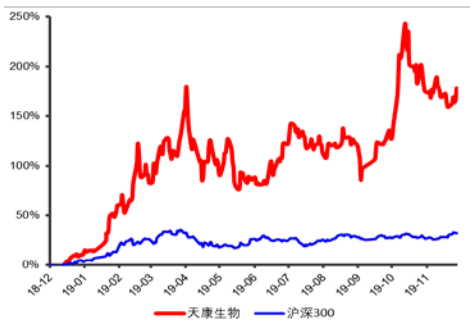


## 天康生物：养殖黑马，兼具天时地利人和，非瘟防控优势突出

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(百万股): 1063.99/1063.99  
总市值/流通(百万元): 12682.81/12682.81  
12个月最高/最低(元): 15.66/4.12

### 相关研究报告:

《天康生物:动保业务稳步增长,养殖业务盈利可期》——2019/10/27

证券分析师:程晓东

联系电话:010-88321761

E-MAIL:chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1290512050002

研究助理:王艳君

执业资格证书编码:S1190118080008

### 报告摘要

#### 1、养猪行业：非瘟肆虐，行业既享受高猪价，防控能力也接受考验

受非洲猪瘟肆虐的影响，国内生猪养殖行业产能轰然下滑，猪价暴涨且未来2-3年有望持续高位。据农业部统计，2019年10月，全国生猪存栏同比降低41.4%，能繁母猪存栏同比降低37.8%。非瘟疫苗的研发和上市任重道远，在此背景下，行业防控能力的提升对于疫情防控和产能修复至关重要。高猪价持续，防控优势明显的公司生猪出栏量更有保障，业绩兑现能力更强。

#### 2、公司：兼具天时地利人和，非瘟防控优势最为突出

**人和：**国企体制&民营机制，激励促进发展。公司通过高管联合持股绑定管理层，辅以激励基金进行现金奖励，管理层十分稳定，员工积极性高涨。

**天时地利：**区位优势显著，低养殖成本弥补新疆低猪价。新疆地区远离疫情重灾区，养殖密度低，且干燥少雨气候有效减弱病毒传播，公司目前70%以上产能分布在新疆、甘肃等西北地区，防疫优势突出，产能保留完整。目前公司在新疆地区完全成本仍控制在12~13元/公斤，低养殖成本弥补新疆低猪价，公司盈利能力更强。

#### 3、其他看点：禽用疫苗盈利大幅增长，猪用疫苗销售有望回暖。

受益于肉禽养殖行业高景气行情，养殖量激增，公司禽用疫苗业务盈利大幅增长，预计19年禽苗业务贡献净利润0.5亿，2020年有望在此基础上继续高速增长。随着猪价上涨至高位，行业补栏积极性增强，猪用疫苗销售有望回暖。

#### 盈利预测

预计2019/2020/2021年公司生猪出栏量分别为90万/180万/240万头，且公司的猪用疫苗、饲料等业务有望转暖，预计公司2019/2020/2021年归母净利润分别为7.64/22.85/27.32亿，对应EPS分别为0.75/2.26/2.70。

预计2020年生猪养殖业务贡献净利润19~20亿，疫苗贡献利润2亿，饲料业务贡献1亿，分别给予养殖业务、饲料业务、疫苗业务10X/10X/20X PE，分部估值法预计公司2020年总市值目标240亿，上涨空间88.97%，给予买入评级。

#### 风险提示

1. 突发重大疫情风险:禽畜养殖过程中会发生大规模疫病如非洲猪瘟或禽流感等，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负

面影响,导致市场需求萎缩,从而影响行业以及相关企业的盈利能力。

2. 价格不及预期风险:禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度,影响行业以及相关公司的盈利能力,存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

3. 原材料价格波动风险:公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大,若未来主要原材料价格大幅波动,将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

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:**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,273	6,533	10,315	12,598
(+/-%)	13.9%	23.9%	57.9%	22.1%
净利润(百万元)	314	764	2,285	2,732
(+/-%)	-22.95%	143.59%	198.97%	19.57%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.75	2.26	2.70
市盈率(PE)	21.53	15.89	5.27	4.41

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、非瘟导致产能暴力式去化，高猪价下考验防控能力 .....	5
二、天康生物：多业务齐头并进，养殖业务快速发展 .....	8
三、天康养猪靠什么：天时地利人和 .....	11
（一）人和：国企背景、民企机制，激励促进发展 .....	11
（二）天时地利：新疆的地域优势在疫情防控上具有可持续性 .....	13
（三）饲料、动保业务为养猪事业持续保驾护航 .....	14
四、其他业务 .....	14
（一）饲料业务：受非瘟影响较小，全年销量仍实现正增长 .....	14
（二）动保业务：禽苗盈利大幅增长，猪瘟 E2 疫苗持续放量 .....	15
（三）其他业务 .....	17
五、盈利预测 .....	18
六、风险提示 .....	19

