



2020年3月1日

公司深度报告

买入

天康生物 (002100)

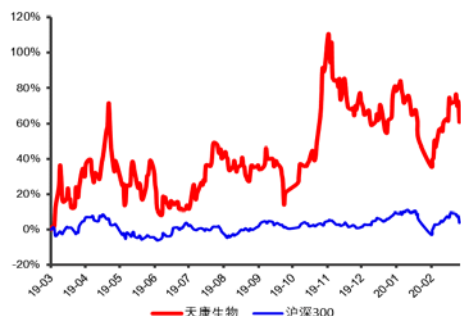
目标价: 22.55

前收盘: 11.72

农林牧渔

天康生物深度报告：背靠蓝海，优势铸就，厚积薄发

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股): 1,066/1,066
 总市值/流通(百万元): 13,172/13,172
 12个月最高/最低(元): 15.30/6.82

相关研究报告:

天康生物 (002100)《天康生物: 养殖疫苗盈利双增长, 兼具高弹性和高业绩兑现度》--2020/01/17

天康生物 (002100)《天康生物: 动保业务稳步增长, 养殖业务盈利可期》--2019/10/27

分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书: S1190512050002

研究助理: 王艳君

执业资格证书: S1190118080008

报告摘要

1、西北是猪肉消费市场的新蓝海，后发而至，亟需重视

近十年来，西北地区猪肉消费增速明显快于全国，占比逐年上升，这和传统观念认知反差极大。据统计局数据，2011-2018年，西北六省猪肉总产量从233.39万吨增至265.1万吨，增长了13.58%。年均复合增速是1.83%，高出全国水平1.09个百分点。同期，全国猪肉总产量年均复合增速是0.74%。西北六省猪肉总产量在全国的占比从4.55%上升至4.91%。尤为重要的是，西北六省中，新疆市场一枝独秀，近十年的年均复合增速7.81%，远超西北和全国。从增长情况来看，新疆乃至西北已经成为猪肉消费增长的重点区域，是猪肉消费市场的新蓝海。中长期来看，在西部大开发战略和城镇化建设不断推进的背景下，西北市场将因人口的自然增长和流入，以及人均消费水平的提升而持续增长，这将为新增产能提供充足的消纳空间。预计未来2-3年，随着新增产能的释放，公司生猪产品在西北市场的市占率将迅速提升至10%以上。

2、双重优势铸就高品质

相比较于市面上同类产品，公司生猪产品具有品质优势，这种优势主要源自两个方面：首先，拥有集原料、养殖、屠宰各环节于一体的全产业链经营优势，可以从源头确保品质。公司也因此而成为新疆首府指定的猪肉保障供应单位。其次，独特的区位防控优势和积极的防控策略，能够保障较高的生产水平。西北地广人稀猪少，环境条件十分有利于非瘟防控，助力公司铸就在防控上无可比拟的领先优势。

高品质自有高盈利。高品质体现在产品售价、出栏毛重和成本等多方面，最终会反映到盈利上来：1) 产品高价。12月份，公司出栏育肥猪均价为30元/公斤，高出新疆均价(29.5元/公斤)约0.5元/公斤。1月份，公司出栏育肥猪均价为31.2元/公斤，和新疆均价(31.3元/公斤)持平。形成对比的是，多数同行肥猪售价都明显低于市场均价。2) 出栏毛重高。12月份，公司出栏育肥猪毛重接近130公斤，高出绝大多数可比上市公司(110-115公斤)约10%；1月份，公司出栏育肥猪毛重为122公斤，仍明显高出大部分可比上市公司(116公斤)；3) 成本低。下半年，公司在新疆的自繁自养完全成本仍旧控制在12-13元/公斤，而多数可比上市公司完全成本已升到15元/公斤以上。相比较于同行，公司成本优势突出且持续。

