

## 唐人神 (002567.SZ)

## 被低估的养殖新生力量

2020年07月04日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

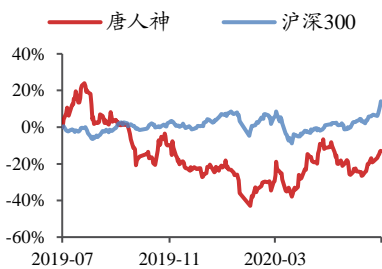
证书编号: S0790520030001

日期	2020/7/3
当前股价(元)	9.81
一年最高最低(元)	14.49/5.99
总市值(亿元)	82.07
流通市值(亿元)	75.98
总股本(亿股)	8.37
流通股本(亿股)	7.75
近3个月换手率(%)	313.03

● **湖南全产业链模式经营的养殖新生力量，未来三年出栏量高歌猛进，首次覆盖，给予“增持”评级**

公司是湖南省农业产业化国家重点龙头企业之一，以饲料业务起家逐步向生猪全产业链拓展。一方面，公司凭借全产业链的精细化经营形成生猪养殖成本壁垒；另一方面，公司有望凭借创新性的养殖及融资模式实现出栏量的高速扩张。在猪价高景气下公司业绩未来有望充分释放，我们看好公司生猪养殖业务未来成长性。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 16.67/10.67/9.12 亿元，EPS 为 1.99/1.28/1.09 元，当前股价对应 PE 为 4.9/7.7/9.0 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **全产业链经营带来成本优势，未来生猪养殖成本有望进一步降低**

公司在饲料端凭借领先的规模、技术及精细化饲养带来经营优势，在育种端公司技术领先，子公司美神育种为国内首家通过 NSR 认证的育种企业，并通过引进丹系种猪实现育种体系的迭代升级，在养殖端凭借“四层铁桶式”非洲猪瘟疫病防控体系带来较低的死亡率。2020Q1 公司头均盈利领先行业，我们认为未来随着出栏量的扩张、自繁自养模式占比的提升及精准饲养技术的进一步推广，公司养殖成本将进一步下降，带来较强的盈利能力。

● **充分利用后发优势，有望实现出栏量的弯道超车**

公司未来将大力推广高效率的“楼房养猪”模式及轻资产的租赁式发展模式，有望凭借后发优势实现弯道超车。从生产性生物资产来看我们认为公司出栏量将在 2020 年迎来同比恢复的拐点，预计 2020 全年实现 130 万头以上出栏量确定性较强。同时，公司从 2019 年至今签约储备了充足的土地资源，给未来出栏量的扩张奠定基础，我们认为未来三年公司出栏量有望迎来爆发式增长。

● **风险提示:** 出栏量扩张不及预期、养殖成本大幅提升、猪价景气度不及预期、原材料价格波动风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,406	15,343	20,298	22,657	25,998
YOY(%)	12.3	-0.4	32.3	11.6	14.7
归母净利润(百万元)	137	202	1,667	1,067	912
YOY(%)	-55.9	47.8	724.0	-36.0	-14.5
毛利率(%)	8.3	9.6	16.0	12.9	11.2
净利率(%)	0.9	1.3	8.2	4.7	3.5
ROE(%)	4.9	7.6	33.7	18.2	13.8
EPS(摊薄/元)	0.16	0.24	1.99	1.28	1.09
P/E(倍)	59.9	40.6	4.9	7.7	9.0
P/B(倍)	2.4	2.5	1.7	1.4	1.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 湖南省全产业链模式经营的养殖新兴力量.....	4
1.1、 公司以饲料业务起家，逐步向生猪全产业链拓展.....	4
1.2、 2019 年至今高猪价下公司业绩大幅增长.....	5
2、 饲料为公司现金牛业务.....	6
3、 肉类业务为实现全产业链经营的关键一环.....	7
4、 生猪养殖业务带来高成长.....	8
4.1、 “1+3”发展模式为主，产能主要位于湖南省内.....	8
4.2、 全产业链经营带来成本优势，未来养殖成本有望进一步降低.....	9
4.2.1、 在饲料端凭借领先的规模、技术及精细化饲养带来经营优势.....	9
4.2.2、 深耕育种领域，育种体系持续进击.....	11
4.2.3、 完善的非洲猪瘟疫病防控体系带来较低的死亡率.....	12
4.2.4、 公司头均盈利领先行业，未来养殖成本有望进一步下降.....	13
4.3、 充分利用后发优势，有望实现出栏量的弯道超车.....	14
4.3.1、 出栏量将于 2020 年三季度迎来同比拐点，全年有望实现出栏 130 万头.....	14
4.3.2、 积极推广楼房养殖+轻资产租赁养殖模式，有望凭借后发优势实现弯道超车.....	14
4.3.3、 跑马圈地，产能扩张高歌猛进.....	16
5、 盈利预测与投资建议.....	18
6、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

## 图表目录

图 1： 公司通过兼并收购不断拓展饲料及生猪养殖业务.....	4
图 2： 公司营业收入构成——饲料业务为主.....	5
图 3： 公司毛利构成——饲料及生猪养殖业务为主.....	5
图 4： 2020 年一季度营业总收入重回增长.....	5
图 5： 2019 年以来归母净利润大幅增长.....	5
图 6： 2019 年以来盈利能力显著提升.....	6
图 7： 公司资产负债率仍有提升空间.....	6
图 8： 公司历年饲料收入稳步增长.....	6
图 9： 公司历年饲料销量稳步增长.....	6
图 10： 2019 年行业不景气拖累饲料业务盈利能力.....	7
图 11： 饲料业务为公司的现金牛业务.....	7
图 12： 肉类业务收入近年增速较快.....	7
图 13： 肉类业务毛利率近年维持较高水平.....	7
图 14： 公司采用“1+3”全产业链发展模式.....	8
图 15： 公司采用“1+3”自繁自养育肥模式.....	8
图 16： 公司生猪养殖业务子公司主要位于湖南省.....	9
图 17： 公司饲料销量规模较大.....	9
图 18： 公司饲料子公司遍布全国.....	10
图 19： 公司创新推出液体发酵教槽料“口口乳”.....	10
图 20： 公司饲料产品具备技术领先优势.....	10

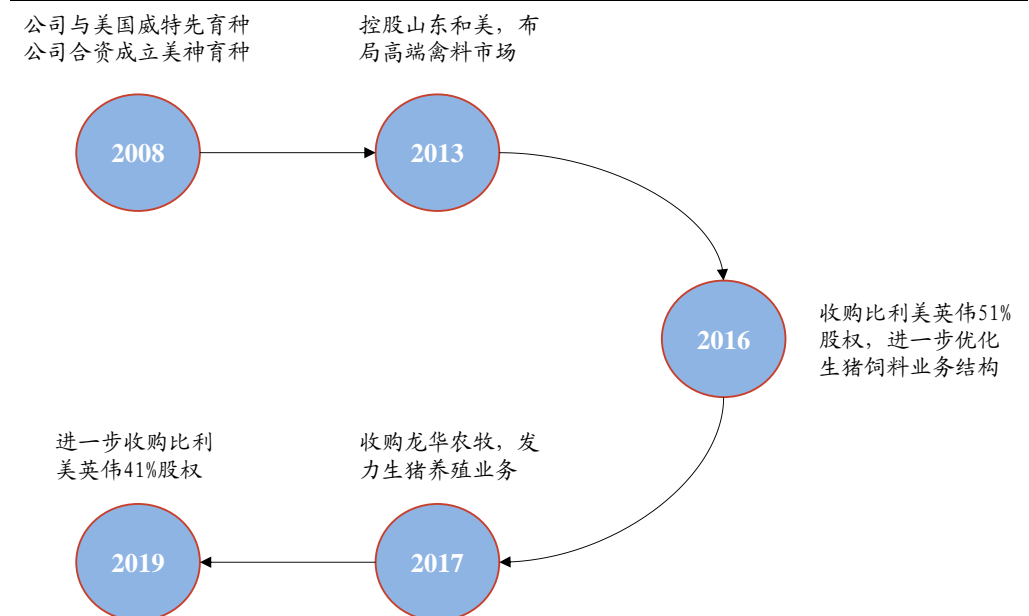
图 21: 美神育种为国内首家通过 NSR 认证的育种企业.....	11
图 22: 新丹系种猪繁殖性能受热应激影响较大.....	12
图 23: 公司生产性生物资产自 2019 年三季度起逐步恢复.....	13
图 24: 公司养殖成本处于行业中游水平.....	13
图 25: 湖南地区猪价较高.....	13
图 26: 2020Q1 公司育肥猪头均盈利较高.....	14
图 27: 公司育肥猪出栏均重高于同行.....	14
图 28: 受非洲猪瘟影响 2020 年前 5 月出栏量同比下降.....	14
图 29: 生产性生物资产于 2019 年三季度企稳恢复.....	14
图 30: “楼房养猪”模式养殖效率更高.....	15
图 31: 公司推广的轻资产租赁养殖模式将加快产能释放速度.....	16
图 32: 公司固定资产稳步增长.....	17
图 33: 公司在建工程快速扩张.....	17
图 34: 公司资本开支快速扩张.....	17
图 35: 公司远期 1000 万头生猪产能规划.....	17
表 1: 新丹系种猪繁殖性能优于新美系.....	12
表 2: 公司 2019 年下半年至今已签署协议项目规划产能高达 615 万头.....	16
表 3: 可比公司估值: 公司估值低于同行.....	18

