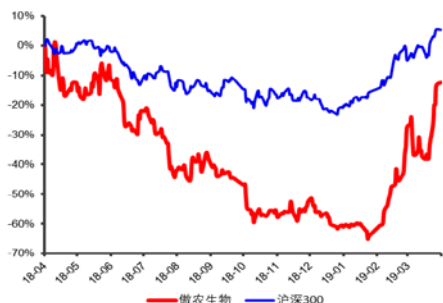


农林牧渔

## 傲农生物：饲料到养殖的创业神话，最具爆发力的养猪新星

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(百万股): 436.04/183.99  
总市值/流通(百万元): 7434.43/3137.08  
12月最高/最低(元): 22.20/7.26

### 相关研究报告:

《非瘟时代：得种猪者，得天下！》——2019/4/7

《养猪股逻辑切换：预期推动→猪价推动》——2019/3/17

《禽畜养殖，最好的时代，最坏的时代》——2019/2/26

《2019年行业投资策略：猪鸡共振，聚焦养殖》——2018/12/04

《非洲猪瘟&生猪禁运：产能加速去化，周期拐点已现》——2018/11/28

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

公司 2018 年生猪出栏 41 万头，预计 2019~2021 年将分别出栏 90/180/300 万头，2023 年计划出栏 600 万头。

1、公司在种猪、资金和团队上均已具备成为生猪养殖龙头的条件。

1) **种猪**：公司已建立从曾祖代开始的完整生猪育种和扩繁体系，已有和在建的核心育种场及相配套的祖代扩繁场广泛分布于江西、福建、广西、四川、湖北等南方各省，为产能的快速增长打下坚实基础。

2018 年末公司能繁母猪存栏 3.04 万头，2019 年随着新建种猪场陆续投产和对外合作项目落地，能繁母猪存栏增长迅猛。预计 2019 年一季度和二季度末能繁母猪存栏分别突破 4 万和 5 万头，2019 年底种猪存栏有望突破 8 万头，确保 2020 年实现 180 万头的出栏目标。

2) **资金**：为减轻财务负担，公司已充分利用租赁、代建、并购等轻资产方式扩张产能，大大减少了前期产能扩张的资金压力，公司未来可能采用多种再融资方式募集资金，确保生猪出栏目标顺利完成。

3) **团队**：公司利用股权激励+企业创业文化提高员工积极性，保证核心团队的稳定性。

2、当前公司在估值低、出栏确定性强、产能分布广且远离非洲猪瘟重灾区等多方面有明显优势。当前时点，按照 2020 年出栏量计算公司的头均市值仅 2444.44 元/头，低于板块平均值，估值较低；同时，随着能繁母猪的存栏增长，出栏确定性强，2019 年出栏 90 万头是大概率事件；此外，公司产能分布地和未来规划区都主要在南方地区，受疫情影响较小，在生物防疫方面优势突出。

3、非瘟导致饲料行业剧烈洗牌，在行业门槛和集中度提升的背景下，傲农作为前端料龙头，有望实现逆势增长。公司 2019 年饲料销量目标 200 万吨，2023 年目标 500 万吨。

### 盈利预测

给予“买入”评级。2020 年公司若出栏 180 万头，保守以头均利润 550 元计，公司生猪养殖板块至少贡献净利润 7.92 亿（综合按 80% 计算归母净利润），给予 15 倍 PE，则公司生猪养殖板块市值目标 118.8 亿；饲料以归母净利润 2 亿计，给予 15 倍 PE，则饲料板块

贡献市值 30 亿。根据分部估值法，公司目标市值 148.8 亿，4 月 9 日公司总市值 74.34 亿元，股价上涨空间 100.16%。以 2019 年 4 月 9 日收盘价 17.05 元为基准，目标价 34.13 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	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4902.66	5903.89	6760.47	9949.35
(+/-)	-1.52%	20.42%	14.51%	47.17%
归母净利(百万元)	108.12	44.33	406.37	996.58
(+/-)	18.32%	-59.00%	816.69%	145.24%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.10	0.93	2.29
市盈率(PE)	64.17	170.50	18.33	7.45

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 .....	5
二、发展目标：2023 年 600 万头生猪，500 万吨饲料 .....	6
三、傲农是否具备成为生猪养殖龙头的条件？ .....	7
（一）种猪产能：育种体系完备，受疫情影响小 .....	8
（二）资金储备：融资+租赁+并购，多种方式结合 .....	10
（三）团队建设：股权激励与创业文化 .....	12
四、当前时点，傲农的主要看点？ .....	14
（一）出栏量确定性强 .....	14
（二）产能分布受疫情影响较小 .....	15
（三）估值低 .....	16
五、饲料业务：竞争加剧，强者逆势增长 .....	16
六、盈利预测 .....	18
七、风险提示 .....	18