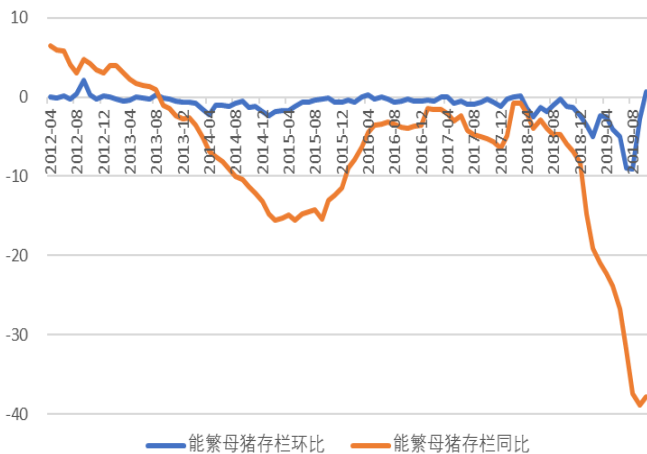
## 图表目录

图表 1 全国能繁母猪存栏量同环比变化情况 (%)	5
图表 2 全国生猪存栏量同环比变化情况 (%)	5
图表 3 全国生猪出栏量同比变化情况 (%)	5
图表 4 全国生猪均价 (元/千克)	6
图表 5 白条猪肉批发价 (元/千克)	6
图表 6 部分上市公司生产性生物资产变动情况 (亿元)	7
图表 7 部分养殖上市公司 2019 年月度出栏量同比情况	7
图表 8 部分养殖上市公司 2019 年月度出栏量环比情况	7
图表 9 部分上市公司 2018 年生猪出栏量和 2019 年前 11 月生猪出栏量	8
图表 10 2014~2019H1 公司各主营业务收入 (亿)	8
图表 11 2014~2019H1 公司各业务的营收占比	8
图表 12 2014~2019Q3 营业收入及 YOY	9
图表 13 2014~2019Q3 归母净利及 YOY	9
图表 14 公司在养殖屠宰领域的布局	9
图表 15 公司生猪出栏量 (万头)	10
图表 16 公司养殖产业主要子公司	10
图表 17 公司实际控制人及持股比例 (截止至 2019 年三季度)	11
图表 18 天邦投资股东相关情况	11
图表 19 公司每年计提激励基金金额 (万元)	12
图表 20 A 股部分上市公司激励基金提取制度	12
图表 21 非洲猪瘟前后对养殖成本的影响	13
图表 22 公司生猪养殖各环节协同	14
图表 23 公司饲料销量 (万吨) 及 YOY	15
图表 24 2018 年公司饲料销量构成	15
图表 25 重组禽流感病毒三价灭活疫苗公司目录	15
图表 26 冠界生物历年营收 (万)	16
图表 27 2018 年冠界生物净利润转正 (万元)	16
图表 28 传统猪瘟兔化弱毒苗与猪瘟 E2 亚单位疫苗对比	17
图表 29 公司蛋白油脂业务加工规模	17
图表 30 动保板块 PE (TTM) (12 月 30 日)	18

## 一、非瘟肆虐，行业既享受高猪价，防控能力也接受考验

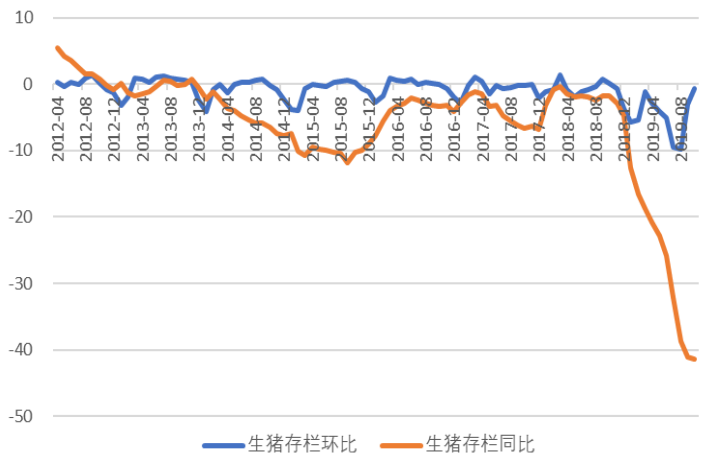
受非洲猪瘟的影响，全国生猪养殖行业产能同比大幅下降。截止 2019 年 12 月 24 日，全国公开报道 162 起非洲猪瘟疫情，中国生猪养殖业遭受重创。2019 年 10 月，全国生猪存栏同比降低 41.4%，能繁母猪存栏同比降低 37.8%，2019 年三季度末全国生猪出栏量同比降低 17.3%。

图表 1 全国能繁母猪存栏量同环比变化情况 (%)



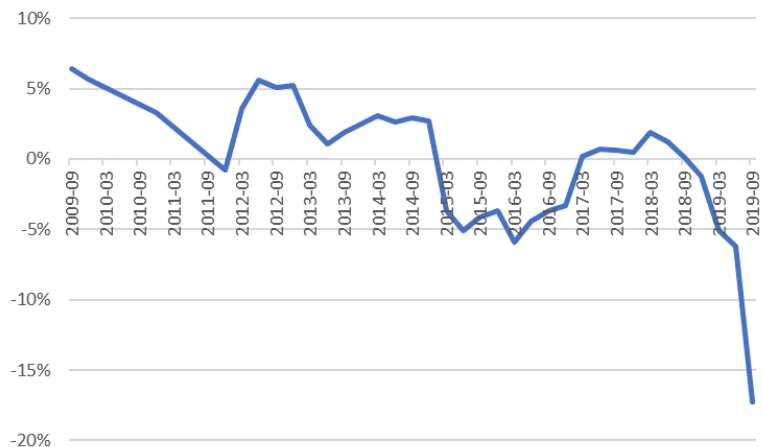
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2 全国生猪存栏量同环比变化情况 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3 全国生猪出栏量同比变化情况 (%)