## 1、湖南省全产业链模式经营的养殖新兴力量

### 1.1、公司以饲料业务起家，逐步向生猪全产业链拓展

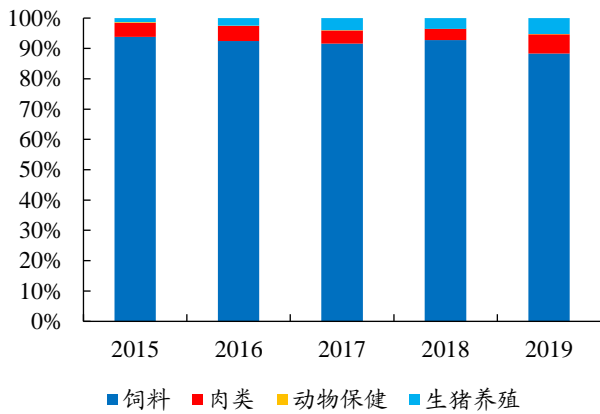
唐人神集团股份有限公司是湖南省农业产业化国家重点龙头企业之一，按照“专业运作、产业协同、共同发展”的生猪全产业链经营指导十二字方针，完整构建了以生猪健康养殖为核心，以生物饲料、品牌肉品相配套的生猪全产业链经营模式。公司前身湘大有限成立于1992年，在饲料和肉品产业取得了较好的发展基础之后开展了品种改良的探索，2008年与美国威特先育种公司合资成立美神育种，2011年在深交所上市，2013年收购山东和美，进一步拓展饲料业务至山东市场，2016年收购比利美英伟营养饲料有限公司，2017年收购龙华农牧90%股权，2019年进一步收购比利美英伟41%股权，至此比利美英伟成为公司全资子公司。公司主要产品包括猪饲料、禽饲料及水产饲料、种猪与商品猪、生鲜肉及各类肉制品、动物保健品等，其中饲料产品是公司收入的主要来源，每年贡献稳定的现金流，生猪养殖业务为近年发展重点。2019年饲料业务营收占比88%，毛利占比72%；生猪养殖业务营收占比5%，毛利占比20%。

**图1：公司通过兼并收购不断拓展饲料及生猪养殖业务**



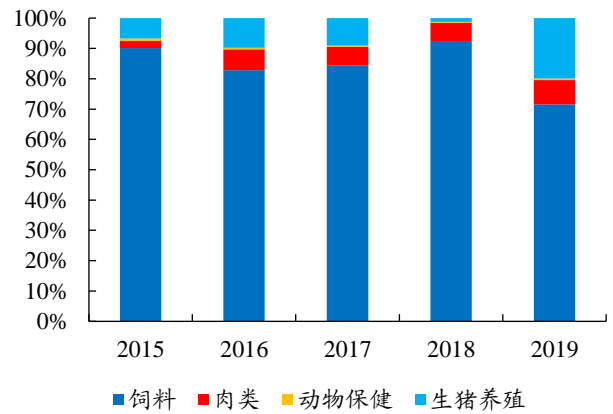
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司营业收入构成——饲料业务为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司毛利构成——饲料及生猪养殖业务为主

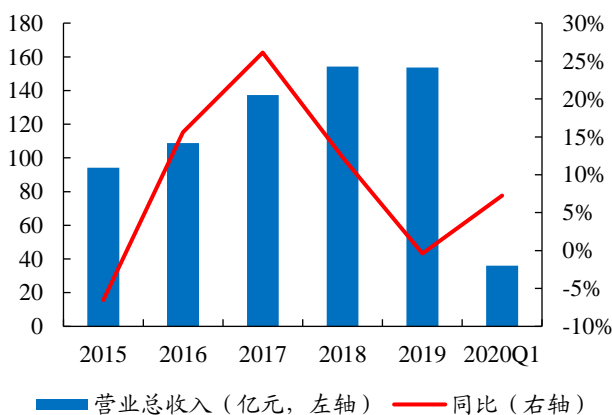


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、2019 年至今高猪价下公司业绩大幅增长

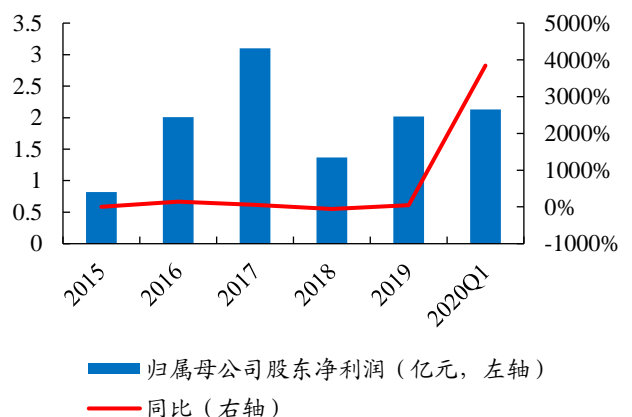
**2014-2019 年归母净利润 CAGR 达 20%。**受益于生猪出栏量的快速扩张、饲料销量的稳步增长及吨四项费用的下降，公司 2016 年起连续两年实现归母净利润的大幅增长，2018 年因猪价低迷拖累公司生猪养殖业务业绩表现，计提了生猪存货跌价损失 4299 万元以及并购龙华农牧产生的商誉减值 3009 万元。受“猪周期”叠加非洲猪瘟疫情影响，行业生猪存栏大幅去化，2019 年至今猪价高景气下公司盈利明显改善。2019 年实现营业收入 153.55 亿元，同比减少 0.43%，实现归母净利润 2.02 亿元，同比增长 47.78%；2020 年一季度实现营业收入 36.01 亿元，同比增长 7.26%，实现归母净利润 2.13 亿元，同比增长 3844.97%。自 2016 年大力发展生猪养殖业务起，公司资产负债率不断提升，截至 2020 年一季度末达 51%，处于行业中游水平，未来仍有提升空间。

图4：2020 年一季度营业总收入重回增长

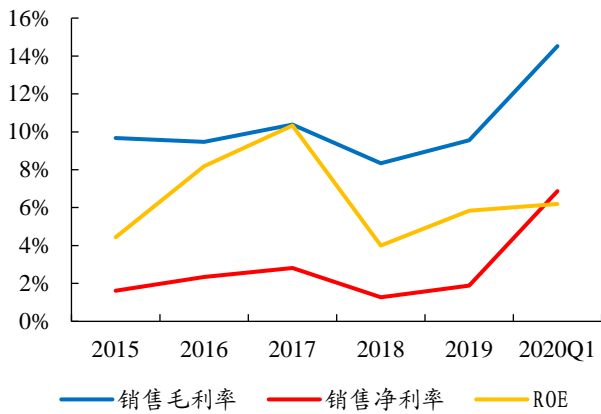


数据来源：公司公告、开源证券研究所

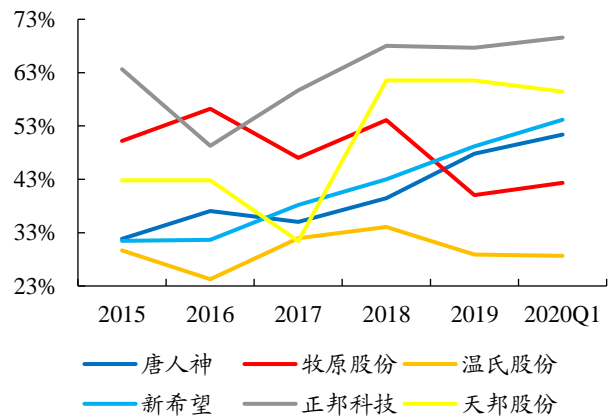
图5：2019 年以来归母净利润大幅增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图6: 2019年以来盈利能力显著提升**