3、三大激励机制护航长远发展，加速成长

公司长期重视激励机制的建设，相比较于民企，激励制度的完善有过之而无不及。首先，薪酬市场化程度较高，管理层因此而保持长期稳定。其次，建立了管理层和核心骨干持股制度，深度绑定核心骨干和公司的利益，有效规避了代理人逆向选择的问题；第三，建立了激励基金制度，激励范围全员化。以上三大激励机制为公司长远发展奠定了坚实的基础。值得重视的是，公司管理层团队长期稳定，员工积极性高涨，这对于非瘟肆虐背景下的养殖业务发展尤为重要。

4、盈利预测

预计 2020/2021 年公司生猪出栏量分别为 180 万/240 万头，且公司的猪用疫苗、饲料等业务有望进一步转暖，预计公司 2020/2021 年归母净利润分别为 22.85/27.31 亿，对应 EPS 分别为 2.14/2.56。

分部估值法预计公司 2020 年总市值目标 240 亿，上涨空间超 7 成，维持买入评级。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。

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。

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	7797	10,315	12,598
(+/-%)	14%	48%	32%	22%
净利润(百万元)	314	631	2,284	2,731
(+/-%)	-23%	101%	262%	20%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.59	2.14	2.56
市盈率(PE)	37.81	19.78	5.47	4.57

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、西北市场：后发而至，猪肉消费新蓝海	5
二、双重优势铸就高品质，高品质自有高价	8
三、三大激励机制护航长远发展	9
四、风险提示	12

图表目录

图表 1 近年来，西北及新疆地区猪肉总产量（万吨）	5
图表 2 近年来，新疆地区猪肉总产量增速遥遥领先	5
图表 3 新疆城乡居民年人均猪肉消费量（公斤）	6
图表 4 近年来，新疆居民年人均猪肉消费量（KG）	6
图表 5 近年来，新疆城镇化率（%）	6
图表 6 2018 年，西北六省城镇化率低于全国	6
图表 7 新疆汉族人口（万人）在主要民族人口中所占比例	7
图表 8 新疆肉猪出栏数（万头）	7
图表 9 主要上市公司 12 月和 1 月出栏均价与产地均价对比	8
图表 10 公司实际控制人及持股比例（截止最新公告日）	9
图表 11 兵团旗下上市公司部分高管薪酬（2018 年报数据）	10
图表 12 新疆建设兵团旗下上市公司（截止最新公告日）	10
图表 13 天邦投资股东相关情况	10
图表 14 公司每年计提激励基金金额（万元）	11
图表 15 A 股部分上市公司激励基金提取制度	11

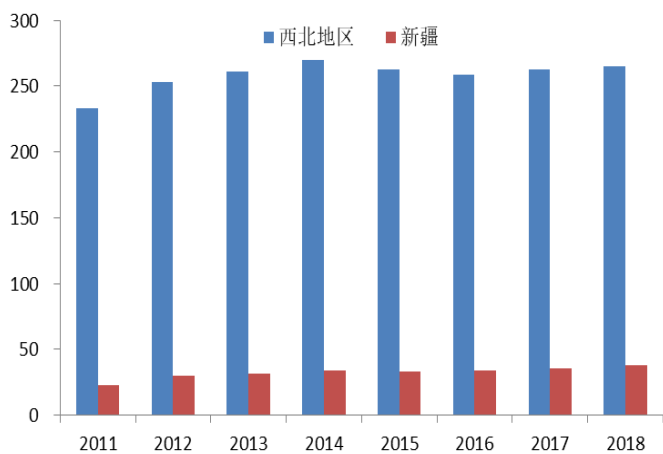
本文从西北猪肉消费市场、产品品质落脚到公司治理，分三部分详细论述西北地区所蕴含的发展机遇以及公司核心竞争优势之所在。

