

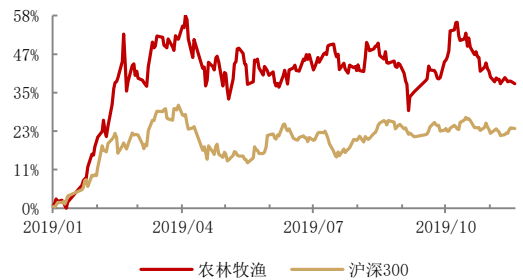
# 周期有望拉长，盛享高成长投资红利

## 农林牧渔行业 2020 年度策略报告

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：

### 报告摘要：

生猪养殖方面，非洲猪瘟疫情加速生猪产能去化，生猪供给不足支撑猪价屡创历史新高，考虑到市场上暂无有效疫苗，中小养殖户复养情绪谨慎，周期有望拉长，龙头企业市占率提升逻辑加速演绎，建议把握龙头企业高成长投资机会。禽养殖方面，猪鸡替代效应强劲，带动禽链高景气，上市公司利润有望快速释放。疫苗方面，看好非洲猪瘟疫苗上市，贡献行业增量空间，龙头企业率先获益。

#### ► 生猪：周期尚未结束，把握企业高成长投资机会

受非洲猪瘟疫情影响，生猪存栏远超历史最低点。我们认为，在市场上暂无有效疫苗的背景下，养殖门槛进一步被抬高，养殖户复养情绪谨慎，产能恢复进程将大幅滞后于往轮周期，生猪供给不足有望支撑猪价维持高位。与此同时，头部企业凭借其在生物安全防控、融资渠道以及种猪资源等方面的优势加快扩栏节奏，高成长性在此进程中逐步凸显，重点推荐温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份。

#### ► 白羽肉鸡：猪鸡替代效应强劲，带动禽链高景气度

从需求端来看，禽肉是我国第二大肉类消费品类。受非洲猪瘟疫情影响，生猪产能去化幅度较大，猪肉供给缺口带动禽肉需求向好；从供给端来看，2015-2018年，祖代鸡引种量持续低位，2018年四季度引种量有所回暖，但按照祖代鸡产能传导周期推算，2020年白羽肉鸡供给仍将处于紧平衡状态。我们认为，短期加大引种量并不能马上形成有效供给，需求强劲而供给偏紧有望支撑禽链高景气延续至2020年。

#### ► 饲料：生猪存栏触底反弹，养殖后周期开始发力

猪料方面，受非洲猪瘟疫情影响，养殖门槛进一步抬高，中小养殖户加速退场，生猪养殖规模化进程提速，有望推动上游猪料集中度加速提升；禽料方面，禽链高景气度支撑动力依然强劲，后期随着新建养殖场陆续投产，禽料增量需求可期；水产料方面，受益于消费升级，特种水产品需求旺盛，水产料龙头有望充分享受消费升级红利，优化水产料结构，进一步提高毛利率，增厚盈利空间。

#### ► 疫苗：静待非洲猪瘟疫苗上市，贡献行业增量空间

中国自今年1月启动了非瘟病毒基因缺失活疫苗研发项目，目前进展较快。假设，1) 按照2018年生猪出栏69382万头、能繁母猪存栏2973万头计算；2) 生猪头均免疫2次/年；母猪头均免疫3次/年；3) 单价5元/头份。经过测算，我们预计，非洲猪瘟疫苗成功上市有望为动物疫苗行业带来73.84亿元的增量需求。

**风险提示**

猪价大幅下跌；生猪出栏不及预期；鸡肉替代需求不及预期。

**盈利预测与估值（收盘价截至 2019 年 12 月 10 日）**

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司 EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300498.SZ	温氏股份	33.51	增持	0.74	2.21	5.14	3.49	45.28	15.14	6.52	9.61
000876.SZ	新希望	19.95	增持	0.4	0.88	2.07	1.92	49.88	22.61	9.66	10.41
002157.SZ	正邦科技	14.83	增持	0.08	0.65	4.15	2.54	185.38	22.84	3.58	5.84
002124.SZ	天邦股份	11.71	增持	-	1.25	3.56	2.41	-	9.36	3.29	4.85

资料来源：Wind，华西证券研究所

**正文目录**

- 1. 生猪：周期尚未结束，把握企业高成长投资机会 ..... 5
  - 1.1. 非洲猪瘟加速生猪产能去化，供需矛盾支撑猪价屡创新高 ..... 5
  - 1.2. 产能恢复进程缓慢，猪价高位盘整有望贯穿 2020 年 ..... 7
  - 1.3. 头部企业加快补栏节奏，高成长推动利润快速释放 ..... 8
- 2. 白羽肉鸡：猪鸡替代效应强劲，带动禽链高景气度 ..... 10
  - 2.1. 需求端：受益于生猪产能去化影响，鸡肉需求旺盛 ..... 10
  - 2.2. 供给端：引种量持续低位，产能恢复进程偏慢 ..... 12
- 3. 饲料：生猪存栏触底反弹，养殖后周期开始发力 ..... 15
  - 3.1. 猪料：下游养殖规模化进程提速，猪料集中度加速提升 ..... 15
  - 3.2. 禽料：禽链高景气持续，禽料增量可期 ..... 15
  - 3.3. 水产料：受益于消费升级，水产料结构有望持续优化 ..... 15
- 4. 疫苗：静待非洲猪瘟疫苗上市，贡献行业增量空间 ..... 17
  - 4.1. 我国动物疫苗行业发展较快，猪用疫苗占比 50% 以上 ..... 17
  - 4.2. 非瘟疫苗研发稳步推进，行业增量需求可期 ..... 17
  - 4.3. 非瘟疫苗市场空间测算 ..... 18
- 5. 重点推荐公司 ..... 19
  - 5.1. 温氏股份：猪鸡共振，稳健高增长标的 ..... 19
  - 5.2. 新希望：齐头并进，生猪养殖贡献利润弹性 ..... 20
  - 5.3. 正邦科技：生产性生物资产大幅增长，养殖高成长性标的 ..... 21
  - 5.4. 天邦股份：利润稳步释放，养殖低估值标的 ..... 22
- 6. 风险提示 ..... 23

**图表目录**

- 图 1 2017-19 年，生猪产能去化情况 ..... 5
- 图 2 2017-19 年，能繁母猪产能去化情况 ..... 5
- 图 3 2018 年，猪肉在我国肉类消费中占比 63.40% ..... 6
- 图 4 2016-18 年，我国猪肉产量稳定在 5400 万吨 ..... 6
- 图 5 2008-18 年，我国猪肉进口量示意图 ..... 6
- 图 6 2015-18 年，生猪价格走势示意图 ..... 6
- 图 7 2016-19 年，仔猪价格走势示意图 ..... 6
- 图 8 2016-18 年，二元母猪价格走势示意图 ..... 6
- 图 9 2018 年，我国猪肉主要进口国示意图 ..... 7
- 图 10 2007-16 年，我国生猪养殖集中度较低 ..... 7
- 图 11 2018 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况 ..... 7
- 图 12 2018Q1-2019Q3，主要生猪养殖企业生产性生物资产变动情况（单位：亿元） ..... 8
- 图 13 2013-18 年，我国肉类消费结构 ..... 10
- 图 14 2018 年，禽肉是我国第二大肉类消费品类 ..... 10
- 图 15 每公斤肉类所排放的温室气体 ..... 11
- 图 16 2017 年，世界主要国家人均鸡肉消费量对比 ..... 11
- 图 17 2018 年，我国白羽肉鸡消费量占比低于世界平均水平 ..... 11
- 图 18 2016-19 年，猪鸡价格走势示意图 ..... 12
- 图 19 2016-19 年，猪鸡比中枢 2.11 ..... 12
- 图 20 1987-2018 年，猪肉消费占比下降，伴随着鸡肉消费占比上升 ..... 12
- 图 21 2001-18 年，我国白羽肉鸡引种量 ..... 13
- 图 22 2017-19 年，祖代鸡月度引种走势图（万套） ..... 13
- 图 23 2014-18 年，我国禽肉进口量较小 ..... 13
- 图 24 1987-18 年，我国鸡肉消费量走势图 ..... 13
- 图 25 2016-19 年，鸡苗价格走势示意图 ..... 14

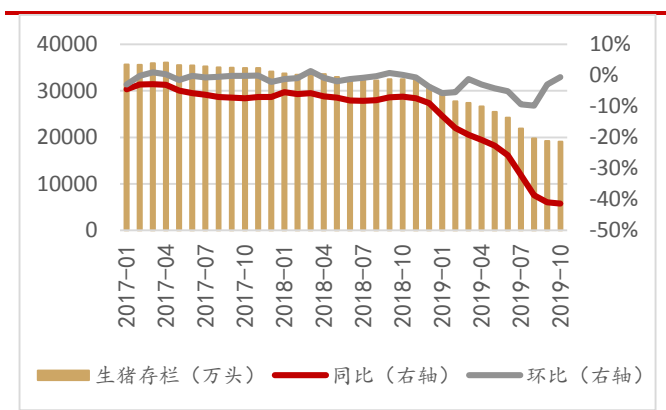
图 26	2016-19 年，毛鸡价格走势	14
图 27	2016-19 年，白羽肉鸡孵化场利润	15
图 28	2016-19 年，毛鸡养殖利润	15
图 29	2003-18 年，水产养殖占比不断提升	16
图 30	2003-18 年，水产养殖产量变化情况	16
图 31	2011-17 年，动物疫苗行业 CAGR 13.20%	17
图 32	2017 年，猪用疫苗占比 50.49%	17