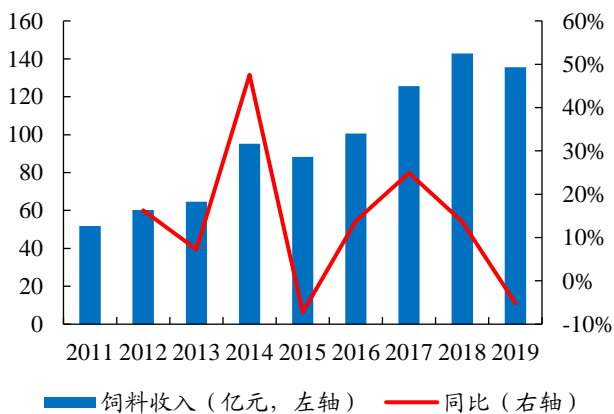
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图7: 公司资产负债率仍有提升空间**


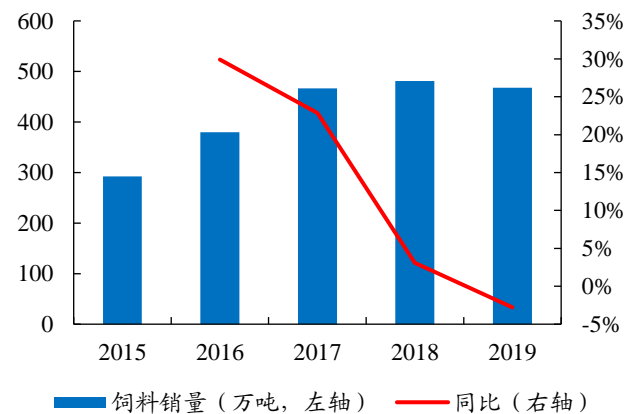
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、饲料为公司现金牛业务

公司饲料业务一方面为公司猪场提供各阶段的营养饲料, 保证各猪场的用料安全及营养供应。另一方面在淮安、武汉、广东等区域投资建设水产料基地, 不断释放禽料、水产饲料产能, 并以“比利美英伟品牌做规模猪场、以骆驼品牌做家庭农场、以和美品牌做禽料”的品牌区隔思路开发市场, 在现有通过经销商来销售基础上, 组建规模猪场专业营销队伍, 着力推进家庭农场和规模猪场的开发和销售, 实现饲料销量的平稳增长。2019年在非洲猪瘟带来的不利影响下, 公司加大水产饲料禽料的生产、销售力度, 持续调整饲料销售结构, 水产饲料特别是特种水产饲料销售比重的持续增长, 改善了公司饲料的盈利能力。同时, 公司加大饲料研发力度, 充分利用发酵饲料技术, 降低猪料、禽料成本。从过往来看, 饲料业务每年为公司带来稳定可靠的现金流, 支撑生猪养殖业务的发展。

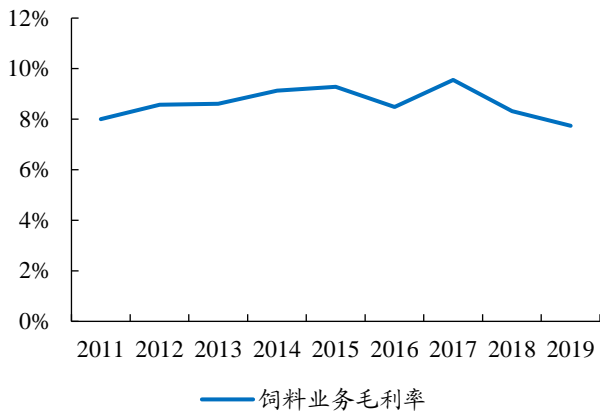
**图8: 公司历年饲料收入稳步增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

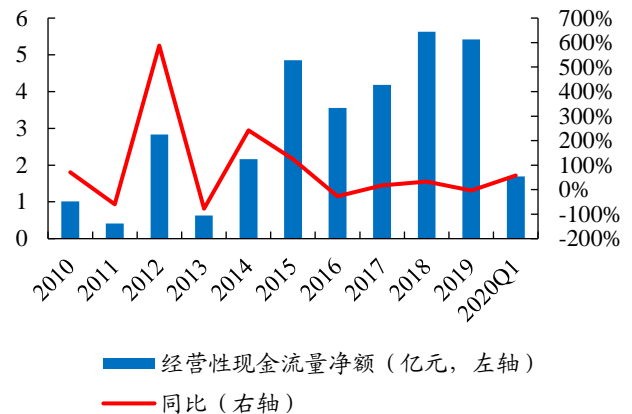
**图9: 公司历年饲料销量稳步增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所



**图10: 2019年行业不景气拖累饲料业务盈利能力**


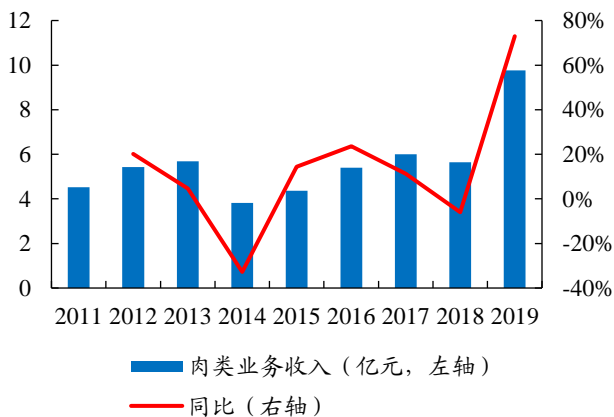
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图11: 饲料业务为公司的现金牛业务**


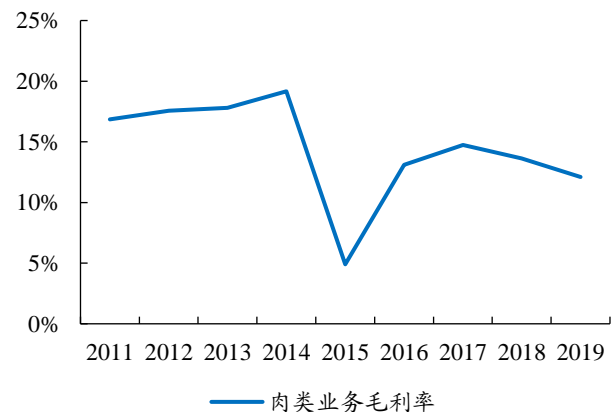
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、肉类业务为实现全产业链经营的关键一环

公司自1995年成立湖南唐人神肉制品有限公司以来,长期从事猪肉制品加工及其产品自销,打造“唐人神”知名肉品品牌,公司完成的“传统特色肉制品现代化加工关键技术及产业化”项目荣获2019年度国家科学技术进步二等奖。该项目经过十二年的不懈努力,通过风味、质构定量调控技术形成独特风味,使得产品更加美味、安全。2019年,公司屠宰生猪39万头,同比增长95%。展望未来,公司将全面推进肉品产业发展,依托龙华农牧50万头生猪育肥基地,以长株潭区域为试点,搭建生鲜冷链体系,打通养猪、屠宰、生鲜环节,加大生鲜推广力度和销售区域。同时,公司以现代农业全产业链升级、优化产业标准为目标,以速冻保鲜中央厨房为核心,引进德国、日本、台湾食品加工先进设备,通过初加工、再加工、深加工等形式,生产组配菜、预制菜、净菜、面食等产品,将农产品工业化、规模化、标准化生产。打造“小风唐”餐饮品牌,做到食品安全可溯源,提升消费者体验感。

**图12: 肉类业务收入近年增速较快**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图13: 肉类业务毛利率近年维持较高水平**


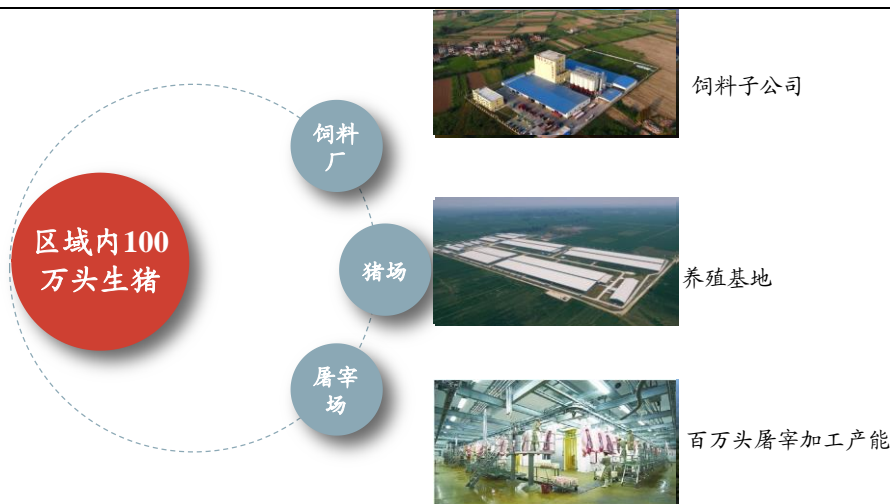
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 4、生猪养殖业务带来高成长