一、西北：猪肉消费新蓝海，后发而至，亟需重视

西北地区猪肉消费后发而至，亟需重视。近十年来，西北猪肉消费市场的增长速度较快，在全国的地位逐年上升，这和传统观念认知反差极大。据统计，2011-2018年，西北六省猪肉总产量从233.39万吨增至265.1万吨，增长了13.58%。年均复合增速是1.83%，高出全国水平1.09个百分点。同期，全国猪肉总产量年均复合增速是0.74%，西北六省猪肉总产量在全国的占比从4.55%上升至4.91%。从增长情况来看，西北已经由猪肉消费的非重点区域转变为全国猪肉消费增长的重点区域。我们认为，西北市场并非习惯认知的猪肉消费“不毛之地”。

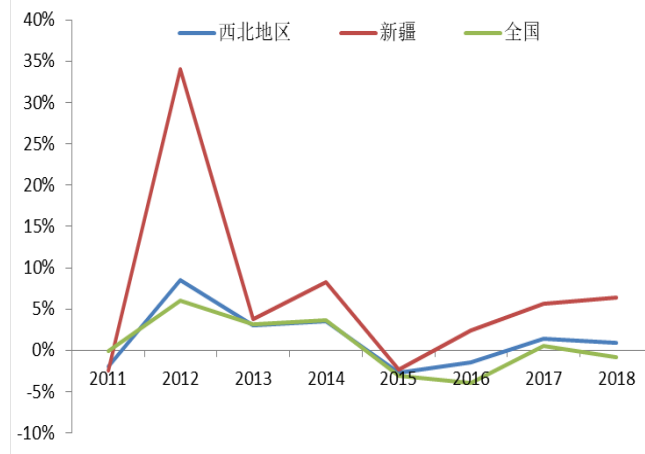
新疆市场一枝独秀，年均复合增速7.81%，远超全国。2011-2018年，新疆猪肉总产量从22.5万吨增至38.1万吨，增量是15.6万吨，占西北地区同期增量的50%左右。年均复合增速是7.81%，远超西北和全国同期水平。新疆地区猪肉消费增长引领全国。

图表1 近年来，西北及新疆地区猪肉总产量（万吨）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表2 近年来，新疆地区猪肉总产量增速遥遥领先

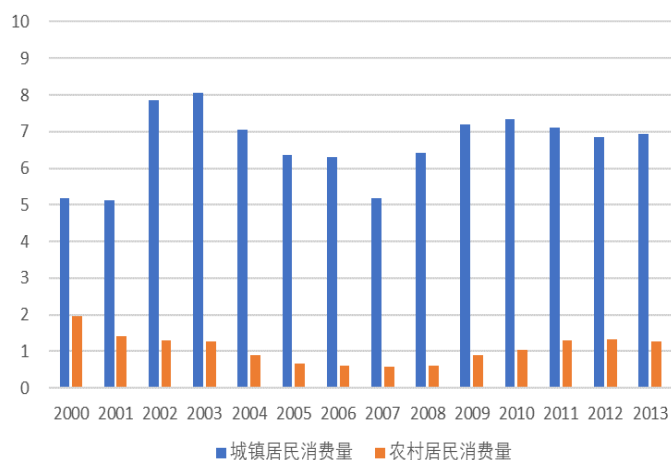


资料来源：WIND，太平洋证券整理

西北地区人均猪肉消费水平仍有望继续上升。西北消费市场总量增长的主要动力，一方面来自于常住人口的增长和西部大开发背景下流动人口的增加，另一方面来自于人均猪肉消费水平的提升。目前，西北地区城乡居民人均猪肉消费水平仍存在比较大的差距，城镇居民常年人均猪肉消费量7~8公斤，农村居民仅为1~2公斤，两者相差有3-4倍。未来，

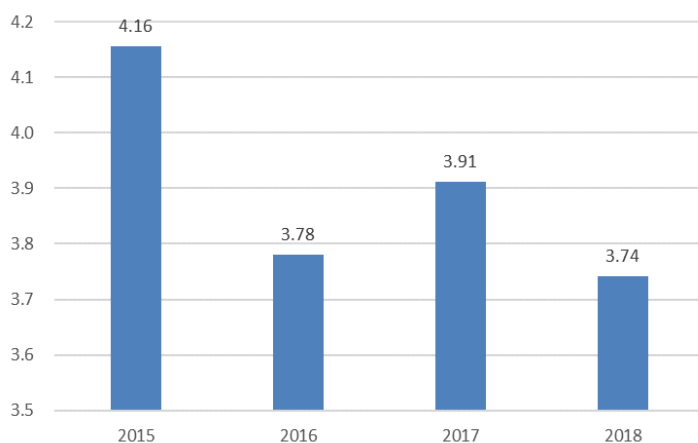
随着城镇化水平的提高和居民收入支出能力的增强，西北地区人均猪肉消费水平将进一步上升。

图表3 新疆城乡居民年人均猪肉消费量（公斤）



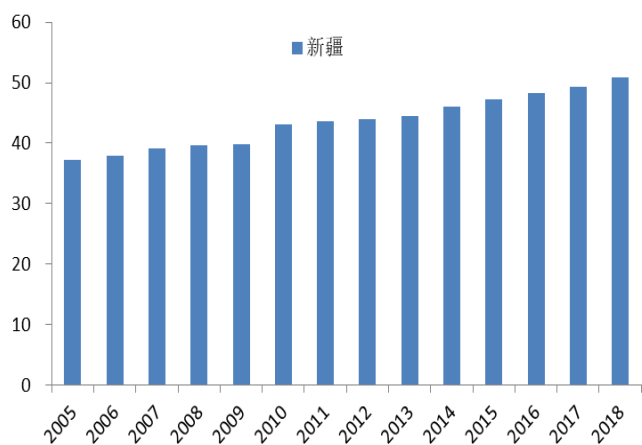
资料来源：新疆统计年鉴，太平洋证券整理

图表4 近年来，新疆居民年人均猪肉消费量（kg）



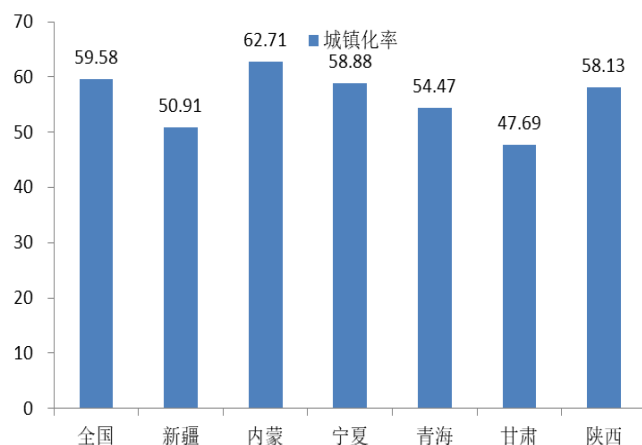
资料来源：WIND，太平洋证券整理（新疆统计年鉴2015年开始猪肉消费量不再具体到农村/城镇居民）

图表5 近年来，新疆城镇化率（%）



资料来源：新疆统计年鉴，太平洋证券整理

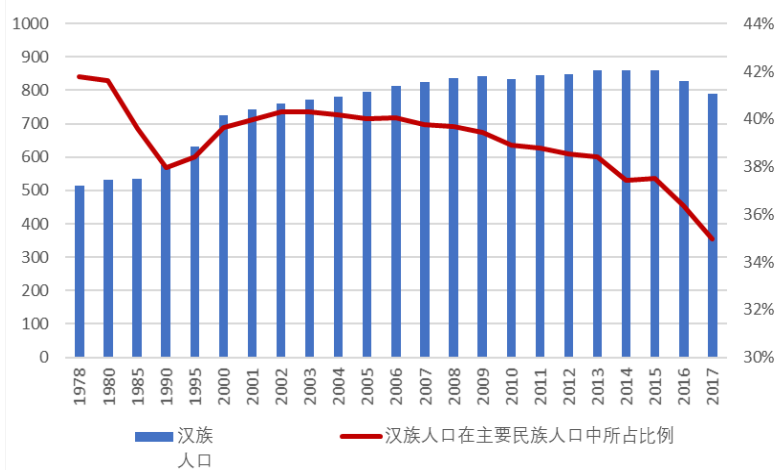
图表6 2018年，西北六省城镇化率低于全国



资料来源：WIND，太平洋证券整理（新疆统计年鉴2015年开始猪肉消费量不再具体到农村/城镇居民）

新疆地区猪肉消费增长有坚实的基础。近年来，新疆汉族人口保持在800-900万。虽然从人口占比来看有所下降，但是绝对数量基本保持稳中有增；汉族人口的稳中有增促进了新疆地区猪肉消费市场的繁荣。

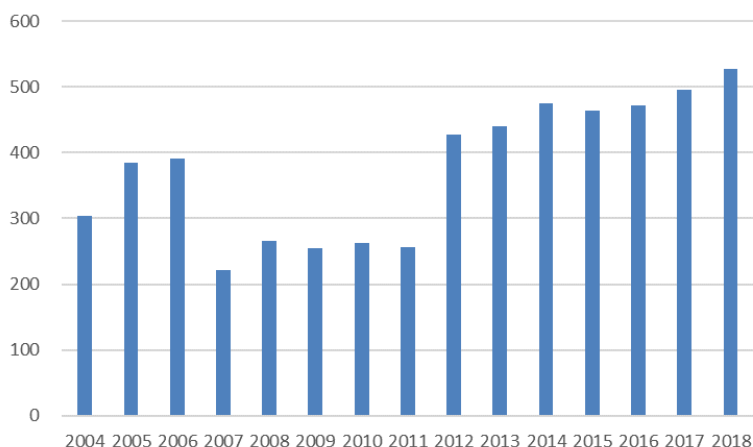
图表 7 新疆汉族人口（万人）在主要民族人口中所占比例



资料来源：wind，太平洋证券整理

产需有缺口且消费持续增长的西北市场将为公司新增产能提供充足的消纳空间。截止到目前，西北地区生猪养殖仍不能满足消费增长的需要，产需有明显的缺口，产不足需导致西北地区每年仍需从外部省份调入大量生猪。据农科院统计数据，2018年西北地区生猪出栏量为3003.4万头，从外部调入约335.4万头生猪，本地区自给率仅为90%。未来三年，公司生猪养殖业务计划新增产能250万头，其中大部布局在西北。产需有缺口且未来消费还将持续增长的西北市场将为公司新增产能提供充足的消纳空间。同时，公司生猪产品在西北市场的市占率也将由个位数提升至10%以上。

图表 8 新疆肉猪出栏数（万头）



资料来源：wind，太平洋证券整理

二、双重优势铸就高品质，高品质自有高价

高品质源自全产业链一体化经营优势和区域防控优势。相比较于市面上同类产品，公司生猪产品具有品质优势，这种优势主要源自两个方面：首先，全产业链一体化经营优势，可以从源头确保品质。公司是产业链一体化经营企业，业务覆盖了饲料、疫苗、种猪繁育、商品猪育肥和屠宰等养殖全产业链各个环节，生猪生产从原料到产品到最终屠宰和加工可以实现闭环运作，有效地保障了产品品质。其次，独特的区位防控优势，能够保障较高的生产水平。西北地区的防控优势具体体现为：1) 新疆、甘肃地广人稀，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) 进出新疆仅一条道路，往来车辆较易盘查，疫情更为可控。

高品质自有高价。高品质最终体现到了产品售价、出栏毛重和成本上来。近月来，公司肥猪售价持续优于市场均价。12月份，公司出栏育肥猪均价为30元/公斤，高出新疆均价（29.5元/公斤）约0.5元/公斤。1月份，公司出栏育肥猪均价为31.2元/公斤，和新疆均价（31.3元/公斤）持平。近月来，公司肥猪出栏毛重持续优于同行。12月份，公司出栏育肥猪毛重接近130公斤，高出绝大多数可比上市公司（110~115公斤）约10%；1月份，公司出栏育肥猪毛重为122公斤，高出大部分可比上市公司（116公斤）约5%。近半年来，公司肥猪成本持续优于同行。下半年，公司在新疆的自繁自养完全成本仍旧控制在12~13元/公斤，而大多数可比上市公司完全成本都上升到15元/公斤以上，行业龙头温氏股份近月成本上升为16元/公斤。相比较于行业龙头，公司成本优势比较明显。

高品质提升盈利能力。虽然新疆猪价略低于东中部，但公司出栏价格与其他公司相差不大，且大体重使公司单头盈利能力更强。我们简单对比下公司和行业龙头温氏的经营数据，温氏肥猪全成本约16元/公斤，12月份单头利润（34元-16元）*115公斤=2070元；天康生物育肥猪全成本约13元/公斤，12月份单头利润（30元-13元）*130公斤=2210元，天康生物的盈利水平甚至优于行业龙头。

图表9 主要上市公司12月和1月出栏均价与产地均价对比

上市公司	12月出栏均价（元/公斤）		1月出栏均价（元/公斤）	
	公司	全国或重点地区	公司	全国或重点地区
牧原股份	30.52	全国34，河南33元	-	全国36，河南34-36
正邦科技	30.12	全国34，江西35.1-37.5	33.82	全国36，江西37-40
新希望	31.92	全国34，四川37/广东36	31.77	全国36，四川37.5/广东37
温氏股份	34.37	全国34，广东36	36.62	全国36，广东37
天邦股份	31.41	全国34，两广37/安徽34/山东33	33.18	全国36，两广37/安徽36.5/山东35
天康生物	30	全国34，新疆29.5	31.2	全国36，新疆31.3

资料来源：公司公告、博亚和讯 太平洋证券整理

产品结构持续优化，肥猪占比将上升。目前，公司生猪产品以优质肥猪为主，出栏数量占比超过七成，余下不到三成为商品仔猪。随着新疆、河南等基地新建育肥产能的竣工投产，预计未来几年内产品结构将进一步优化，优质肥猪出栏占比有望逐渐提高。

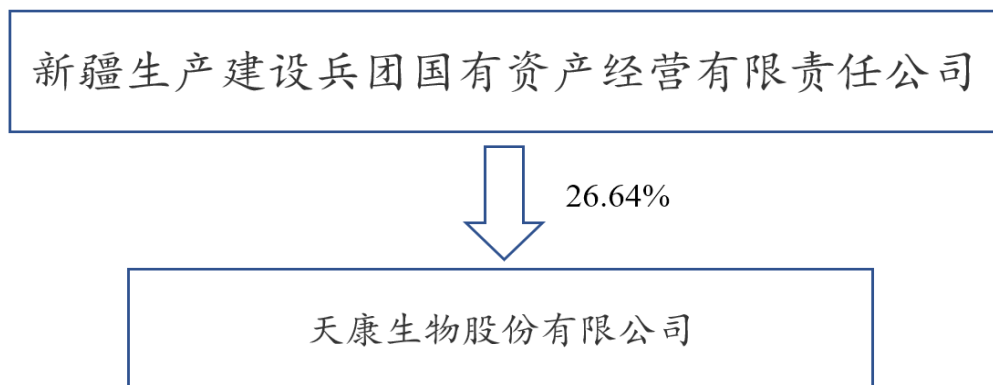
三、三大激励机制护航长远发展

健全的激励机制是生猪养殖企业快速发展的重要保障。在非洲猪瘟疫情肆虐的背景下，激励机制的重要性更加突出。公司作为新疆建设兵团旗下的上市公司，并没有因为是国企背景而在激励机制建设方面处于劣势。相反，公司在长期经营实践中形成了三大激励机制，这使得国企背景的自身具有了宝贵的民企机制。我们认为，相较于大多数民企同行，公司激励制度更胜一筹。

1、薪酬市场化制度

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司是公司实控人，持有公司 26.64% 的股份。相比较而言，从持股比例来看，公司是兵团持股比例较低的上市公司。

图表 10 公司实际控制人及持股比例(截止最新公告日)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

与兵团旗下其他企业相比，公司管理层薪酬市场化程度较高，这符合农牧行业的特点。农牧行业市场竞争激烈，只有具有竞争力的薪酬机制，才能够吸引人才，人才队伍得以稳定，从而保持企业在行业内的长期竞争力。

图表 11 兵团旗下上市公司部分高管薪酬（2018 年报数据）

	天康生物	天润乳业	新农开发	西部牧业	伊力特
兵团直接/间接持股	28.04%	36.83%	40.32%	39.45%	41.43%
董事长薪酬（万）	75	40	24	24	40
总经理薪酬（万）	70	40	24	24	35
副总经理（万）	54	39	19	19	32
财务总监（万）	42	32	11	11	-
归母净利润（亿）	3.14	1.14	-2.18	-1.11	4.28

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 12 新疆建设兵团旗下上市公司（截止最新公告日）

公司	兵团直接/间接持股比例
天康生物	26.64%
天润乳业	29.48%
西部牧业	41.82%
新疆天业	42.05%
ST 中基	15.46%
伊力特	41.43%
青松建化	26.21%
北新路桥	47.13%
新农开发	40.32%
新赛股份	42.55%
天富能源	29.26%
新疆天业	42.05%
冠农股份	48.24%

资料来源：wind，太平洋证券整理

2、管理层和核心骨干持股制度

2017 年，公司向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，后来随着公司发展又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。

管理层和核心骨干持股，将经营者利益和公司利益绑定在一起，可以有效规避代理人逆向选择问题。目前，天邦投资持有 6257.07 万股，持股比例为 5.8722%（截止最新日期）。

图表 13 天邦投资股东相关情况

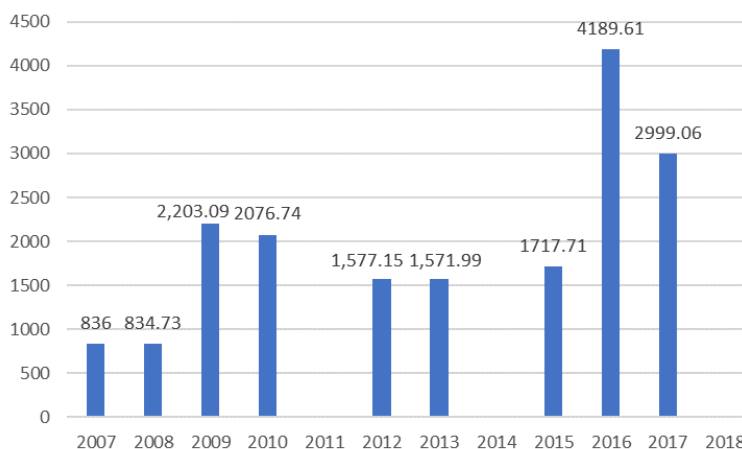
人数	所属板块/曾任或现任职务
11	业务骨干
7	重要分公司法人代表
8	董事长、总经理、副总经理
11	饲料、动保、养殖板块负责人
6	其他人力、财务高管、董事会成员

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

3、其他激励制度

公司早在 2007 年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，公司将提取比例改为 20%。

图表 14 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，部分公司激励基金用于员工持股等，而公司的激励基金目前仅用于现金奖励，相比较而言，公司激励基金使用方式更直接有效。

图表 15 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

四、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。

5. 爆发新冠疫情后屠宰场开工时间和开工率不及预期，猪价受较大影响，消费量不及预期。

农林牧渔行业分析师介绍

程晓东：中国农业大学农业经济管理硕士、农学学士，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 7 月加入太平洋证券，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。