## 1. 生猪：周期尚未结束，把握企业高成长投资机会

### 1.1. 非洲猪瘟加速生猪产能去化，供需矛盾支撑猪价屡创新高

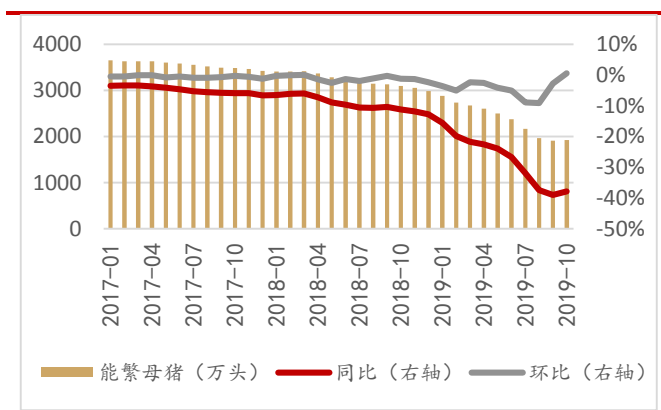
受非洲猪瘟疫情影响，生猪存栏降幅远超历史最低点。自 2018 年 8 月 3 日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到 40% 以上。根据农业农村部数据，截至 2019 年 10 月，生猪存栏同比下滑 41.40%、环比下滑 0.60%；能繁母猪存栏同比下滑 37.80%、环比首次转正，微增 0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。

图 1 2017-19 年，生猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

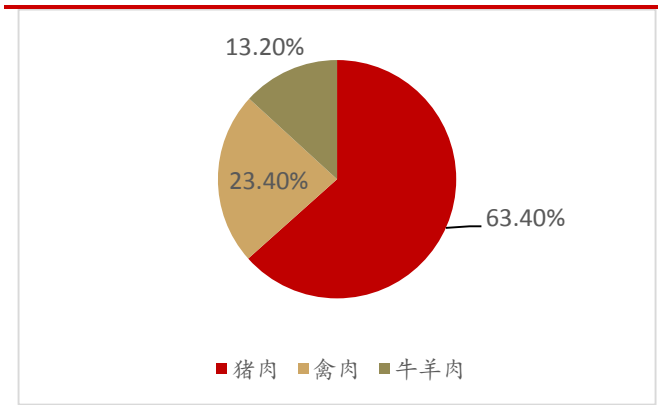
图 2 2017-19 年，能繁母猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

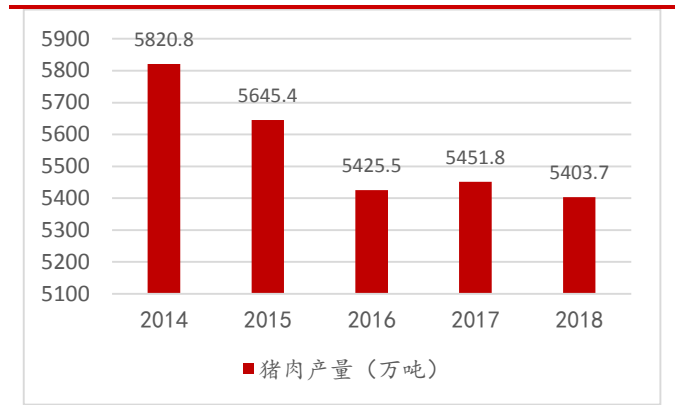
生猪供给缺口持续扩大，支撑猪价屡创历史新高。猪肉是我国第一大肉类消费品类，近三年产量绝对值稳定在 5400 万吨左右，根据国家统计局数据，2018 年猪肉占肉类消费的比重高达 63.40%。在非洲猪瘟背景下，我国生猪产能急剧收缩，按照 40% 的产能去化幅度估计，猪肉缺口将超过 2000 万吨（不考虑需求被动下降的影响）。同时，值得注意的是，我国猪肉以自给自足为主，2018 年进口量仅为 120.31 万吨，占国内猪肉消费量比重不足 3%，根据国家统计局数据，截至 2019 年 10 月，猪肉进口量 150.31 万吨，同比增长 49.42%，但相较于国内猪肉供给缺口来讲无异于杯水车薪。我们认为，生猪供给不足已是不争的事实，猪价上行动力强劲，根据猪易通数据，截至 2019 年 12 月 4 日，全国猪价 34.92 元/公斤，同比上涨 158.67%，按照完全成本 17 元/公斤，出栏体重 110 公斤测算，头均盈利高达 1971 元。

图3 2018年，猪肉在我国肉类消费中占比63.40%



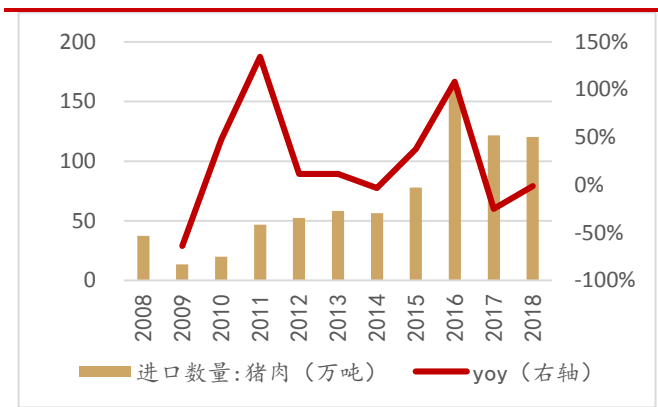
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图4 2016-18年，我国猪肉产量稳定在5400万吨



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图5 2008-18年，我国猪肉进口量示意图



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图6 2015-18年，生猪价格走势示意图



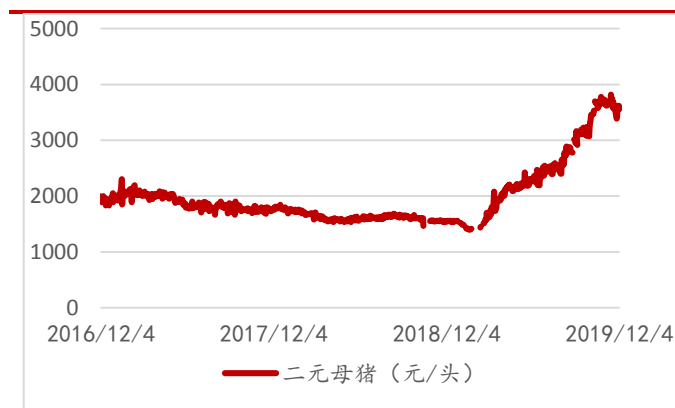
资料来源：猪易通，华西证券研究所

图7 2016-19年，仔猪价格走势



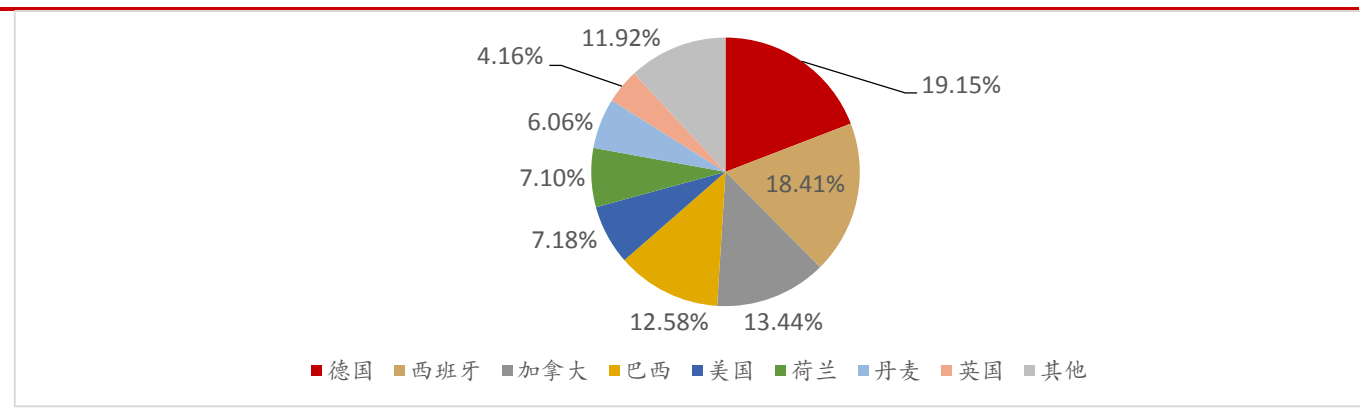
资料来源：搜猪网，华西证券研究所

图8 2016-18年，二元母猪价格走势



资料来源：搜猪网，华西证券研究所

图9 2018年，我国猪肉主要进口国示意图

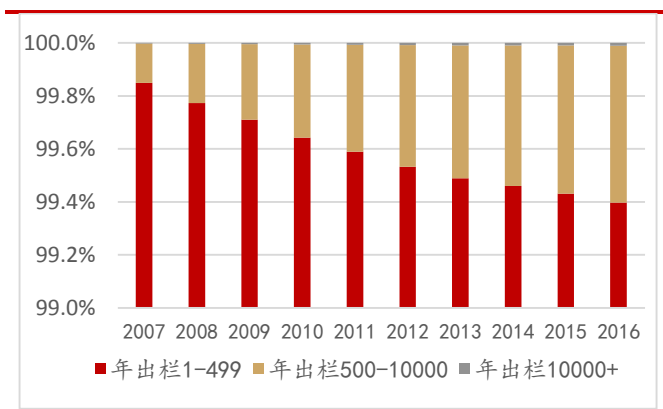


资料来源：布瑞克，华西证券研究所

## 1.2. 产能恢复进程缓慢，猪价高位盘整有望贯穿2020年

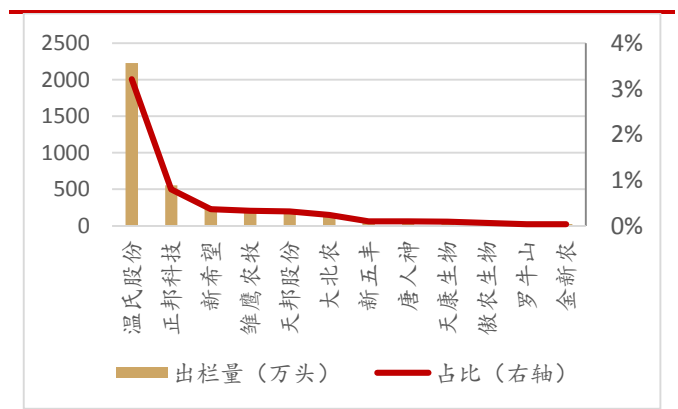
我国生猪养殖产业以散户为主，CR10不足10%。长期以来，我国生猪养殖行业以小规模养殖户为主，规模化程度较低。根据国家统计局数据，2016年，年生猪出栏500头以下的猪场数量占比99.40%，年生猪出栏10000头以上的猪场数量占比仅0.01%。根据上市公司公告披露，2018年，行业规模前三的生猪养殖企业出栏量为3884.91万头，占全国生猪出栏量的比重仅为5.60%；规模前十的生猪养殖企业出栏量4953.07万头，占全国生猪出栏量的比重仅为7.14%，呈现出明显的“大行业，小公司”格局。