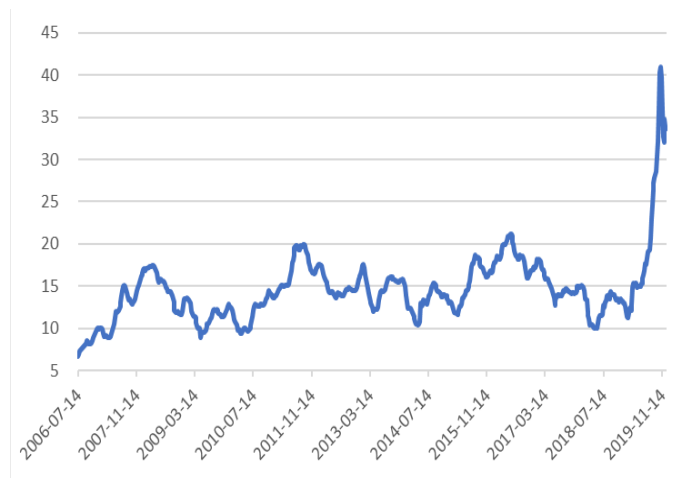


资料来源：wind，太平洋证券整理

产能的剧烈去化使猪价快速上涨，突破前期猪周期高点。2019 年 10 月全国生猪均价突破 40 元/千克，白条肉价格突破 50 元/千克，突破前期猪周期生猪价格 20 元/公斤的高点。非洲猪瘟的防控难度和能繁母猪存栏量同比大幅降低将使本轮周期的猪价在高位停留

的时间将比以往任何一轮周期都更久。

图表 4 全国生猪均价（元/千克）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5 白条猪肉批发价（元/千克）

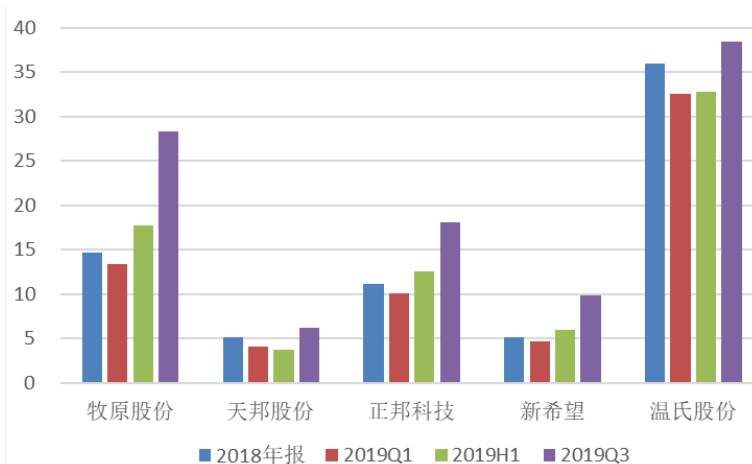


资料来源：WIND，太平洋证券整理

从全行业来看，根据农业部月度监测数据，全国生猪产能去化幅度预计在 40%以上；从防疫来看，非洲猪瘟病毒的复杂性使疫苗的研发难度更大，而行业整体防控能力不足使得单纯依靠生物安全防控在中国防控非洲猪瘟这条路也任重道远。

上市公司作为行业龙头，虽然在生物防控能力、资金、政策等方面具有诸多优势，但 2019 上半年仍受到非洲猪瘟影响。以五家上市公司为例，2019 年一季报和半年报的生产性生物资产相比 2018 年报都有不同程度的下降；非洲猪瘟同样延缓了公司的扩张步伐，从 2019 年月度出栏量和前 11 月出栏量来看，受非瘟影响，上市公司 2019 年实现生猪出栏量大幅增长具有一定难度。因此，高猪价下，防控能力强的公司才能有更强的业绩兑现能力、生猪出栏量更有保证。

图表 6 部分上市公司生产性生物资产变动情况（亿元）



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 7 部分养殖上市公司 2019 年月度出栏量同比情况

	牧原股份	温氏股份	正邦科技	天邦股份
1 月	66.35%	39.32%	109.66%	117.79%
2 月	66.35%	19.02%	17.67%	
3 月	5.42%	2.15%	43.71%	30.40%
4 月	20.09%	-4.05%	24.45%	86.22%
5 月	5.61%	11.07%	-26.01%	62.43%
6 月	-1.72%	19.57%	4.48%	35.33%
7 月	-32.14%	2.10%	30.64%	-11.74%
8 月	-36.86%	-42.68%	-28.76%	-11.54%
9 月	-6.30%	-58.60%	-5.81%	7.33%
10 月	-32.71%	-52.87%	-38.28%	-43.64%
11 月	-18.62%	-61.29%	-38.23%	-63.84%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 8 部分养殖上市公司 2019 年月度出栏量环比情况

	牧原股份	温氏股份	正邦科技	天邦股份
2 月	-	-41.42%	-53.13%	-
3 月	0.10%	37.59%	57.79%	11.01%
4 月	-15.87%	-7.19%	1.75%	-9.04%
5 月	-9.49%	8.11%	-28.48%	-7.41%
6 月	-15.11%	-4.29%	2.02%	-30.35%
7 月	4.56%	-10.23%	33.22%	4.79%
8 月	2.00%	-34.35%	-42.45%	6.82%
9 月	2.52%	-21.92%	62.29%	-24.76%
10 月	1.02%	0.71%	-39.84%	-30.04%
11 月	0.10%	-8.38%	13.12%	11.01%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

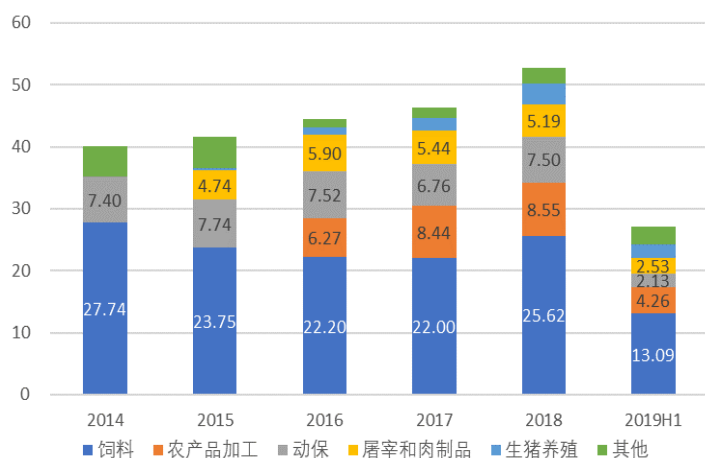
**图表 9 部分上市公司 2018 年生猪出栏量和 2019 年前 11 月生猪出栏量**