### 4.1、“1+3”发展模式为主，产能主要位于湖南省内

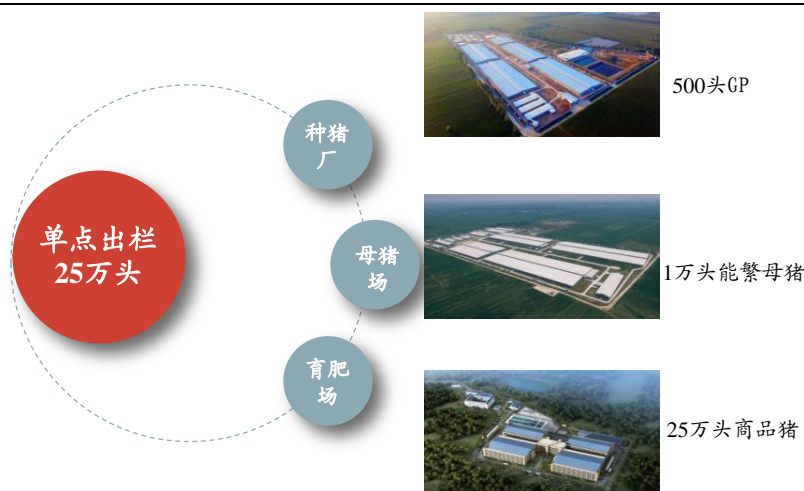
公司自 2008 年起开始从事种猪繁育工作，2015 年起在湖南和广东推进“公司+家庭农场”模式全面切入商品猪养殖，2017 年通过收购湖南龙华农牧发展有限公司放大自繁自养模式规模。基于成本、效率、环保、团队等条件综合考虑，公司迭代升级了“1+3”生猪全产业链发展模式，即在一个区域内年出栏 100 万头生猪，同时配备饲料厂、屠宰场，形成生猪全产业链竞争优势，同时，其养殖全过程为“1+3”自繁自养模式，在单点新建一个 1 万头母猪场，同时在周边 30 公里范围内配套 3-5 个育肥基地，分散育肥，风险相对可控。目前公司已先后在湖南茶陵、河北大名、河南南乐、湘西花垣、甘肃天水建成落地“1+3”生猪全产业链养殖基地，打造了可复制的自繁自养发展模式。

图14: 公司采用“1+3”全产业链发展模式



资料来源：公司官网、开源证券研究所

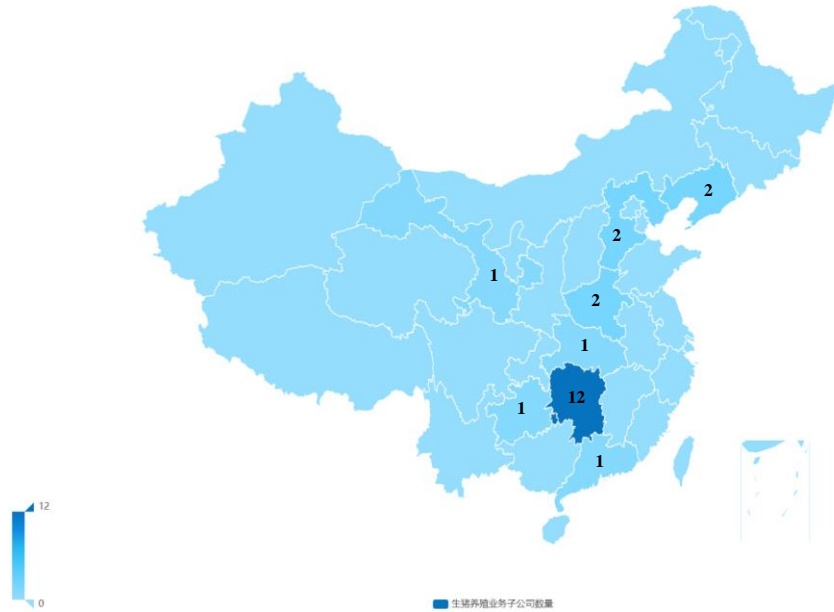
图15: 公司采用“1+3”自繁自养育肥模式



资料来源：公司官网、开源证券研究所



图16: 公司生猪养殖业务子公司主要位于湖南省



资料来源: 公司公告、开源证券研究所  
 注: 标注数字为公司养殖业务子公司数量

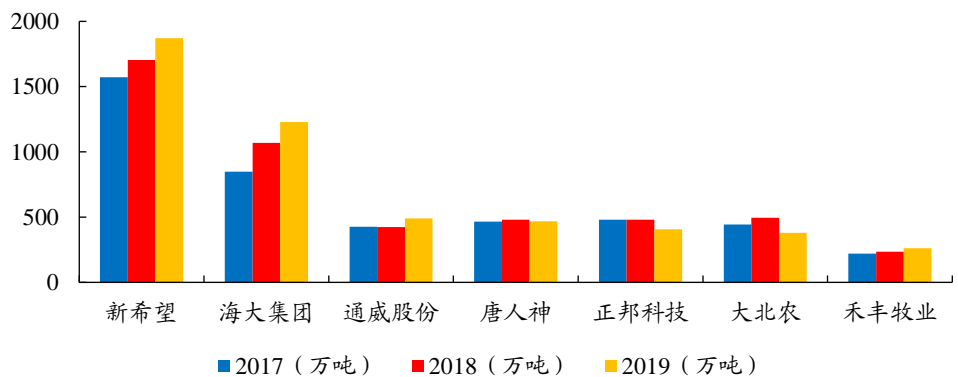
## 4.2、全产业链经营带来成本优势，未来养殖成本有望进一步降低

### 4.2.1、在饲料端凭借领先的规模、技术及精细化饲养带来经营优势

公司以饲料业务起家，经过三十年激烈的市场竞争，优胜劣汰，饲料产品拥有极强的市场竞争力，使得公司的生猪养殖业务在饲料端具备规模优势、技术优势及精细化饲养优势。

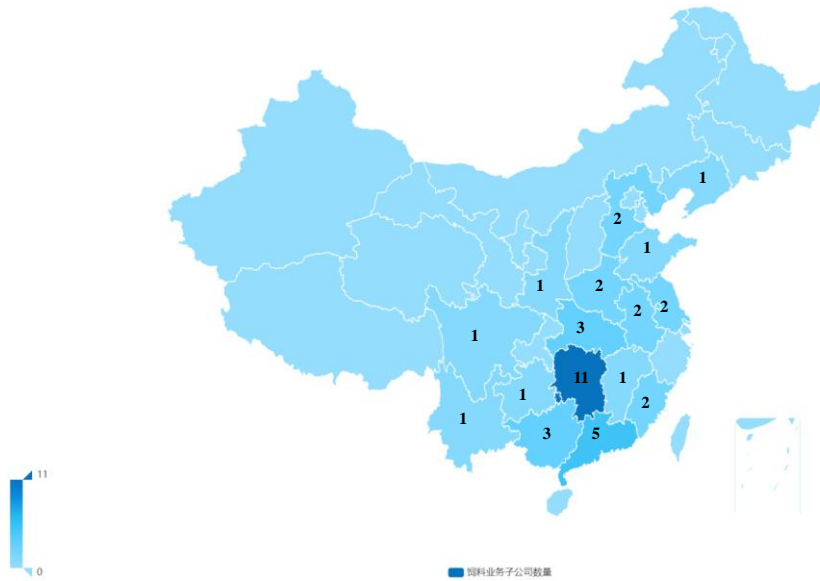
**饲料业务规模领先，实现养殖全过程自给。**公司饲料子公司分布全国，共计 80 余家，产能达到 1000 万吨，连续三年销量居于全国前五，原料采购成本相对较低，各地猪场全过程使用公司饲料产品，减少中间环节，提升养殖效益。

图17: 公司饲料销量规模较大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 公司饲料子公司遍布全国



资料来源: 公司公告、开源证券研究所  
注: 标注数字为公司饲料业务子公司数量

**发酵饲料全国领先, 有效提升养殖效率。**公司具备成熟的猪前期料、全价饲料营养研发体系, 拥有国家级重点实验室, 是国家级高新技术中心。近年来公司加大技术研发投入并保持稳定增长, 研发成果不断推陈出新, 发明专利快速增长, 先后获得国家科学技术进步奖等奖项。同时, 公司已经成功掌握发酵饲料技术, 推出“口口乳”液体乳猪料等产品, 能够有效降低养殖料肉比, 提高猪的存活率及生长性能, 减少疾病发生等。三十年的饲料营养技术沉淀为精细化养猪提供营养技术支持, 从而降低养殖成本, 提高养殖效益。