图10 2007-16年，我国生猪养殖集中度较低



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图11 2018年，我国主要生猪养殖企业出栏情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

受非洲猪瘟影响，养殖户复养情绪谨慎。在市场上暂无针对非洲猪瘟疫情的有效疫苗前提下，生物安全防控水平的高低将直接决定猪场所受损失的大小，而中小养殖户受限于人力资本、资金实力以及生物安全防控意识等方面的缺陷，受非洲猪瘟的冲击最大、损失最为惨重。我们判断，即使猪价高企，中小养殖场复养情绪依然谨慎，主要原因，1) 由于非洲猪瘟病毒致死率极高的特性，受疫情影响的养殖户损失惨重，复产有心无力；2) 非洲猪瘟提高养殖准入门槛，中小养殖户生物安全防控实力受限，在市场上暂无有效疫苗的背景下，复产有可能遭受二次损失；3) 当前市场仔猪供给短缺，母猪价格高位运行，扩产成本高，进一步压制养殖户复产积极性。

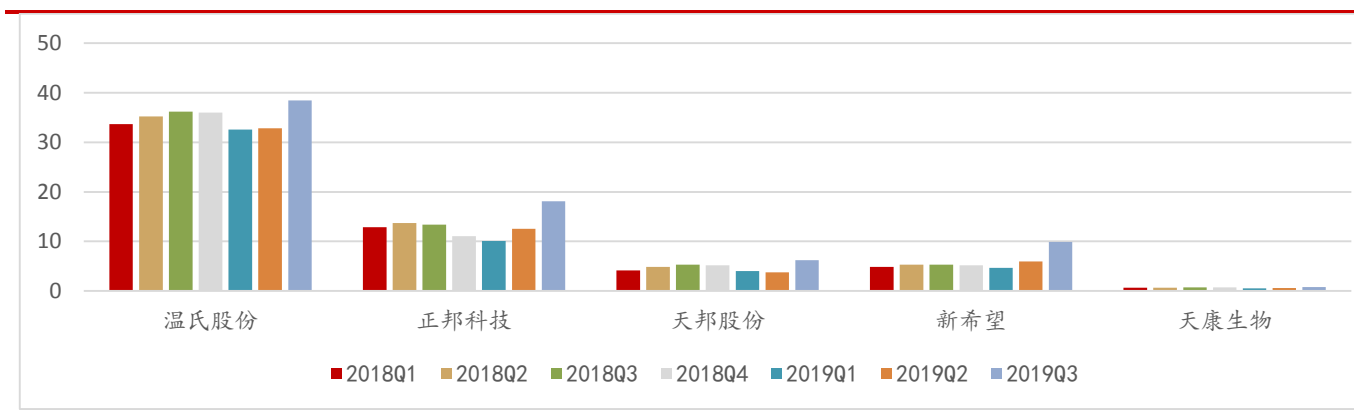
我们认为，本轮猪周期不同于以往之处在于，产能在周期性下滑的同时还受到非洲猪瘟疫情的侵扰，考虑到非洲猪瘟疫苗的正式推出还需要一定时间，在这段时间内，

中小养殖户敢于并实现复产成功的可能性较小，这也决定了我国生猪产能的恢复进程将大幅滞后于往轮周期。

### 1.3. 头部企业加快补栏节奏，高成长推动利润快速释放

头部企业优势明显，生产性生物资产率先转正。头部企业在生物安全防护、融资渠道以及种猪资源等方面的优势明显，能在较短的时间内控制住非洲猪瘟疫情的影响。同时，基于对未来猪价的上行预期加快补栏节奏，生产性生物资产率先转正，甚至出现环比大幅增长。根据相关公司公告数据，2018年年底爆发非洲猪瘟疫情以来，各生猪养殖企业2019Q1生产性生物资产均有不同程度的下降，但是2019Q2，上市公司的生产性生物资产领先于行业走出低谷，实现了逆势增长。2019Q3，生产性生物资产的环比增长态势更为迅猛，其中天邦股份和新希望19Q3生产性生物资产环比大幅增长63.61%、66.54%。

图 12 2018Q1-2019Q3，主要生猪养殖企业生产性生物资产变动情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

猪价高位盘整叠加出栏高增长，2020 年利润释放可期。从出栏量上看，各生猪养殖企业出栏量环比领先于行业率先转正，如果剔除掉“养大猪”策略以及加大留种比例等因素，出栏量环比转正时间或还将进一步提前。



表 1 2019 年 1-10 月，主要生猪养殖企业月度出栏情况

单位：万头	温氏股份	正邦科技	天邦股份	新希望	天康生物
1 月	249.32	76.42		29.31	6.45
2 月	146.04	35.82	51.55	17.63	7.15
3 月	200.94	56.52	24.71	21.32	7.48
4 月	186.5	57.51	27.43	22.41	7.33
5 月	201.62	41.13	24.95	22.07	5.84
6 月	192.98	41.96	23.1	21.61	6.54
7 月	173.23	55.9	16.09	31.34	8.19
8 月	113.73	32.17	16.86	35.43	7.57
9 月	88.8	52.21	18.01	35.76	7.24
10 月	89.43	31.41	13.55	37.69	7.1

资料来源：公司公告，华西证券研究所

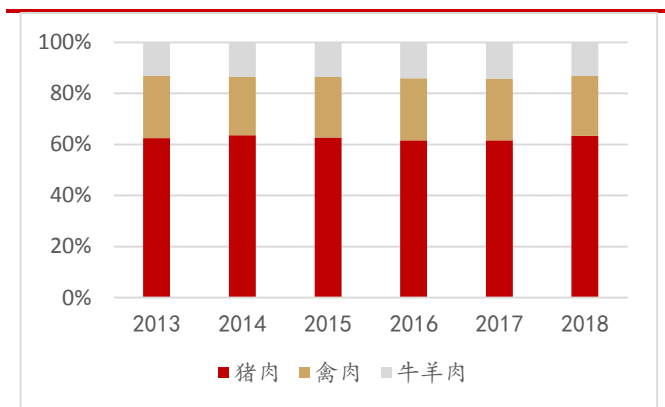
综上，我们判断，全行业的生猪产能恢复速度较慢，未来至少 1 年内生猪供给都将处于紧缺状态，猪价有望维持高位运行。同时，头部企业加快补栏节奏，生产性生物资产储备充足，未来 1-2 年出栏高增长可期。我们认为，量价齐增，头部企业将充分受益于本轮猪周期。

## 2. 白羽肉鸡：猪鸡替代效应强劲，带动禽链高景气度

### 2.1. 需求端：受益于生猪产能去化影响，鸡肉需求旺盛

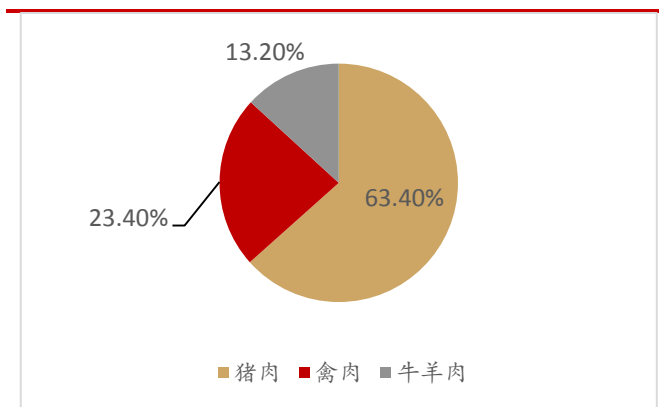
国家统计局数据显示，我国禽肉消费量已从 2000 年的 1200 万吨增加到 2018 年的 2000 万吨左右，占肉类消费的比重从 2000 年的 19.8% 提升至 2018 年的 23.4%。2018 年，中国禽肉消费量达到 2000 万吨，猪肉消费量 5540 万吨，牛羊肉消费量 1128 万吨，占肉类消费比重分别为 23.4%、63.4%、13.2%，禽肉已经成为我国肉类消费中仅次于猪肉的第二大品类。