	2018 年出栏量 (万头)	2019 年前 11 月出栏量 (万头)
牧原股份	1101	942.61
温氏股份	2229	1724.53
正邦科技	554	516.68
天邦股份	217	225.73
新希望	255	314.15

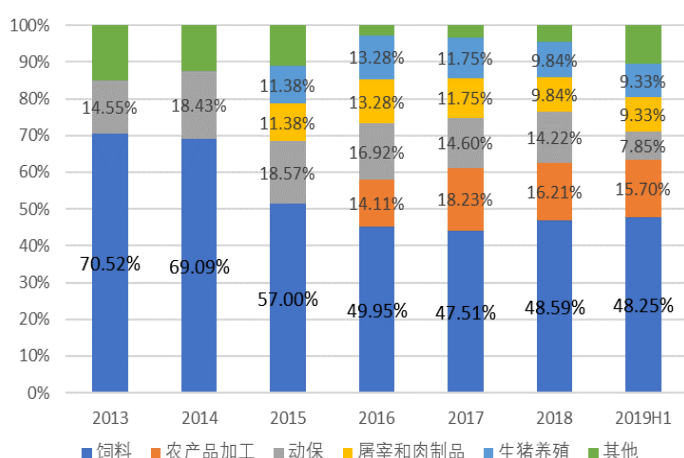
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 二、天康生物：多业务齐头并进，养殖业务快速发展

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

**图表 10 2014~2019H1 公司各主营业务收入 (亿)**


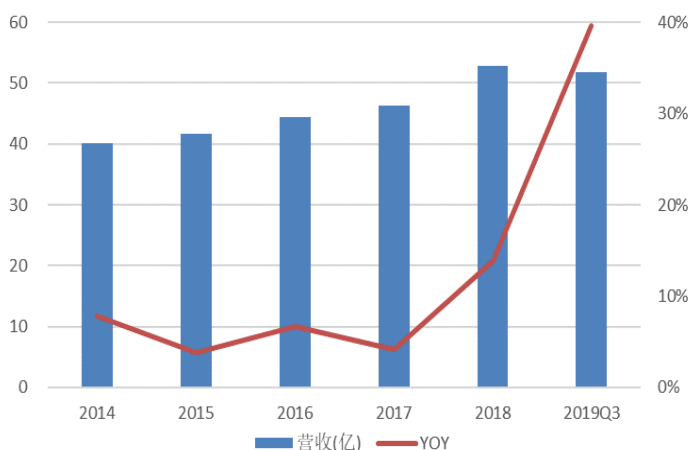
资料来源：WIND，太平洋证券整理

**图表 11 2014~2019H1 公司各业务的营收占比**


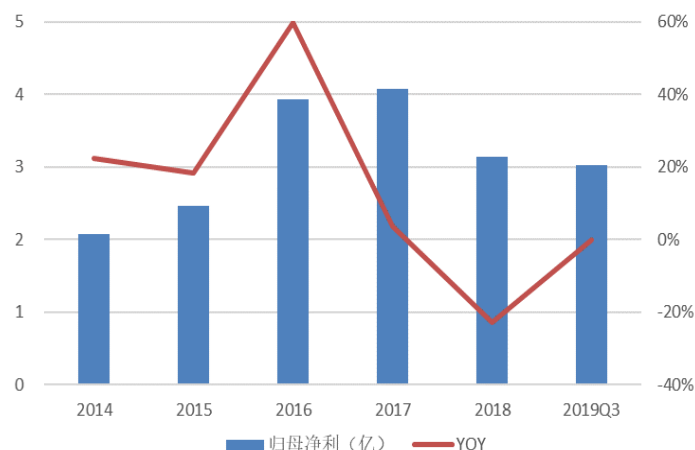
资料来源：WIND，太平洋证券整理

**公司业绩稳步增长。**受益于猪价上涨，公司生猪养殖业务和肉制品销售业务营收同比大幅增长，2019 前三季度公司营收 51.80 亿，同比增长 39.59%；归母净利润 3.02 亿，同比增长 16.35%。



**图表 12 2014~2019Q3 营业收入及 YOY**


资料来源：WIND，太平洋证券整理

**图表 13 2014~2019Q3 归母净利润及 YOY**


资料来源：WIND，太平洋证券整理

### 1、生猪产能释放情况

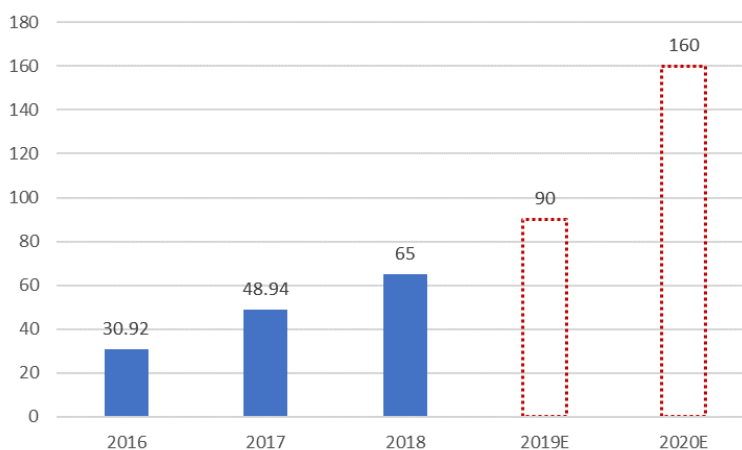
公司 2015 吸收合并天康控股后，正式进入生猪养殖领域；2016 年收购河南天康宏展 70% 股份，增加产能 30 万头；2017 年可转债加速产能布局，2018 年生猪出栏量出栏 65 万头，预计 2019 年出栏 90 万头，2020 年预计达到 160~180 万头。