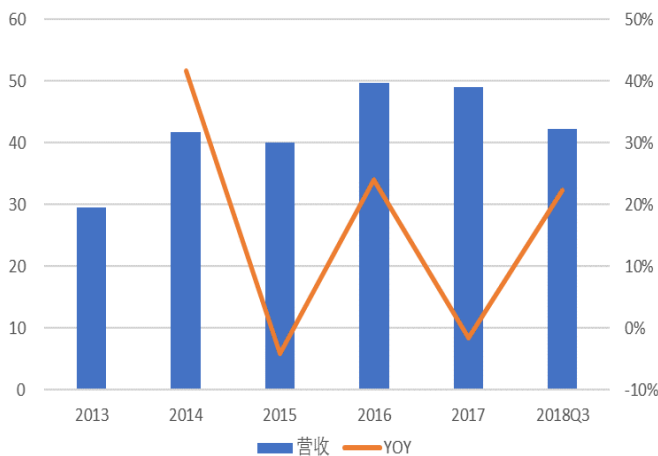
## 图表目录

图表 1 公司营收（亿）及 YOY.....	5
图表 2 公司归母净利（亿）及 YOY.....	5
图表 3 公司营收结构（亿）.....	5
图表 4 公司毛利构成（亿）.....	5
图表 5 公司生猪出栏目标（万头）.....	6
图表 6 公司饲料销售目标（万吨）.....	6
图表 7 正邦科技生猪出栏量（万头）.....	6
图表 8 正邦科技饲料销量（万吨）.....	6
图表 9 2014~2019 年正邦科技市值（亿）.....	7
图表 10 傲农生物市值（亿）.....	7
图表 11 公司种猪场项目布局.....	8
图表 12 公司生产性生物资产（亿）.....	9
图表 13 公司在建工程（亿）.....	9
图表 14 公司种猪场主要分布.....	9
图表 15 “公司+农户”模式下各公司头均出栏投资及负债状况.....	10
图表 16 公司资产负债率（%）.....	10
图表 17 上市后公司收购和对外合作项目.....	11
图表 18 上市后公司租赁项目.....	11
图表 19 公司猪场租赁模式.....	12
图表 20 公司两次股权激励对象及获授股票数量.....	12
图表 21 2018 年股权激励后公司股东结构.....	13
图表 22 傲农的创业精神.....	13
图表 23 傲农人才理念.....	13
图表 24 外三元全国均价（元/公斤）.....	14
图表 25 农业农村部 and 畜牧业协会监测的生猪存栏量.....	15
图表 26 协会监测的 2015 年至今的规模场能繁母猪存栏量.....	15
图表 27 公司 2019 年一季度出栏月报.....	15
图表 28 进入猪场脏/净区分界人车消毒.....	16
图表 29 猪场附近划分核心区和缓冲区.....	16
图表 30 主要生猪养殖企业头均市值比较（4 月 9 日）.....	16
图表 31 2012 年起我国饲料产量增速趋稳.....	17
图表 32 中国饲料企业数量逐渐减少.....	17
图表 33 生猪养殖板块可比公司 PE.....	18

## 一、公司介绍

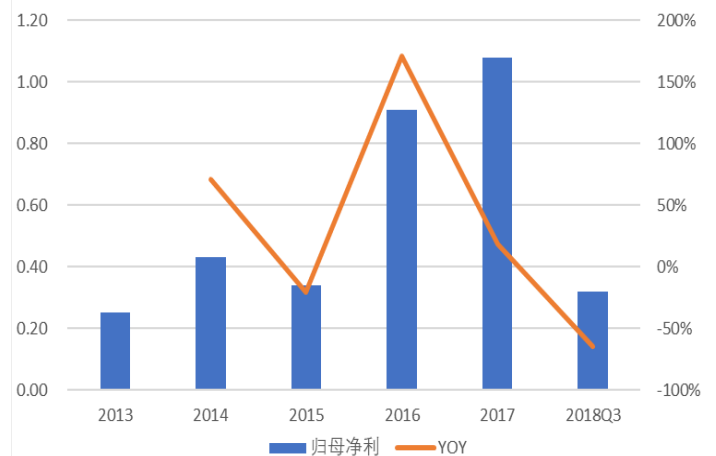
公司成立于 2011 年 4 月，已形成“以饲料为核心的服务企业，以食品为导向的养猪企业”的品牌定位，通过持续的技术创新、产品升级和品牌推广，公司现已成为国内大型猪用饲料生产商并跻身大型生猪养殖集团之列。

图表 1 公司营收（亿）及 YOY



资料来源：wind，太平洋证券整理

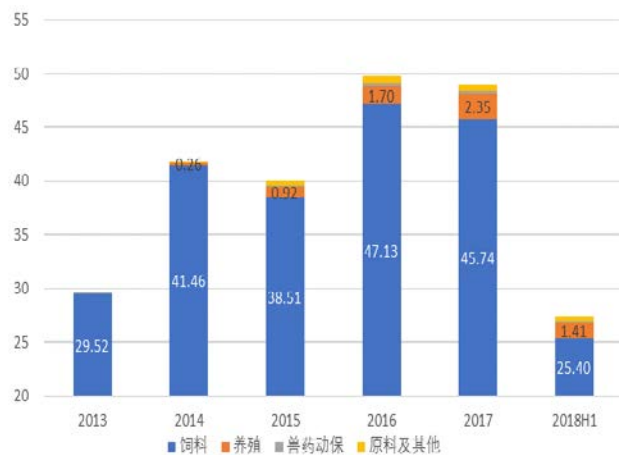
图表 2 公司归母净利（亿）及 YOY



资料来源：wind，太平洋证券整理

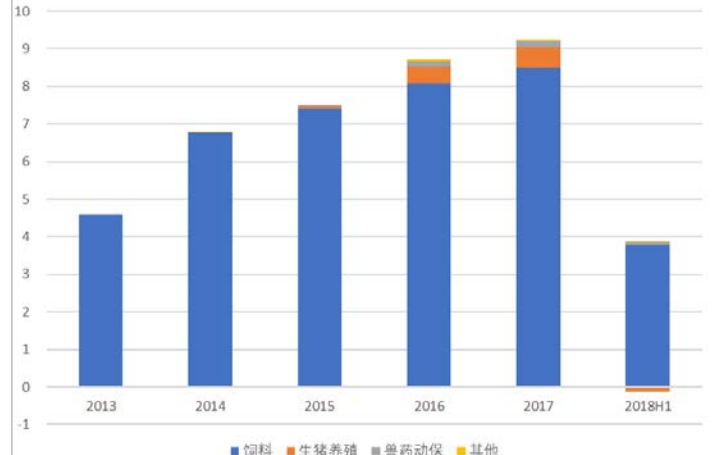
2013~2017 年公司营收 CAGR13.5%，归母净利润 CAGR44.17%。饲料仍为贡献营收和利润的主要业务，但生猪养殖业务的贡献比重逐渐增长。