图 13 2013-18 年，我国肉类消费结构



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

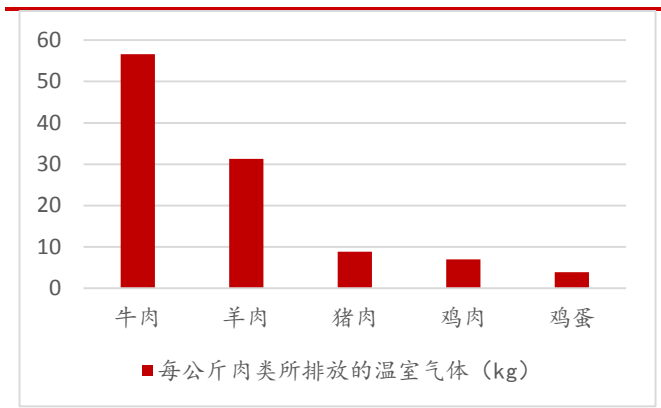
图 14 2018 年，禽肉是我国第二大肉类消费品类



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

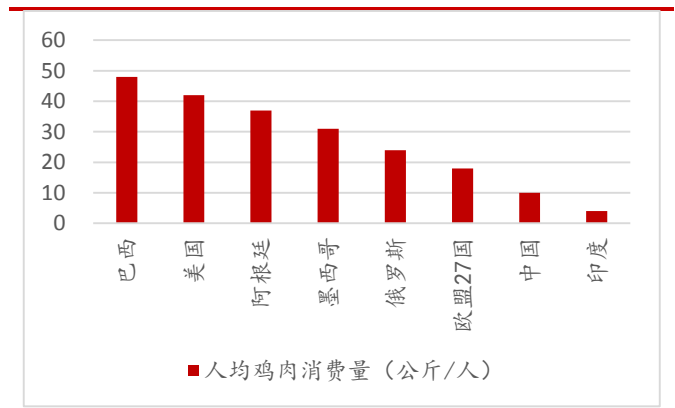
鸡肉相较于猪肉性价比更高，消费占比有望进一步提升。根据国家统计局数据，2018 年我国禽肉消费量达到 2000 万吨，占肉类消费总量比重为 23.4%。但是我国人均鸡肉消费量仅为 10 公斤/人，而同时期巴西、美国分别为 48 公斤/人、42 公斤/人，和世界主要鸡肉消费国家相比仍有较大提升空间。与此同时，鸡肉相比于猪肉更具优势，1) 更健康，每 100g 鸡肉中含蛋白质 23.6g，远高于猪肉的 18.3g，同时 100g 鸡肉中仅含热量 427 千焦，远低于猪肉的 1080 千焦；2) 更便宜，2015-18 年，每公斤生猪价格是毛鸡价格的 2.13 倍，且鸡肉价格更加稳定；3) 更环保，生产一公斤鸡肉需排放的温室气体量为 7kg，低于猪肉的 8.8kg，远低于牛肉的 56.6kg；4) 效率更高，在目前的饲养水平下，肉鸡的料肉比为 1.8:1，生猪的料肉比为 3.0:1，换言之，生产一公斤鸡肉比生产一公斤猪肉可节省 40% 的粮食。我们判断，无论是从营养价值还是经济效益方面来看，未来鸡肉在肉类消费中的比重有望进一步提升。

图 15 每公斤肉类所排放的温室气体



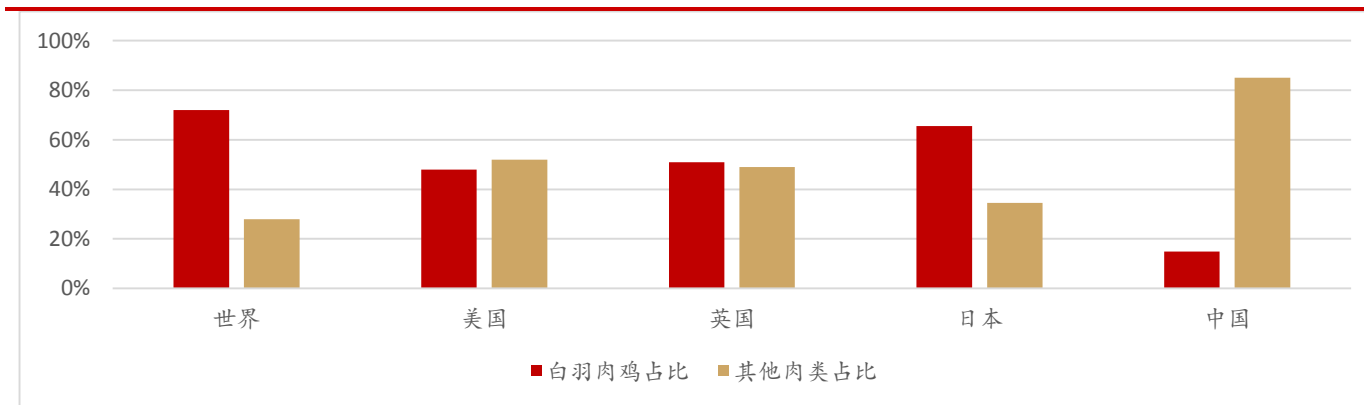
资料来源: WildAid, 华西证券研究所

图 16 2017 年, 世界主要国家人均鸡肉消费量对比



资料来源: USDA, 华西证券研究所

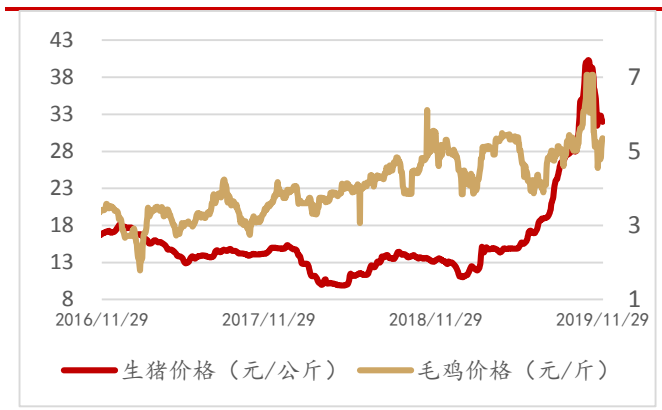
图 17 2018 年, 我国白羽肉鸡消费量占比低于世界平均水平



资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

猪鸡替代效应明显, 生猪供给不足拉动禽肉需求。从历史上看, 猪鸡替代效应较为明显, 猪鸡价格呈现同向波动趋势, 2016-2019 年, 猪鸡比中枢在 2.11 左右。受非洲猪瘟疫情影响, 国内生猪产能去化幅度远超历史记录, 猪肉供给不足带动禽肉需求向好。从历史数据来看, 猪肉消费占比的下降往往伴随着鸡肉占比的快速拉升, 根据国家统计局数据, 1995-1996 年, 猪肉消费同比减少 13.56%, 鸡肉消费同比增加 16.68%; 2006-2007 年蓝耳病在国内大面积爆发, 猪肉消费同比减少 6.74%, 鸡肉消费同比骤升 10.07%; 2014-2015 年猪肉消费同比减少 2.45%, 鸡肉消费同比增加 3.41%。我们认为, 非洲猪瘟疫情将成为我国鸡肉消费占比提升的催化剂, 猪肉供给缺口有望推动鸡肉消费快速提升。

图 18 2016-19 年，猪鸡价格走势



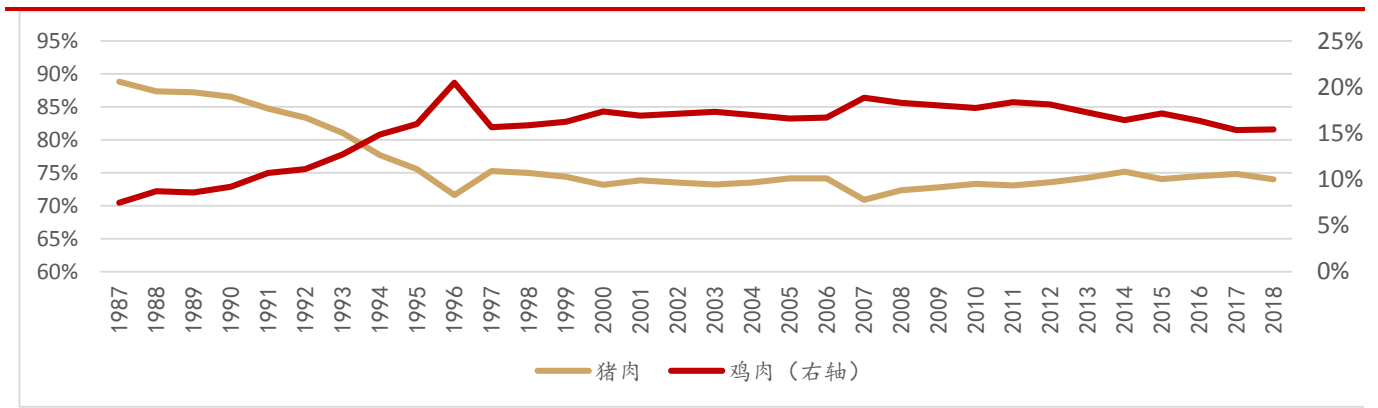
资料来源：禽病网，华西证券研究所

图 19 2016-19 年，猪鸡比中枢 2.11



资料来源：禽病网，华西证券研究所

图 20 1987-2018 年，猪肉消费占比下降，伴随着鸡肉消费占比上升

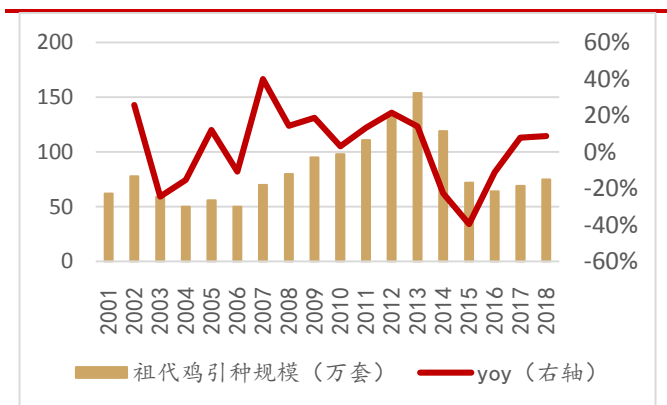


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

## 2.2.供给端：引种量持续低位，产能恢复进程偏慢

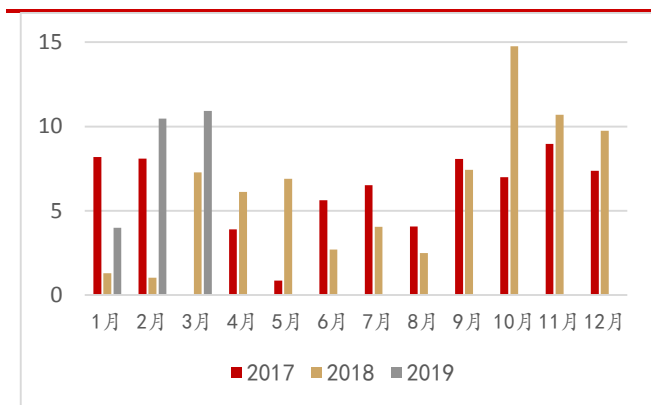
2015-2018 年，祖代鸡引种量持续低位，导致终端鸡肉供给难以上量。从引种量上来看，2015-18 年，我国白羽肉鸡引种量连续 4 年持续低位，上游产能收缩传导至下游导致 2018 年至今商品代鸡苗供给持续偏紧。从 2018 年年底开始，引种量呈现明显上升趋势，根据白羽肉鸡协会数据，截至 2019 年 10 月，全国白羽肉鸡引种量达到 88.5 万套，同比增长 63.53%，按照白羽肉鸡产能传导周期推算，2020 年白羽肉鸡供给仍将处于紧平衡状态。