**图表 14 公司在养殖屠宰领域的布局**

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

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 15 公司生猪出栏量（万头）

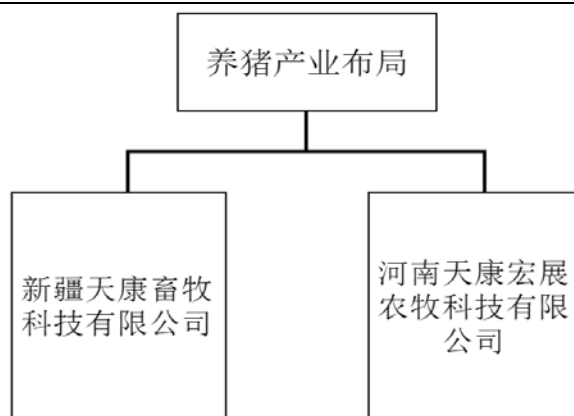


资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 2、养殖布局情况

当前公司养殖布局主要在新疆和河南两省，1/3 在河南，2/3 在新疆。2019 年预计 60~70 万头分布在新疆，20 万头在河南地区。2020 年河南和新疆产能建设将各达到 100 万头，未来除河南和新疆外，在甘肃将建设第三大养殖基地。

图表 16 公司养殖产业主要子公司



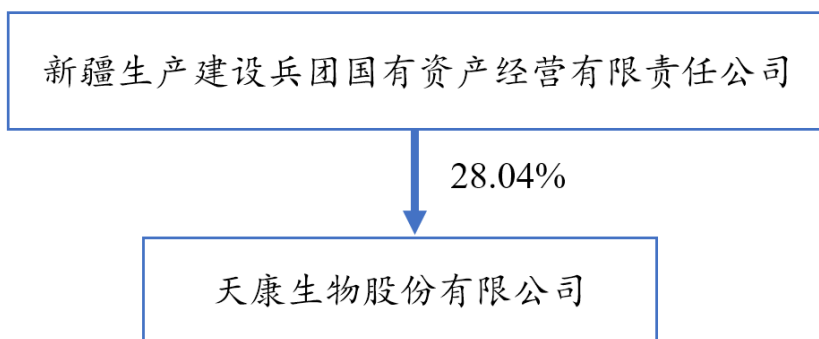
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 三、天康养猪靠什么：天时地利人和

#### （一）人和：国企背景、民企机制，激励促进发展

公司实际控制人是新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司，持有公司 28.04% 的股份。

图表 17 公司实际控制人及持股比例(截止至 2019 年三季度)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### 1、高管持股

2017 年，新疆生产建设兵团国有资产经营公司、中新建招商股权投资有限公司和新疆天邦投资有限公司等发行股份吸收合并新疆天康控股（集团）有限公司。天邦投资正是由当时的公司高管和板块负责人共同持股，随着公司发展不断吸纳公司新的中高层干部，目前天邦投资股东 43 人，包括了董事长到公司中层业务骨干。

利用天邦投资，公司高管组成利益共同体，限制了某一股东增减持对公司的影响，也使人才尽可能长久地为公司服务。目前天邦投资持有 6257.07 万股，持股比例为 5.8817%（截止至 2019 年 12 月 19 日）。

图表 18 天邦投资股东相关情况

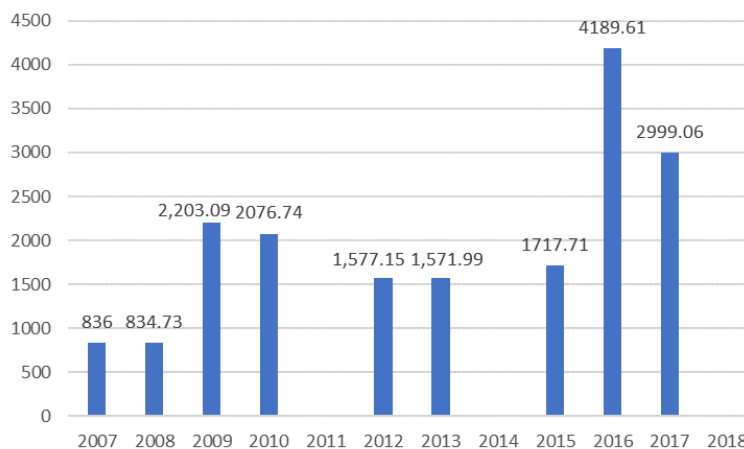
人数	所属板块/曾任或现任职务
11	业务骨干
7	重要分公司法人代表
8	董事长、总经理、副总经理
11	饲料、动保、养殖板块负责人
6	其他人力、财务高管、董事会成员

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2、薪酬奖励

早在 2007 年，公司就开始实施激励基金制度，按上年度超额完成年度净利润指标（三年利润平均数）中超出部分的 50% 对中高层管理人员给予奖励；2013 年，由于部分股东反对，公司将提取比例改为 20%。