图表 3 公司营收结构（亿）



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 4 公司毛利构成（亿）

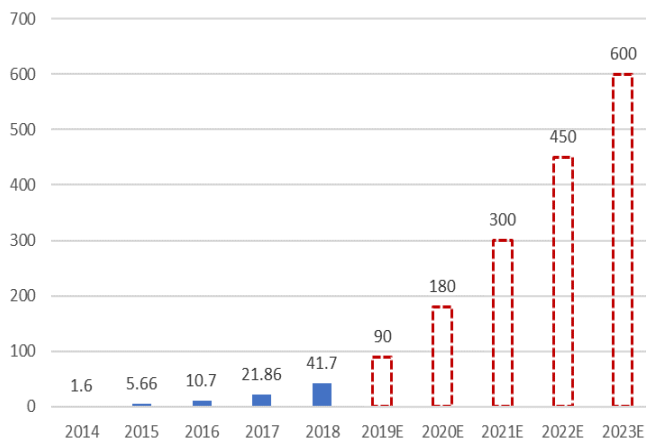


资料来源：wind，太平洋证券整理

## 二、发展目标：2023 年 600 万头生猪，500 万吨饲料

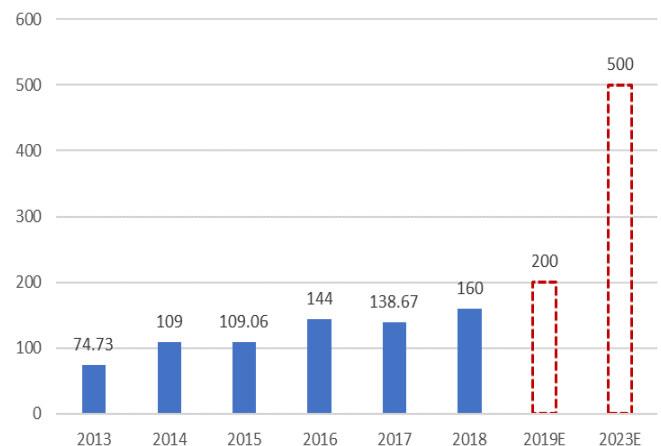
**业务目标：2023 年 600 万头猪，500 万吨饲料。**2011 年成立，成立三年饲料销量突破 100 万吨，2017 年即成功上市，傲农只花了短短六年时间创造了行业奇迹。2019 年公司刚满 8 岁，作为传统行业里的年轻创业公司，傲农制定了 2019~2023 五年发展规划，2023 年生猪出栏目标 600 万头，饲料销量突破 500 万吨。

图表 5 公司生猪出栏目标（万头）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

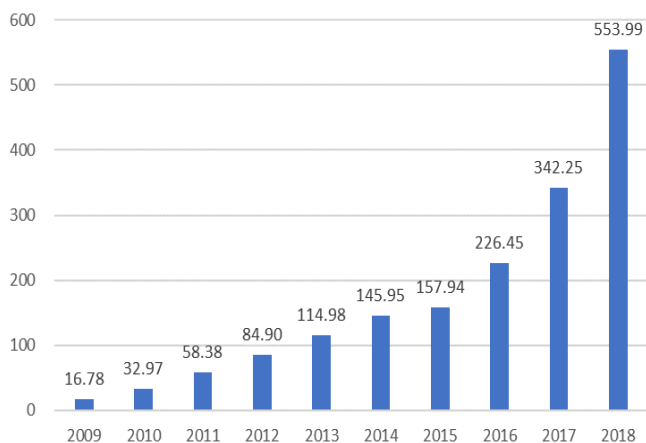
图表 6 公司饲料销售目标（万吨）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

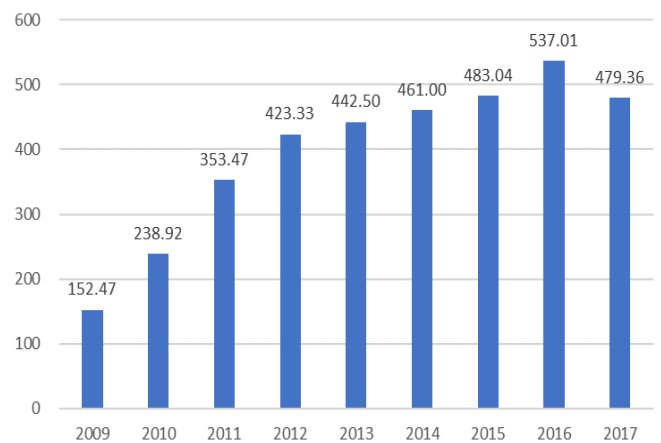
**市值参照：正邦科技。**以傲农 2023 年的生猪和饲料板块目标，我们认为公司未来市值增长轨迹可参考正邦科技。正邦饲料销量多年来稳定在 400~500 万吨，2018 年生猪出栏量迈过 500 万头大关，因此公司若顺利达成规划目标，市值上升轨迹可参考正邦科技。

图表 7 正邦科技生猪出栏量（万头）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 8 正邦科技饲料销量（万吨）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 9 2014-2019 年正邦科技市值（亿）



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 10 傲农生物市值（亿）



资料来源：wind，太平洋证券整理

### 三、傲农是否具备成为生猪养殖龙头的条件？

公司由饲料业务起家，2014 年进入生猪养殖领域，经过 5 年摸索，团队建设和运营管理体系逐渐完善，目前所有在建项目完工后可使母猪存栏增至 10 万头以上。

公司已建立从曾祖代开始的完整生猪育种和扩繁体系，已有和在建的核心育种场及相配套的祖代扩繁场广泛分布于江西、福建、广西、四川、湖北等南方各省，为产能的快速增长打下坚实基础。2018 年末公司能繁母猪存栏 3.04 万头，2019 年随着新建种猪场陆续投产和对外合