图 21 2001-18 年，我国白羽肉鸡引种量



资料来源：白羽肉鸡协会，华西证券研究所

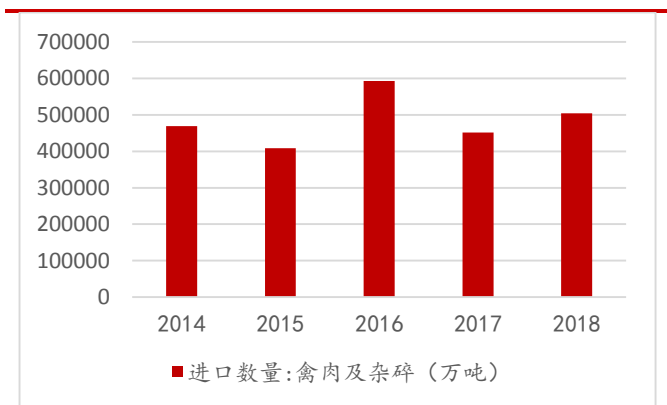
图 22 2017-19 年，祖代鸡月度引种走势图（万套）



资料来源：白羽肉鸡协会，华西证券研究所

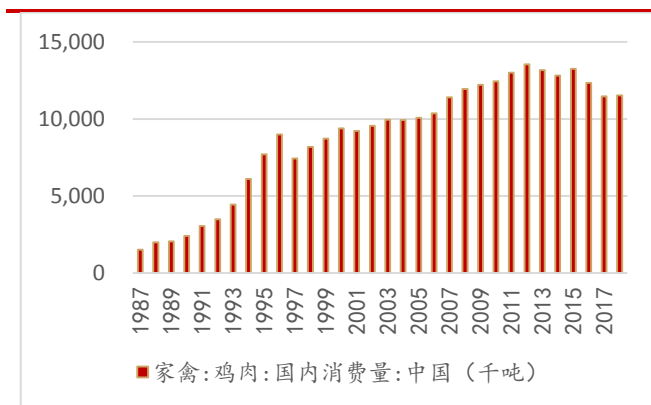
鸡肉进口数量有限，难以改变供给偏紧局面。鸡肉进口占国内鸡肉消费总量的比重不足 5%，根据 USDA 数据，2018 年我国鸡肉国内消费量 1153.50 万吨，而进口量仅为 50.39 万吨，占比 4.37%。海关总署数据显示，截至 2019 年 10 月，我国鸡肉进口量为 66 万吨，同比增长 32.00%，我们判断，即使美国禽肉进口限制被取消，仍然不会从根本上改变我国鸡肉供给偏紧的局面。

图 23 2014-18 年，我国禽肉进口量较小



资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 24 1987-18 年，我国鸡肉消费量走势图



资料来源：USDA，华西证券研究所

需求强劲而供给偏紧，供需矛盾支撑禽链高景气，根据禽病网数据，截至 2019 年 11 月 29 日，鸡苗价格 9.02 元/羽，毛鸡价格 5.36 元/斤，处于历史较高水平。我们认为，我国白羽肉鸡引种量连续 4 年处于低位，产能持续紧平衡，传导至下游商品代鸡苗供给受限，短期加大引种量并不能马上形成有效供给，禽链高景气度有望延续至 2020 年。

图 25 2016-19 年，鸡苗价格走势



资料来源：禽病网，华西证券研究所

图 26 2016-19 年，毛鸡价格走势



资料来源：禽病网，华西证券研究所

### 3. 饲料：生猪存栏触底反弹，养殖后周期开始发力

#### 3.1. 猪料：下游养殖规模化进程提速，猪料集中度加速提升

受非洲猪瘟疫情影响，我国生猪养殖规模化进程提速。在市场上暂无有效疫苗的背景下，严格的生物安全措施是防控的唯一途径，而我国中小养殖户以小农为主，生物安全防控意识、资金实力以及养殖技术水平等方面和龙头企业存在较大差距，在非洲猪瘟疫情的冲击下损失惨重。借鉴俄罗斯的经验，在非洲猪瘟肆虐的背景下，俄罗斯前十大生猪养殖企业猪肉产量占比从 2011 年的 27.13% 迅速上升至 2015 年的 54.54%，且生猪供给并未发生明显变化。我们判断，受非洲猪瘟影响，中小规模养殖户加速被淘汰，大规模养殖场产能快速扩张，我国生猪养殖规模化进程有望提速。

我们认为，下游生猪养殖规模化进程提速有望推动上游猪料集中度加速提升，主要原因，1) 非洲猪瘟加速生猪去产能，传导至猪料销量明显收缩，在行业整体持续保持微利状态下，中小企业淘汰进程加速，腾挪出来的销量空间有望被海大等饲料巨头所蚕食，行业集中度进一步提升；2) 本轮猪周期并非单纯由生猪供需因素导致，其中还叠加了非洲猪瘟的影响，感染非洲猪瘟的猪场往往损失惨重，短期内市场上并无有效疫苗，想要与非洲猪瘟共存只能依靠加大生物安全防控力度，养殖成本加大，生猪养殖准入门槛抬高，行业集中度加速提升，间接推动上游饲料行业整合加速，强者恒强格局下，行业龙头将率先获益。

#### 3.2. 禽料：禽链高景气持续，禽料增量可期

受益于猪鸡替代，禽链高景气度或将延续至 2020 年。猪肉供给缺口较大拉动禽肉需求，而连续 4 年祖代鸡引种不足传导至商品代鸡苗供给偏紧，供需矛盾是支撑禽链高景气的根本原因。根据 wind 数据，截至 2019 年 11 月 29 日，白羽肉鸡孵化场利润为 1.95 元/羽，养殖利润为 0.61 元/羽。

图 27 2016-19 年，白羽肉鸡孵化场利润



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 2016-19 年，毛鸡养殖利润



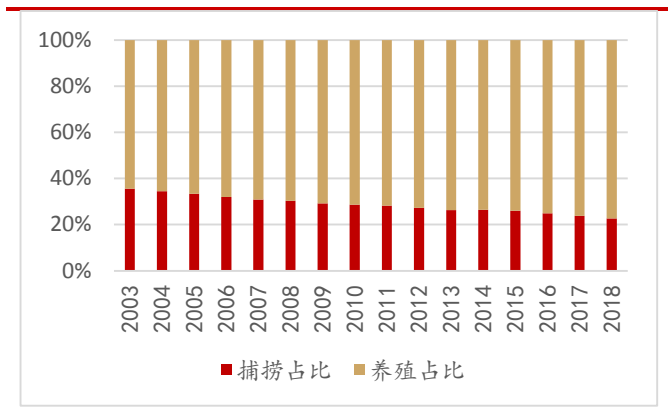
资料来源：Wind，华西证券研究所

我们认为，近期鸡苗和毛鸡价格快速回落只是阶段性调整，供需矛盾是支撑禽链高景气的根本原因。随着新建养殖场陆续投产，鸡苗需求趋旺，高猪价支撑鸡肉价格维持高位，带动禽料增量需求。

#### 3.3. 水产料：受益于消费升级，水产料结构有望持续优化

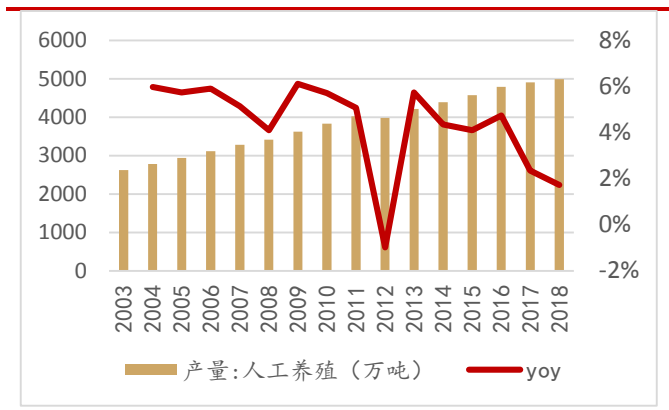
近年来，国家通过一系列环保政策，科学划定养殖区域，明确限养区和禁养区，优化捕捞空间布局，逐步压缩国内捕捞能力，控制捕捞强度。在此政策背景下，我国水产捕捞量占比持续下滑，养殖占比稳步提升。根据国家统计局数据，2018 年我国水产养殖产量已达 4991 万吨，占水产品总量的 77.29%。受此影响，1991-2018 年，我国水产饲料产量年复合增长率 13.35%，截至 2018 年，水产饲料产量 2210.58 万吨，占饲料总产量的比重为 9.70%。

图 29 2003-18 年，水产养殖占比不断提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 2003-18 年，水产养殖产量变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

特种水产饲料成为水产饲料快速增长的重要动力。我国人均可支配收入持续提高，消费升级速度不断加快，消费者已不满足于传统四大家鱼，对营养价值高的特种水产品需求不断上升，带动特种水产品快速发展，为特种水产饲料的稳步增长奠定了良好基础。中国饲料工业协会数据显示，我国特种水产饲料生产规模持续扩大，2018 年产量达到 173 万吨，占水产饲料总产量的 7.83%，同比增长 9.49%，远高于水产饲料平均增速，成为推动我国水产饲料快速增长的重要动力。我们认为，水产料龙头有望充分分享消费升级红利，优化水产料结构，进一步提高毛利率，增厚盈利空间。