**图表 19 公司每年计提激励基金金额（万元）**



资料来源：2007~2018 年公司审计报告，太平洋证券整理

A 股目前以公告形式提出的激励基金制度仅 31 家上市公司，以下截取部分激励基金提取制度，由表可见，不管在民企和国企上市公司中，公司对高管的激励制度在上市公司里公开透明，且奖励幅度较大。此外，部分公司的激励基金也用于员工持股等，而公司的激励基金目前仅用于现金奖励，给予员工的奖励更直接有效。

**图表 20 A 股部分上市公司激励基金提取制度**

公司	实际控制人	激励基金提取规则
丽珠集团	朱保国	10 年内，扣非后归母净利复合增速 < 15%，不提取；15% < 复合增速 ≤ 20%，提取 25%；复合增速 > 20%，提取 35%
奥士康	程涌、贺波	提取上限为上一会计年度净利润的 15%
云南白药	云南省国资委	(当年净利润 - 上年净利润) * 15%
新宝股份	郭建刚	(当年净利润 - 2018 年归母净利 5.03 亿元) * 30%，单一年度计提不超过 4000 万
天桥起重	株洲市国资委	年度预算净利润目标 * 2% + (年度实际净利润 - 年度预算净利润目标) * 33%
恒顺醋业	镇江市国资委	(当年净利润 - 上年净利润) * 30%
泰豪科技	-	上年度经审计净利润 * 5% + (当年经审计后净利润 - 上年度经审计净利润) * 20%
益生股份	曹积生	不超过当年扣非后归母净利的 2%~15%
民和股份	孙希民	不超过当年扣非后归母净利的 5%~20%

山东药玻	沂源县国资委	净利润增长率低于 6%，不提取； 净利润增长率达到 6% 时，则可提取激励基金额=净利润增长额*25%
联发股份	孔祥军、崔恒富、陈警娇、 黄长根、孔令国	(当年净利润-上年度净利润)≤1 亿时，则按(当年净利润-上年度净利润)*30%提取；(当年净利润-上年度净利润)≥1 亿时，则按照 1 亿元以下的部分按 30% 提取，1 亿元以上的部分按 20% 提取。
东方明珠	上海市国资委	(当年计提前净利润-上年计提前净利润)* 20%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 天时地利：新疆的地域优势在疫情防控上具有可持续性

在非洲猪瘟防控上，由于非洲猪瘟病毒的复杂性，非洲猪瘟病毒的复杂性使疫苗的研发难度更大；在生物防控设备上的巨大投入和管理防控体系上的全面变革使非洲猪瘟的猪场净化之路异常艰难。

从农业部公布的非洲猪瘟疫点地域来看，养殖密度较大的东三省、山东、安徽、广西、湖南、湖北等省份疫情较为严重。若周围环境仍受非洲猪瘟影响，在疫情包围下的猪场很难“独善其身”。因此，公司远居新疆的优势得以凸显，且这一优势将持续贯穿本轮猪周期：

- 1) 新疆地广人稀，养殖密度很小，公司防疫压力小；
- 2) 气候干燥、昼夜温差大，不利于病毒传播；
- 3) 新疆疫情情况相对东、中部不严重，且进出新疆仅一条道路，往来车辆较易盘查，疫情更为可控；

防控优势使公司养殖成本更低，公司新疆养殖成本 12~13 元/公斤。非洲猪瘟爆发后，由于死淘率上升和生物防控投入，养殖完全成本升高，如行业龙头温氏股份 2019Q3 的成本为 16~17 元/公斤，牧原股份的养殖完全成本也在 14~15 元/公斤，成本比非洲猪瘟前上升了 3~5 元/公斤。而公司在防控上的地域优势使成本变化很小，目前公司在新疆的自繁自养完全成本仍旧控制在 12~13 元/公斤。

图表 21 非洲猪瘟前后对养殖成本的影响

	非洲猪瘟前	2019 半年报	2019 三季报
温氏股份	12 元/公斤	13~14 元/公斤	16~17 元/公斤
牧原股份	11~12 元/公斤	13~14 元/公斤	14~15 元/公斤

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

防控优势使公司出栏商品猪足重、价格优势明显，目前头均盈利 2000 元以上。防控优势使公司商品猪能够实现大体重压栏后出售，目前所出售商品猪体重最高能达到 130~140 千克，因此由于单头猪重量更大和健康商品猪在交易市场上的价格优势，公司目前头均盈利在 2000 元以上。

### （三）饲料、动保业务为养猪事业持续保驾护航

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

图表 22 公司生猪养殖各环节协同

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

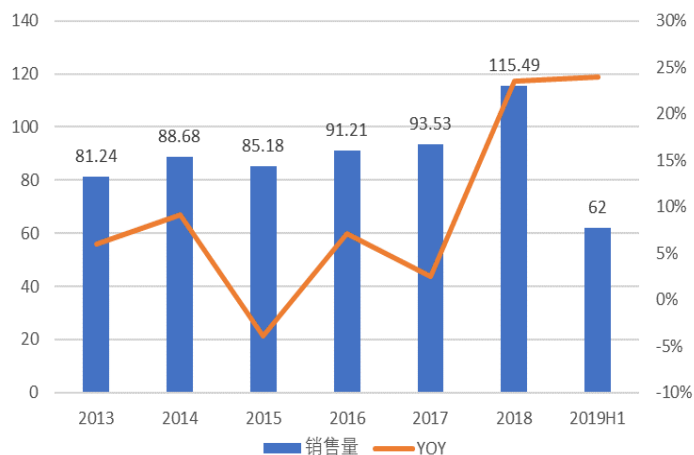
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## 四、其他业务