作项目落地，能繁母猪存栏增长迅猛。预计 2019 年一季度和二季度末能繁母猪存栏分别突破 4 万和 5 万头，2019 年底种猪存栏有望突破 8 万头，确保 2020 年实现 180 万头的出栏目标。

在团队建设方面，公司持续进行股权激励，年轻的创业团队做事动力很强；资金和土地方面，融资后可满足扩张条件，且已落实 1.5 万亩土地储备。公司各方面条件齐备，出栏数量确定性强。

### （一）种猪产能：育种体系完备，受疫情影响小

当前行业受非瘟疫情影响严重，产能暴力去化，猪价上涨的趋势已经确定；未来哪个公司的养殖规模增长最快就能获利最大，因此公司的能繁母猪存栏量快速增长至关重要。

#### 1、2019 年将是产能的密集释放期

2018 年末公司能繁母猪存栏 3 万多头，2019Q1 新增加母猪产能约 1.2 万头，2019 年部分在建工程完工后，叠加部分并购和合作项目落地，种猪群可扩充至 8 万头。

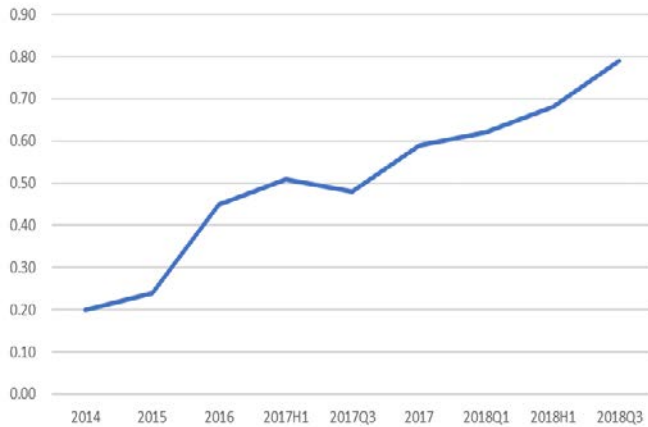
**图表 11 公司种猪场项目布局**

时间	项目内容
2017 年 10 月	收购金华市宏业畜牧养殖有限公司股权，收购完成后宏业畜牧将成为公司的控股子公司。
2017 年 11 月	与枣阳市人民政府签署合作协议，拟建 1 个种猪繁殖场，3 个苗猪繁殖场，2 个商品猪育肥场。
2017 年 12 月	拟投资设立南宁柯新源原种猪有限责任公司，提升现有柯新源养殖基地的运营能力。
2018 年 1 月	在四川设立四川傲牧农牧有限公司、井研傲农育种有限公司进行种猪繁育和商品猪饲养。
2018 年 1 月	与诏安县人民政府合作，投资种猪扩繁养殖项目。
2018 年 1 月	投资设立山东庆云傲农旭成现代农业开发有限公司，持股 96%。
2018 年 10 月	IPO 项目变更为吉安现代农业冠朝 8400 头商品母猪场项目。
2018 年 10 月	可转债项目，新建存栏为 5000 头母猪的南溪种猪扩繁场、存栏为 5000 头母猪的梨园村商品母猪场、存栏 10000 头山东庆云父母代母猪场项目。
2019 年 3 月	与井研县农业局签订合作协议，建设 1 个 2400 头的祖代场、2 个 5000 头的二元母猪场。
2019 年 4 月	与贵州七环现代农业发展有限公司签订合作协议，就“黄平县谷陇镇年出栏 20 万头商品猪精准脱贫产业带动项目”达成合作经营意向。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理注：上述系根据公告信息整理，不排除未公告的项目未纳入统计

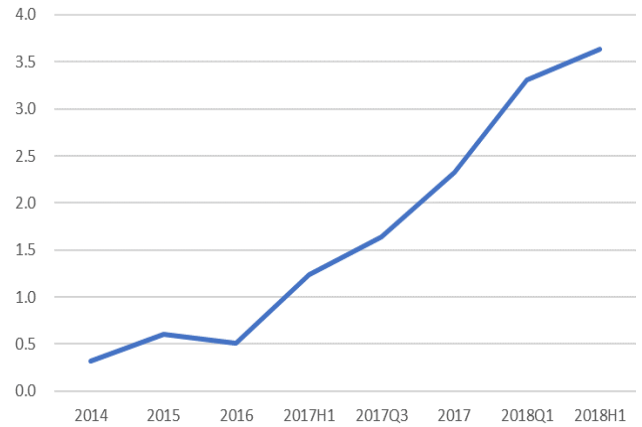


图表 12 公司生产性生物资产 (亿)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 13 公司在建工程 (亿)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

傲农 2019 年出栏目标 90 万头，通过公司的在建工程和生产性生物资产情况发现，傲农的生产性生物资产、在建工程量直线攀升。据了解，除公司自有在建项目外，通过工程方代建、合作方按公司规划图纸建设后租赁给公司使用（江西禧鼎模式）等在建项目均正常推进，待上述 2019 年在建项目完工后，将迎来产能的爆发式增长。

## 2、种猪群布局：完整育种体系，受疫情影响小

公司已建立从曾祖代开始的完整生猪育种和扩繁体系，已有和在建的核心育种场及相配套的祖代扩繁场广泛分布于江西、福建、广西、四川、湖北等南方各省，为产能的快速增长打下坚实基础。

公司种猪场主要分布在两广、江西、福建、浙江、湖北和四川地区，均为南方消费大省和受疫情影响较小区域，公司的种猪群保留完整。未来养殖业务的发展区域仍在南方地区，重点发展两广、江西、福建和西南地区，在大区防控背景下，公司的种群布局有较大优势。