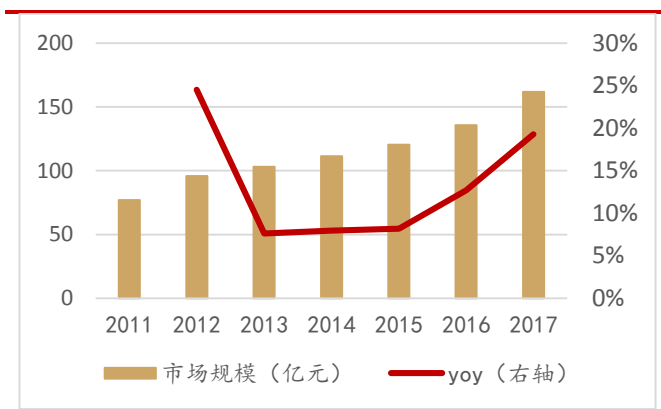
## 4.疫苗：静待非洲猪瘟疫苗上市，贡献行业增量空间

### 4.1.我国动物疫苗行业发展较快，猪用疫苗占比 50%以上

我国动物疫苗行业始于 1918 年青岛商品检验局血清所，至今大致可以分为起步阶段（1918-1948 年），粗放发展阶段（1949-2011 年），快速发展阶段（2012-至今）三个时期。从 2011 年到 2017 年我国经济动物疫苗市场规模数据来看，在此期间市场规模保持快速增长态势，其中 2012 年规模增速为 24.55%，截至 2017 年我国动物疫苗行业市场规模达到 162 亿元，比 2011 年增加了 85 亿元，CAGR 13.20%。

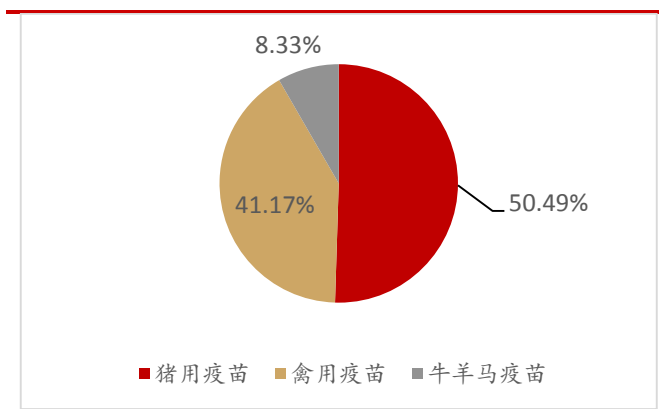
分类别来看，2017 年，猪用疫苗占 50.49%，为最重要的疫苗品种；禽用动物疫苗次之，占 41.17%；牛羊用和宠物等其他品种疫苗具有很大的增长潜力。综合来看，当前猪苗和禽苗为动物疫苗中占比最大的两个分支。

图 31 2011-17 年，动物疫苗行业 CAGR 13.20%



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

图 32 2017 年，猪用疫苗占比 50.49%



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

### 4.2.非瘟疫苗研发稳步推进，行业增量需求可期

非瘟疫苗研发工作稳步推进。中国自今年 1 月启动了非瘟病毒基因缺失活疫苗研发项目，目前进展较快。

5 月 24 日，中国农业科学院发布一则关于非洲猪瘟疫苗的好消息，哈尔滨兽医研究所自主研发的非洲猪瘟疫苗取得了阶段性成果，分离了我国第一株非洲猪瘟病毒，建立了病毒细胞分离及培养系统和动物感染模型，创制了非洲猪瘟候选疫苗，实验室阶段研究证明其中两个候选疫苗株具有良好的生物安全性和免疫保护效果，临床前中试产品工艺研究初步完成。

9 月 11 日，中国农科院发布称，由哈尔滨兽医研究所自主研发的非洲猪瘟疫苗——一株双基因缺失弱毒活疫苗，已完成了实验室研究，突破了实现疫苗规模化生产的重大技术瓶颈，目前已提出生物安全评价申请。通过实验室的研究，初步证明这个非洲猪瘟疫苗是安全的、有效的。同时，我们还通过实验室这个产品的研究，解决了这个非洲猪瘟疫苗大规模生产的工艺的问题，建立了非洲猪瘟疫苗产品的质量标准的。

10 月 18 日，中国农业科学院哈尔滨兽医研究所所长步志高今天透露，中国研制的非洲猪瘟疫苗已经完成实验室研究阶段，主要的实验数据和结论已经得到，正在接受同行专家评估。中国科学院生物物理研究所饶子和、王祥喜团队和中国农科院哈尔

滨兽医研究所步志高团队联合公布，他们首次解析出了正在困扰各国的非洲猪瘟病毒的精细三维结构。

10月29日，中国科学院院士饶子和在第二届世界顶尖科学家论坛再次介绍其团队最新的研究重点，非洲猪瘟病毒是最大的病毒之一，可编码235种蛋白，其结构像俄罗斯套娃。我们在原子结构层面看到了非洲猪瘟病毒结构，发现了4个潜在的非常重要的抗原表位，可以为未来新型疫苗的设计提供很好的线索。这是科学家首次在近原子分辨率下“看见”这一古老的病毒，这也为新型猪瘟病毒疫苗的研发带来一丝曙光。

11月29日，中国科学院微生物研究所高福团队联合中国农业科学院哈尔滨兽医研究所仇华吉团队、南方科技大学王培毅团队、中国科学院生物物理研究所章新政团队以及微生物所施一团队，在非洲猪瘟病毒(African swine fever virus, ASFV)结构领域取得新进展，解析了非洲猪瘟病毒衣壳(Capsid)的高分辨率电镜三维结构，并鉴定出多种关键的衣壳蛋白(分别是主要衣壳蛋白p72(Major capsid protein)、五邻体蛋白(Penton protein)以及三种不同的次要衣壳蛋白(Minor capsid protein))，为非洲猪瘟疫苗研发和疫病防控提供了重要的理论基础。

由于非洲猪瘟疫情对我国生猪养殖行业的超强破坏性，其市场化审批速度将快于一般疫苗，我们预计，非瘟疫苗最快有望于2020年下半年正式上市。

### 4.3.非瘟疫苗市场空间测算

核心假设：1) 按照2018年生猪出栏69382万头、能繁母猪存栏2973万头计算；2) 生猪头均免疫2次/年；母猪头均免疫3次/年；3) 单价5元/头份。

经过测算，我们预计，非洲猪瘟疫苗成功上市有望为动物疫苗行业带来73.84亿元的增量需求。

表2 非瘟疫苗市场空间测算

	存栏量(万头)	免疫次数(次/年)	单价(元/头份)	市场规模(亿元)
生猪	69382	2	5	69.38
能繁母猪	2973	3	5	4.46
合计	-	-	-	73.84

资料来源：华西证券研究所

## 5.重点推荐公司

### 5.1.温氏股份：猪鸡共振，稳健高增长标的

猪鸡高景气，公司业绩稳健增长。生猪养殖方面，非洲猪瘟疫情加速生猪产能去化，生猪供需矛盾逐季凸显带动公司业绩环比改善。截至2019年11月，公司生猪出栏量1724.53万头，yoy-14.61%；实现销售收入342.59亿元，yoy+15.32%。禽养殖方面，禽肉是我国第二大肉类消费品类，猪鸡替代效应明显，生猪供给缺口逐步向禽肉转移，带动禽链高景气，截至2019年11月，公司实现黄羽肉鸡出栏8.26亿只，yoy+21.38%左右。猪价共振，带动公司业绩稳定增长。

生产性生物资产稳步增长，明后年出栏量可期。非洲猪瘟疫情爆发以来，公司持续优化生物安全管理，进一步完善疫病防控体系，核心种猪资源保护工作效果明显，截至三季度末，公司生产性生物资产38.44亿元，yoy+6.26%，较年初增长63.51%。根据公司公告，截至2019年10月，公司种猪存栏接近160万头，其中能繁母猪约有120万头，后备母猪约有40万头，产能储备充足，预计后年出栏量将超过3000万头。

投资建议：我们预计，2019-2021年，公司生猪出栏量分别为1800/2000/2500万头，黄羽肉鸡出栏量分别为9.24/10.63/12.22亿只，营业收入分别为673.16/906.06/873.84亿元，归母净利润分别为116.06/269.11/179.71亿元，对应EPS分别为2.21/5.14/3.49元，目前股价对应PE分别为15.14/6.52/9.61X。首次覆盖，给予“增持”评级。