图19: 公司创新推出液体发酵教槽料“口口乳”



资料来源: 公司官网

图20: 公司饲料产品具备技术领先优势



资料来源: 公司官网

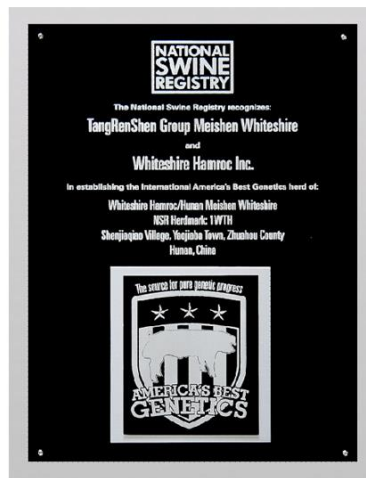
**精细化的饲料喂养。**公司近年大力推广精准饲喂, 同时通过配方结构调整、功能性添加剂和发酵性原料的使用、饲喂方式的改变(液体), 实现无抗饲养以及调控肉质, 带来养殖成本优势。

#### 4.2.2、深耕育种领域，育种体系持续进步

**良种是生猪养殖的源头。**种猪繁育性能的高低直接决定了养殖效率和利润。目前，北美及欧洲各国生猪养殖行业集中度高，生产技术水平先进，设备现代化程度高，在育种技术、生产效率、养殖标准化及规模化程度等方面有较强的优势。丹麦、法国、美国、加拿大等生猪养殖大国有比较完善的育种技术体系，种猪均保持了持续的遗传改进，以美国为例，为了保护系谱准确、维持品种的纯度，美国成立了国家种猪登记协会，为种猪改良提供方案，以帮助所有成员不断获得遗传进展。该协会能够为客户提供多种育种需求服务，包括免费的育种咨询、遗传评估和对多种优良种猪的注册登记工作。通过对全国种猪的特点进行综合测评后，将各种数值及时汇集成互联网数据系统，每一头种猪都有各自的代码作为衡量种猪质量的参考系，用户通过互联网就可以进行种猪之间的横向比较，得以实现育种信息共享。

**公司在育种领域有较长时间的积累。**公司从2008年开始从事种猪繁育业务，一直把做好种猪育种作为发展养猪业务的基础，于2016年获得美国国家种猪登记协会（NSR）授牌，通过与美方的技术合作，实现与美国同步育种，并逐步拥有自己的核心育种技术。公司的“美神”牌种猪具有美系种猪中最好的品系，拥有高瘦肉率、高屠宰率、高繁殖率，低料肉比和健康度高等特点。另一方面，由公司牵头的“生猪遗传育种湖南省重点实验室”紧密围绕生猪育种领域的关键技术和共性技术开展研究，开展了种猪资源利用、遗传育种及遗传与营养互作相关基础理论与应用技术研究，成效显著。

**图21：美神育种为国内首家通过NSR认证的育种企业**



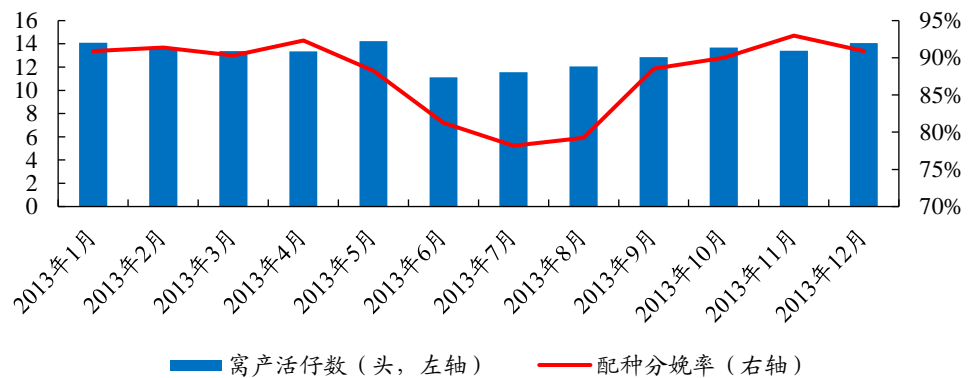
资料来源：公司官网

**引进高繁殖效率的丹系种猪，育种技术不断迭代升级。**2019年起公司结合养殖市场环境，同丹麦优秀育种企业合作，不断引进高繁殖率的丹系种猪，PSY高达28头以上。同时丹系种猪对饲养技术和环境有较高的要求，具备较深的养殖壁垒。第一，丹系种猪产仔数较多，对饲料营养技术、厂房设备等有特殊要求。第二，丹系种猪对饲养环境和气候要求较高，夏季高温时种猪的各项繁殖性能均会出现下降，公司引进种猪的主要养殖区域为甘肃天水等地区，平均气温17℃，气候相对适宜。

**表1: 新丹系种猪繁殖性能优于新美系**

测定品种	测定窝数(头)	产仔数(头)	产活仔数(头)	断奶育成数(头)	21d断奶窝重(kg)
美系大白猪	135	13.10 ± 3.47	10.53 ± 3.49	8.82 ± 2.99	59.5 ± 19.42
美系长白猪	112	12.31 ± 2.85	9.72 ± 2.12	8.69 ± 2.39	50.4 ± 15.67
美系杜洛克	46	11.60 ± 1.84	9.60 ± 1.15	8.07 ± 1.47	51.8 ± 12.47
丹系大白猪	119	13.27 ± 3.35	11.41 ± 3.31	9.60 ± 2.48	68.1 ± 15.86
丹系长白猪	105	13.43 ± 3.63	11.05 ± 3.14	9.36 ± 2.65	58.2 ± 14.49
丹系杜洛克	41	11.81 ± 3.47	10.9 ± 1.64	8.56 ± 2.47	55.6 ± 11.11

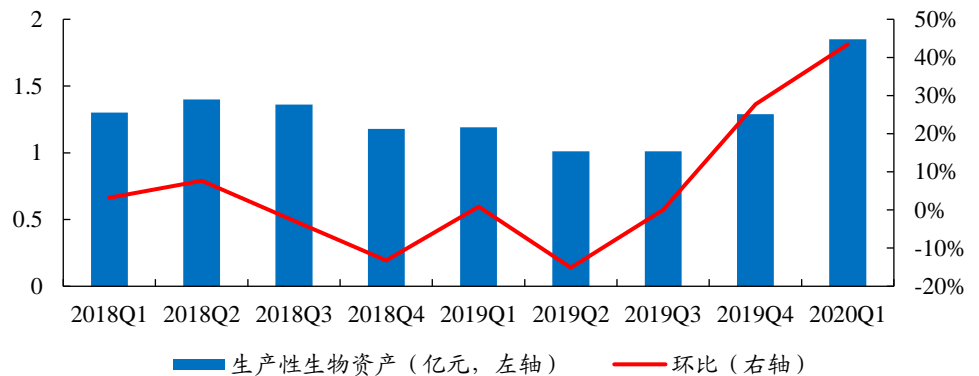
数据来源: 中国知网、开源证券研究所

**图22: 新丹系种猪繁殖性能受热应激影响较大**


数据来源: 《气温对新丹系种猪繁殖性能的影响\_谢光明》、开源证券研究所

#### 4.2.3、完善的非洲猪瘟疫病防控体系带来较低的死亡率

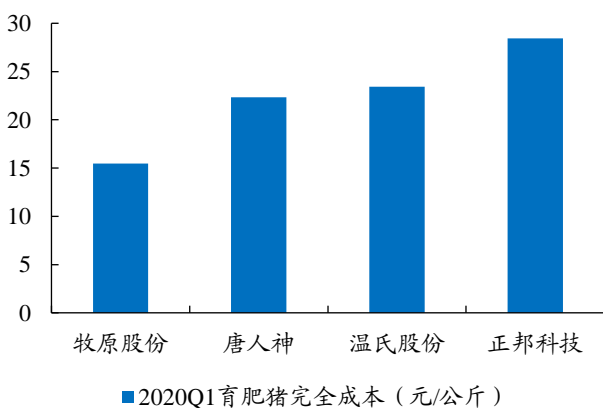
2018年下半年非洲猪瘟爆发后,公司建立起“四层铁桶式”综合非洲猪瘟防控体系。各猪场猪群移动采取“移动前检测,2次中转,转移后检测”的方案,每个环节禁止人员交叉和猪只掉头现象;每周对猪群进行抽样监测,每月进行预警与反应演练;所有物资根据性质采取不同的消毒策略,烘干物资必须经过“2次烘干,2次检测,3次中转,3次消毒,隔离7天以上”方可进入生产区;各猪场全过程使用公司饲料,调整饲料加工工艺,延长高温制粒时间,增添消毒设备及运输车辆,加强对饲料厂区、车辆及人员消毒力度。从公司生产性生物资产来看,自2019年三季度起逐步恢复,而2019年三季度为南方地区非洲猪瘟疫情高发期,表明公司建立起的防疫体系能有效防控非洲猪瘟疫情。