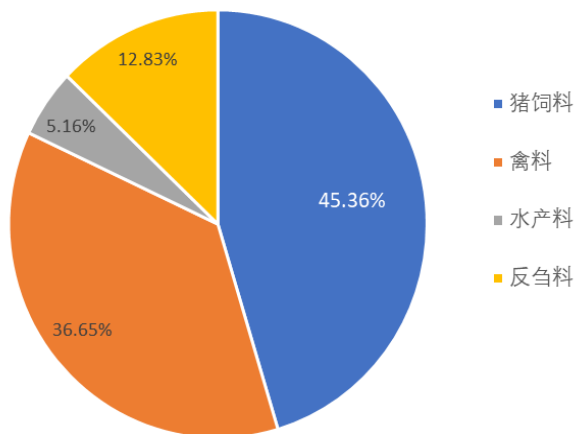
### （一）饲料业务：受非瘟影响较小，全年销量仍实现正增长

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

公司地处大西北地区，与东中部饲料企业地理距离较远，市场相对独立，竞争激烈程度较低；且由于西部地区受非瘟影响较小，生猪产能去化幅度较小，因此公司饲料销量受非瘟影响较小。2019H1 公司实现饲料销量 62 万吨，同比增长 24%，全年预计公司饲料销量突破 120 万吨。

**图表 23 公司饲料销量(万吨)及 YOY**


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**图表 24 2018 年公司饲料销量构成**


资料来源：WIND，太平洋证券整理

## (二) 动保业务：禽苗盈利大幅增长，猪瘟 E2 疫苗持续放量

### 1、禽疫苗业务

**禽板块高景气度使疫苗产品空间扩容。**2018~2019 年内禽持续高景气度行情，同时叠加非洲猪瘟使猪肉供需出现较大缺口也为禽肉带来了替代性需求，预计未来几年内禽行业景气度可持续。未来几年，肉禽高景气度推高行业养殖积极性，为禽流感疫苗带来发展机会。

**新型强免疫苗升级使冠界生物疫苗产品受益。**2018 年国内 H5 疫情以 2.3.4d 分支的 H5N6 为主，部分地区有 2.3.2.1d 分支的 H5N1 发生，局部散发的 2.3.2.1d 分支毒株均为 H5N1，目前的二价 Re-8 株的疫苗对当前的主要流行疫情种类免疫效果有限。因此 2019 年初政府的强免禽流感疫苗已由二价 (H5N1 Re-8 株+H7N9 H7-Re1 株) 更换为三价 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)，公司是 10 家获得重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗的受批公司之一。

**图表 25 重组禽流感病毒三价灭活疫苗公司目录**

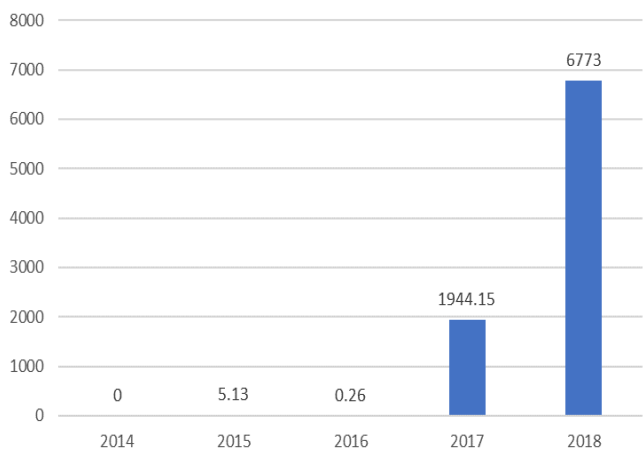
毒株	公司名称
H5N1 Re-11 株, Re-12 株, H7N9 (H7-Re2)	青岛易邦生物工程有限公司
	肇庆大华农生物药品有限公司
	乾元浩生物股份有限公司
	哈尔滨维科生物工程技术开发公司
	辽宁益康生物股份有限公司
	吉林冠界生物技术有限公司
	南京梅里亚动物保健有限公司
	哈药集团生物疫苗有限公司
	山东信得动物疫苗有限公司

	广东永顺生物制药股份有限公司
H5N2 (rSD57株, rFJ56株)	广州市华南农大生物药品有限公司
H7N9 (rGD76株)	

资料来源：中国兽药信息网 太平洋证券

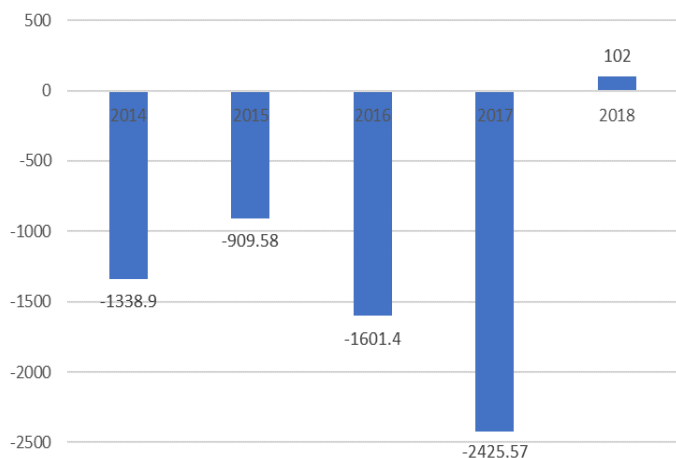
**产品放量，业绩快速增长。**2017年初冠界生物一、二期项目全面投产，投产后拥有无血清全悬浮细胞培养禽流感灭活疫苗生产线二条，年产禽流感灭活疫苗达30亿毫升，2018~2018年产品持续放量，2018年冠界生物营收大幅增长，净利润转正，2019年预计为公司贡献净利润4000~5000万。