表3 温氏股份盈利预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	57244.07	67316.13	90606.01	87383.94	净利润	4256.12	12412.25	28928.30	19651.62
YoY (%)	2.85%	17.59%	34.60%	-3.56%	折旧和摊销	2409.14	0.00	0.00	0.00
营业成本	47589.94	49518.50	54606.65	61433.86	营运资金变动	-1476.36	1774.74	-835.21	-100.44
营业税金及附加	69.81	74.69	104.08	100.27	经营活动现金流	6494.47	14267.15	28100.14	19549.38
销售费用	802.02	853.51	1179.52	1142.16	资本开支	-7838.46	2769.44	-657.05	-587.49
管理费用	3618.40	4033.18	5470.08	5303.54	投资	2776.17	0.00	0.00	0.00
财务费用	100.76	-47.05	-501.40	-953.87	投资活动现金流	-4767.50	2802.44	-615.05	-537.49
资产减值损失	158.14	1.79	0.76	-0.10	股权募资	1410.25	0.00	0.00	0.00
投资收益	-50.06	33.00	42.00	50.00	债务募资	1145.38	-1802.00	0.00	0.00
营业利润	4377.64	12529.59	29191.61	19824.21	筹资活动现金流	-145.94	-4823.58	-602.30	-648.30
营业外收支	-93.92	0.00	0.00	0.00	现金净流量	1581.03	12246.01	26882.79	18363.59
利润总额	4283.73	12529.59	29191.61	19824.21	<b>主要财务指标</b>				
所得税	27.61	117.34	263.31	172.58	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
净利润	4256.12	12412.25	28928.30	19651.62	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	3957.44	11754.43	27314.24	18526.37	营业收入增长率	2.85%	17.59%	34.60%	-3.56%
YoY (%)	-41.38%	197.02%	132.37%	-32.17%	净利润增长率	-41.38%	197.02%	132.37%	-32.17%
每股收益	0.74	2.21	5.14	3.49	<b>盈利能力 (%)</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	16.86%	26.44%	39.73%	29.70%
	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	7.44%	18.44%	31.93%	22.49%
货币资金	1797.81	14043.82	40926.61	59290.21	总资产收益率ROA	7.34%	19.11%	29.94%	16.58%
预付款项	212.92	184.22	212.09	241.30	净资产收益率ROE	11.45%	25.61%	37.59%	20.45%
存货	12888.77	11379.25	13143.05	14704.09	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	6902.30	6522.30	6918.13	6889.77	流动比率	1.64	2.83	4.82	5.73
流动资产合计	21801.80	32129.59	61199.89	81125.36	速动比率	0.65	1.81	3.77	4.68
长期股权投资	461.87	461.87	461.87	461.87	现金比率	0.14	1.24	3.22	4.19
固定资产	18250.11	18250.11	18250.11	18250.11	资产负债率	34.06%	22.68%	16.77%	15.00%
无形资产	1202.46	1202.46	1202.46	1202.46	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	32148.21	29378.77	30035.82	30623.31	总资产周转率	1.11	1.17	1.19	0.86
资产合计	53950.02	61508.36	91235.71	111748.67	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1802.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.74	2.21	5.14	3.49
应付账款及票据	2805.50	2560.78	2932.80	3271.99	每股净资产	6.51	8.64	13.68	17.05
其他流动负债	8675.25	8778.27	9759.31	10881.45	每股经营现金流	1.22	2.69	5.29	3.68
流动负债合计	13282.76	11339.06	12692.10	14153.44	每股股利	0.00	0.09	0.10	0.11
长期借款	2415.00	2415.00	2415.00	2415.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2678.75	193.30	193.30	193.30	PE	44.98	15.14	6.52	9.61
非流动负债合计	5093.75	2608.30	2608.30	2608.30	PB	4.02	3.88	2.45	1.97
负债合计	18376.51	13947.35	15300.40	16761.74					
股本	5313.11	5313.11	5313.11	5313.11					
少数股东权益	1005.06	1662.89	3276.95	4402.20					
股东权益合计	35573.51	47561.01	75935.31	94986.93					
负债和股东权益合计	53950.02	61508.36	91235.71	111748.67					

资料来源：华西证券研究所

## 5.2.新希望：齐头并进，生猪养殖贡献利润弹性

各板块齐头并进，农牧巨头强者恒强。饲料方面，公司前十个月实现饲料销量1500万吨左右，其中禽料1000万吨(yoy+18%)、猪料325万吨(yoy-8%)、水产料107万吨(yoy+9%)。受益于生猪产能大幅去化，猪价价格持续处于高位，养殖户愿意选用品质较好的饲料，公司利润增幅高于销量增幅；禽链方面，截至2019年10月，公司种禽销量4.1亿只(yoy+24%)，毛鸡毛鸭2.6亿只(yoy+22%)；屠宰5.9亿只(yoy+3%)。

生产性生物资产逆势扩张，2020年生猪出栏量看至800万头。截至2019年三季度末，公司生产性生物资产增至9.86亿元，环比增长66.54%、同比增长86.20%、较年初增长90.27%，几乎翻倍。截至2019年10月底，预计公司种猪存栏30万头左右(其中能繁母猪20万头)，12月底种猪存栏40万头左右(其中能繁母猪将达到25万头)。产能储备充足，2020年生猪出栏量有望快速增长至800万头，量价齐增，生猪养殖有望贡献公司业绩弹性。

投资建议：我们预计，2019-2021年，公司生猪出栏量分别为350/800/1500万头，公司营业收入分别为853.11/1095.15/1245.66亿元，归母净利润37.21/87.09/80.83亿元，对应EPS 0.88/2.07/1.92元，目前股价对应PE分别为22.61/9.66/10.41X。首次覆盖，给予“增持”评级。

表4 新希望盈利预测表

利润表(百万元)					现金流量表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	69063.23	85310.66	109514.59	124566.13	净利润	2721.80	5287.30	12618.24	11816.79
YoY (%)	10.38%	23.53%	28.37%	13.74%	折旧和摊销	1171.52	0.00	0.00	0.00
营业成本	63033.33	74273.74	89143.60	104406.39	营运资金变动	328.79	-260.93	40.58	207.73
营业税金及附加	138.48	167.13	219.42	247.77	经营活动现金流	3336.99	5570.15	13133.64	12439.54
销售费用	1649.73	2057.19	2641.91	2999.69	资本开支	-3403.13	-424.02	-986.77	-1037.22
管理费用	2051.65	2520.12	3249.88	3691.60	投资	834.34	0.00	0.00	0.00
财务费用	341.26	515.49	430.10	271.09	投资活动现金流	-2391.59	-391.02	-944.77	-987.22
资产减值损失	697.73	6.78	2.31	1.17	股权募资	17.11	0.00	0.00	0.00
投资收益	2182.19	33.00	42.00	50.00	债务募资	2727.91	-1298.88	-286.40	-1161.22
营业利润	3241.25	5753.05	13789.18	12906.47	筹资活动现金流	1402.62	-2188.44	-1354.91	-2225.06
营业外收支	-250.57	0.00	0.00	0.00	现金净流量	2348.02	2990.69	10833.96	9227.25
利润总额	2990.68	5753.05	13789.18	12906.47	<b>主要财务指标</b>				
所得税	268.88	465.74	1170.95	1089.67	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	2721.80	5287.30	12618.24	11816.79	营业收入增长率	10.38%	23.53%	28.37%	13.74%
归属于母公司净利润	1704.65	3720.72	8709.27	8083.37	净利润增长率	-25.23%	118.27%	134.08%	-7.19%
YoY (%)	-25.23%	118.27%	134.08%	-7.19%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.40	0.88	2.07	1.92	毛利率	8.73%	12.94%	18.60%	16.18%
<b>资产负债表(百万元)</b>					净利率	3.94%	6.20%	11.52%	9.49%
货币资金	5450.87	8441.56	19275.52	28502.77	总资产收益率ROA	3.56%	7.17%	13.24%	10.42%
预付款项	482.65	522.82	641.07	753.63	净资产收益率ROE	7.90%	14.90%	26.29%	19.90%
存货	5394.87	5591.28	7045.91	8196.20	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	2262.20	2580.87	3054.77	3285.10	流动比率	0.74	0.98	1.56	2.06
流动资产合计	13590.60	17136.52	30017.26	40737.70	速动比率	0.42	0.63	1.16	1.60
长期股权投资	18728.36	18728.36	18728.36	18728.36	现金比率	0.30	0.48	1.00	1.44
固定资产	8750.04	8750.04	8750.04	8750.04	资产负债率	42.98%	37.77%	32.55%	28.31%
无形资产	1390.74	1390.74	1390.74	1390.74	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	34353.19	34777.22	35763.99	36801.21	总资产周转率	1.53	1.71	1.86	1.74
资产合计	47943.79	51913.74	65781.25	77538.91	<b>每股指标(元)</b>				
短期借款	8271.34	6972.46	6686.06	5524.84	每股收益	0.40	0.88	2.07	1.92
应付账款及票据	4300.93	3935.98	4975.58	5810.82	每股净资产	5.12	5.92	7.86	9.63
其他流动负债	5890.27	6556.31	7606.38	8473.22	每股经营现金流	0.79	1.32	3.12	2.95
流动负债合计	18462.54	17464.75	19268.02	19808.89	每股股利	0.00	0.11	0.13	0.14
长期借款	1823.29	1823.29	1823.29	1823.29	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	322.21	322.21	322.21	322.21	PE	49.34	22.61	9.66	10.41
非流动负债合计	2145.50	2145.50	2145.50	2145.50	PB	1.42	3.37	2.54	2.07
负债合计	20608.04	19610.25	21413.52	21954.39					
股本	4216.02	4216.02	4216.02	4216.02					
少数股东权益	5760.62	7327.21	11236.17	14969.59					
股东权益合计	27335.75	32303.49	44367.72	55584.52					
负债和股东权益合计	47943.79	51913.74	65781.25	77538.91					

资料来源：华西证券研究所

### 5.3.正邦科技：生产性生物资产大幅增长，养殖高成长性标的

产能恢复进程缓慢，猪价有望维持高位。非洲猪瘟疫情爆发以来，我国生猪产能去化幅度不断创历史新高，根据农业农村部数据，截至2019年10月，生猪存栏同比下降41.37%、能繁母猪同比下降37.90%。我们判断，在市场上暂无有效疫苗的背景下，即使猪价高企，养殖户复养情绪依然谨慎，行业产能恢复速度将大幅滞后于往轮周期，支撑猪价维持高位。

生产性生物资产大幅增长，产能逆势扩张。非洲猪瘟对行业的影响无疑是巨大的，但公司凭借着在兽医防控团队、管理水平以及融资渠道等方面的优势，在较短的时间内控制住非洲猪瘟疫情的影响，同时加快生猪产能扩张节奏。截至三季度末，公司生产性生物资产高达18.13亿元，同比增长35.53%、较年初增长63.51%。根据公司公告，公司9月底母猪存栏量65万头，预计年底将增至约120万头（其中能繁母猪约50万头、后备约70万头），为后期生猪出栏量奠定了坚实的基础。

投资建议：我们预计，2019-2021年，公司生猪出栏量分别为550/1000/1800万头，公司营业收入分别为240.76/421.58/521.15亿元，归母净利润16.28/102.15/109.61亿元，对应EPS 0.66/4.17/4.47元，目前股价对应PE分别为22.34/3.56/3.32X。首次覆盖，给予“增持”评级。