图表 14 公司种猪场主要分布

子公司名称	养殖场	后备场区	核心种猪场	种猪扩繁场
		后备母猪	曾祖代种猪、祖代猪	二元母猪
漳州现代农业	漳州猪场	√	√	√
	石市口	√		√
	小通	√	√	√
	泰合	√		√
	高桥	√		√
乐山傲农康瑞	乐山傲农康瑞	√		√

湖北三匹	湖北三匹	√	√	√
德州傲新	德州傲新	√		√
南宁傲农育种	南宁傲农育种	√	√	√
广西柯新源	广西柯新源	√	√	√

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理注：上述系根据公告信息整理，不排除未公告的项目未纳入统计

## （二）资金储备：融资+租赁+并购，多种方式结合

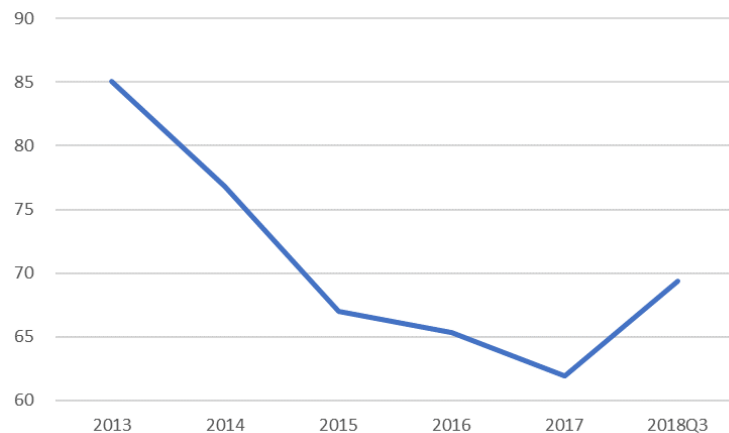
如仅凭债务融资支撑 2020 年目标出栏量，资产负债率较高。若公司后续产能扩张的资本开支只依靠债务融资，则实现 2020 年 180 万头的出栏目标，以 2018 三季度公布的资产负债率 69.41% 为基础，保守估计公司头均出栏固定资产投资 1200 元，则出栏增加 140 万头需 16.8 亿资金，资产负债率将显著提升，财务风险较高。

图表 15 “公司+农户”模式下各公司头均出栏投资及负债状况

	温氏股份	新希望	正邦科技	天邦股份	唐人神	傲农生物
头均出栏投资:元/头	1100	1100	1200	1100	1200	1200
19~20 年新增出栏(万)	570	550	450	280	150	140
所需资金(亿)	62.70	60.50	54	30.80	18	16.8
2018Q3 资产负债率%	33.23	42.14	66.77	51.91	38.09	69.41
2020 年资产负债率%	40.48	46.90	73.86	73.39	61.03	79.67

资料来源：各公司公告 太平洋证券整理 注：由于部分公司没有发布 2018 年报，故本表使用 2018 三季度数据便于统一比较

图表 16 公司资产负债率 (%)



资料来源：wind，太平洋证券整理

为减轻财务风险，公司将充分利用多种再融资方式。2019 年 4 月 3 日，多家权威媒体报道监管层可能将对上市公司再融资松绑，这无疑将降低融资门槛，促进上市公司做大做强，目前公司已公告计划采取发行可转债方式募资，随着公司首发满 18 个月后，未来还将拓宽定增等再融资手段。

**傲农生物：饲料到养殖的创业神话，最具爆发力的养猪新星**

为减轻财务负担，除直接投资建设，公司还实行轻资产扩张，如收购、对外合作和租赁等。

**1) 收购和对外合作。**收购与募资建设相比，具有耗费时间短、投产速度快等诸多优势，本轮猪周期的持续时间和价格高点可能远超行业预期，因此哪个公司在短时间内养殖规模增长最快就能获利最大。公司在上市后已经进行了多起猪场并购运作，未来可能也将利用自有资金直接进行收购。

**图表 17 上市后公司收购和对外合作项目**

日期	收购项目
2017年10月	收购金华市宏业畜牧养殖有限公司股权
2017年10月	收购诏安优农现代农业开发有限公司股权
2017年10月	收购漳州聚农农业开发有限公司股权
2017年10月	收购漳浦县赵木兰养殖有限公司股权
2017年11月	与安陆市人民政府开展投资合作，建设年出栏50万头生态型现代化生猪养殖的项目
2018年1月	与诏安县人民政府合作，投资种猪扩繁养殖项目。
2019年3月	与井研县农业局签订合作协议，建设1个2400头的祖代场、2个5000头的二元母猪场。
2019年4月	与贵州七环现代农业发展有限公司签订合作协议，就“黄平县谷陇镇年出栏20万头商品猪精准脱贫产业带动项目”达成合作经营意向。

资料来源：公司公告 太平洋证券整理 注：上述系根据公告信息整理，不排除未公告的项目未纳入统计

**2) 租赁。**猪场租赁模式与新五丰类似，在前期种猪繁育和保育阶段，公司不进行繁育场建设，通过租赁现有或合作方新建猪舍的方式，由公司提供种猪、饲料、兽药、疫苗并派驻生产管理人员，从而大大减轻公司的固定资产投资资金压力。除以下5个猪场外，南宁傲农育种场和贵州傲农武峰猪场也是租赁模式，未来公司采用此种养殖方式的比例还将继续增加。