**图表 26 冠界生物历年营收（万）**



资料来源：wind, 太平洋证券整理

**图表 27 2018年冠界生物净利润转正（万元）**



资料来源：WIND, 太平洋证券整理

## 2、猪疫苗业务：猪瘟 E2 疫苗将成为板块未来的核心亮点

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

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

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



**图表 28 传统猪瘟兔化弱毒苗与猪瘟 E2 亚单位疫苗对比**

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

资料来源：新牧网，太平洋证券整理

### （三）其他业务

#### 1、屠宰加工和肉制品业务

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

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

#### 2、植物蛋白业务

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

**图表 29 公司蛋白油脂业务加工规模**

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

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## 五、盈利预测

### 1、生猪养殖

保守估计，若明年全年生猪均价 25 元/千克，商品猪成本保持 12~13 元/千克，以商品猪：仔猪=7:3 的出栏比例，商品猪头均盈利在 1500 元以上，仔猪头均盈利 1000 元以上，则明年生猪养殖板块保守估计盈利约 19~20 亿。

给予生猪养殖板块 10 倍 PE，则养殖板块合理市值约 190~200 亿。

### 2、饲料

2020 年饲料销售量预计 120 万吨，全年贡献净利润约 1 亿元。保守给予 10 倍 PE，因此公司饲料板块的合理市值为 10 亿。

### 3、动保

预计 2020 年动保业务贡献净利润 2 亿。参考动保企业 PE，保守给予 20 倍 PE，则公司动保板块合理市值为 40 亿。

图表 30 动保板块 PE (TTM) (12 月 30 日)

公司简称	PE (TTM)
生物股份	66.4
普莱柯	52.9
绿康生化	42.5
中牧股份	27.5
金河生物	21.6

资料来源：wind，太平洋证券整理

净利润拆分，2020 年生猪养殖贡献净利润 19~20 亿，饲料贡献净利润 1 亿，动保贡献净利润 2 亿，植物蛋白贡献净利润 0.5 亿，2020 年预计归母净利润 22.5~23.5 亿。业务拆分计算市值，生猪养殖市值 190~200 亿，饲料 10 亿，动保板块 40 亿，合理总市值为 240~250 亿，2019 年 12 月 30 日公司市值 127 亿，市值增长空间 88.97%。

## 六、风险提示

1. 突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病如非洲猪瘟或禽流感等，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。

2. 价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

3. 原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

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。

**利润表 (百万元)**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5273	6533	10315	12598
营业成本	4163	4707	6378	7881
毛利	1110	1826	3937	4717
%营业收入	21%	28%	38%	37%
税金及附加	21	26	41	50
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	313	387	612	747
%营业收入	6%	6%	6%	6%
管理费用	302	438	640	783
%营业收入	6%	7%	6%	6%
研发费用	79	87	145	172
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	74	102	84	72
%营业收入	1%	2%	1%	1%
资产减值损失	13	-1	11	5
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	19	17	18	18
投资收益	11	12	9	9
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-6	-2	-3	-4
营业利润	333	813	2428	2911
%营业收入	6%	12%	24%	23%
营业外收支	1	2	2	2
利润总额	334	815	2430	2913
%营业收入	6%	12%	24%	23%
所得税费用	33	70	220	259
净利润	301	745	2210	2654
归属于母公司的净利润	314	764	2285	2732
少数股东损益	-13	-19	-74	-78
EPS (元/股)	0.31	0.75	2.26	2.70

**现金流量表 (百万元)**

	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流净额	-1178	1938	1624	2533
投资	-16	-16	-3	-4
资本性支出	-202	-202	-278	-283
其他	-571	12	9	9
投资活动现金流净额	-789	-206	-272	-278
债权融资	0	-40	0	0
股权融资	12	0	0	0
银行贷款增加(减少)	2443	500	350	160
筹资成本	-152	-134	-147	-158
其他	-53	-5	3	2
筹资活动现金流净额	2251	321	206	4
现金净流量	283	2052	1558	2259

**资产负债表 (百万元)**

	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2148	4201	5759	8018
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	286	276	454	543
存货	2502	1557	2358	2760
预付账款	428	582	764	909
其他流动资产	494	473	574	623
流动资产合计	5858	7088	9909	12854
可供出售金融资产	0	-5	-7	-7
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	51	52	54	57
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1715	1820	1867	1876
无形资产	166	165	159	155
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	8	8	8	8
其他非流动资产	712	820	972	1130
资产总计	8509	9948	12962	16073
短期借款	2675	2475	2325	2185
应付票据及应付账款	202	183	283	341
预收账款	175	312	467	531
应付职工薪酬	104	159	204	238
应交税费	23	30	48	57
其他流动负债	367	426	557	688
流动负债合计	3547	3585	3886	4041
长期借款	600	1300	1800	2100
应付债券	976	936	936	936
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	107	107	107	107
负债合计	5230	5929	6729	7185
归属于母公司的所有者权益	3210	3969	6257	8991
少数股东权益	69	50	-24	-102
股东权益	3279	4019	6233	8888
负债及股东权益	8509	9948	12962	16073

**基本指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
EPS	0.31	0.75	2.26	2.70
BVPS	3.17	3.92	6.18	8.88
PE	13.55	14.39	4.81	4.02
PEG	—	0.10	0.02	0.21
PB	1.32	2.77	1.76	1.22
EV/EBITDA	9.91	12.23	3.78	2.49
ROE	10%	19%	37%	30%

## 农林牧渔行业分析师介绍

**程晓东：**2008 年加入太平洋证券，从事农林牧渔行业研究。主要研究方向涉及畜禽养殖、水产养殖、种子、饲料等相关领域。

**王艳君：**中国人民大学硕士，2018 年加入太平洋证券，从事农林牧渔行业研究。

## 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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。