**图23: 公司生产性生物资产自 2019 年三季度起逐步恢复**


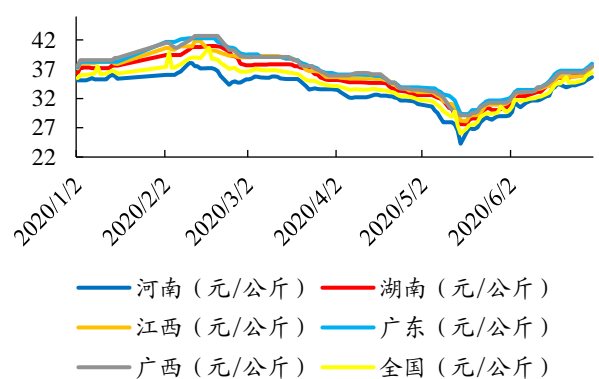
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4.2.4、公司头均盈利领先行业，未来养殖成本有望进一步下降

2020Q1 公司商品猪头均盈利处于行业领先水平，达到 1980 元/头，分拆来看，公司高盈利能力来自于较高的生猪销售均价、压栏带来的较高均重。对比牧原股份来看，公司养殖完全成本高于牧原股份，但由于湖南猪价高于河南且公司出栏均重高达 129 公斤，使得公司 2020Q1 育肥猪头均盈利接近牧原股份。对比温氏股份来看，公司养殖成本及猪价略高于温氏股份，同时育肥猪出栏均重超出温氏股份约 10 公斤，带来育肥猪头均盈利的较大优势。我们认为未来随着公司出栏量的扩张、自繁自养模式占比的提升及精准饲养技术的进一步推广，公司养殖成本将进一步下降，带来较强的盈利能力。

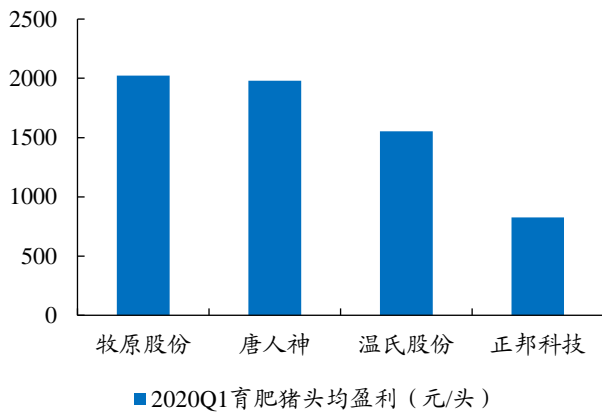
**图24: 公司养殖成本处于行业中游水平**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

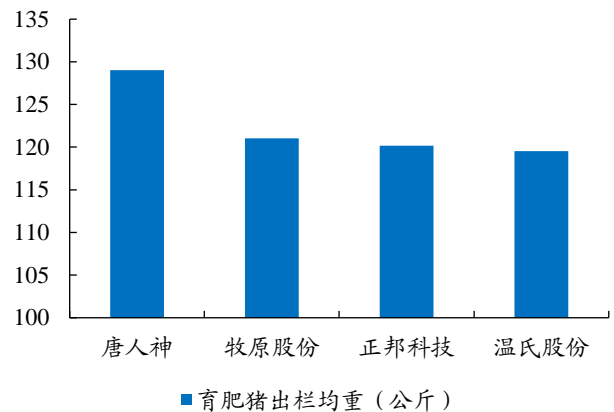
**图25: 湖南地区猪价较高**


数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所



**图26: 2020Q1 公司育肥猪头均盈利较高**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

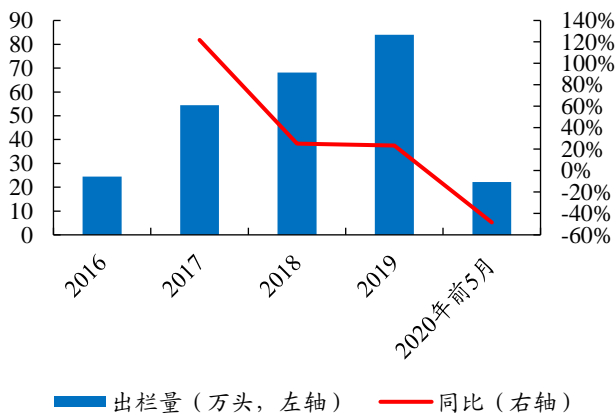
**图27: 公司育肥猪出栏均重高于同行**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

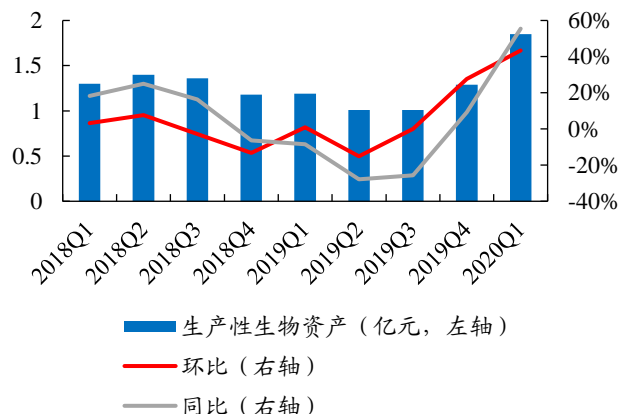
### 4.3、充分利用后发优势，有望实现出栏量的弯道超车

#### 4.3.1、出栏量将于 2020 年三季度迎来同比拐点，全年有望实现出栏 130 万头

从过往来看公司出栏量增长较快。2019 年实现出栏量 83.93 万头，同比增长 23%，2016-2019 年 CAGR 达 51%。由于受非洲猪瘟疫情及留种的影响，2020 年 1-5 月出栏 22 万头，同比下降 48%。生产性生物资产于 2019 年四季度实现同比增长，我们认为公司出栏量有望在 2020 年三季度实现同比增长。考虑到公司 2020 年一季度末约 8 万头母猪存栏，2020 全年有望实现 130 万头以上出栏量。

**图28: 受非洲猪瘟影响 2020 年前 5 月出栏量同比下降**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图29: 生产性生物资产于 2019 年三季度企稳恢复**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

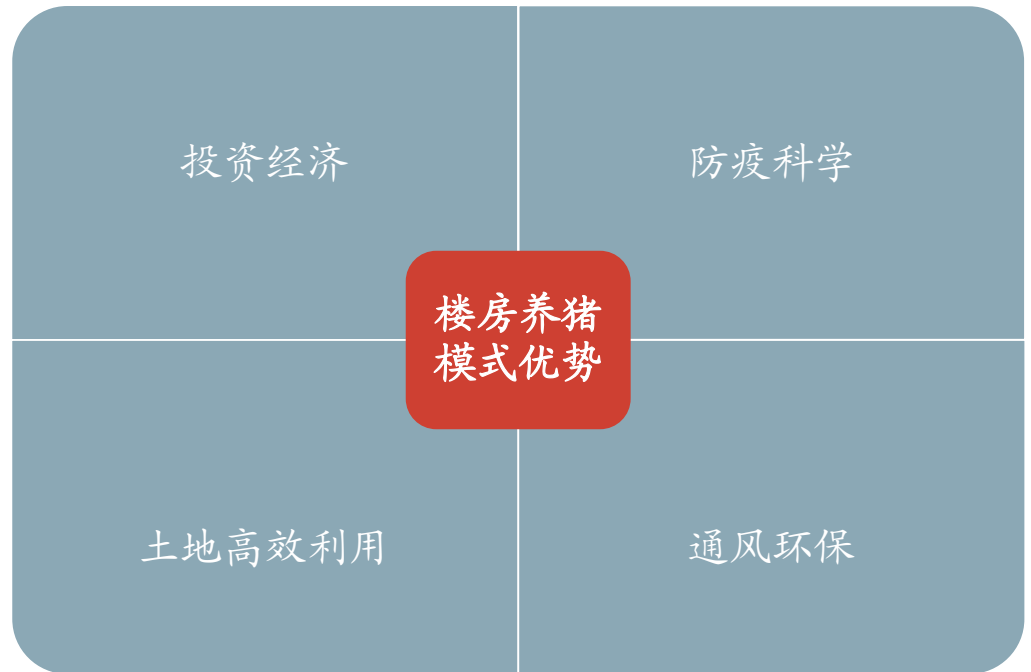
#### 4.3.2、积极推广楼房养殖+轻资产租赁养殖模式，有望凭借后发优势实现弯道超车