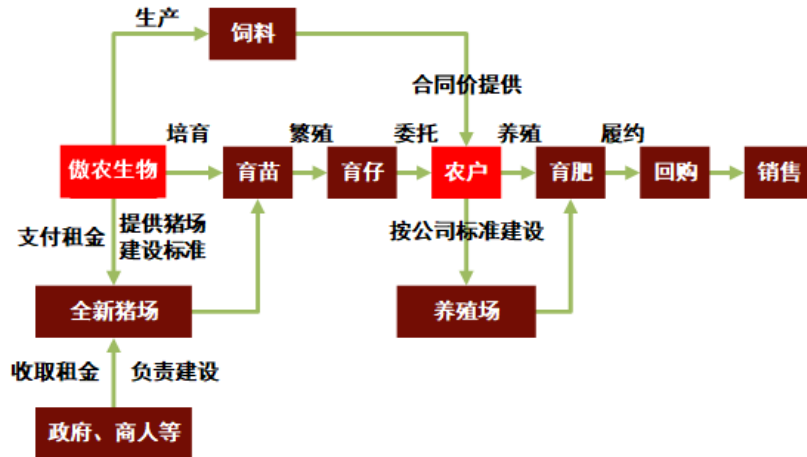
**图表 18 上市后公司租赁项目**

日期	租赁项目
2017年9月	与江西禧鼎科技有限公司开展投资合作，在江西省合作建设10个育肥猪养殖基地（年出栏育肥猪约100万头）。养殖基地由江西禧鼎负责投资建设，建成后全部租赁给公司使用
2017年9月	与武汉银河生态农业有限公司共同设立新公司，新公司与武汉银河签订猪场租赁合同，开展生猪养殖业务
2018年1月	与山西旭满原牧业合伙企业、河南哺农实业有限公司（等共同投资设立养殖经营企业，该企业主要以租赁猪场形式开展猪的饲养、销售及其技术服务等业务
2018年12月	与四川珍果农业科技开发有限公司开展合作，由四川珍果在四川省绵阳市投资建设年存栏1.2万头母猪规模的猪场，建成后租赁给公司使用，

2019年4月 与贵州七环现代农业发展有限公司签订合作协议，双方共同组建设立新公司作为养猪运营公司，新公司租赁贵州七环的固定资产开展生产经营

资料来源：公司公告 太平洋证券整理 注：上述系根据公告信息整理，不排除未公告的项目未纳入统计

图表 19 公司猪场租赁模式



资料来源：太平洋证券整理

### （三）团队建设：股权激励与创业文化

#### 1、持续股权激励

傲农是一个年轻的公司，公司 2019 年才刚满 8 岁；公司董事长吴有林先生是 40 岁的年轻企业家，公司主要高管团队大多也是 30~40 岁。公司的整体人才战略也是“年轻化、高效化、创业化”，是行业内为数不多的以创业文化管理企业的公司。

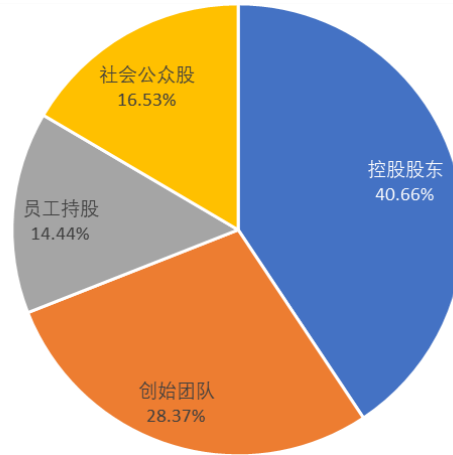
上市仅两年，公司已进行两次大手笔股权激励，目前的大股东和高管团队持股比例超过 60%。公司以持续的股权激励提升团队人员稳定性和工作积极性。

图表 20 公司两次股权激励对象及获授股票数量

时间	激励对象
2017 年股权激励	授予中层管理人员、核心技术人员、业务骨干（共 239 人）股票数量 609 万股。
2018 年股权激励	授予 3 名高管 80 万股，334 名中层管理人员、核心技术人员、业务骨干 925.7 万股。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 21 2018 年股权激励后公司股东结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2、创业文化

“创业容易守业难”，傲农短时间内成功上市已是功成名就，但公司仍然把“创业文化”放在战略首位，将自身定义为“创业中的小公司”。因此，公司进军生猪养殖板块绝非随大流，更是想完成创业梦想，实现事业的更上一层楼。傲农的股权激励和创业文化，将公司的大事业变成每个员工的小事业，将公司发展与员工个人前途捆绑在一起。

在企业文化上，傲农与牧原的企业文化有相像之处。牧原实行养猪师徒制，将公司员工以师徒/家人的方式相连，如师徒制誓言所说：“我愿意把这一生积累下来的珍贵经验，传授给牧原的兄弟姐妹”；同时牧原内部实行严格的军事化管理，举行铁营战斗力培训会等，用军队精神和家人/师徒情感将员工连接在一起，加强员工队伍的稳定性和工作积极性。

图表 22 傲农的创业精神



图表 23 傲农人才理念





资料来源：公司官网，太平洋证券整理

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

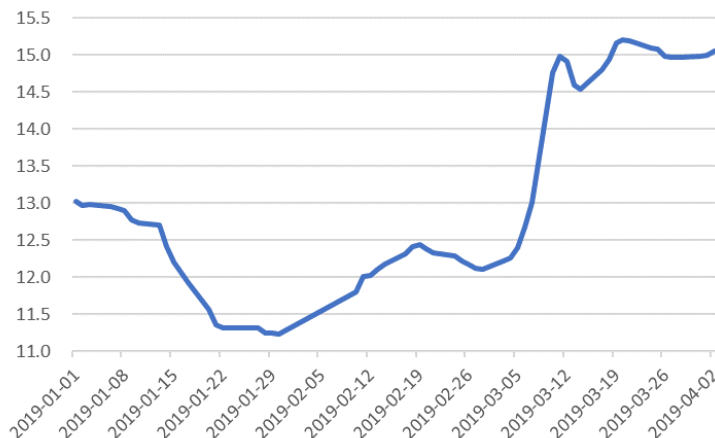
同样以文化治理企业，牧原多以精神和情感手段，辅之以高额奖金激励；傲农以创业精神激励员工，给予高额股权激励；相比于薪酬激励，股权分享更能激发员工的主人翁意识，且团队稳定性更强。

## 四、当前时点，傲农的主要看点？

### （一）出栏量确定性强

从2018年8月开始肆虐的非洲猪瘟已经席卷全国，产能的暴力去化必将在不久的将来引发猪价暴涨，非瘟疫情下的猪周期持续时间和价格高点都将远超行业预期，过去的历史经验已经无法用于判断本轮周期的上涨速度和高度。从3月初全国生猪均价在短短两周时间内从12元/公斤暴力拉升到15元/公斤，便可窥一斑。

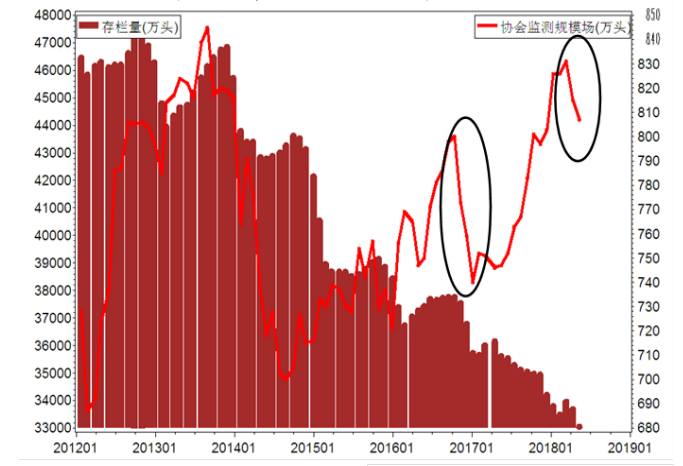
图表 24 外三元全国均价（元/公斤）



资料来源：wind，太平洋证券整理

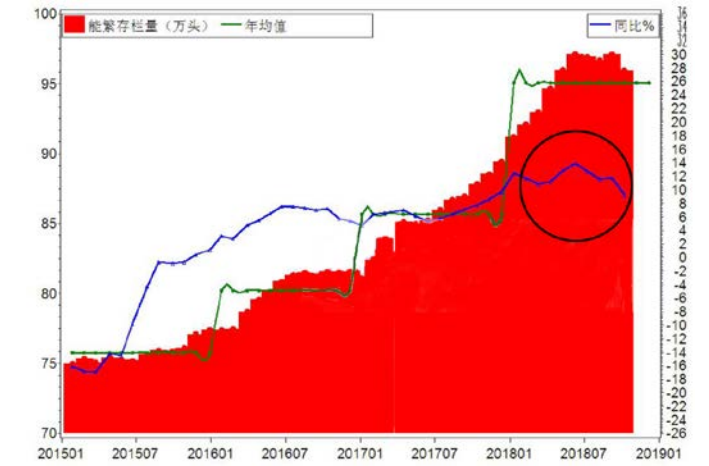
**价有了，量呢？**非洲猪瘟给上市公司业绩带来了很大的不确定性，市场的关注重点将从成本竞争力转向其出栏量的稳定和确定性；出栏确定性越强，业绩的确定性也就越强。各大规模场自疫情开始后，原有的产能扩张基本停滞甚至有产能收缩的迹象，各家的工作重点由扩产能转向保安全。如果说过去的猪周期比的是谁活的久，那么本轮猪周期拼的是谁能活下来；在“剩者为王”的时代，但凡能活下来的养猪企业，都将畅享长久的繁荣。

图表 25 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，太平洋证券整理

图表 26 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，太平洋证券整理

从 2019 年一季度月报公布数据来看，公司一季度生猪总销售量 17 万头，下半年的量一般高于上半年，结合近期新增的轻资产、快速提升当期出栏量的模式（如贵州七环模式）等合作项目增加的产能，全年来看出栏 90 万头是大概率事件。若 2019 年公司实现 90 万头生猪出栏，同比 2018 年超过 100% 的增速在上市公司中将名列前茅。

图表 27 公司 2019 年一季度出栏月报

月份	销售量（万头）	销售量同比（%）
1 月	56,709	184.80
2 月	45,518	113.83
3 月	68,060	203.55

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## （二）产能分布受疫情影响较小

出栏分布远离重灾区，受疫情影响较小。公司当前能繁母猪产能分布主要在两广、江西、湖北、四川、福建等省，在山东、浙江等也有少量布局。2023 年公司的 600 万头出栏规划中，重点发展的区域也是福建、江西、湖北、川渝、贵州等。在北方的产能分布很少，避开疫情重灾区，使公司产能受影响较小。

从去年 8 月以来，公司高度重视非瘟疫情，上下一心确保各项防控措施执行到位。人、车、物进出严格消毒，即使有山地这类天然屏障仍然不敢掉以轻心。下至普通员工，上至公司高管在春节期间仍然驻守猪场，其责任心和执行力的强可见一斑。



图表 28 进入猪场脏/净区分界人车消毒



资料来源：公司公众号，太平洋证券整理

图表 29 猪场附近划分核心区和缓冲区



资料来源：公司公众号，太平洋证券整理

### (三) 估值低

我们判断猪价将于 4~5 月进入实质性上涨阶段，公司在 2019~2020 年出栏量确定性高，增长速度快，叠加未来猪价上涨的强烈预期，公司当前市值对应 2020 年出栏量，头均市值仅为 2444.44 元/头，在可比上市公司中估值较低。

图表 30 主要生猪养殖企业头均市值比较（4 月 9 日）

	2020 年预计出栏量 (万)	4 月 9 日总市值 (亿)	生猪养殖板块市 值(亿)	头均市值 (元/头)
傲农生物	180	74	44	2444.44
牧原股份	1800	1390	1390	7722.22
温氏股份	2800	2134	1774	6335.71
新五丰	180	94	94	5222.22
正邦科技	1000	465	435	4350
天邦股份	500	218	188	3760
新希望	900	614	304	3378.78
唐人神	300	113	75	2500
天康生物	200	93	38	1900
平均				4179.26

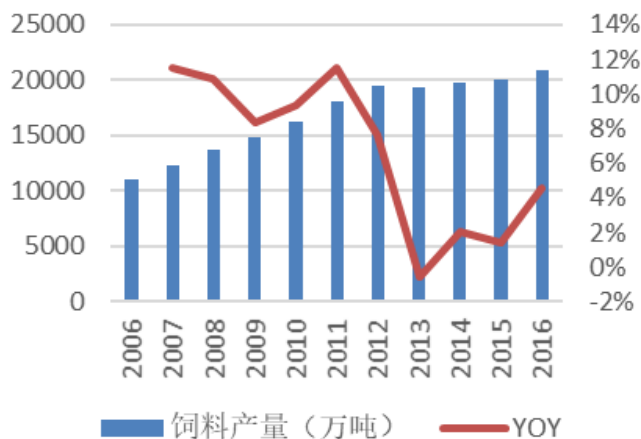
资料来源：太平洋证券

## 五、饲料业务：竞争加剧，强者逆势增长

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，

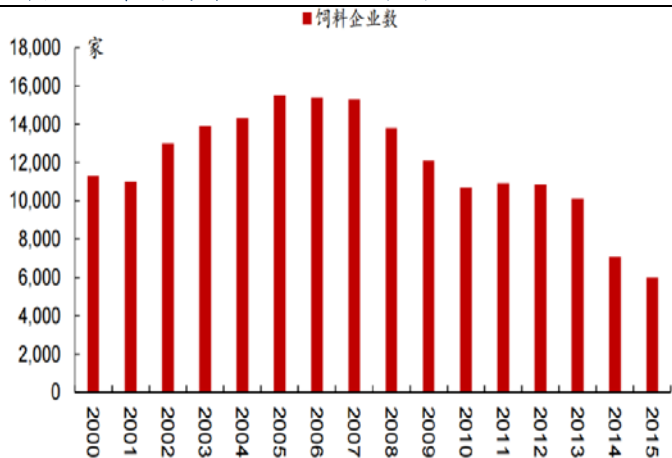
已经减少到目前的 6000 余家，整合速度迅猛，未来预计还要减少到目前的一半左右；2014 年，31 家百吨以上的饲料企业已经占到全国总产量的 52%。经过 30 多年的发展，我国饲料行业已经进入成熟发展期，可以称是农业领域竞争最充分的一个行业。

图表 31 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 32 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

**饲料企业强者恒强。**下游生猪养殖方面，2014 年我国生猪规模化程度仅为 41.80%，在经历了 2015 年以来的环保高压之后，预计 2017 年规模化程度已达到 55.41%，3 年提升了 13.6%。规模化程度的快速提升意味着上游饲料企业销售重点将由以往的以价取胜变为以产品质量和养殖服务取胜，这将显著利好拥有核心产品和综合服务能力的龙头企业，行业将呈现强者恒强的发展趋势。

**非洲猪瘟提高饲料行业门槛，小企业加速退出。**饲料及饲料原料带有非洲猪瘟病毒已成为猪场发病的重要原因，而解决的唯一办法是高温消毒。购置高温消毒设施增加了小型饲料企业的运营成本，无自有运输车辆同样使小企业的饲料产品增加带病隐患。因此，非洲猪瘟背景下，中大型猪场出于生物安全考虑，只会购买经过高温消毒和自有车辆运输的大企业饲料及原料，小企业由于客户流失而被迫退出行业。傲农作为前端料龙头，将充分受益于小企业加速退出、行业集中度提升的趋势。

**非瘟时代，龙头饲料企业将实现逆势增长。**在非洲猪瘟背景下，无论是中小散户还是大型猪场，都面临着巨大的生存压力；行业洗牌加剧，剩下来的必然是有能力的专业养殖户或企业，他们对饲料企业的产品安全性和技术服务将提出更高的要求。公司凭借过硬的产品质量和专业的技术服务，将获得更多专业养殖户的青睐，市占率有望快速提升。

未来公司的饲料业务增量还来源于产能利用率提升和饲料种类的多元化。当前公司饲料业务以猪料为主，占比 90% 以上，未来将适当加大禽料、水产料和反刍料等其他品类的扩张；产能利用率方面，2018 年公司饲料业务的产能利用率仅 50% 左右，还有很大的提升空间。未来的销量增长将主要依靠产能利用率提升和多品种出击，争取实现 2023 年 500 万吨的销量目标。届时，公司的饲料业务将从第三梯队跻身第二梯队。

## 六、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且中短期内无法有效恢复，猪价在高位停留的时间将比以往任何一轮周期都更为长久，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出栏量快速增长，预计公司 2018/2019/2020 年归母净利润为 0.44/4.06/9.96 亿，对应 EPS 分别为 0.10/0.93/2.29。

2020 年公司若出栏 180 万头，保守以头均利润 550 元计，公司生猪养殖板块至少贡献利润 7.92 亿（综合按 80% 计算归母利润），给予 15 倍 PE，则公司生猪养殖板块市值目标 118.8 亿。

**图表 33 生猪养殖板块可比公司 PE**

公司名称	2020 年 PE
温氏股份	17.12
牧原股份	14.81
正邦科技	11.02
天邦股份	11
平均	13.49

资料来源：太平洋证券 注：2020 年 PE 来自 wind 一致预测

饲料以归母净利润 2 亿计，给予 15 倍 PE，则饲料板块贡献市值 30 亿。根据分部估值法，公司目标市值 148.8 亿，4 月 9 日公司总市值 74.34 亿元，股价上涨空间 100.16%。以 2019 年 4 月 9 日收盘价 17.05 元为基准，目标价 34.13 元，给予“买入”评级。

## 七、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	liyw@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.com
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	shenyng@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





## 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。