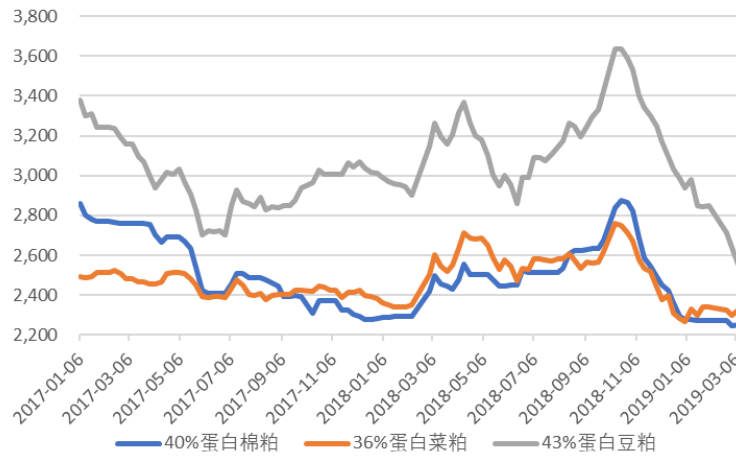
图表 40 公司蛋白油脂业务加工规模

年生产加工规模	产品年产量
棉籽 12 万吨	棉粕 6 万吨
	棉籽二级油 1.8 万吨
	棉壳 3.6 万吨
大豆 3 万吨	豆油 0.5 万吨
	豆粕 2.4 万吨
葵花籽 3 万吨	葵花籽油 1.245 万吨
	葵花籽粕 1.5 万吨
菜籽 2 万吨	菜籽油 0.8 万吨
	菜籽粕 1.1 万吨

资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

2018 年受中美贸易战影响,豆粕价格走高,作为饲料蛋白替代品,棉粕和菜粕需求上升,价格上涨。因此 2018 年蛋白油脂业务盈利大幅增长,贡献净利润约 5000 万。

图表 41 豆粕、菜粕、棉粕的价格走势



资料来源: wind, 太平洋证券整理

## 五、盈利预测

给予“买入”评级。基于非洲猪瘟导致的产能快速去化，猪价在高位停留的时间将比以往任何一轮周期都更久，本轮猪周期的景气度将大超市场预期。在估值上，公司头均市值明显低估，同时高景气周期叠加公司出栏量快速增长，预计公司 2018/2019/2020 年归母净利润为 3.19/5.91/8.65 亿，对应 EPS 分别为 0.33/0.61/0.90。

### (一) 养殖

2019 年公司若出栏 100 万头，以头均利润 400 元计，公司生猪养殖板块至少贡献利润 4 亿，给予 20 倍 PE，则公司生猪养殖板块市值目标 80 亿。

图表 42 可比公司 PE (TTM) (3 月 20 日)

公司名称	PE (TTM)	2019 年 PE
温氏股份	51.50	30.71
牧原股份	203.13	48.26
正邦科技	201.21	26.31
天邦股份	-36.59	32.78
平均	104.81	34.52

资料来源: 太平洋证券 注: 2019 年 PE 来自 wind 一致预测

### (二) 动保

2019 年预计动保板块贡献利润 2 亿，以行业 2019 年平均 PE 为 20 倍计，则动保板块目标市值 40 亿。

**图表 43 可比公司 PE (TTM) (3月20日)**

公司名称	PE (TTM)	2019年 PE
生物股份	23.15	15.75
中牧股份	16.86	14.59
瑞普生物	44.48	32.68
普莱柯	33.86	23.34
平均	29.59	21.59

资料来源：太平洋证券注：2019年PE来自wind一致预测

### (三) 饲料

饲料业务较为稳定，预计2019年贡献利润1亿，以15倍市盈率计，饲料板块给予15倍市值。

养殖、动保、饲料三大板块目标市值合计135亿，公司3月20日市值82亿，市值增长空间64.63%，以3月20日收盘价8.54元计，目标价14.06元，给予买入评级。

**图表 44 主要生猪养殖企业头均市值比较 (3月20日)**

	2019年预计出栏量 (万)	3月20日总市值 (亿)	生猪养殖板块市值 (亿)	头均市值 (元/头)
新希望	350	522	312	8914.29
牧原股份	1400	1165	1165	8321.43
温氏股份	2400	2041	1681	7004.17
大北农	200	216	116	5800
傲农生物	80	60	39	5212.5
天邦股份	350	201	171	4885.71
正邦科技	800	376	346	4325
唐人神	160	107	68.5	4281.25
新五丰	130	68	53	4076.92
天康生物	100	82	27	2700
平均				5552.13

资料来源：太平洋证券

## 六、风险提示

1、饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司饲料板块经营业绩产生不利影响；

2、养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情，对生猪养殖板块影响较大。若本公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对本公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。

3、猪价异常波动将对公司生猪板块盈利影响较大，生猪出栏量和板块盈利可能不达预期。



4、非瘟疫苗上市：有效的非瘟疫苗上市将从根本上阻断非瘟疫情的传播，产能去化进度将受影响，猪价上涨可能不达预期

## 农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，四年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.c
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.co
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



**太平洋证券**  
PACIFIC SECURITIES



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。