未来将重点发展高效的“楼房养猪”模式。随着近年生猪养殖用地审批和环保的趋严，高效的“楼房养猪”模式越来越受到重视。2019 年 12 月 17 日，自然资源部、农业农村部联合发布《关于设施农业用地有关问题的通知》，明确指出养殖设施允许建设多层建筑，在政策层面进一步推动“楼房养猪”模式的发展。根据公司规划，未来新增产能将以“楼房养猪”模式为主，该模式下使得公司 100 万头养猪所



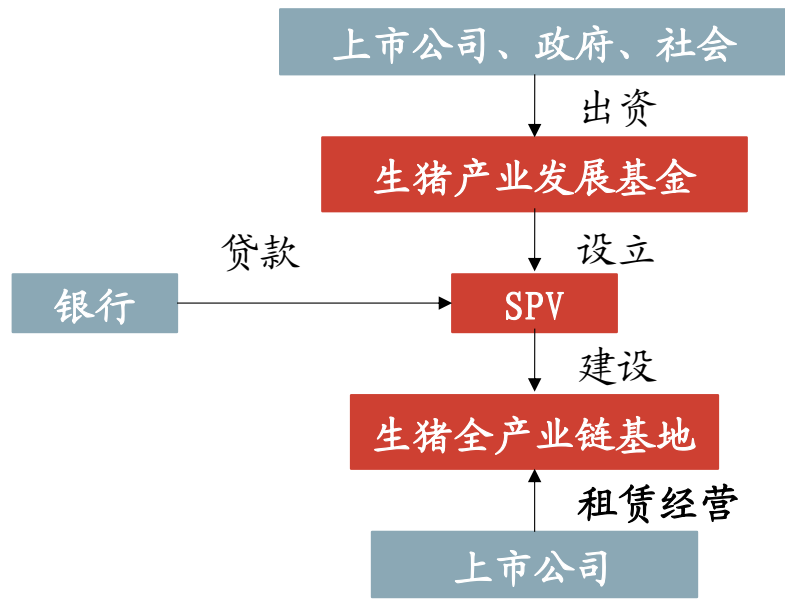
需土地由原来的 24 块地节约到 6 块地，建设成本比原来节约 10%；建设工期由 2 年缩短到 9 个月；经过科学的设计建造，从源头有效阻断病毒污染；高楼层易于采光通风和保暖，更有利于猪只健康成长；采用集中排气通风，配备空气过滤系统、猪粪有机肥处理等环保设施，实现“零排放”。

图30：“楼房养猪”模式养殖效率更高



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**通过推广轻资产租赁发展模式，加快产能扩张。**公司近年重点发展政府、合作社、银行、公司四位一体融资模式，2017年1月公司与花垣县人民政府签署了《生猪绿色养殖投资项目协议书》，采用“1+35”模式运营，每个养殖合作社吸纳当地16户贫困户入社，10年内公司确保合作社贫困户保底年收入，10年后公司将所有资产移交合作社，同时花垣县人民政府按照花垣县及湖南省、湘西州招商引资及扶贫有关优惠政策对乙方执行优惠，对每个养殖合作社建场投资210万元，其中的150万按小额信贷基准利率(年利率4.75%)贴息8年(按实际建成的合作社个数进行贴息)。2017年7月，公司子公司邯郸美神与大名县人民政府签署了《生猪养殖产业扶贫项目合作协议书》，通过筹集社会资金建设年出栏5000头育肥猪养殖场(50个)项目，养殖场投产后前十年由公司负责生产经营，公司负责每个养殖场每个养殖年度向合作社固定分红10万元。近年公司在娄底、益阳、安阳、衡阳等地不断推广租赁养殖，释放公司产能。

**图31: 公司推广的轻资产租赁养殖模式将加快产能释放速度**


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4.3.3、跑马圈地，产能扩张高歌猛进

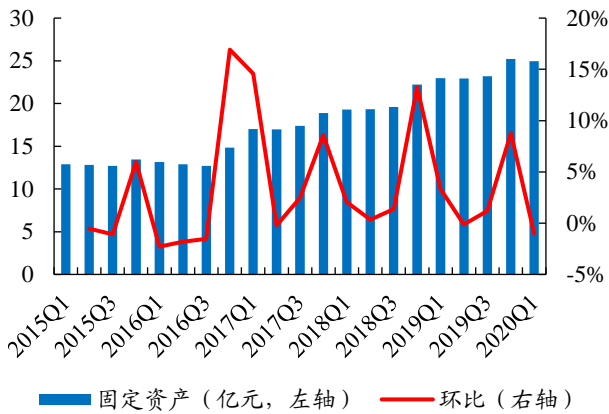
公司抓住本轮猪周期给规模养殖集团带来的机遇，加大产能扩张力度，从2019年8月起陆续和各地政府签署项目协议，至今已签约项目规划产能高达615万头，投资总额达107亿元，给未来生猪出栏量扩张奠定坚实的基础。未来公司将综合经济、防疫、环保三大因素，按照“技术领先，成本最优，营运方便”原则，继续加快在湖南、河北、河南、甘肃、内蒙、广西、广东、云南、四川、山东等区域进行选址、建设工作，同时配套建设10个配套饲料厂、屠宰加工，通过银行贷款、发行债券、非公开发行、四位一体模式等多种方式筹集资金，建设先进的现代化猪场，力争打造10个年出栏100万头养殖示范县。2020年底计划实现母猪存栏16万头，2020年计划实现生猪出栏130-150万头，2022年计划实现生猪产能500万头，力争12年内实现生猪出栏1000万头。

**表2: 公司2019年下半年至今已签署协议项目规划产能高达615万头**

项目名称	签约主体	省份	规划(万头)	投资总额(亿元)
雅安市名山区年出栏100万头生猪绿色养殖项目	雅安市名山区人民政府	四川	100	19.7
年出栏100万头生猪生态产业链项目	攸县人民政府	湖南	100	20
甘谷50万头生猪绿色养殖项目	甘谷县人民政府	甘肃	50	10.2
年出栏100万头生猪生态产业链项目	醴陵市人民政府	湖南	100	20
河南省卢氏县年出栏100万头生猪绿色养殖全产业链项目	卢氏县人民政府	河南	100	22.6
广东省茂名市电白区50万头生猪绿色养殖项目	茂名电白区人民政府	广东	50	6.58
第一期存栏37100头母猪、60000头育肥猪养殖建设项目	天水市武山县人民政府	甘肃	100	5.4
年出栏15万头生猪绿色养殖项目	禄丰县人民政府	云南	15	3
<b>合计</b>			<b>615</b>	<b>107</b>

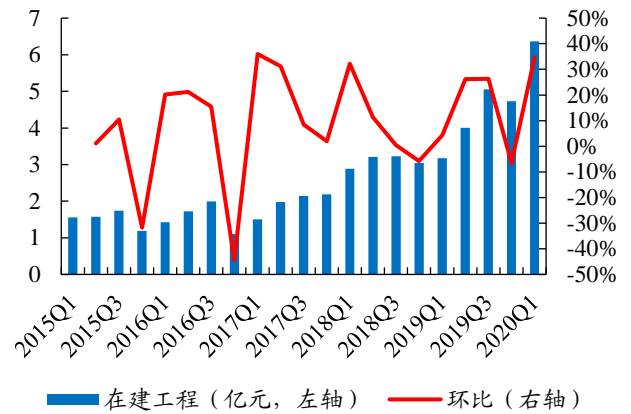
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图32: 公司固定资产稳步增长



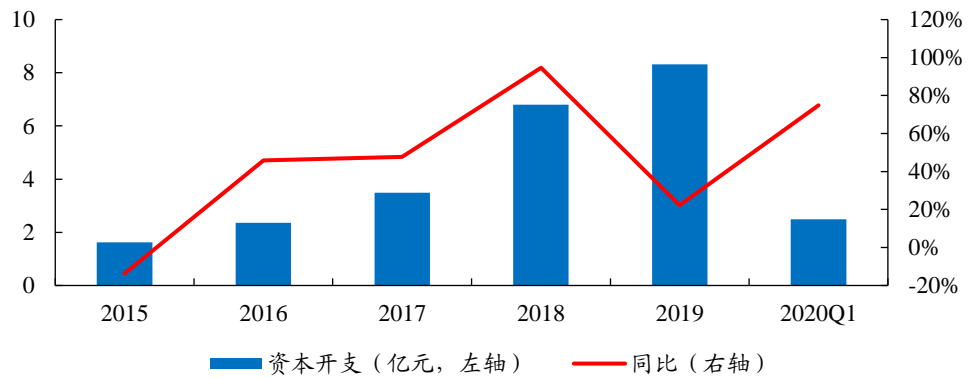
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图33: 公司在建工程快速扩张