表5 正邦科技盈利预测表

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	22112.98	24075.85	42158.31	52114.73	净利润	192.55	1652.32	10371.88	11091.77
YoY (%)	7.27%	8.88%	75.11%	23.62%	折旧和摊销	914.04	0.00	0.00	0.00
营业成本	19850.98	20344.81	28057.36	36744.53	营运资金变动	-203.66	-76.79	-314.83	-94.29
营业税金及附加	29.90	29.19	53.16	65.67	经营活动现金流	1330.73	1793.19	10135.58	11016.29
销售费用	736.05	804.93	1400.20	1735.34	资本开支	-3150.27	92.97	-1011.48	-985.54
管理费用	682.63	811.09	1399.94	1718.64	投资	1.95	0.00	0.00	0.00
财务费用	329.02	230.22	46.08	-168.65	投资活动现金流	-3148.31	125.97	-969.48	-935.54
资产减值损失	27.89	4.62	3.75	1.91	股权募资	83.72	0.00	0.00	0.00
投资收益	-11.12	33.00	42.00	50.00	债务募资	2274.78	-2268.29	-1425.28	0.00
营业利润	257.82	1738.22	10931.90	11685.62	筹资活动现金流	1647.63	-3502.89	-2096.05	-666.89
营业外收支	-54.63	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-169.95	-1583.73	7070.05	9413.86
利润总额	203.19	1738.22	10931.90	11685.62	<b>主要财务指标</b>				
所得税	10.64	85.90	560.02	593.84	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
净利润	192.55	1652.32	10371.88	11091.77	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	193.42	1627.66	10214.65	10960.94	营业收入增长率	7.27%	8.88%	75.11%	23.62%
YoY (%)	-63.21%	741.50%	527.57%	7.31%	净利润增长率	-63.21%	741.50%	527.57%	7.31%
每股收益	0.08	0.66	4.17	4.47	<b>盈利能力 (%)</b>				
<b>资产负债表（百万元）</b>					毛利率	10.23%	15.50%	33.45%	29.49%
	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	0.87%	6.86%	24.60%	21.28%
货币资金	1583.76	0.03	7070.08	16483.93	总资产收益率ROA	0.91%	8.79%	35.44%	26.66%
预付款项	235.49	241.35	331.03	434.72	净资产收益率ROE	2.99%	21.29%	59.03%	39.62%
存货	4233.57	3159.21	4653.46	6115.59	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	934.73	868.11	1510.40	1835.81	流动比率	0.71	0.68	2.00	2.90
流动资产合计	6987.54	4268.71	13564.97	24870.05	速动比率	0.26	0.14	1.26	2.13
长期股权投资	132.76	132.76	132.76	132.76	现金比率	0.16	0.00	1.04	1.92
固定资产	9236.06	9236.06	9236.06	9236.06	资产负债率	68.02%	56.73%	38.14%	31.12%
无形资产	345.68	345.68	345.68	345.68	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	14338.08	14245.12	15256.59	16242.13	总资产周转率	1.17	1.21	1.78	1.49
资产合计	21325.63	18513.83	28821.56	41112.18	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	3693.57	1425.28	0.00	0.00	每股收益	0.08	0.66	4.17	4.47
应付账款及票据	3017.41	2052.71	3011.30	3965.54	每股净资产	2.64	3.12	7.06	11.28
其他流动负债	3066.46	2823.87	3780.41	4625.01	每股经营现金流	0.54	0.73	4.13	4.49
流动负债合计	9777.43	6301.86	6791.71	8590.55	每股股利	0.00	0.20	0.23	0.25
长期借款	3344.69	3344.69	3344.69	3344.69	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	1384.06	857.22	857.22	857.22	PE	187.97	22.34	3.56	3.32
非流动负债合计	4728.75	4201.91	4201.91	4201.91	PB	2.01	4.76	2.10	1.31
负债合计	14506.19	10503.77	10993.62	12792.46					
股本	2363.87	2363.87	2363.87	2363.87					
少数股东权益	340.87	365.52	522.75	653.59					
股东权益合计	6819.44	8010.06	17827.94	28319.71					
负债和股东权益合计	21325.63	18513.83	28821.56	41112.18					

资料来源：华西证券研究所

## 5.4.天邦股份：利润稳步释放，养殖低估值标的

生猪供给不足支撑猪价快涨，养猪进入暴利期。非洲猪瘟加速生猪产能去化，生猪供需矛盾逐步凸显支撑猪价屡创新高。根据猪易通数据，截至2019年11月29日，全国猪价32.00元/公斤，按照完全成本17元/公斤，出栏体重110公斤测算，头均盈利高达1650元/头，养猪进入暴利期。

产能稳步扩张，2020年出栏量可期。自生猪养殖行业爆发非洲猪瘟疫情以来，公司加大生物安全防控力度，在较短的时间内及时控制住疫情对公司的影响。截至三季度末，公司生产性生物资产增至6.19亿元，环比大幅增长63.61%、同比增长17.21%、较年初增长20.18%，产能稳步扩张。

投资建议：我们预计，2019-2021年，公司生猪出栏量分别为240/350/450万头，公司营业收入分别为66.32/115.27/111.96亿元，归母净利润14.51/41.33/27.99亿元，对应EPS 1.25/3.56/2.41元，目前股价对应PE分别为9.36/3.29/4.85X。首次覆盖，给予“增持”评级。

表6 天邦股份盈利预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4518.95	6632.19	11526.79	11195.72	净利润	189.96	1449.58	4130.69	2800.16
YoY (%)	47.63%	46.76%	73.80%	-2.87%	折旧和摊销	863.82	0.00	0.00	0.00
营业成本	3990.57	4227.81	5820.74	7033.48	营运资金变动	-118.72	-1568.53	-337.47	2385.37
营业税金及附加	11.30	17.71	31.20	29.78	经营活动现金流	1106.40	-84.11	3816.24	5133.98
销售费用	160.22	258.92	441.61	426.31	资本开支	-21.48	-188.85	-257.84	-275.50
管理费用	313.44	533.02	891.31	862.21	投资	-3018.04	0.00	0.00	0.00
财务费用	65.07	23.47	0.37	-89.94	投资活动现金流	-3457.30	-155.85	-215.84	-225.50
资产减值损失	316.06	44.05	41.23	-1.54	股权募资	-94.02	0.00	0.00	0.00
投资收益	-69.79	33.00	42.00	50.00	债务募资	-575.16	679.84	-679.84	0.00
营业利润	-490.39	1452.35	4112.02	2773.17	筹资活动现金流	-1021.66	207.78	-1257.63	-600.00
营业外收支	-58.12	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-3372.55	-32.18	2342.77	4308.48
利润总额	-548.51	1452.35	4112.02	2773.17	<b>主要财务指标</b>				
所得税	26.65	2.77	-18.68	-26.99	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	-575.16	1449.58	4130.69	2800.16	营业收入增长率	47.63%	46.76%	73.80%	-2.87%
归属于母公司净利润	-571.96	1450.96	4132.58	2799.09	净利润增长率	-318.19%	353.68%	184.82%	-32.27%
YoY (%)	-318.19%	353.68%	184.82%	-32.27%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	-0.49	1.25	3.56	2.41	毛利率	11.69%	36.25%	49.50%	37.18%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	-12.73%	21.86%	35.84%	25.01%
货币资金	32.14	-0.04	2342.72	6651.21	总资产收益率ROA	-3.23%	8.32%	17.08%	9.77%
预付款项	0.00	37.03	25.49	35.94	净资产收益率ROE	-5.20%	12.08%	26.51%	15.73%
存货	0.00	255.29	278.11	309.60	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	12931.89	12203.02	16340.71	16180.52	流动比率	1.30	1.44	1.60	1.64
流动资产合计	12964.03	12495.30	18987.03	23177.26	速动比率	1.30	1.40	1.57	1.61
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.00	0.00	0.20	0.47
固定资产	47.02	47.02	47.02	47.02	资产负债率	59.74%	55.63%	53.91%	53.54%
无形资产	155.80	155.80	155.80	155.80	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	4757.84	4946.69	5204.53	5480.03	总资产周转率	0.31	0.38	0.55	0.42
资产合计	17721.86	17441.98	24191.56	28657.28	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0.00	679.84	0.00	0.00	每股收益	-0.49	1.25	3.56	2.41
应付账款及票据	3861.30	2489.72	3783.89	4589.29	每股净资产	9.49	10.36	13.44	15.34
其他流动负债	6121.22	5531.77	8090.33	9550.49	每股经营现金流	0.95	-0.07	3.29	4.43
流动负债合计	9982.52	8701.33	11874.22	14139.78	每股股利	0.00	—	—	—
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	6356.73	6356.73	6356.73	6356.73	PE	-23.74	9.36	3.29	4.85
非流动负债合计	6356.73	6356.73	6356.73	6356.73	PB	0.72	1.13	0.87	0.76
负债合计	16339.26	15058.07	18230.95	20496.51					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00					
少数股东权益	0.00	-1.38	-3.27	-2.20					
股东权益合计	11009.16	12010.47	15587.17	17787.32					
负债和股东权益合计	27348.42	27068.54	33818.12	38283.84					

资料来源：华西证券研究所

## 6.风险提示

**猪价大幅下跌。**猪价是决定生猪养殖企业利润释放的核心变量，猪价的超预期下跌会影响企业业绩兑现程度，从而对市场预期造成负面影响。

**生猪出栏不及预期。**生猪出栏量是生猪养殖企业成长性的直接体现，出栏量不及预期一方面会对企业利润释放造成影响；另一方面也会延缓市占率提升逻辑的兑现。

**鸡肉替代需求不及预期。**鸡肉对猪肉的替代需求是决定禽链高景气度的重要因素，鸡肉替代需求不及预期会影响鸡苗以及毛鸡价格，从而对白羽肉鸡养殖企业业绩产生影响。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。