

周期兑现

——农林牧渔行业 2020 年投资策略

行业年度报告

◆农业板块涨幅居前，持续看好养殖及后周期

2019年农业板块涨幅明显，截至12月4日，农林牧渔（申万）指数上涨43.71%，位于28个行业的第四。供需结构变化，使农业行业盈利超预期。目前行业估值仍处于低位，尤其是养殖板块业绩正在逐步兑现，估值处于历史低位。

◆猪：周期加速

2019年10月能繁母猪存栏环比转正，生猪存栏释放见底信号，但能繁母猪存栏至少需要9个月才能转化为商品肉猪出栏。同时进口猪肉体量小，难以弥补国内供给缺口。故预计2020年上半年猪肉大幅紧缺状况依然未有改变。供给短缺叠加消费旺季，我们预计2020年春节前后将到达本轮猪价高点，预计达45-50元/公斤，2020年全年均价在28元/公斤左右。预计2020年上半年猪价持续位于高位，2020年下半年猪价或开始下跌，但下降斜率较为平缓，因本轮生猪产能的恢复将较为缓慢。

参考俄罗斯的经验，我们发现非洲猪瘟虽然给行业照成巨大损失，但也为规模化企业扩张带来良好机遇，规模化企业有望进一步提升市占率。建议整体配置板块，重点推荐：一线龙头企业温氏股份、牧原股份等；二线企业新希望、正邦科技等；三线弹性标的金新农、唐人神、天康生物等。

◆鸡：周期延续

禽链高景气推动因素从供给短缺向替代性需求旺盛切换，2018年以来禽链价格不断超预期。当前肉类整体存在供需缺口，导致鸡肉价格后续仍有上涨动力。且从当前存栏情况、商品代养殖情况来看，2020年禽链仍旧延续高景气。

禽产业公司今年量价齐升，业绩确定性更强。重点推荐：弹性标的民和股份及益生股份；稳健角度：圣农发展及仙坛股份。

◆疫苗：周期反转

2019年疫苗市场分化较为明显。禽用疫苗量价齐增，猪用疫苗大幅低迷。当前看，兽用疫苗行业有望触底。一方面禽用疫苗保持高景气，白羽鸡引种增加以及养猪场转养禽，禽用疫苗下游需求持续旺盛；另一方猪用疫苗有望见底回升。能繁母猪的存栏回升，将带动猪用疫苗需求的见底回升，同时非瘟疫苗将打开行业新的增长空间。

我们预计非瘟疫苗最快可于2020年年中上市，市场规模在17.5亿-41.7亿。中国兽用疫苗行业已形成一批具有竞争力的规模化企业，同时行业将形成新的竞争格局。重点推荐：口蹄疫疫苗龙头生物股份、央企动保龙头中牧股份、具备独立研发能力且参与了非瘟疫苗研发的普莱柯以及禽用疫苗龙头瑞普生物。

◆风险分析：动物疫情风险，产能恢复不及预期风险，疫苗研发不及预期风险。

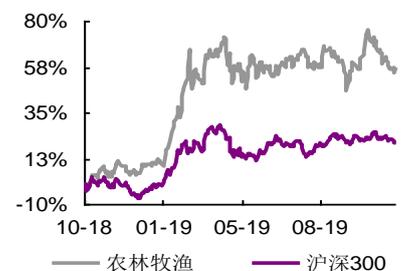
买入（维持）

分析师

刘 晓波（执业证书编号：S0930512080003）
021-52523800
liuxb@ebscn.com

王 琦（执业证书编号：S0930517120001）
021-52523836
wangqi16@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

2019 年上半年农业板块表现抢眼，而 2019 年下半年板块以震荡为主。一方面，农业板块尤其是养殖板块未来两年的高盈利已基本获得市场的一致认可，但另一方面，由于近期市场的波动，以及生猪政策调控力度加大，市场对于对农业周期的持续性等产生疑虑。

我们区别于市场的观点

我们全面分析了养殖板块现在所处的周期阶段，从供给、需求、价格、盈利等方面出发，认为生猪板块的周期高点尚未到来，禽养殖业务的高景气度将持续。在养殖周期见底后，处于养殖后周期的兽用疫苗行业则有望起底回升，接棒高景气。

投资观点

我们持续看好 2020 年农业板块表现，养殖板块高景气，兽用疫苗逐步见底回升：

1) 生猪：生猪存栏释放见底信号，但能繁母猪存栏至少需要 9 个月才能转化为商品肉猪出栏，故预计 2020 年上半年猪肉大幅紧缺状况依然未有改变。供给短缺叠加消费旺季，我们预计 2020 年春节前后将到达本轮猪价高点，预计达 45-50 元/公斤，2020 年全年均价在 28 元/公斤左右。预计 2020 年上半年猪价持续位于高位，2020 年下半年猪价或开始下跌，但下降斜率较为平缓，因本轮生猪产能的恢复将较为缓慢。非洲猪瘟也将给行业带来新的格局，规模化企业将在新一轮扩产周期中进一步提升市占率。建议整体配置板块，重点推荐：一线龙头企业温氏股份、牧原股份等；二线企业新希望、正邦科技等；三线弹性标的金新农、唐人神、天康生物等。

2) 白羽鸡：禽链高景气推动因素从供给短缺向替代性需求旺盛切换，2018 年以来禽链价格不断超预期。当前肉类整体存在供需缺口，导致鸡肉价格后续仍有上涨动力。且从当前存栏情况、商品代养殖情况来看，2020 年禽链仍旧延续高景气。禽产业公司今年量价齐升，业绩确定性更强。重点推荐：弹性标的民和股份及益生股份；稳健角度：圣农发展及仙坛股份。

3) 兽用疫苗：2019 年疫苗市场分化较为明显。禽用疫苗量价齐增，猪用疫苗大幅低迷。当前看，兽用疫苗行业有望触底。一方面禽用疫苗保持高景气，白羽鸡引种增加以及养猪场转养禽，禽用疫苗下游需求持续旺盛；另一方猪用疫苗有望见底回升。能繁母猪的存栏回升，将带动猪用疫苗需求的见底回升，同时非瘟疫苗将打开行业新的增长空间。预计非瘟疫苗最快可于 2020 年年中上市，市场规模在 17.5 亿-41.7 亿。中国兽用疫苗行业已形成一批具有竞争力的规模化企业。重点推荐：口蹄疫疫苗龙头生物股份、央企动保龙头中牧股份、具备独立研发能力且参与了非瘟疫苗研发的普莱柯以及禽用疫苗龙头瑞普生物。

目 录

1、 黄金周期延续.....	6
1.1、 行情回顾：涨幅居前.....	6
1.2、 板块策略：持续看好.....	7
2、 猪：周期加速.....	8
2.1、 供给：存栏触底后缓慢回升，进口难以弥补缺口.....	8
2.2、 价格：高价延续.....	10
2.3、 以史为鉴：俄罗斯非瘟疫情发生与行业发展并存.....	11
2.4、 主要上市公司迎来历史最好盈利时期.....	13
2.5、 投资建议.....	14
2.6、 风险分析.....	25
3、 禽：量价齐升.....	25
3.1、 供给明显增长.....	25
3.2、 替代效应推动需求回升.....	26
3.3、 价格仍有上涨动力.....	27
3.4、 投资建议.....	28
3.5、 风险分析.....	31
4、 疫苗：周期底部，反转在即.....	31
4.1、 行业概况.....	31
4.2、 需求逐步改善.....	33
4.3、 非瘟疫苗打开新空间.....	35
4.4、 投资建议.....	37
4.5、 风险分析.....	40

图表目录

图 1：年初至今，农林牧渔板块涨幅明显（截止至 12 月 4 日）（单位：%）	6
图 2：年初至今，中信一级行业涨跌幅（截止至 2019 年 12 月 4 日）	6
图 3：农业细分板块涨跌幅（截止至 2019 年 12 月 4 日）	7
图 4：畜禽养殖板块 PE 依旧处于低位	7
图 5：生猪存栏下行	8
图 6：母猪存栏环比转正	8
图 7：全球猪肉贸易量及中国进口占比	9
图 8：2018 年全球猪肉出口主要国家占比	9
图 9：中国猪肉进口量	9
图 10：2018 年我国猪肉分国别进口情况	9
图 11：2018 年 5 月以来，生猪价格快速上涨（截止至 2019 年 11 月 29 日）	10
图 12：仔猪价格创历史新高（截止至 2019 年 11 月 29 日）	10
图 13：俄罗斯非洲猪瘟疫情数量（单位：例）	11
图 14：俄罗斯后院养殖和小型猪场的猪肉产量占比（%）	12
图 15：俄罗斯猪肉产量	12
图 16：头猪利润情况（数据截止至 2019 年 11 月 29 日）	13
图 17：公司营收及利润状况	15
图 18：牧原股份生猪产业链示意图	15
图 19：牧原股份生猪出栏	16
图 20：牧原股份生产性生物资产	16
图 21：公司产业布局情况	17
图 22：2019 年 Q3 公司生产性生物资产快速增长	18
图 23：天邦股份饲料销量	19
图 24：我国祖代鸡更新量	25
图 25：全国祖代白羽肉鸡存栏量（后备+在产）（单位：万套）	26
图 26：全国在产父母代鸡存栏情况（单位：万套）	26
图 27：猪肉和鸡肉价格相关（截止至 2019 年 11 月 29 日）	27
图 28：鸡苗价格（截止至 2019 年 11 月 29 日）	28
图 29：毛鸡价格（截止至 2019 年 11 月 29 日）	28
图 30：苗种及毛鸡单羽盈利（数据截止至 11 月 29 日）	28
图 31：2013-2017 年中国兽用生物制品销售额情况	32
图 32：我国兽用疫苗企业数量	32
图 33：2009 年-2017 年生药企业生产能力和产能利用率	33
图 34：2017 年兽用生物制品行业不同规模企业占比	33
图 35：2017 年兽用生物制品行业市场集中度	33
图 36：2017 年我国兽用生物制品行业销售情况	34

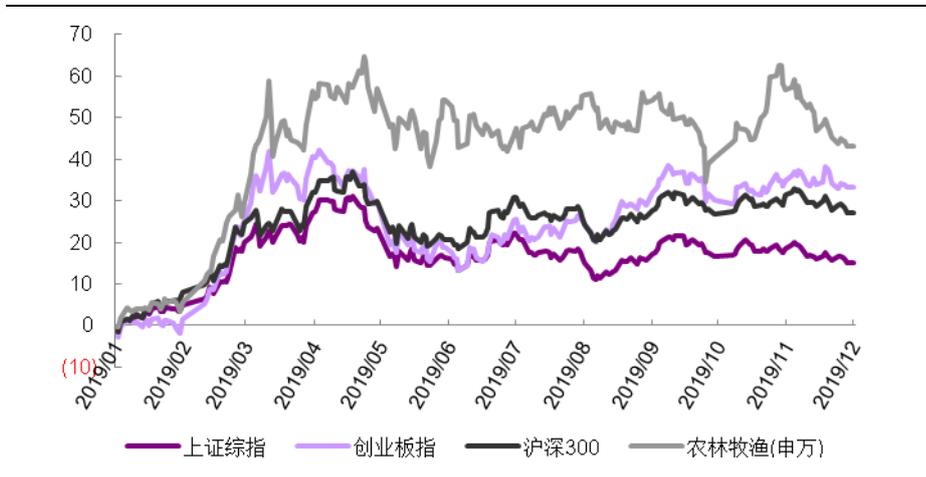
图 37：猪用疫苗市场概况.....	34
图 38：禽用疫苗销售额及占比	35
图 39：截止至 2019 年 10 月，我国非洲猪瘟疫苗研发取得的成果.....	36
图 40：兽用基因工程疫苗研发及审批程序	36
表 1：主要上市公司出栏量及出栏规划.....	13
表 2：主要养殖公司生产性生物资产情况	14
表 3：生猪养殖产业链上市公司盈利及估值情况.....	14
表 4：牧原股份主要业务收入、利润拆分及假设.....	16
表 5：牧原股份可比公司盈利及估值情况	17
表 6：牧原股份业绩预测和估值指标	17
表 7：天邦股份主要业务收入、利润拆分及假设.....	20
表 8：天邦股份可比公司盈利及估值情况	21
表 9：天邦股份业绩预测和估值指标	21
表 10：温氏股份业绩预测和估值指标	22
表 11：新希望业绩预测和估值指标	22
表 12：正邦科技业绩预测和估值指标	23
表 13：唐人神业绩预测和估值指标	23
表 14：金新农业绩预测和估值指标	24
表 15：天康生物业绩预测和估值指标	25
表 16：不同猪肉缺口下，鸡肉替代需求量	27
表 17：生猪养殖产业链上市公司盈利及估值情况	29
表 18：圣农发展业绩预测和估值指标	29
表 19：仙坛股份业绩预测和估值指标	30
表 20：益生股份业绩预测和估值指标	30
表 21：民和股份业绩预测和估值指标	31
表 22：部分省市禽流感疫苗春招情况	35
表 23：非洲猪瘟疫苗上市初期，政府招采规模测算.....	37
表 24：全部市场化条件下，非洲猪瘟疫苗市场规模测算	37
表 25：兽用生物制品行业上市公司盈利预测及估值.....	37
表 26：生物股份业绩预测和估值指标	38
表 27：中牧股份业绩预测和估值指标	39
表 28：普莱柯业绩预测和估值指标	39
表 29：瑞普生物业绩预测和估值指标	40

1、黄金周期延续

1.1、行情回顾：涨幅居前

板块维度：2019年初至12月4日，农林牧渔(申万)指数上涨43.71%，沪深300指数上涨27.87%，创业板指数上涨33.85%。

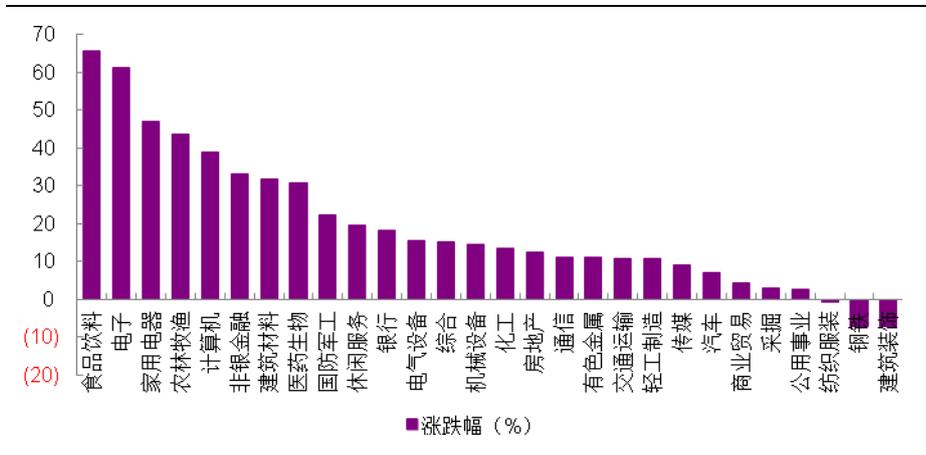
图1：年初至今，农林牧渔板块涨幅明显（截止至12月4日）（单位：%）



资料来源：wind

从行业维度来看：2019年初至今，农林牧渔在申万28个子行业中涨幅排名第4位（仅次于食品饮料、电子及家电）。

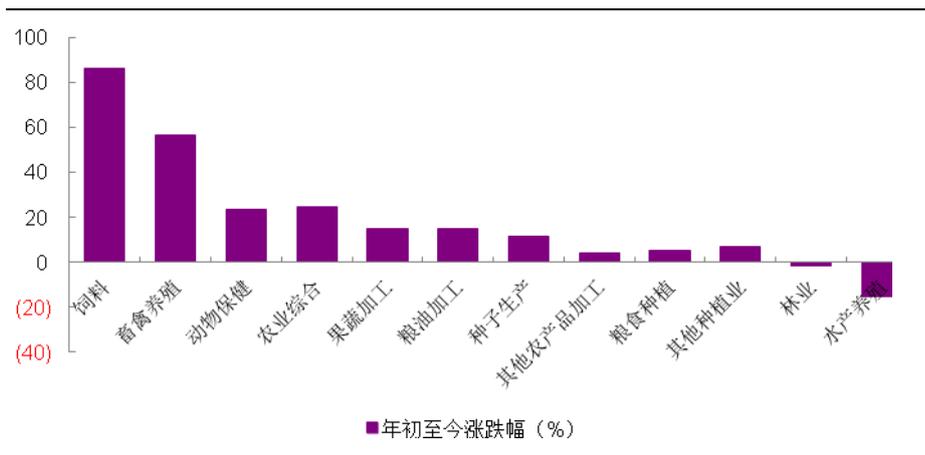
图2：年初至今，中信一级行业涨跌幅（截止至2019年12月4日）



资料来源：wind

从细分子行业来看，饲料板块涨幅最大，其余依次为禽畜养殖、动物保健等。养殖供需结构变化，产品价格不断创新高，板块业绩大幅改善，是驱动年初至今农业板块大幅上涨的核心因素。而饲料板块涨幅居前主要因为，当前主要饲料企业均已向生猪养殖行业发展，其出栏量同比增长相对传统养殖企业更快，估值优势更明显，弹性更高。另外在非洲猪瘟疫苗催化下，养殖后周期表现亮眼。

图 3：农业细分板块涨跌幅（截止至 2019 年 12 月 4 日）



资料来源：wind

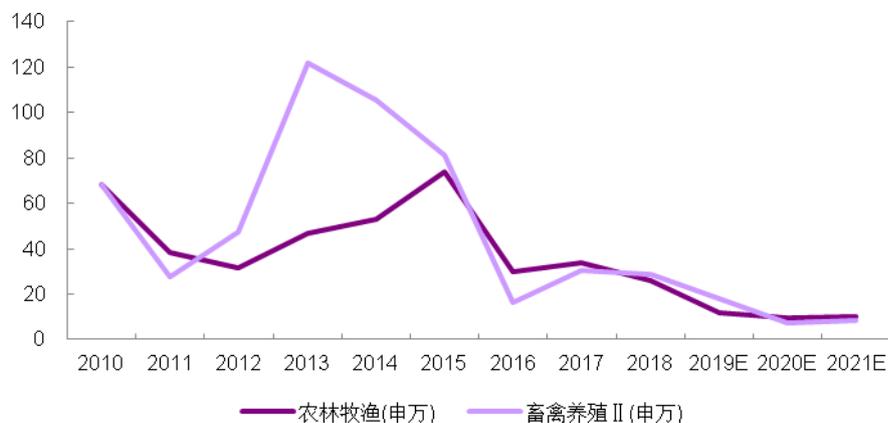
1.2、板块策略：持续看好

虽然 2019 年以来，农业板块涨幅明显，但行业估值仍处于低位。尤其是养殖板块业绩正在逐步兑现，估值普遍偏低：

1) 猪：根据 wind 一致预期，当前生猪养殖企业 20 年 PE 普遍在 3~9 倍。若考虑高点盈利年化，很多公司仅 2~3 倍。

2) 禽：19 年量价齐升，业绩确定性强，而 20 年受益于替代效应，继续维持高景气度。根据 wind 一致预期，目前主要公司 20 年 PE 仅 6-10 倍。

图 4：畜禽养殖板块 PE 依旧处于低位



资料来源：wind，股价时间截止至 2019 年 12 月 4 日

注：2010-2018 年为 PE-TTM，2019-2021 年为 wind 一致预期预测 PE

我们持续看好养殖板块，且随着生猪存栏见底回升，兽用疫苗行业亦将迎来新发展：

1) 生猪：生猪存栏释放见底信号，但能繁母猪存栏至少需要 9 个月才能转化为商品肉猪出栏，故预计 2020 年上半年猪肉大幅紧缺状况依然未有改变。供给短缺叠加消费旺季，我们预计 2020 年春节前后将到达本轮猪价高点，预计达 45-50 元/公斤，2020 年全年均价在 28 元/公斤左右。当前生猪养殖企业 20 年 PE 普遍在 3~9 倍。若考虑高点盈利年化，很多公司可能仅 2~3 倍。中短期的担忧在于对于出栏量的兑现。猪价越超预期则对应出栏量越低于预期，反之亦然。投资上看，目前处于周期兑现阶段。股价或已

部分反映了业绩预期。随着 20 年业绩陆续释放，股价或仍有阶段表现。拉长周期看，则可以从周期成长角度寻找下一个能够长大的公司。

2) 白羽鸡：禽链高景气推动因素从供给短缺向替代性需求旺盛切换，2018 年以来禽链价格不断超预期。当前肉类整体存在供需缺口，导致鸡肉价格后续仍有上涨动力。且从当前存栏情况、商品代养殖情况来看，2020 年禽链仍旧延续高景气。

3) 兽用疫苗：2019 年疫苗市场分化较为明显，2020 年行业有望触底。一方面禽用疫苗保持高景气，下游需求持续旺盛；另一方猪用疫苗有望见底回升。能繁母猪的存栏回升，将带动猪用疫苗需求见底回升，同时非瘟疫苗将打开行业新的增长空间。

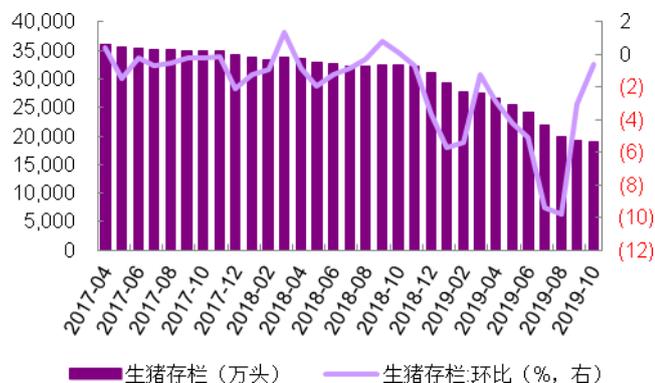
2、猪：周期加速

2.1、供给：存栏触底后缓慢回升，进口难以弥补缺口

2.1.1、存栏大幅下行，母猪存栏触底

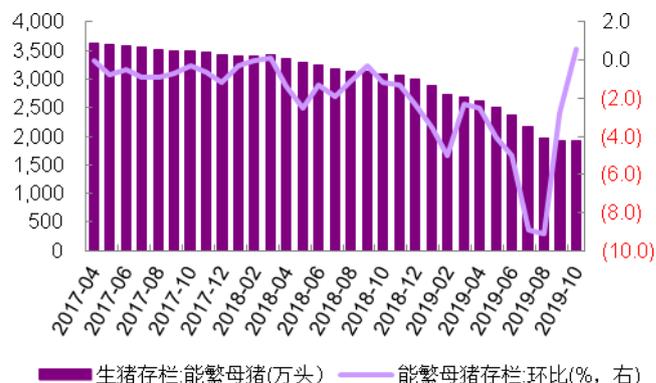
存栏加速下行，验证产能去化。2018 年 12 月以来我国生猪存栏、能繁母猪存栏环比持续下滑，同比跌幅不断扩大。10 月生猪存栏环比下降 0.6%，同比下降 41.4%；能繁母猪存栏则经过 18 个月的环比下降后，10 月触底，环比上升 0.6%，但同比已经大幅下降 37.8%。

图 5：生猪存栏下行



资料来源：wind

图 6：母猪存栏环比转正



资料来源：wind

疫情防控已有初步经验。在非洲猪瘟发生初期，由于养殖户对其了解甚少，且其传染力极强，非洲猪瘟在我国传播速度极快，造成了巨大损失。但经过一年多的实战，目前国内养殖户已在对抗非洲猪瘟方面形成了一定经验，通过消毒、加强管理等生物防控形式，目前部分规模养殖企业亦可以预防住疫情。

虽然能繁母猪存栏 10 月环比转正，展现触底回升迹象。按照能繁母猪存栏到商品猪出栏需 9 个月时间、生猪存栏到育肥猪出栏需 5 个月时间推算，预计 2020 年下半年开始，猪肉供给开始回升。

2.1.2、进口难以弥补缺口

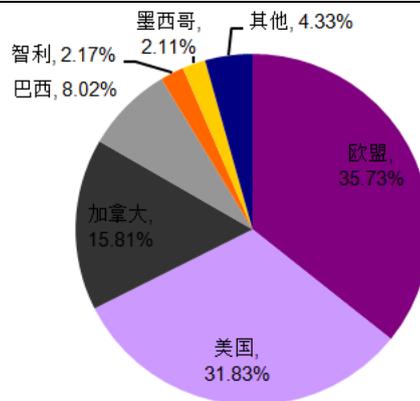
中国是全球最大的猪肉进口国，2018年世界猪肉贸易量为844.6万吨，其中中国进口量占总贸易量的18.5%。世界主要猪肉出口国为欧盟、美国和加拿大，2018年三者出口量占比为35.73%、31.83%和15.81%。

图7：全球猪肉贸易量及中国进口占比



资料来源：wind

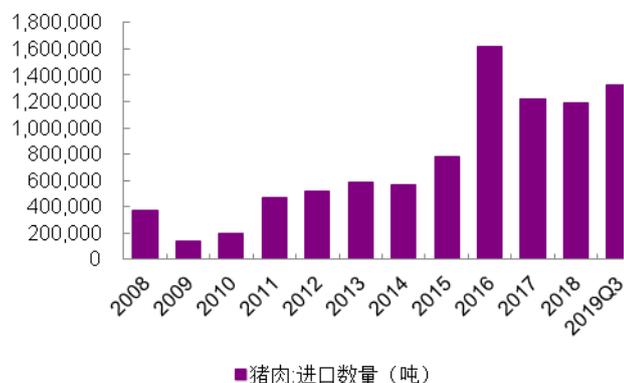
图8：2018年全球猪肉出口主要国家占比



资料来源：wind

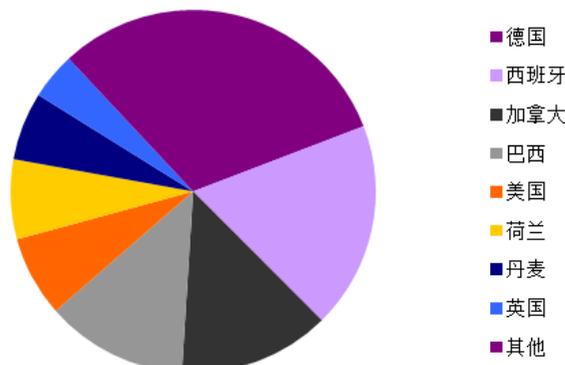
2019年猪肉进口大幅增长。2018年冷鲜冻猪肉总共进口119.3万吨猪肉。其主要从欧盟国家、加拿大、巴西、美国等进口。在蛋白质供给短缺背景下，我国陆续放开巴西、加拿大等进口，导致国内猪肉进口量大幅增长。2019年1-9月共进口132.6万吨，同比增长43.6%，金额逾183亿元，同比增长74.6%。预计2019年全年进口量可达200万吨。

图9：中国猪肉进口量



资料来源：wind

图10：2018年我国猪肉分国别进口情况



资料来源：wind

进口增加难以弥补供给缺口。2018年全球猪肉消费量约为11258万吨，中国猪肉消费量2018年达到5612万吨，占全球猪肉消费量的50%。但中国猪肉主要靠自给自足，中国每年猪肉进口量不到国内总产量的3%。2019年下半年以来，国内猪肉供给短缺的情况已经显现；结合存栏下行幅度和生猪养殖周期来看，2020年猪肉供给短缺情况将更为严重，预计缺口在1000万吨以上。而目前全球猪肉贸易仅800多万吨，即便在极端假设下，全球猪肉贸易全部进入中国，也难以弥补国内猪肉短缺的情况。

2.2、价格：高价延续

2018年8月非洲猪瘟疫情发生，2018年底东北地区形式严峻，且疫情不断向南方扩散。2018年底开始，全国生猪、能繁母猪存栏开始快速下行。其对猪肉供给的影响则在九个月后开始体现。2019年7月虽为传统的消费淡季，但拉开了本轮周期中我国生猪价格快速上涨的序幕。

猪价涨幅不断超预期，预期也不断被修正。在2018年底市场普遍认为本轮猪价高点在30元/公斤，后由于疫情超预期，在2019年一季度，预期提升至40元/公斤。目前来看，生猪价格已超出此前预期，而本轮猪价的高点尚未到来：

1) 生猪价格：截止至11月29日，22个省市生猪均价为32.08元/公斤，同比上涨26.2%，价格远超上一轮周期高点（2016年6月3日，生猪价格为21.20元/公斤）。

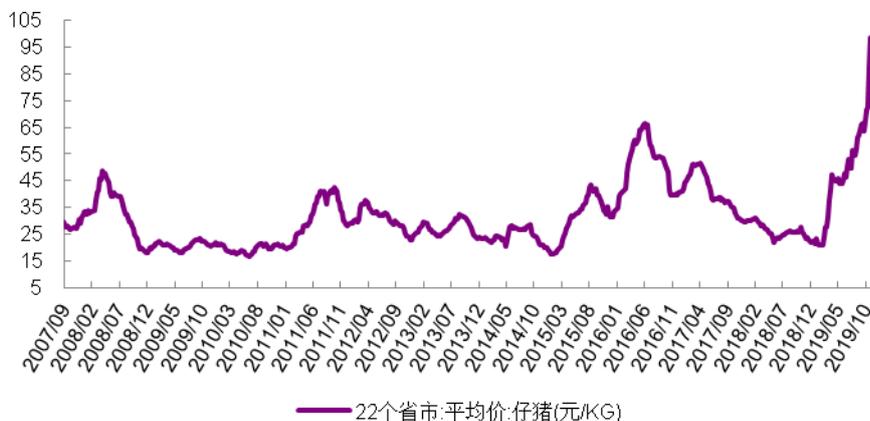
图 11：2018 年 5 月以来，生猪价格快速上涨（截止至 2019 年 11 月 29 日）



资料来源：wind

2) 截止至2019年11月29日，22个省市仔猪均价为93.67元/公斤，同比上涨291.4%，而上一轮周期高点仅66.69元/公斤。由于目前能繁母猪存栏的大幅去化，且由于市场普遍预期2020年猪价继续高位，留种现象普遍，仔猪供给短缺，价格大涨。

图 12：仔猪价格创历史新高（截止至 2019 年 11 月 29 日）



资料来源：wind

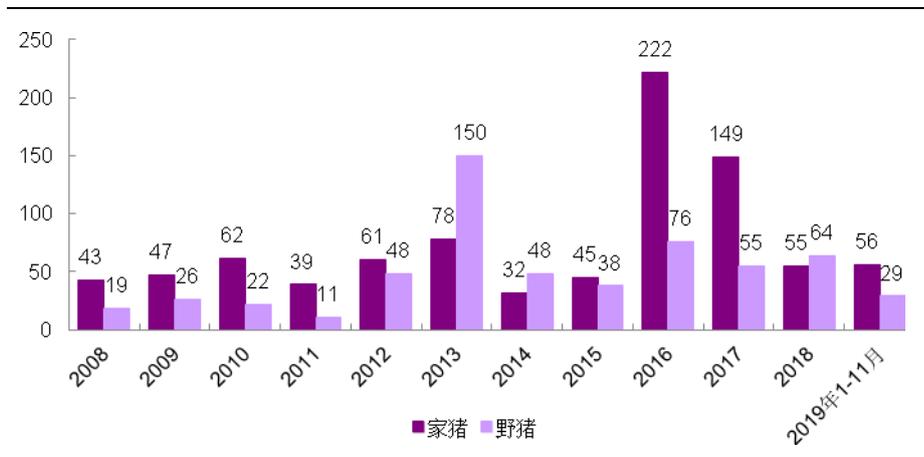
短期来看，目前生猪价格较 10 月底以来猪价有小幅下行，主因在经过前期快速上涨后，二次育肥、惜售现象有所缓和，养殖户出栏相对积极。同时近期辽宁、黑龙江等地疫情出现反复，导致部分养殖户集中出栏，冲击市场。另外过高猪价对消费也有一定的抑制作用。

但我们认为，短期供需缺口难以弥补，随着春节旺季到来，猪价将迎来新的一波上涨，预计本轮猪价的高点在春节前，猪价可达 45-50 元/公斤。且 2020 年上半年猪肉供给依然低位，猪价依然高景气。随着生猪存栏触底回升向下游的传导，预计 2020 年下半年猪价将有所回落。但猪价的回落将是一个较为缓慢的过程，因为目前尚无有效疫苗和其他防御手段，且在此次疫情中遭受损失的散户将有很大一部分永久性退出生猪养殖行业，故而生猪存栏的回升将是一个缓慢的过程，对应的则是供给和价格的缓慢回升。预计 2020 年整体均价在 28 元/公斤。2021 年的价格取决于 2020 年的产能修复情况。

2.3、以史为鉴：俄罗斯非瘟疫情发生与行业发展并存

2007 年俄罗斯首次发生了非洲猪瘟疫情。目前非洲猪瘟已经蔓延到俄罗斯联邦的 40 个行政区域，共发生疫情 1000 多起。2019 年初至 11 月 5 日，俄罗斯发生 56 起家猪和 29 起野猪共 85 起非洲猪瘟疫情。12 年间，俄罗斯虽然仍未取得防控非洲猪瘟的有效手段，但是行业格局发生了巨大变化。

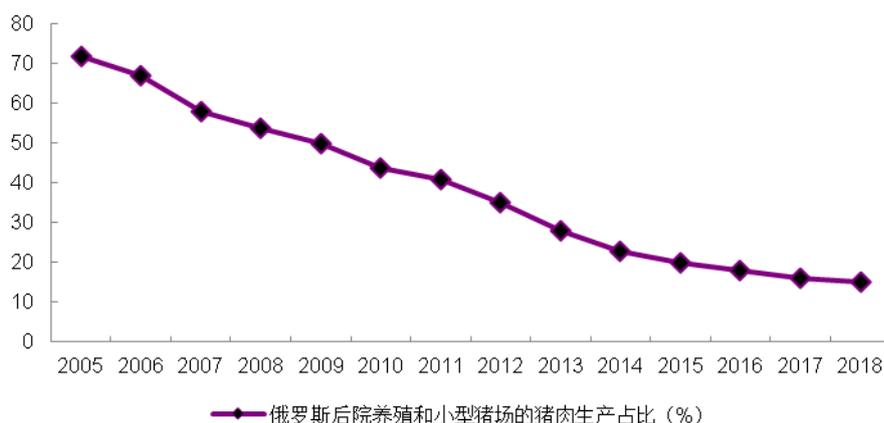
图 13：俄罗斯非洲猪瘟疫情数量（单位：例）



资料来源：OIE

行业集中度快速提升。2005 年工业化出栏猪比例是 28%，2018 年达到 86%（由 70 个一体化企业供应），家庭散养户出栏猪不到 15%，其中前 20 强养猪企业的出栏猪占 65%。行业集中度的快速提升一方面和散户防疫能力相对较弱有关，另一方面则由于俄罗斯主要补贴规模养殖场，而对散户养殖进行较大限制。

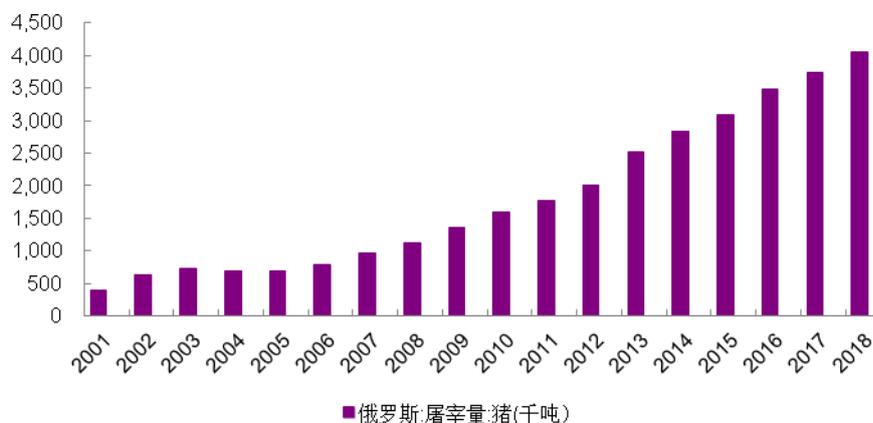
图 14: 俄罗斯后院养殖和小型猪场的猪肉产量占比 (%)



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》

由于集中度的提高, 规模养殖厂持续扩产, 即便有非洲猪瘟疫情, 俄罗斯猪肉产量不降反增。2007 年以来, 俄罗斯猪肉产量仅在 2008 年有小幅下降, 其余均连年增长。2007-2018 年俄罗斯猪肉产量年均复合增速为 13.89%。2018 年俄罗斯猪肉产量达 406 万吨, 进入全球前五。2019 年 1-7 月俄罗斯猪肉产量为 243 万吨, 比 2018 年同期增长 5.2%, 增加 11.98 万吨。预计 2019 年继续稳健增长。

图 15: 俄罗斯猪肉产量



资料来源: wind

自给率提升。2005 年俄罗斯猪肉自给率只有 60%, 需要进口 103.3 万吨猪肉。2010 年猪肉自给率增长到 66%, 需要进口 118.3 万吨。2012 年后, 乌克兰、白俄罗斯、立陶宛发生非洲猪瘟疫情, 俄罗斯立即暂停从这些国家进口活猪和猪肉制品, 进口量开始快速下滑, 2013 年生猪和猪肉价格也因为俄罗斯暂停从欧盟进口而大幅上涨, 猪肉自给率大幅提高, 由 2012 年 67% 增长到 2013 年的 74%。到 2018 年, 俄罗斯猪肉自给率达到 100%, 2019 年将由猪肉净进口国转为猪肉净出口国。

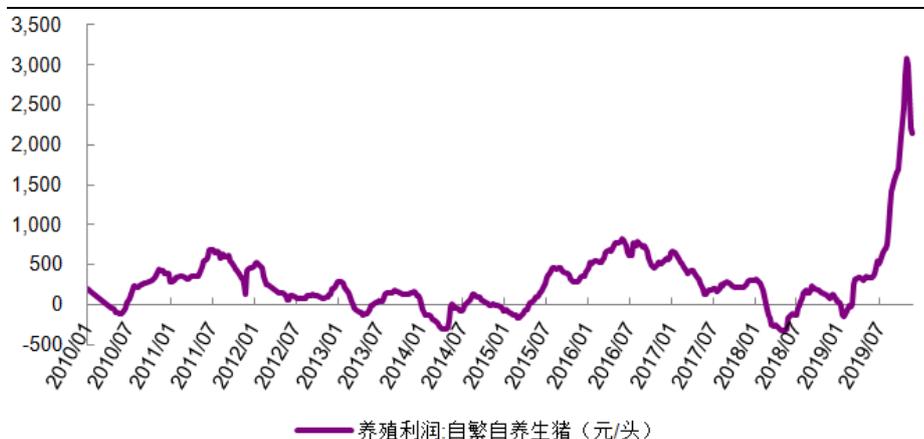
借鉴俄罗斯的经验, 我们看到, 虽然非洲猪瘟疫情难以彻底消除, 但是其在对行业形成短暂的冲击后, 在正确的政策引导以及防治经验的提升下, 非洲猪瘟疫情与行业发展是可以并存的。且非洲猪瘟对散户的冲击更大, 而规模化养殖企业因其资金实力更为雄厚, 设备、科学喂养等手段更为先进, 可以抓住机遇快速扩张产能、提升市占率。

2.4、主要上市公司迎来历史最好盈利时期

生猪养殖为资金密集型产业，龙头企业更具优势。16年-18年主要上市猪企（温氏、牧原、正邦、雏鹰、天邦、天康、罗牛山、龙大肉食、金新农、大北农、新五丰、海大等15家企业）出栏量合计分别为2860.21万头、3902.97万头和5142.8万头，在全国生猪出栏的占比分别为4.18%、5.67%和7.41%，市占率逐步提升。而本轮疫情将加快规模企业市占率的提升。

头均利润创历史新高。受非洲猪瘟疫情及季节性消费走低影响，2019年1-2月份生猪价格走势低迷，养猪行业整体出现亏损；3月份生猪价格开始进入上行通道，生猪养殖开始逐步扭亏为盈；3季度开始猪价不断超预期，生猪养殖进入高红利期。当前自繁自养头猪利润已超3000元/头，远超上轮周期高点。我们预计2020年生猪均价在28元/公斤以上，对应2020年头猪利润达1600-1700元。

图 16：头猪利润情况（数据截止至 2019 年 11 月 29 日）



资料来源：wind

10月上市公司出栏量较低，主要受留种、压栏等情况影响。同时受疫情严峻影响，上市公司普遍下调2019年出栏量目标，进而影响相关公司19年的利润水平。但目前企业积极留种复产来保证2020年出栏量，2019年三季度各主要公司生产性生物资产均有明显上涨。明年上市公司利润有保障。

表 1：主要上市公司出栏量及出栏规划

公司	19年1-9月出栏量 (万头)	19年出栏规划 (万头)
温氏股份	1557	1800
牧原股份	793	1000-1100
正邦科技	450	550-600
新希望	237	320
天邦股份	203	250
唐人神	72	90
大北农	133	165-175
金新农	33	45
天康生物	63.78	86
傲农生物	55	70

资料来源：wind，公司公告

表 2：主要养殖公司生产性生物资产情况

代码	公司	披露值 (百万元)					19 年 Q3 同环比分析 (%)	
		2018 年 Q3	2018 年 Q4	2019 年 Q1	2019 年 Q2	2019 年 Q3	与二季度末环比	与 18 年三季度末同比
300498.SZ	温氏股份	3,617.4	3,597.1	3,366.5	3,280.5	3,843.9	17.2	6.3
002714.SZ	牧原股份	1,423.6	1,461.2	1,633.8	1,768.0	2,836.9	60.5	99.3
002157.SZ	正邦科技	1,337.7	1,108.7	1,288.2	1,253.0	1,812.9	44.7	35.5
002124.SZ	天邦股份	528.1	515.1	417.1	378.4	619.0	63.6	17.2
002567.SZ	唐人神	135.7	118.2	129.7	100.8	101.1	0.4	(25.5)
002548.SZ	金新农	27.9	38.9	31.5	82.4	70.7	(14.1)	153.2
002100.SZ	天康生物	73.1	72.6	66.1	58.3	81.6	40.0	11.6
603363.SH	傲农生物	78.9	83.9	62.2	122.1	179.4	46.8	127.4
600975.SH	新五丰	55.0	56.2	43.3	65.5	47.3	(27.8)	(14.0)
000876.SZ	新希望	529.8	518.4	483.3	592.3	986.4	66.5	86.2
002385.SZ	大北农	108.3	95.3	151.6	89.4	105.7	18.3	(2.4)

资料来源：wind，公司公告

2.5、投资建议

猪价上涨的确认将驱动行业新一轮整体性机会。在经过调整后，当前建议积极加仓，迎接猪价上涨最强逻辑，找寻预期差大的公司，如金新农；同时看好弹性品种：新希望、唐人神、天康生物等一篮子组合；一线龙头温氏股份亦持续看好。

表 3：生猪养殖产业链上市公司盈利及估值情况

代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (X)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300498.SZ	温氏股份	1,853	34.88	0.74	1.97	4.34	47	18	8
002714.SZ	牧原股份	1,959	90.60	0.24	2.08	13.04	377	44	7
000876.SZ	新希望	908	21.54	0.40	0.95	1.68	53	23	13
002157.SZ	正邦科技	369	15.09	0.08	0.83	4.18	191	18	4
002124.SZ	天邦股份	140	12.05	-0.49	0.51	3.98	--	24	3
002567.SZ	唐人神	75	8.92	0.16	0.53	1.43	56	17	6
002548.SZ	金新农	37	8.61	-0.66	0.39	1.80	--	22	5
002100.SZ	天康生物	132	12.44	0.29	0.64	1.97	42	19	6
平均							128	23	6

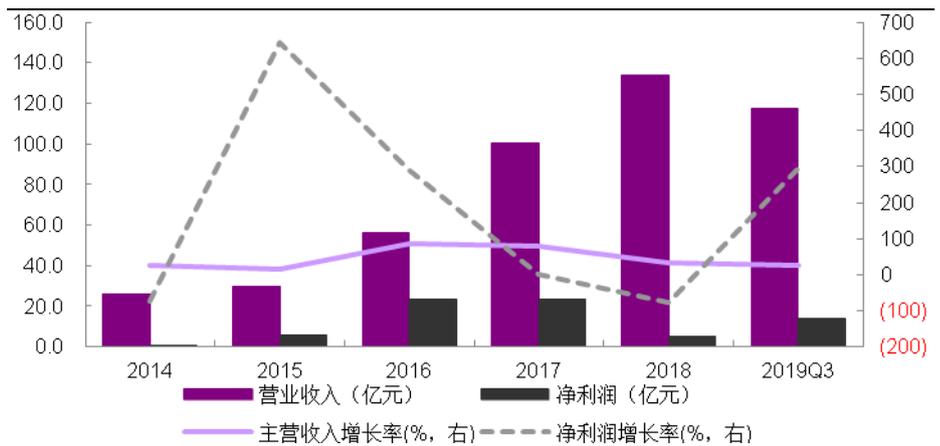
资料来源：wind，光大证券研究所整理，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

注：以上公司 19、20 年 EPS 为 wind 一致预期

牧原股份 (002714.SZ) 投资逻辑

牧原集团始建于 1992 年，总部位于河南省南阳市，专注于生猪养殖业务。公司采用大规模一体化养殖模式，完全实现自育自繁自养，拥有从饲料加工、生猪育种、种猪扩繁到商品猪饲养的一体化完整产业链，并通过参股 40% 的河南龙大牧原肉食品有限公司，进入下游的生猪屠宰行业。2018 年出栏生猪 1100 多万头，规模化养殖全国第一。

图 17：公司营收及利润状况



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 18：牧原股份生猪产业链示意图



资料来源：公司官网

牧原股份是首批国家生猪核心育种场，截至 2019 年 9 月拥有两个国家生猪核心育种场，现存核心群基础母猪 15000 余头，年可供后备母猪超过 50 万头，纯种猪超过 30 万头。同时，公司投入使用独立公猪站 58 个，场内公猪站 11 个，所有公猪站均采用全封闭空气过滤系统，最大限度推进遗传交流，加快遗传进展。

养殖效率高。自繁自养，公司自行研制的自动化饲喂系统，大大提高了生产效率。在育肥阶段，公司 1 名饲养员可同时饲养 2,700-3,600 头生猪（根据猪舍条件），生产效率高于国内行业平均水平。

一体化养殖，成本优势明显。公司自建饲料厂和研究营养配方，生产饲料，供应各环节生猪饲养；自行设计猪舍和自动化设备；建立育种体系，自行选育优良品种；建立曾祖代-祖代-父母代-商品代的扩繁体系，自行繁殖种猪及商品猪；采取全程自养方式，使各养殖环节置于公司的严格控制之中，从而使公司在食品安全控制、产品质量控制、疫病防治、规模化经营、生产成本控制等方面，具有显著的特色和优势。

出栏量快速增长，种猪储备丰富备战周期高点。2012-2018 年公司生猪出栏量年均复合增长率为 51.3%。2019 年上半年河南、山东、湖北、内蒙

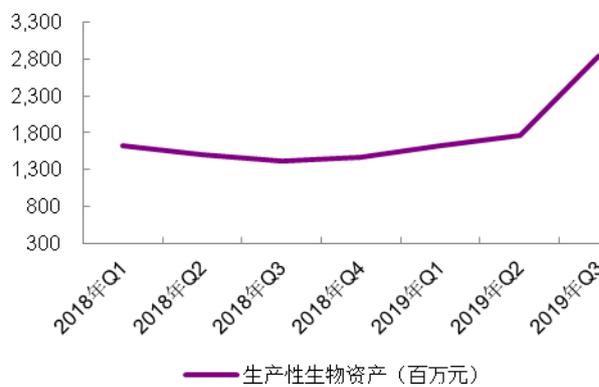
古和山西这五个地区合计占公司出栏量的 90%左右，其中河南占到公司出栏量的近 60%。随着种猪调运逐步恢复正常，公司正在加快前期部分闲置母猪场的投产，并为 2020 年的扩产大量留种。2019 年三季度公司生产性生物资产 28.37 亿元，环比增加 60.46%，同比增加 99.28%。预计 2019 年底，公司能繁母猪达到 130 万头以上。

图 19：牧原股份生猪出栏



资料来源：公司公告

图 20：牧原股份生产性生物资产



资料来源：公司公告

关键假设：

量：2019 年 1-10 月公司出栏生猪 867.5 万头，预计 2019 年全年可达 1000 万头；同时根据公司股权激励方案，2020 年公司生猪出栏量同比增长不低于 70%，同时结合公司产能布局情况我们预计公司 2020、2021 年出栏量分别为 1900 万头和 2500 万头。

价：生猪价格自 2019 年下半年持续走高，预计 2020 年持续高位，随着生猪产能的恢复，预计 2021 年生猪价格将有所下降。我们预计公司 2019-2021 年生猪头均利润分别为 454 元、1500 元和 1276 元。

表 4：牧原股份主要业务收入、利润拆分及假设

	2018	2019E	2020E	2021E
总销量 (万头)	1,101.1	1000	1900	2500
体重 (公斤)	110	110	110	110
单位价格 (元/公斤)	11.05	15.54	25.38	23.01
单位总成本 (元/公斤)	10.62	11.42	11.74	11.41
头均净利 (元/头)	47.2	454.1	1,500.3	1,275.7
收入 (亿元)	133.9	171.0	530.4	632.7
净利润 (亿元)	5.20	45.4	285.1	318.9

资料来源：wind，光大证券研究所预测

盈利预测

综上所述，我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 171.1 亿、530.4 亿和 632.7 亿，同比增速分别为 27.82%、210.22%和 19.29%。实现归母净利润分别为 45.4 亿、285.1 亿和 318.9 亿，同比增速分别为 772.99%、529.52%和 11.56%。

估值与评级

公司生猪产能快速提升，同时受益于周期高景气度。我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 2.08 元、13.04 元和 14.59 元。公司为生猪养

殖龙头企业，应享受一定估值溢价。且公司出栏量快速增长，成本优势明显，业绩增长快。看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险，产能释放不及预期风险，下游需求不及预期风险。

表 5：牧原股份可比公司盈利及估值情况

代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (X)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300498.SZ	温氏股份	1,853	34.88	0.74	2.40	5.57	47	15	6
002124.SZ	天邦股份	140	12.05	-0.49	0.62	3.58	-24	19	3
000876.SZ	新希望	908	21.54	0.40	1.07	2.26	53	20	10
002157.SZ	正邦科技	369	15.09	0.08	0.93	3.90	191	16	4
002567.SZ	唐人神	75	8.92	0.16	0.56	1.75	54	16	5
002548.SZ	金新农	37	8.61	-0.66	0.35	1.58	--	25	5
002100.SZ	天康生物	132	12.44	0.29	0.55	2.14	42	23	6
平均							61	19	6
002714.SZ	牧原股份	1,959	90.60	0.24	2.08	13.04	377	44	7

资料来源：wind，光大证券研究所整理，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

注：牧原股份 19、20 年 EPS 为光大证券研究所预测，其余公司 19、20 年 EPS 为 wind 一致预期

表 6：牧原股份业绩预测和估值指标

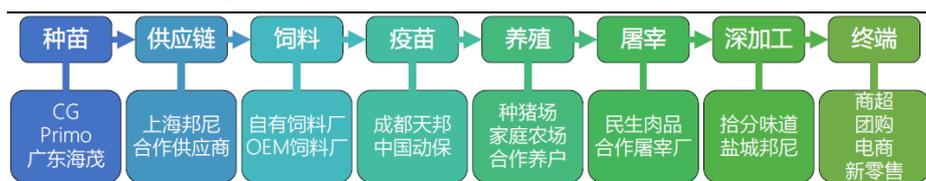
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,042	13,388	17,097	53,039	63,270
营业收入增长率	79.14%	33.32%	27.70%	210.22%	19.29%
净利润 (百万元)	2,366	520	4,540	28,506	31,894
净利润增长率	1.88%	-78.01%	772.69%	527.91%	11.89%
EPS (元)	1.08	0.24	2.08	13.04	14.59
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.57%	4.23%	19.90%	57.33%	44.52%
P/E	83	378	43	7	6
P/B	15.4	16.0	8.6	4.0	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

天邦股份 (002157.SZ) 投资逻辑

天邦食品股份有限公司于 1996 年 9 月 25 日设立，2007 年 4 月 3 日公司股票在深交所上市。公司主营业务为食品产业的开发（生猪育种及养殖和食品加工）、动物疫苗的研制与销售、饲料的研制与销售和工程环保服务。公司经过 22 年的发展，已经形成从饲料到餐桌的猪肉和水产品全产业链生产销售体系，是我国较大的生猪育种、生猪养殖、疫苗和饲料生产企业。

图 21：公司产业布局情况



资料来源：公司公告

种猪技术优异。2014 年公司全资子公司汉世伟战略投资世界一流育种公司 Choice Genetics (CG)，获得其 40.69% 的股权，一举奠定了养猪繁育体系金字塔顶端的技术领先优势。公司在安徽、广西拥有两个核心场，两个

核心场均配备了世界一流的种猪测定系统，包括自动喂料测定系统和 CT 扫描测定系统。截止至 2019 年上半年，汉世伟已建成母猪场 52 个，2019 年 在建母猪场项目 17 个，2020 年拟建母猪场项目 21 个。预计 2020 年可建成 90 个母猪场，可达到母猪产能 59 万头。

养殖模式变更。公司原以“公司+农户”育肥为主。非洲猪瘟疫情后，公司大力发展租养模式，与地方政府扶贫基金、社会资金等合作，根据非洲猪瘟防控新要求建设高标准育肥场，由公司租赁使用，自己育肥，以降低生物安全风险、提高生产效率。预计 2019 年底能建成 140 万头租养模式的育肥存栏规模。未来公司将根据具体区域情况采用家庭农场模式或者租养模式育肥，规模化租养育肥模式占比将逐步提升。

积极储备，保证明年出栏量有保障。2019 年上半年，由于非瘟疫情严峻，造成全行业母猪存栏快速下行。随着在非洲猪瘟疫情防控方面的积累，2019 年下半年以来大规模生产企业纷纷开始大量储备种猪，进行外购母猪、仔猪及三元回交等形式扩大种猪的储备，以此来“备战”高景气周期的到来。截止至 2019 年 3 季度末，公司生产性生物资产 6.2 亿，同比增长 17.2%，环比增长 63.6%。

图 22：2019 年 Q3 公司生产性生物资产快速增长



资料来源：wind

公司把食品加工业务作为未来产业链延伸及新的利润增长点培育，围绕生鲜肉及肉制品和水产品两类食品进行整套完整产业链的搭建和完善。2017 年食品板块分别并购了上海三美食品公司和江苏民生肉品公司，并进行升级改造，具有先进的生猪屠宰车间、分割车间，其中民生肉品屠宰、分割车间建筑面积 10,000 平方米，拥有一条标准屠宰生产线和三条现代化的分割流水线，配备完整的生猪屠宰设备设施，设计日屠宰及分割生猪能力为 2,000 头，上海三美日分割加工能力达 150 头。公司以“拾分味道”品牌和产品为依托，不断开拓商超卖场、专卖店、团购餐饮、电商及经销贸易为主的销售渠道，带来了公司业绩及整体品牌提升，公司产品自上市以来多次荣获“中国最好吃猪肉银猪奖”、“中国十佳冷鲜猪肉”、“年度品牌猪肉”等荣誉。

公司饲料业务定位全熟化和酵香型高端水产饲料，生产工艺和专业技术行业领先。公司拥有世界领先的双（单）螺杆挤压全熟化工艺和酵香型鱼料生产线 20 多条，其中宁波余姚生产基地拥有 6 条全熟化生产线和 2 条微粒子料生产线，是目前中国乃至亚洲名列前茅的大规模的高端全熟化饲料生产

工厂；盐城天邦、安徽天邦、青岛七好、越南天邦拥有全熟化及水产专用生产线 10 多条，正在布局华南、两湖生产基地，已形成规模领先的全熟化虾料及全熟化沉性鱼料生产基地布局。

同时公司拥有猪料生产首先利用自有产能为生猪养殖业务提供饲料，并开展猪预混料、浓乳料外销服务。在暂时没有自有饲料厂配套的生猪养殖区域，优选 OEM 代工厂，由公司提供配方、生产工艺和核心原料，在保证饲料质量前提下，持续优化饲料生产与运输成本。

图 23：天邦股份饲料销量



资料来源：公司公告

公司拥有中国首条通过农业部 GMP 动态验收的“细胞毒悬浮培养活疫苗生产线”，为我国的活疫苗生产工艺带来里程碑式的技术革新。依据四川省企业技术中心评价指标体系的评价原则排序，成都天邦名列 2018 年度四川企业技术创新发展能力 100 强第 30 位，2018 年度四川企业技术创新发展能力研究与试验发展经费投入 35 位，2018 年度四川企业技术创新发展最具潜力第 5 位，并获得表彰。稳常佳（猪瘟耐热保护剂活疫苗）市场占有率排名第 2，利力佳（猪传染性胃肠炎、流行性腹泻二联灭活疫苗）市场占有率排名第 2（根据农业农村部中监所产品批签发数据）。

关键假设

1、生猪养殖业务：近年来公司积极拓展生猪养殖产能，2019 年 1-10 月公司共出栏商品猪 216 万头，预计全年达 250 万头。随着公司新建产能释放及非瘟防控技术的升级，预计 2020-2021 年生猪出栏将快速增长，分别为 380 万头、550 万头。2019 年下半年起，生猪价格开始快速上涨，预计 2020 年维持高位，2021 年随着生猪产能的恢复，价格将有所回落。我们预计公司 2019-2021 年的头猪利润分别为 191 元、1173 元和 923 元。

2、食品业务：2019 年由于产能改造及非瘟影响，公司食品业务发展较慢。随着猪价上行及公司出栏量的增加，预计公司食品业务将再度较快扩张。我们预计 2019-2021 年公司食品业务收入增速分别为-5%、10%和 15%，毛利率分别为-5%、10%和 12%。

3、饲料业务：公司外销的主要为水产饲料，发展较为稳健。我们预计 2019-2021 年收入增速分别为 8%、5%和 5%，毛利率分别为 17.21%、16.71%、16.41%。

4、生物制品：受生猪存栏大幅下滑影响，公司19年生物制品业务低迷。随着生猪存栏见底回升以及生物防疫需求的上升，预计2020、2021年将有所恢复。预计2019-2021年的收入分别为-15%、10%和15%；毛利率分别为72.3%、73.0%和74.5%。

表7：天邦股份主要业务收入、利润拆分及假设

	2018	2019E	2020E	2021E
养殖				
出栏量(万头)	216.97	250.00	380.00	550.00
头均净利(元/头)	-104.07	190.89	1,173.15	929.28
收入(亿元)	28.02	47.25	112.86	145.20
同比(%)	73.02	68.61	138.86	28.65
毛利率(%)	6.57	23.00	48.00	43.00
净利润(亿元)	-2.26	4.77	44.58	51.11
食品				
收入(亿元)	2.27	2.16	2.37	2.73
同比(%)	182.94	-5.00	10.00	15.00
毛利率(%)	-4.48	-5.00	10.00	12.00
净利润(亿元)	-0.43	-0.39	0.04	0.11
饲料				
收入(亿元)	13.72	14.82	15.56	16.34
同比(%)	18.89	8.00	5.00	5.00
毛利率(%)	19.68	17.21	16.71	16.41
净利润(亿元)	0.69	0.64	1.28	1.41
生物制品				
收入(亿元)	1.07	0.91	1.00	1.15
同比(%)	-23.02	-15.00	10.00	15.00
毛利率(%)	75.70	72.30	73.00	74.50
净利润(亿元)	0.65	0.54	0.65	0.77

资料来源：wind、光大证券研究所预测

注：2018年分项业务贡献的归母净利润为光大证券测算，或与实际值有所差距

盈利预测

综上所述，我们预计公司2019-2021年的收入分别为65.24亿、131.90亿和165.53亿，同比增速分别为44.37%、102.18%和25.50%；实现归母净利润分别为5.89亿、46.12亿和53.36亿，2019年扭亏为盈，2020-2021年同比增速分别为682.77%、15.68%。

估值与评级

公司生猪产能快速提升，同时受益于周期高景气度。我们预计公司2019-2021年的EPS分别为0.51元、3.98元和4.60元。公司当前股价对应20年PE仅3倍，远低于行业平均水平。看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险，出栏量增长不及预期风险，感染疫情风险。

表 8：天邦股份可比公司盈利及估值情况

代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (X)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300498.SZ	温氏股份	1,853	34.88	0.74	2.40	5.57	47	15	6
002714.SZ	牧原股份	1,959	90.60	0.24	2.27	13.09	377	40	7
000876.SZ	新希望	908	21.54	0.40	1.07	2.26	53	20	10
002157.SZ	正邦科技	369	15.09	0.08	0.93	3.90	191	16	4
002567.SZ	唐人神	75	8.92	0.16	0.56	1.75	54	16	5
002548.SZ	金新农	37	8.61	-0.66	0.35	1.58	--	25	5
002100.SZ	天康生物	132	12.44	0.29	0.55	2.14	42	23	6
平均							127	22	6
002124.SZ	天邦股份	140	12.05	-0.49	0.51	3.98	--	24	3

资料来源：wind，光大证券研究所整理，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

注：天邦股份 19、20 年 EPS 为光大证券研究所预测，其余公司 19、20 年 EPS 为 wind 一致预期。

表 9：天邦股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,061	4,519	6,524	13,190	16,553
营业收入增长率	29.13%	47.63%	44.37%	102.18%	25.50%
净利润 (百万元)	262	-572	589	4,612	5,336
净利润增长率	-29.70%	-318.19%	--	682.77%	15.68%
EPS (元)	0.23	-0.49	0.51	3.98	4.60
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.65%	-24.03%	19.84%	62.28%	46.97%
P/E	54	--	24	3	3
P/B	4.7	6.0	4.8	1.9	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

温氏股份 (300498.SZ) 投资逻辑

- 1、生猪出栏有保障。非洲猪瘟导致行业产能去化，供需格局趋势性逆转。公司非洲猪瘟防控常态化，月度出栏已基本见底。预计 19 年出栏量 1800 万头，20 年出栏实现正增长，21 年出栏量有望冲击 3000 万头。
- 2、禽：肉类整体供需缺口，禽肉价格易涨难跌。公司是全国规模最大的黄羽鸡养殖上市公司，约占全国肉鸡出栏量的 20%；同时公司收购京海禽业，进入白羽肉鸡行业。2018 年公司肉鸡出栏量 7.48 亿只，预计 19 年出栏量近 9 亿羽，2020 年增长不低于 15%。
- 3、公司生猪产能稳步增长，抢占行业红利。同时肉鸡养殖业务有望维持高盈利。我们维持原有盈利预测，预计公司 19-21 年的 EPS 分别为：1.97/4.34/4.10 元，当前股价对应 19、20 年估值分别为：18X、8X。猪鸡共振，迎来最好盈利年度，维持“买入”评级。

风险提示：价格不及预期风险，发生疫情风险。

表 10: 温氏股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	55,657	57,236	67,472	85,464	90,313
营业收入增长率	-6.23%	2.84%	17.88%	26.67%	5.67%
净利润 (百万元)	6,751	3,957	10,446	23,041	21,759
净利润增长率	-42.74%	-41.38%	163.96%	120.57%	-5.56%
EPS (元)	1.27	0.74	1.97	4.34	4.10
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.70%	11.45%	24.66%	36.74%	27.67%
P/E	28	48	18	8	9
P/B	5.8	5.5	4.5	3.0	2.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 4 日

新希望 (000876.SZ) 投资逻辑

1、综合性农牧龙头。公司为目前国内产业链最完整、产品覆盖面最广的农牧类上市公司, 已初步形成“饲料生产--畜禽养殖--屠宰--肉制品加工”的产业协同一体化经营格局。1) 饲料: 多年国内市场份额第一。2) 禽养殖: 国内第一大父母代鸭苗、第二大商品代鸡苗、鸭苗供应商, “公司+农户”模式使商品代鸡鸭出栏快速提升。3) 猪养殖: 当前成长主动力, 未来三年出栏量将跨越式增长。4) 屠宰及肉制品: 每年肉禽屠宰量近 8 亿只, 排名全国第一, 肉猪屠宰处于国内领先梯队。

2、蓄势待发, 生猪出栏跨越式增长。2017-2018 年公司生猪出栏分别为 190 万头和 253 万头 (不含内销)。根据公司规划, 2019 年-2021 年公司生猪出栏将分别为 350 万头、800-1000 万头、1500-1800 万头, 至 2022 年则有望冲击 2500 万头。截至 10 月底, 公司种猪已超过 30 万头 (其中能繁超过 20 万头, GGP (曾祖代) /GP (祖代) 超过 10 万头), 到 2019 年 12 月底, 有望超过 40 万头, 公司 2020 年出栏量有保障。

3、维持公司 2019-2021 年的 EPS 预测分别为 0.95 元、1.68 元和 2.03 元。公司为综合性农牧龙头, 禽、猪两大高景气行业同发展, 公司业绩将快速增长: 一方面禽链景气度持续高涨, 另一方面生猪行业迎来向上周期, 公司生猪养殖业务量利同增。持续看好公司, 维持“买入”评级。

风险提示: 感染疫情风险、产品价格下降风险、产能释放不及预期风险。

表 11: 新希望业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	62,567	69,063	81,281	94,199	107,596
营业收入增长率	2.77%	10.38%	17.69%	15.89%	14.22%
净利润 (百万元)	2,280	1,705	4,013	7,097	8,557
净利润增长率	-7.66%	-25.23%	135.41%	76.86%	20.57%
EPS (元)	0.54	0.40	0.95	1.68	2.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.94%	7.90%	15.76%	21.97%	21.15%
P/E	39	52	22	12	10
P/B	4.2	4.1	3.5	2.7	2.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 4 日

正邦科技 (002157.SZ) 投资逻辑

1、猪瘟及禁运推动仔猪和能繁母猪去产能大局已定, 19 年下半年猪价大幅超预期, 20 年有望持续位于高位, 我们预计 2020 年生猪均价在 25-28 元/公斤左右, 头猪盈利 1200-1600 元。

2、种猪储备快速增长，2020 年出栏有保障。二季度以来，公司逐步加大对种猪资源的配置，放宽留种标准，增加母猪存栏量，为 2020 年扩大生猪出栏量做准备。截至 2019 年三季度末，公司生产性生物资产 18.1 亿，环比二季度增长 45%，同比增长 36%。预计 2019 年 12 月底，公司母猪存栏将达到 120 万头左右。

3、2019 年下半年以来，生猪价格持续超预期。但由于三季度非洲猪瘟疫情形势严峻，公司 2019 年出栏目标有所下调。目前公司防疫水平提高，同时结合公司种猪储备情况来看，预计 2020-2021 年生猪出栏将恢复快速增长。故我们维持 2019 年盈利预测，同时上调 2020-2021 年盈利预测，预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.83 元、4.18 元和 4.96 元（2020-2021 年原有预测值分别为：2.97 元、3.41 元）。出栏量快速增加，叠加周期上行，持续看好公司，维持“买入”评级。

表 12：正邦科技业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	20,615	22,113	26,938	38,904	48,112
营业收入增长率	8.96%	7.27%	21.82%	44.42%	23.67%
净利润（百万元）	526	193	2,028	10,209	12,117
净利润增长率	-49.74%	-63.21%	948.73%	403.30%	18.69%
EPS（元）	0.22	0.08	0.83	4.18	4.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.32%	2.99%	24.11%	57.03%	45.83%
P/E	78	212	20	4	3
P/B	6.5	6.3	4.9	2.3	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

唐人神（002567.SZ）投资逻辑

1、全产业链经营的养猪“新星”。公司以饲料起家，并逐步向产业链下游延伸，致力于生猪产业链一体化经营。目前公司构建了“饲料、养猪、肉品”三大产业：饲料--稳定增长，提供稳定现金流；生猪--快速发展，为业绩增长主动力；肉品制造--布局终端消费，平滑猪价波动对业绩的影响。

2、公司优势突出，出栏量连续翻倍。公司自 2015 年确立了发展生猪产业的战略目标，2016-2018 年公司生猪出栏量分别为：14 万头、54 万头、70 万头。经过 3-4 年的积累，公司当前产能布局已初步完成。

3、维持公司 19-21 年的 EPS 分别为 0.53 元、1.43 元和 1.74 元。公司业绩快速增长，持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：产能建设缓慢风险、感染疫情风险、产品价格不及预期风险

表 13：唐人神业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13,723	15,406	17,090	19,812	21,665
营业收入增长率	26.12%	12.26%	10.93%	15.93%	9.36%
净利润（百万元）	310	137	446	1,200	1,457
净利润增长率	54.37%	-55.87%	225.94%	168.81%	21.44%
EPS（元）	0.37	0.16	0.53	1.43	1.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.04%	4.02%	11.72%	24.75%	24.61%
P/E	24	54	17	6	5
P/B	2.2	2.2	1.9	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

金新农 (002548.SZ) 投资逻辑

1、打造生猪产业综合服务商。公司致力于打造生猪产业综合服务商，目前主营业务已涵盖饲料、生猪繁育、动保兽药、互联网通信技术业务，2018年四项业务收入占比分别为：80.64%、12.42%、3.90%和 2.59%。其中饲料为传统优势业务；养殖为业绩增长主推力；动保和互联网业务则可增加产品附加值。

2、生猪产能快速释放。2016年以来公司通过内外结合大力拓展生猪产能。
1) 外延：并购武汉天种、福建一春等，并参股新大牧业、佳和牧业；为公司后续发展储备了种猪、仔猪产能；2) 内生：先后筹建南平生猪生态养殖项目（一期产能 36 万头）、铁力生猪生态养殖产业项目（一期产能 40 万头）等项目。随着铁力项目产能的释放，公司出栏量将快速增长。

3、控股权转让完成，新大股东资本实力雄厚，将全力支持公司养猪业务发

4、维持原有盈利预测，预计公司 19-21 年的 EPS 分别为 0.39 元、1.80 元和 1.98 元。出栏量快速增加，叠加周期上行，看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期，产品价格不及预期、感染疫情风险。

表 14：金新农业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,061	2,801	3,585	5,349	5,818
营业收入增长率	10.80%	-8.52%	28.01%	49.20%	8.77%
净利润（百万元）	68	-287	150	686	754
净利润增长率	-57.40%	-524.46%	--	357.71%	9.85%
EPS（元）	0.18	-0.75	0.39	1.80	1.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.14%	-22.22%	9.69%	31.60%	28.17%
P/E	49	--	22	5	4
P/B	2.0	2.6	2.2	1.5	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

天康生物 (002100.SZ) 投资逻辑

1、养殖全产业链布局。公司已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。其中生猪业务为业绩增长主动力，动物疫苗及饲料则可提供稳定现金流。

2、出栏量快速增长，叠加行业高景气度。目前公司产能主要集中在新疆区域，年产能 100 万头养殖产能已基本建成。同时河南区域 100 万头的养殖计划落地建设中。由于新疆地处偏远，受疫情影响相对较小。

3、新品带动疫苗销量快增长，饲料稳健发展。1) 疫苗：2018 年公司推出上市的猪瘟 E2 苗是我国最先推出的基因工程猪瘟疫苗，在免疫效果和净化效果上领先，取得较好的市场反应，预计将从 2019 年开始上量；同时公司的猪口蹄疫 OA 二价疫苗已获批文，有望在 2019 年量产上市。公司疫苗业务销量有望提速。2) 饲料：公司为新疆地区饲料生产规模最大的企业，2018 年饲料销量达 110 万吨。公司近年来不断开拓中东部地区市场、积极调整产品结构。预计饲料业务后续维持稳定发展。

4、全产业链布局的农牧优质企业，生猪产能快速增长，叠加行业周期上行，公司业绩将快速增长。公司主要产能集中在新疆，受疫情影响相对较小，故出栏量有保障。且由于 2019 年下半年以来，生猪价格持续超预期，结合产能去化程度看，预计 2020-2021 年价格将超出我们此前预期，故我们上调公司盈利预测。预计公司 2019-2021 年的 EPS 预测分别为 0.64 元、1.97 元和 2.04 元(原有预测值为：0.52 元/1.05 元/1.21 元)。持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：价格不及预期风险、感染疫情风险。

表 15：天康生物业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,630	5,273	6,301	8,827	9,839
营业收入增长率	4.18%	13.89%	19.50%	40.08%	11.46%
净利润(百万元)	407	314	642	1,983	2,053
净利润增长率	3.72%	-22.95%	104.72%	208.78%	3.50%
EPS(元)	0.41	0.31	0.64	1.97	2.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.64%	9.77%	17.09%	35.53%	28.75%
P/E	31	40	20	6	6
P/B	4.2	3.9	3.4	2.3	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

2.6、风险分析

疫情发展超预期影响：疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩，产品价格下降，对生猪销售产生不利影响。

原材价格波动风险：小麦、玉米、次粉和豆粕等为饲料的主要原材料，上述大宗农产品价格波动将对行业的盈利状况产生重大影响。

3、禽：量价齐升

3.1、供给明显增长

上游引种显著增加。白羽肉鸡祖代更新量从 2018 年四季度开始回升，2019 年 1-10 月祖代更新量为 88.47 万套，同比增长 63.53%。预计 2019 年全年祖代更新量将超过 100 万套。

图 24：我国祖代鸡更新量

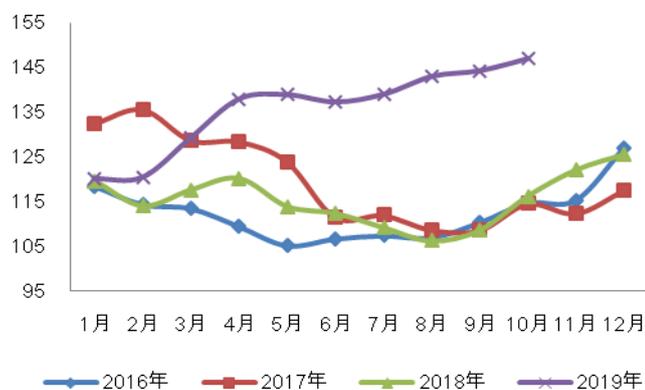


资料来源：wind

目前存栏处于相对高位。根据中国畜牧业协会禽业分会数据，10月，全国祖代白羽肉种鸡存栏147.01万套，同比增加26.46%，其中后备存栏55.88万套，同比增加49.96%，在产存栏91.14万套，同比增加15.38%。2019年10月，全国父母代在产种鸡存栏3178.00万套，全部5406.21万套。

图 25：全国祖代白羽肉鸡存栏量（后备+在产）（单位：万套）

图 26：全国在产父母代鸡存栏情况（单位：万套）



资料来源：中国畜牧业协会

资料来源：中国畜牧业协会

下游商品代养殖增多。非洲猪瘟疫情导致众多猪场空栏，在疫情压力以及禽养殖高额利润推动下，许多养殖户在原有生猪养殖场上进行肉禽养殖。以最早发生非瘟疫情的东北地区为例，根据陆家嘴大宗商品论坛，11月初发布的《东北三省非洲猪瘟疫情状况简报》，吉林和辽宁地区自付盈亏的散户有30%左右转养禽类，散户退出生猪养殖后基本不会考虑复养，转养禽类的占50-60%左右。

结合引种情况、商品代养殖情况，2019年禽肉供给已较18年明显增加，我们预计2020年禽肉供给同比将继续增加20%左右。

3.2、替代效应推动需求回升

猪肉供给下行，带动鸡肉需求。从我国肉类消费结构看，2018年猪肉、鸡肉、牛肉、羊肉产量分别为5404万吨、1170万吨、644万吨和475万吨。猪肉产量占63.4%、牛肉产量占7.6%、羊肉产量占5.6%，禽肉占比23.4%。非洲猪瘟导致猪肉供给大幅减少，若所产生的缺口由其他肉类补充，我们按照当前消费比例测算，则鸡肉、牛肉、羊肉的替代量占比分别为：51%、28%和21%。我们按照猪肉产量下降5%、10%、15%、20%、25%和30%六种情况测算，则鸡肉需求的提升比例分别为：12%、24%、35%、47%、59%和71%。而从非洲猪瘟蔓延情况来看，我国猪肉供给极有可能下降20%甚至以上，故而鸡肉存在着较大的替代性需求。

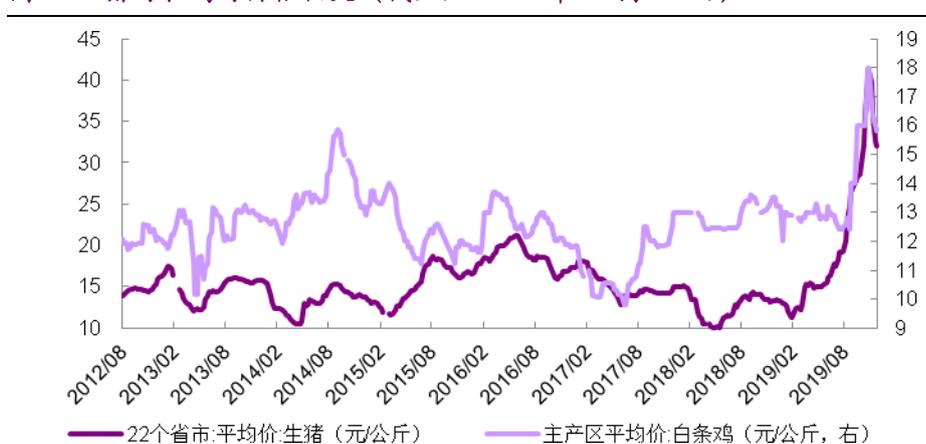
表 16: 不同猪肉缺口下, 鸡肉替代需求量

猪肉产量 (万吨)	猪肉产量降幅 (%)	猪肉下降数量 (万吨)	鸡肉替代比例 (%)	鸡肉需求增量 (万吨)	鸡肉需求提升比 (%)
5404	5%	270.2	51%	137.802	12%
5404	10%	540.4	51%	275.604	24%
5404	15%	810.6	51%	413.406	35%
5404	20%	1080.8	51%	551.208	47%
5404	25%	1351	51%	689.01	59%
5404	30%	1621.2	51%	826.812	71%

资料来源: wind, 光大证券研究所测算

非洲猪瘟使生猪产能大幅减少, 将形成较大的蛋白质缺口, 从而带动鸡肉消费增加。同时我们观察历史经验来看, 猪肉价格和鸡肉价格高度相关。猪肉价格在 2019 年下半年开始上涨, 猪价高企, 将促使部分消费转向禽肉, 从而对禽价形成支撑。

图 27: 猪肉和鸡肉价格相关 (截止至 2019 年 11 月 29 日)



资料来源: wind, 光大证券研究所

3.3、价格仍有上涨动力

白羽肉鸡行业景气度持续攀升, 产品价格强势上涨。2019 年 4-5 月及 2019 年 9-10 月禽产业链价格均超预期上涨, 但上涨动力有所切换:

- 1) 2019 年上半年: 引种低位, 导致行业供给不足, 价格自上而下传导。
- 2) 2019 年下半年: 猪价大涨, 肉类短缺, 替代需求旺盛, 价格自下而上传导。

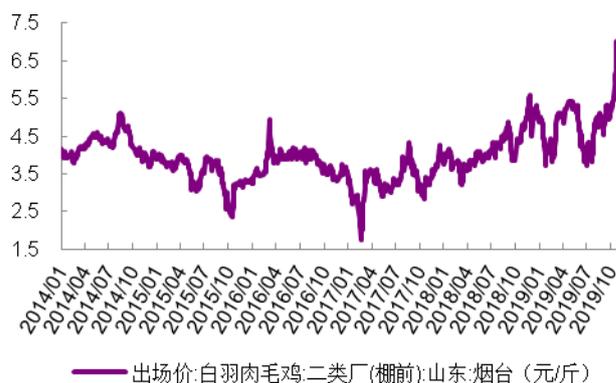
近日鸡苗与毛鸡价格快速回落。当前毛鸡出栏量处于高位, 猪肉价格快速调整, 加之淘汰鸡恐慌出栏, 屠宰场顺势压价, 毛鸡价格一度快速下跌。随新养殖场投建, 鸡苗下游需求仍旺盛, 春节前补栏需求亦旺盛, 鸡苗价格相对维持高位稳定。但短期价格的波动难以掩盖供求缺口, 鸡肉价格后续仍有上涨动力。

图 28: 鸡苗价格 (截止至 2019 年 11 月 29 日)



资料来源: wind

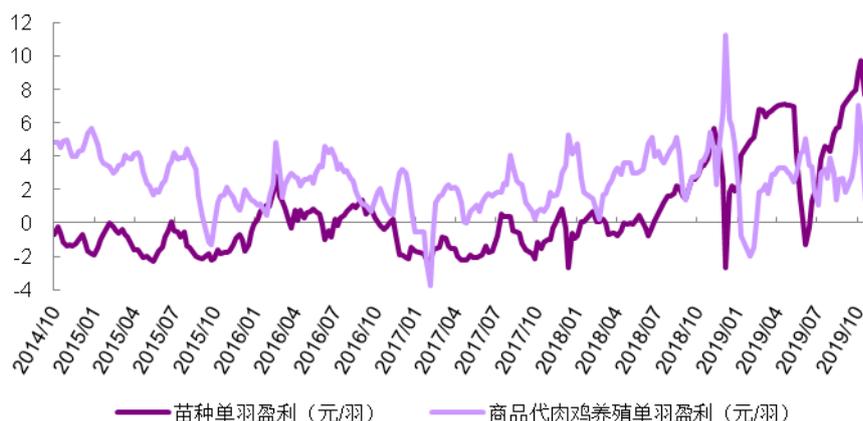
图 29: 毛鸡价格 (截止至 2019 年 11 月 29 日)



资料来源: wind

白羽肉鸡产业量价齐升,各环节盈利水平处于高位:1) 苗种:当前盈利在 6.4 元/羽左右。10 月末价格高点时,单羽盈利突破 10 元/羽。2) 商品代养殖:按照当下苗价、毛鸡价格来测算,对应商品代养殖户单羽盈利在 2.40~2.60 元。10 月末价格高点时,单羽盈利突破 7 元/羽。

图 30: 苗种及毛鸡单羽盈利 (数据截止至 11 月 29 日)



资料来源: wind, 光大证券研究所

根据我们测算,当前民和股份单月利润 2.10~2.40 亿元;益生股份单月利润 2.80~3.20 亿;仙坛股份单月利润 0.60~0.65 亿元,圣农发展单月利润 2.70~2.90 亿元。

3.4、投资建议

禽产业公司今年量价齐升,业绩确定性更强。重点推荐:弹性标的民和股份及益生股份;稳健角度:圣农发展及仙坛股份。

表 17：生猪养殖产业链上市公司盈利及估值情况

代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (X)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002299.SZ	圣农发展	296	23.91	1.21	3.12	3.31	20	8	7
002746.SZ	仙坛股份	73	15.84	0.87	2.03	2.09	18	8	8
002234.SZ	民和股份	94	31.09	1.26	5.55	4.87	25	6	6
002458.SZ	益生股份	168	29.17	0.63	3.01	2.74	46	10	11
平均							27	8	8

资料来源：wind，光大证券研究所整理，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

注：以上公司 19、20 年 EPS 为 wind 一致预期

圣农发展 (002299.SZ) 推荐逻辑：

1、公司拥有自繁自养自宰一体化的产业链，公司的产业链从下游的熟食加工、肉鸡屠宰加工纵向延伸至上游祖代种鸡养殖，现代化程度高、产业链完整。当前公司年屠宰肉鸡约 5 亿羽。公司未来 5 年规划屠宰产能由 5 亿羽增加至 10 亿羽。

2、整合了“圣农鲜美味”及“圣农食品”，公司产业链延伸至下游消费终端。圣农食品原有 5 个生产基地，年设计产能约为 16 万吨。2017 年底熟食食品加工六厂竣工投产，圣农食品产能进一步提升至 22 万吨。

3、考虑到白羽鸡引种及商品代养殖规模超预期，我们上调公司盈利预测。预计公司 19-21 年 EPS 分别为 3.12 元、3.31 元和 3.22 元（原值为：2.60 元、2.85 元和 3.03 元）。持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格上涨不及预期风险，感染疫情风险。

表 18：圣农发展业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,159	11,547	16,551	17,711	18,637
营业收入增长率	21.80%	13.67%	43.33%	7.01%	5.23%
净利润 (百万元)	315	1,505	3,869	4,100	3,990
净利润增长率	-53.58%	377.79%	157.02%	5.96%	-2.68%
EPS (元)	0.25	1.21	3.12	3.31	3.22
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.04%	19.42%	37.26%	30.77%	24.81%
P/E	114	24	9	9	9
P/B	5.7	4.6	3.4	2.7	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

仙坛股份 (002746.SZ) 推荐逻辑：

1、公司已形成涵盖父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工的完整产业链模式。公司主要产品是商品代肉鸡及鸡肉产品，其中鸡肉产品主要以分割冻鸡肉产品的形式销售。2014-2018 年产能自用率一直持续在 95% 左右。2018 年公司商品代肉鸡生产量为 1.17 亿羽。

2、向熟食市场发展，构建一体化。公司于 2015 年通过非公开发行项目向下游熟食市场发展。投产后将为公司新增年加工鸡类熟食制品 4.2 万吨。此次熟食食品加工项目将提高市场应对能力和风险抵御能力，稳固和提升公司优质肉鸡和高品质绿色鸡肉产品供应商的市场地位，增强公司盈利能力。熟食食品加工项目的建设周期分了两期工程，第一期工程已经完工并投入使用，第二期预计 2020 年底建设完成。

3、因禽链价格持续走高，且祖代引种量、商品代养殖量超预期，故我们上调公司盈利预测，预计公司 19-21 年 EPS 为 2.03 元、2.09 元和 2.09 元（原值为：1.69 元、1.80 元和 1.92 元）。持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格上涨不及预期风险，产能提升不及预期风险，感染疫情风险。

表 19：仙坛股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,164	2,578	3,447	3,561	3,667
营业收入增长率	3.29%	19.12%	33.72%	3.29%	2.98%
净利润（百万元）	102	402	939	969	967
净利润增长率	-58.47%	294.20%	133.69%	3.20%	-0.23%
EPS（元）	0.22	0.87	2.03	2.09	2.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.81%	16.42%	28.38%	25.21%	21.43%
P/E	79	20	9	8	8
P/B	3.8	3.3	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

益生股份（002458.SZ）推荐逻辑：

1、公司是中国最大的祖代白羽肉种鸡养殖企业，公司是国内唯一拥有曾祖代白羽肉种鸡的企业，2016 年 11 月起，公司从法国哈伯德公司开始进口哈伯德曾祖代白羽肉种鸡，所产出的祖代白羽肉种鸡，现在已经实现达产。在市场祖代白羽肉种鸡紧缺的情况下，公司可以用自产祖代鸡的供应，并严格执行自养祖代肉种鸡和父母代肉种鸡不换羽程序，确保种源的净化和健康，使得产品供应量及质量得到双保障，对公司的主营产品父母代肉种鸡雏鸡和商品代肉雏鸡供应出现较大利好。

2、行业景气度延续，由于三季度以来，禽苗价格再度超预期，故我们小幅上调公司盈利预测。预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 3.01 元、2.74 元和 2.40 元（原值为：2.76 元、2.46 元、2.39 元。）持续看好公司，维持“增持”评级。

风险提示：禽链价格不及预期风险，发生疫情风险。

表 20：益生股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	656	1,473	2,760	2,675	2,434
营业收入增长率	-59.26%	124.42%	87.38%	-3.09%	-9.02%
净利润（百万元）	-310	363	1,730	1,572	1,380
净利润增长率	-155.21%	--	376.69%	-9.14%	-12.19%
EPS（元）	-0.54	0.63	3.01	2.74	2.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	-25.60%	22.75%	53.10%	32.54%	22.23%
P/E	--	45	10	11	12
P/B	13.6	10.3	5.1	3.4	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

民和股份（002234.SZ）推荐逻辑：

1、公司是中国最大的父母代笼养种鸡养殖企业。形成了父母代种鸡可存栏量 230 万套、鸡苗年产能 2 亿多只、商品代肉鸡年出栏 2000 多万只、年屠宰加工肉鸡 6 万多吨、年产饲料 40 万吨的生产能力。

2、积极延长产业链，向下游深加工领域发展。以自有资金投入两个食品项目：成年生产熟食制品3万吨项目、年生产肉制品3万吨项目，公司预计2022年投产。

3、禽链高景气度有望延续，鸡苗价格不断超预期，行业景气度延续。结合当前鸡苗价格来看，我们小幅上调公司盈利预测，预计维持公司2019-2021年的EPS为5.55元、4.87元和4.66元（原值为：4.67元、4.18元和3.54元）。持续看好公司，维持“增持”评级。

风险提示：鸡苗价格不及预期风险，项目进展不及预期风险。

表 21：民和股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,068	1,818	3,244	3,109	3,057
营业收入增长率	-24.22%	70.28%	78.47%	-4.17%	-1.66%
净利润（百万元）	-291	381	1,676	1,472	1,407
净利润增长率	-288.93%	-231.01%	340.40%	-12.22%	-4.38%
EPS（元）	-0.96	1.26	5.55	4.87	4.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	-39.27%	33.97%	59.94%	34.47%	24.79%
P/E	-33	25	6	7	7
P/B	13.1	8.6	3.5	2.3	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年12月4日

3.5、风险分析

原材料供应及价格波动风险：饲料成本主要为玉米、豆粕等原材料的采购成本。如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候异常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。

疫病防治与控制风险：禽流感是影响肉鸡行业最为严重的禽病疫情，会对国内肉鸡产业造成严重冲击。若爆发疫情，一方面会影响下游需求，另一方面若行业内公司不能进行很好的预防、控制，将对公司造成损失。

4、疫苗：周期底部，反转在即

4.1、行业概况

2013-2017年国内兽用生物制品的销售额年均增长率为9.1%，2017年我国兽用生物制品的销售额已达133.64亿。动物疫苗行业持续稳健增长的主要原因是：第一，规模化养殖中动物防疫和治疗是常规性的消耗，而高密度的养殖方式，一旦发生疫情，在短时间有可能造成大面积的传染；第二，我国食品安全实行越来越严格的标准，对养殖业也提出了更高的标准，注射疫苗进行免疫相较于处置生病动物能够大大节约成本和人力，而且可以大大降低药物残留。

图 31：2013-2017 年中国兽用生物制品销售额情况



资料来源：中国兽药协会

我国对于兽用疫苗有着严格的监管和审批制度，同时，兽用疫苗的研发科技、生产工艺技术的含量远高于其他兽药行业，所以进入这个行业的门槛较高。近十年来，我国兽用疫苗企业数量呈小幅增长趋势。2009 年-2017 年，生药企业总数增长了 56.7%，增长了 34 家。

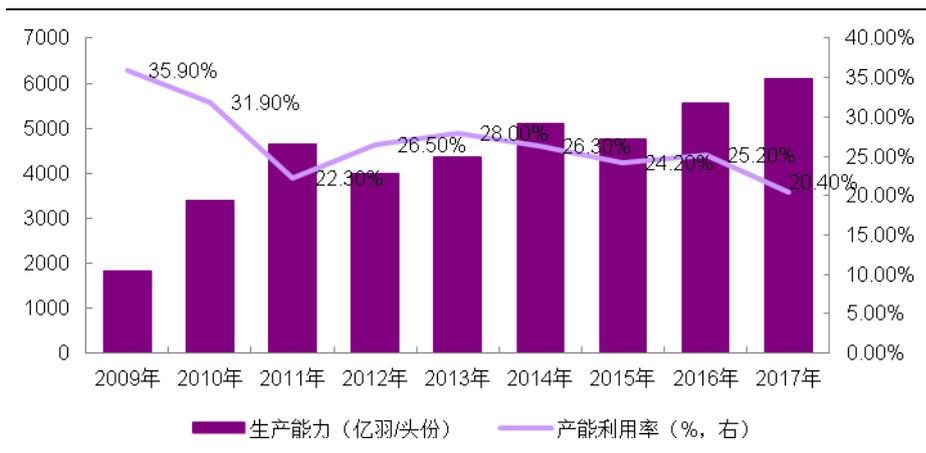
图 32：我国兽用疫苗企业数量



资料来源：《中国动物保健》杂志专栏《中国兽药十年系列报道》

整体产能过剩，利用率低。我国的动物保健行业经过数十年的发展，规模不断扩大，竞争日趋激烈。伴随而来的是大量企业涌入以及产能的快速提升。我国生药企业总产能从 2009 年的 1824.5 亿单位到 2017 年的 6105.8 亿单位，增长了 234.65%。但我国兽药企业产能利用率总体呈下降趋势，从 2009 年的 35.9% 下降至 2017 年的 20.4%，其中有两个下降较快的时间段，2009 年-2011 年，从 35.9% 快速下降至 22.3%，几年平缓增长后，从 2016 年的 25.2% 快速下降至 2017 年的 20.4%。

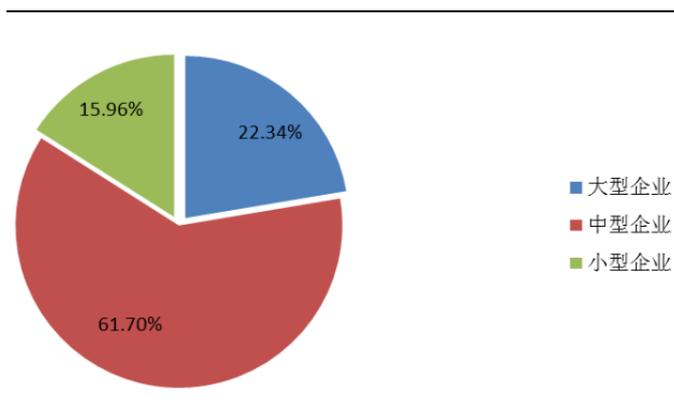
图 33：2009 年-2017 年生药企业生产能力和产能利用率



资料来源：《中国动物保健》杂志专栏《中国兽药十年系列报道》

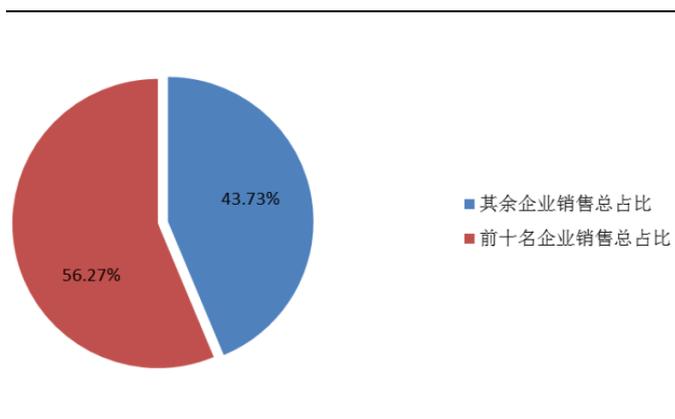
经过多年的行业变迁，我国兽用疫苗行业市场集中度已经较高。近 10 年来，我国动物疫苗企业保持在 60-100 家左右（按企业统计）。截至 2017 年底，兽用生物制品行业共有 94 家企业，根据国家统计局等部门出台的大中小微企业划分标准，其中大型企业 21 家，中型企业 58 家，小型企业 15 家，无微型企业。2017 年前十大企业销售额占比达 56.27%。

图 34：2017 年兽用生物制品行业不同规模企业占比



资料来源：科前生物招股说明书

图 35：2017 年兽用生物制品行业市场集中度

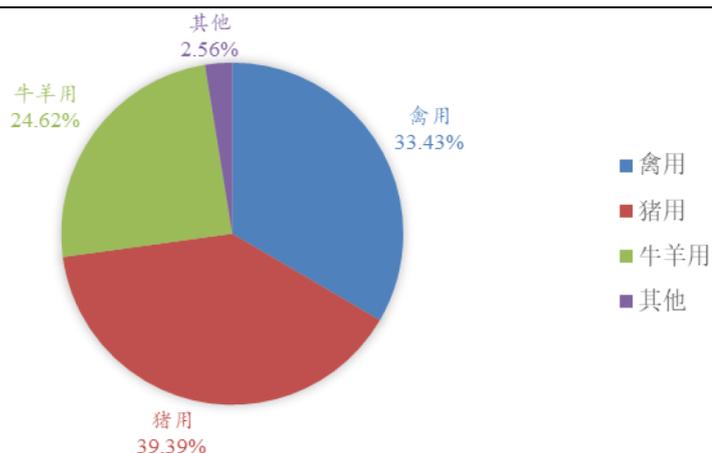


资料来源：科前生物招股说明书

4.2、需求逐步改善

2017 年，我国 94 家兽用生物制品市场规模（销售额）133.64 亿元。猪用生物制品在占生物制品总市场规模的 39.39%；禽用生物制品占生物制品总市场规模的 33.43%；牛羊用生物制品占生物制品总市场规模的 24.62%。

图 36: 2017 年我国兽用生物制品行业销售情况



资料来源: 中联生物招股说明书

4.2.1、猪苗: 周期底部, 静待拐点

猪用疫苗是我国最大的兽用疫苗领域。2017 年我国猪用疫苗销售额为 52.64 亿元, 占生物制品总市场规模的 39.39%。近年来由于生猪养殖增速放缓、政策变更等因素, 我国猪苗行业低迷。

图 37: 猪用疫苗市场概况



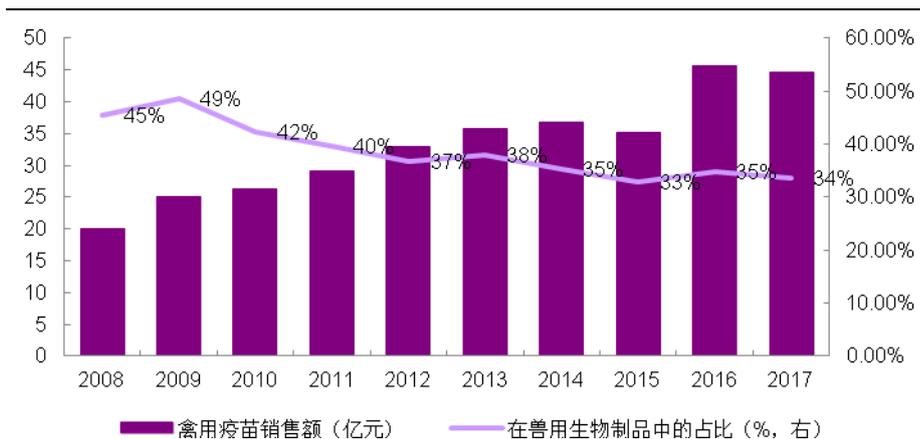
资料来源: 刘冲《猪用疫苗市场二十年发展》

我们认为目前我国猪用疫苗处于底部区域, 未来行业好转主要由两方面推动: 一是生猪存栏的见底回升。2018 年发生非洲猪瘟, 导致我国生猪存栏大幅下滑。截止至 2019 年 10 月我国生猪、能繁母猪存栏同比分别下降 41.4%、37.8%; 目前疫情已经缓和, 且经过一年多的时间, 养殖户对非洲猪瘟的防控更加到位。10 月能繁母猪存栏环比增长 0.6%。随着复产的增加, 预计我国生猪存栏已展现触底回升迹象; 二是, 从中长期看, 虽然非洲猪瘟疫苗上市尚有时日, 但其商业化应用是大势所趋。非洲猪瘟疫苗市场空间广阔, 将给行业带来新的发展机会。

4.2.2、禽苗: 产品升级, 下游高景气

我国禽用疫苗市场发展平稳, 根据中国兽药协会统计, 2017 年, 我国禽苗的销售规模 44.6 亿元, 占我国兽用生物制品销售额的 33.9%。

图 38: 禽用疫苗销售额及占比



资料来源：中国兽药协会，光大证券研究所整理

2018 年以来禽苗进入量价齐升的高景气阶段：

1) 量：下游我国肉禽出栏量快速提升。一方面白羽肉鸡祖代更新量从 2018 年四季度开始回升，2019 年 1-10 月我国祖代更新量为 88.47 万套，已超过去年全年的 75 万套。预计 2019 年全年白羽鸡祖代更新量将超过 100 万套，为 2015 年以来的最高。另一方面非洲猪瘟疫情导致众多猪场空栏，在疫情压力以及禽养殖高额利润推动下，许多养殖户在原有生猪养殖场上进行肉禽养殖。整体来看，我们预计 2020 年我国肉禽出栏量同比将提升 20% 以上。

2) 价：毒株更换推动产品价格提升我国高致病性禽流感强制免疫疫苗种类也由最开始的 H5 亚型重组禽流感（二价或三价灭活疫苗）升级为 H5+H7 亚型高致病性禽流感（三价灭活疫苗），招采价格提升 50% 以上。

表 22: 部分省市禽流感疫苗春招情况

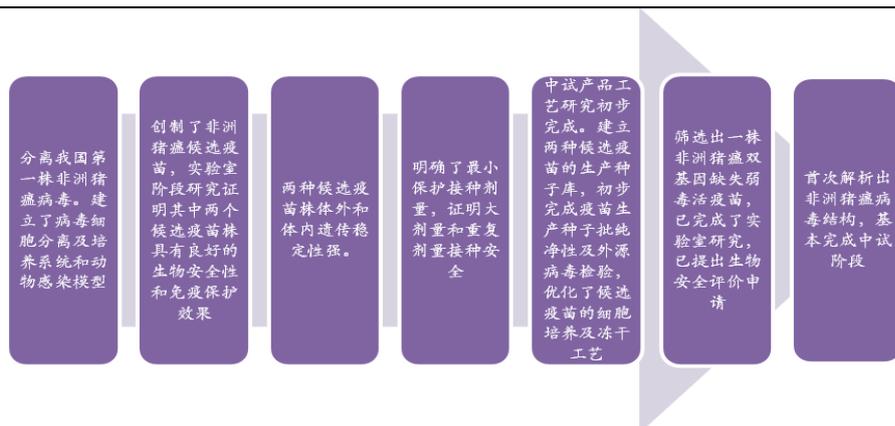
省市	2019 年		2018 年	
	类型	单价 (元/毫升)	类型	单价 (元/毫升)
湖北省	三价灭活疫苗	0.3	二价灭活苗	0.2
黑龙江	三价灭活疫苗	0.3	二价灭活苗	0.2
甘肃省	三价灭活疫苗	0.3	二价灭活疫苗	0.2

资料来源：中国政府采购网，光大证券研究所整理

4.3、非瘟疫苗打开新空间

中国于 2019 年 1 月也启动了 ASF 病毒基因缺失活疫苗研发项目，是目前非洲猪瘟疫苗研究进展最快的国家。截止至 2019 年 10 月，已基本完成中试阶段。

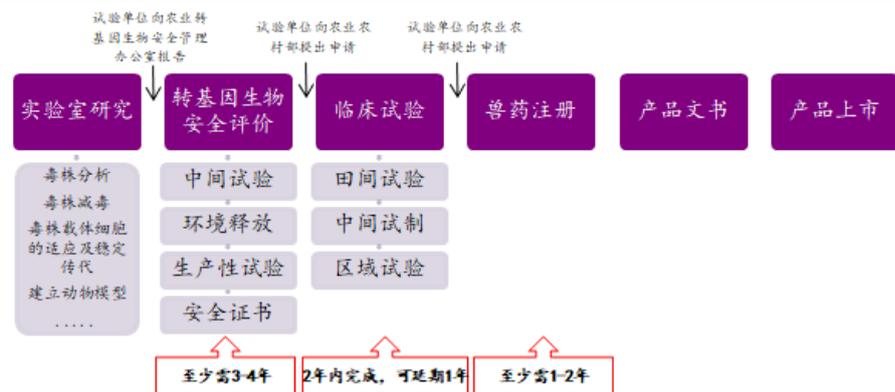
图 39：截止至 2019 年 10 月，我国非洲猪瘟疫苗研发取得的成果



资料来源：农业农村部，光大证券研究所整理

我国兽用疫苗研制实行行政审批制，一般情况下，一个基因工程疫苗产品从开始申请转基因生物安全评价到获得新兽药证书至少需要 7 至 10 年。但考虑到非洲猪瘟疫情的影响，预计非洲猪瘟疫苗的转基因生物安全评价将与临床试验并行开展，同时注册审批速度或快于一般疫苗。故我们预计非洲猪瘟疫苗或最快于 2020 年中期上市。

图 40：兽用基因工程疫苗研发及审批程序



资料来源：农业农村部，中国兽药信息网，光大证券研究所整理

2018 年我国生猪养殖量约占世界总养殖量 50%，非洲猪瘟疫苗对缓解当前疫情影响十分重要。参考蓝耳病疫苗上市初期，非洲猪瘟疫苗在生产初期或面临着供不应求的局面，初期将由政府招采、统一调配；随着产能的提升以及疫情的稳定，将逐步走向市场化。

1) 考虑到非洲猪瘟造成的巨大经济影响，预计其将会 100%强制免疫。我们假设非洲猪瘟疫苗全部由政府统一招采，每头生猪免疫 2 次，母猪免疫 3 次。非洲猪瘟造成生猪供给减少，预计生猪出栏 5.5 亿头、母猪 2200 万头（2018 年生猪出栏 6.9 亿头）。同时由于政府补贴，其价格将相对较低，预计 1.5 元/头份。故依据以上假设测算，我们预计初期在政府招采的市场规模将达 17.5 亿。

表 23: 非洲猪瘟疫苗上市初期, 政府招采规模测算

	数量 (万头)	免疫次数 (次)	单价 (元/头份)	市场规模 (亿元)
生猪	55,000	2.0	1.5	16.5
能繁母猪	2,200	3.0	1.5	1.0
合计	57,200	--	--	17.5

资料来源: 光大证券研究所测算

2) 后期非洲猪瘟疫苗走向市场化, 疫情得到控制, 我国生猪产能恢复; 我们按照生猪出栏 6.5 亿头、母猪 3000 万头; 同时市场苗价格均价为 3 元/头份。故依据以上假设测算, 我们预计非洲猪瘟疫苗在完全市场化条件下, 市场规模将达 41.7 亿。

表 24: 全部市场化条件下, 非洲猪瘟疫苗市场规模测算

	数量 (万头)	免疫次数 (次)	单价 (元/头份)	市场规模 (亿元)
生猪	65,000	2.0	3.0	39.0
能繁母猪	3,000	3.0	3.0	2.7
合计	68,000	--	--	41.7

资料来源: 光大证券研究所测算

从生产端来看, 非洲猪瘟疫苗对生产工艺要求高, 我们预计首批获得生产资格的企业或在 10 家上下, 非洲猪瘟疫苗上市或造成行业新一轮洗牌。

4.4、投资建议

过去几年由于行业产能过剩、下游养殖规模增长缓慢尤其在非洲猪瘟的影响下, 我国兽用疫苗行业增长相对缓慢。但近期行业展现好转迹象: 一方面禽苗量价均改善、猪苗需求有望触底回升; 另一方面, 非洲猪瘟疫苗商业化应用势在必行, 将给行业带来新的发展契机。

从企业层面来看, 中国生物制品行业市场集中度高, 行业内已形成一批具有竞争力的规模化企业。A 股中主营业务为生物制品的公司有生物股份、中牧股份、普莱柯、瑞普生物及海利生物。同时天康生物、大北农、等以养殖企业亦有部分动物疫苗业务。我们认为在动物疫苗行业集中度已处于相对较高, 生产监管严格背景下, 龙头企业将更具竞争力。重点推荐: 口蹄疫疫苗龙头生物股份、央企动保龙头中牧股份、具备独立研发能力的普莱柯以及禽用疫苗龙头企业瑞普生物。

表 25: 兽用生物制品行业上市公司盈利预测及估值

代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (X)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600201.SH	生物股份	215	19.09	0.67	0.33	0.44	28	58	43
600195.SH	中牧股份	101	12.02	0.49	0.43	0.52	24	28	23
603566.SH	普莱柯	60	18.51	0.42	0.37	0.48	44	50	39
300119.SZ	瑞普生物	57	14.05	0.29	0.47	0.62	48	30	23
平均							36	41	32

资料来源: wind, 光大证券研究所, 股价时间为 2019 年 12 月 4 日

注: 以上公司 2019、2020 年 EPS 为光大证券预测

生物股份 (600201.SH) 投资逻辑:

1、公司同时拥有口蹄疫和高致病性禽流感两大强制免疫疫苗农业部定点生产资质, 工艺技术和产品质量保持国内领先水平。公司口蹄疫疫苗市场份额

位居国内动物疫苗行业第一。2008 年公司攻克细胞悬浮培养技术难关，是国内首家采用悬浮培养和纯化浓缩技术生产口蹄疫疫苗的厂家。

2、产线升级在即。公司与西门子达成合作，携手打造《中国制造 2025》德国工业标准的国际生物科技产业园区，其项目“生物制品智能化工厂新模式应用”被工业和信息化部确定为 2018 年智能制造综合标准化与新模式应用项目。建成后可实现 100%全工艺流程自动化，且全部设备都能够实现云端数据管理。该园已于 2015 年 11 月开始动工，2019 年上半年，金宇生物科技产业园区一期项目进展顺利，口蹄疫疫苗车间完成机电安装和内部施工，灭活疫苗、弱毒活疫苗、布鲁氏杆菌疫苗三个车间通过 GMP 静态验收，所有车间预计将在下半年完成 GMP 动态验收，年底前可全部投产运营。

3、我们维持原有盈利预测，预计公司 2019-2021 年实现 EPS 分别为 0.33 元、0.44 元和 0.63 元。受益于行业好转及新建产能释放，生物股份业绩将触底回升。持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：政策波动风险，产能释放不及预期风险，下游需求不及预期风险。

表 26：生物股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,901	1,897	1,253	1,496	1,930
营业收入增长率	25.31%	-0.23%	-33.92%	19.36%	29.06%
净利润（百万元）	870	754	374	491	713
净利润增长率	34.99%	-13.29%	-50.45%	31.31%	45.15%
EPS（元）	0.77	0.67	0.33	0.44	0.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.46%	15.00%	7.53%	9.18%	12.05%
P/E	24	28	57	43	30
P/B	4.8	4.2	4.3	4.0	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

中牧股份（600195.SH）投资逻辑

1、公司是中央农业企业中国农业发展集团有限公司作为实际控制人管理的央企控股上市公司，为我国动物保健品和动物营养品领域品种齐全、规模庞大、技术装备和工艺先进的产业集群，拥有 20 余家全资及控、参股企业，包括 8 家兽用生物制品生产企业，10 家饲料及添加剂生产贸易企业，5 家化药生产企业。

2、公司建有国内兽用生物制品品种最全、生产能力和产量最大、技术装备和工艺先进的 GMP 企业集群，是我国口蹄疫、禽流感、猪蓝耳病、猪瘟等重大动物疫病疫苗的定点生产企业。其中公司是我国口蹄疫招采苗龙头，稳定占据 25%左右的份额。

3、禽链高景气度及毒株更替，推动公司禽用疫苗高景气；生猪存栏触底回升，猪用疫苗有望迎来拐点。同时虽然尚处于研发阶段，但非洲猪瘟疫苗的有着巨大市场空间，公司是央企动保龙头，将显著受益。我们维持原有盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为：0.43 元、0.52 元和 0.62 元。禽用疫苗高景气，猪用疫苗静待拐点，看好公司发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：研发风险，下游需求不及预期风险、政策波动风险、原材料价格上涨风险。

表 27：中牧股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,070	4,434	4,317	4,582	5,008
营业收入增长率	2.41%	8.96%	-2.64%	6.14%	9.29%
净利润（百万元）	400	416	365	441	518
净利润增长率	19.57%	3.94%	-12.21%	20.78%	17.63%
EPS（元）	0.47	0.49	0.43	0.52	0.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.87%	10.40%	8.66%	9.72%	10.56%
P/E	26	25	28	23	20
P/B	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

普莱柯（603566.SH）投资逻辑

1、公司成立于 2002 年，主要从事畜禽用疫苗及化药的研发、生产和销售。2003 年建成国内先进的兽用灭活疫苗 GMP 生产基地，2007 年成为农业部高致病性猪蓝耳疫苗首批定点生产企业。

2、公司为兽药行业少数具备独立研发能力的企业。拥有经国家科技部批准组建的国家兽用药品工程技术研究中心，经国家发改委、科技部等五部委联合认定的国家认定企业技术中心及经国家发改委批准认定的动物传染病诊断试剂与疫苗开发国家地方联合工程实验室，并设有博士后科研工作站和河南省兽用药品开发院士工作站，研发场所面积近 20000 平米，以博士、硕士为主体的技术研发人员 258 人；先后与中国农业科学院哈尔滨兽医研究所、中国农业科学院兰州兽医研究所、中国科学院微生物研究所、军事医学科学院军事兽医研究所、中国农业大学、南京农业大学等机构建立了广泛的产学研合作关系。

3、禽用疫苗需求旺盛，猪用疫苗需求有望触底回升，且行业中期受非洲猪瘟疫苗催化。我们维持原有盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.37 元、0.48 元和 0.60 元。禽用疫苗高景气，猪用疫苗储备丰富。看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：研发风险，下游需求不及预期风险、政策波动风险。

表 28：普莱柯业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	530	608	647	809	965
营业收入增长率	-9.12%	14.75%	6.35%	25.17%	19.19%
净利润（百万元）	114	136	120	154	193
净利润增长率	-39.26%	18.77%	-11.15%	28.06%	25.21%
EPS（元）	0.36	0.42	0.37	0.48	0.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.28%	8.29%	7.26%	8.80%	10.34%
P/E	53	45	50	39	31
P/B	3.9	3.7	3.6	3.4	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 4 日

瑞普生物（300119.SZ）投资逻辑

1、瑞普生物成立于 1998 年。公司多年通过内生增长及投资并购来不断进行产业链的延伸和布局，从兽用制剂延伸到动物疫苗、兽用原料药等，致力于

开发和生产高质量和高附加值的动保产品，业务范围涵盖动物保健品、养殖服务、宠物诊疗及药品、生物产业基金等多个领域。

2、禽用疫苗新品上市。公司兽用疫苗主要为禽用疫苗，2019年上半年公司禽用疫苗增速较高，一方面受益于下游高景气，另一方面公司控股子公司华南生物在2019年年初获得了重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗批准文号，新品于2019年2月已上市，并全面进入禽流感疫苗政府招标采购体系。

3、公司为禽用疫苗行业龙头，积极提升畜用疫苗业务。我们维持原有盈利预测，预计公司2019-2021年的EPS分别为0.47元、0.62元和0.77元。公司将显著受益于行业高景气周期，维持“买入”评级。

风险提示：产品开发风险，政策波动风险，下游复苏不及预期风险。

表 29：瑞普生物业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,047	1,190	1,377	1,680	1,979
营业收入增长率	7.99%	13.61%	15.73%	21.97%	17.85%
净利润（百万元）	105	119	191	252	311
净利润增长率	-21.00%	13.43%	60.54%	31.98%	23.39%
EPS（元）	0.26	0.29	0.47	0.62	0.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.37%	5.92%	8.93%	10.93%	12.40%
P/E	53	47	29	22	18
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年12月4日

4.5、风险分析

行业政策变动的风险：我国对兽药行业行成了严格的监管体系，近年来兽药行业法律法规等监管要求不断出台或更新。如果行业内公司不能适应行业标准和规范的变化，将给公司生产、经营带来风险。

产品风险：兽药产品的研发具有高投入、周期长、风险高等特点，产品研发的进程、结果和投入市场后的使用效果存在不确定性。当前市场对非洲猪瘟疫苗关注密切，若其进展不顺利，将对行业、相关公司业绩、估值有较大影响。

动物疫情风险：重大疫情的出现将会给畜牧养殖业带来较大的经济损失，同时也会对兽药、饲料行业造成较大的影响。若非洲猪瘟疫情超预期，或发生其他重大疫情，将给养殖行业及其上游企业的稳定经营带来不确定性。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
300498.SZ	温氏股份	34.88	0.74	1.97	4.34	47	18	8	5.5	4.5	3.0	买入	维持
002714.SZ	牧原股份	90.60	0.24	2.08	13.04	377	44	7	16.0	8.6	4.0	买入	首次
000876.SZ	新希望	21.54	0.40	0.95	1.68	53	23	13	4.1	3.5	2.7	买入	维持
002157.SZ	正邦科技	15.09	0.08	0.83	4.18	191	18	4	6.3	4.9	2.3	买入	维持
002124.SZ	天邦股份	12.05	-0.49	0.51	3.98	--	24	3	6.0	4.8	1.9	买入	首次
002567.SZ	唐人神	8.92	0.16	0.53	1.43	56	17	6	2.2	1.9	1.5	买入	维持
002548.SZ	金新农	8.61	-0.66	0.39	1.80	--	22	5	2.6	2.2	1.5	买入	维持
002100.SZ	天康生物	12.44	0.29	0.64	1.97	42	19	6	3.9	3.4	2.3	买入	维持
002299.SZ	圣农发展	23.91	1.21	3.12	3.31	20	8	7	4.6	3.4	2.7	买入	维持
002746.SZ	仙坛股份	15.84	0.87	2.03	2.09	18	8	8	3.3	2.4	2.1	买入	维持
002234.SZ	民和股份	31.09	1.26	5.55	4.87	25	6	6	8.6	3.5	2.3	增持	维持
002458.SZ	益生股份	29.17	0.63	3.01	2.74	46	10	11	10.3	5.1	3.4	增持	维持
600201.SH	生物股份	19.09	0.67	0.33	0.44	28	58	43	4.2	4.3	4.0	买入	维持
600195.SH	中牧股份	12.02	0.49	0.43	0.52	24	28	23	2.6	2.4	2.3	买入	维持
603566.SH	普莱柯	18.51	0.42	0.37	0.48	44	50	39	3.7	3.6	3.4	买入	维持
300119.SZ	瑞普生物	14.05	0.29	0.47	0.62	48	30	23	2.8	2.6	2.4	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 4 日

注: 以上公司 2019 和 2020 年的 PE、PB 为光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