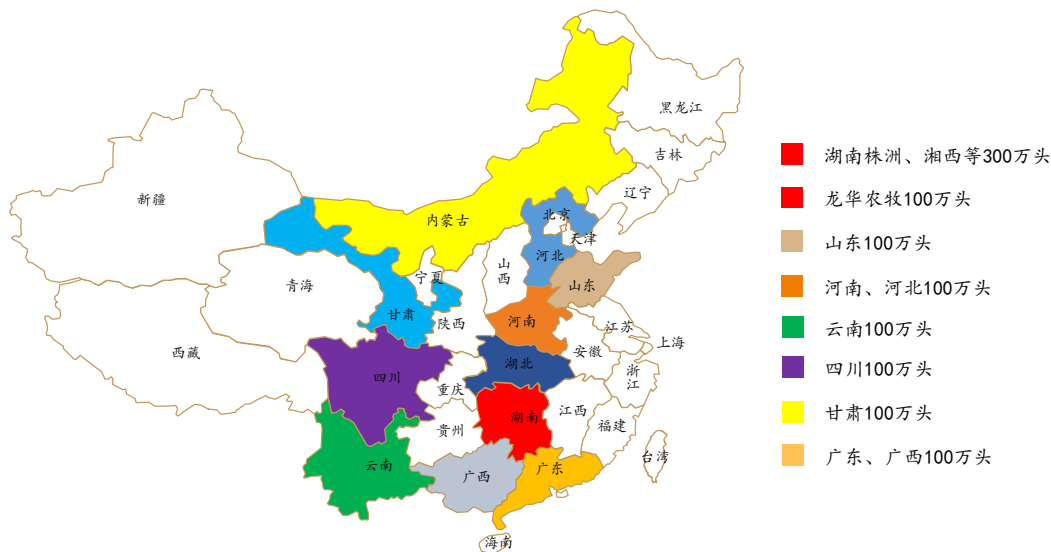
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图34: 公司资本开支快速扩张



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图35: 公司远期 1000 万头生猪产能规划



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

(1) 猪价：考虑到行业生猪供需缺口较大以及湖南地区均价较高，预计 2020-2022 年公司商品猪价分别为 34/24/19 元/公斤。

(2) 出栏量：考虑到当前公司已建立起较强的防疫体系及补栏力度较大，预计 2020-2022 年公司生猪出栏量为 130/250/400 万头。

公司为我国全产业链经营的生猪养殖企业，一方面，公司凭借全产业链的精细化经营形成生猪养殖成本壁垒；另一方面，公司有望凭借创新性的养殖及融资模式实现出栏量的高速扩张。我们看好公司生猪养殖业务未来成长性，预计 2020-2022 年归母净利润为 16.67/10.67/9.12 亿元，EPS 为 1.99/1.28/1.09 元，当前股价对应 PE 为 4.9/7.7/9.0 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表3：可比公司估值：公司估值低于同行

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300498.SZ	温氏股份	22.72	1448.13	2.63	5.99	4.84	4.11	8.64	3.79	4.69	5.53
002714.SZ	牧原股份	82.79	3102.83	1.63	8.84	7.71	4.49	50.75	9.37	10.73	18.46
000876.SZ	新希望	30.33	1278.72	1.20	3.64	4.63	3.84	25.28	8.33	6.55	7.90
002157.SZ	正邦科技	18.78	470.12	0.67	3.67	4.23	3.20	28.03	5.12	4.44	5.87
002100.SZ	天康生物	16.87	181.15	0.6	2.52	2.07	1.66	28.12	6.69	8.15	10.16
<b>平均值</b>								<b>28.16</b>	<b>6.66</b>	<b>6.91</b>	<b>9.58</b>
002567.SZ	唐人神	9.81	82.07	0.24	1.99	1.28	1.09	40.56	4.92	7.69	9.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：唐人神、温氏股份、牧原股份、新希望、天康生物为开源农业预测，正邦科技预测 EPS 数据来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 7 月 3 日数据

## 6、风险提示

出栏量扩张不及预期、养殖成本大幅提升、猪价景气度不及预期、原材料价格波动风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2468	2736	3554	4512	5648
现金	635	743	1041	1895	2337
应收票据及应收账款	179	186	292	242	371
其他应收款	215	208	303	273	394
预付账款	143	185	175	239	242
存货	1106	1227	1554	1674	2114
其他流动资产	191	188	189	189	189
<b>非流动资产</b>	4062	4545	5177	5287	5548
长期投资	81	83	76	64	58
固定资产	2340	2653	3263	3414	3673
无形资产	466	478	513	555	598
其他非流动资产	1176	1331	1325	1254	1219
<b>资产总计</b>	6531	7281	8731	9799	11196
<b>流动负债</b>	2162	3155	3002	3077	3648
短期借款	768	1509	1135	1184	1212
应付票据及应付账款	577	595	815	809	1100
其他流动负债	817	1052	1053	1084	1335
<b>非流动负债</b>	417	326	291	241	197
长期借款	368	252	229	177	133
其他非流动负债	49	74	62	64	65
<b>负债合计</b>	2578	3481	3293	3318	3845
少数股东权益	545	474	638	752	852
股本	837	837	837	837	837
资本公积	1588	1378	1378	1378	1378
留存收益	1019	1139	1723	2054	2313
<b>归属母公司股东权益</b>	3407	3326	4801	5729	6498
负债和股东权益	6531	7281	8731	9799	11196

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	563	542	2049	1430	1209
净利润	195	288	1831	1182	1013
折旧摊销	234	309	287	346	394
财务费用	25	26	45	-1	-27
投资损失	-17	-12	-12	-14	-14
营运资金变动	13	-174	-100	-79	-154
其他经营现金流	113	106	-1	-4	-3
<b>投资活动现金流</b>	-625	-743	-903	-439	-638
资本支出	680	831	652	123	264
长期投资	2	-31	7	8	6
其他投资现金流	57	57	-245	-308	-368
<b>筹资活动现金流</b>	127	126	-875	-109	-128
短期借款	191	741	-402	78	28
长期借款	195	-116	-23	-51	-45
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	-210	0	0	0
其他筹资现金流	-263	-289	-450	-135	-112
<b>现金净增加额</b>	64	-75	270	882	443

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	15406	15343	20298	22657	25998
营业成本	14120	13876	17060	19738	23077
营业税金及附加	28	26	36	41	46
营业费用	412	402	406	612	728
管理费用	378	459	467	657	754
研发费用	93	164	203	272	274
财务费用	25	26	45	-1	-27
资产减值损失	102	-69	0	0	0
其他收益	15	18	14	15	15
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
投资净收益	17	12	12	14	14
资产处置收益	-3	10	2	3	3
<b>营业利润</b>	288	355	2109	1370	1177
营业外收入	4	15	9	9	10
营业外支出	26	41	28	30	31
<b>利润总额</b>	266	329	2090	1349	1156
所得税	71	41	260	168	144
<b>净利润</b>	195	288	1831	1182	1013
少数股东损益	58	86	163	114	100
<b>归母净利润</b>	137	202	1667	1067	912
EBITDA	552	724	2439	1728	1565
EPS(元)	0.16	0.24	1.99	1.28	1.09

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.3	-0.4	32.3	11.6	14.7
营业利润(%)	-37.3	23.3	494.5	-35.0	-14.0
归属于母公司净利润(%)	-55.9	47.8	724.0	-36.0	-14.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	8.3	9.6	16.0	12.9	11.2
净利率(%)	0.9	1.3	8.2	4.7	3.5
ROE(%)	4.9	7.6	33.7	18.2	13.8
ROIC(%)	5.0	6.7	30.0	16.8	12.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.5	47.8	37.7	33.9	34.3
净负债比率(%)	14.8	35.3	8.0	-6.5	-11.9
流动比率	1.1	0.9	1.2	1.5	1.5
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.4	2.2	2.5	2.4	2.5
应收账款周转率	86.0	84.2	85.1	84.9	84.9
应付账款周转率	25.9	23.7	24.2	24.3	24.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.24	1.99	1.28	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.65	2.45	1.71	1.45
每股净资产(最新摊薄)	4.07	3.98	5.74	6.85	7.77
<b>估值比率</b>					
P/E	59.9	40.6	4.9	7.7	9.0
P/B	2.4	2.5	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.9	13.8	3.8	4.9	5.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn