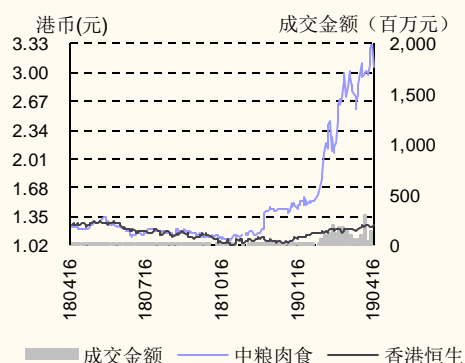


市价(港币): 3.070元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 3,902.00
 总市值(百万元) 11,979.13
 年内股价最高最低(元) 3.330/1.080
 香港恒生指数 30129.87



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
 绝对 107.43 176.58 143.65
 相对香港恒生 95.43 158.25 144.26

全产业链布局稳步扩张， 猪周期反转有望推动量价齐升

公司基本情况

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	7168	9372	13247	15158
同比增长	3.0%	30.7%	41.4%	14.4%
母公司股东溢利(百万)	-628	737	1918	1643
同比增长	-4070.3%	217.4%	160.3%	-14.3%
毛利率	0.2%	2.5%	2.8%	1.8%
净利润率	-9.0%	8.1%	14.9%	11.2%
每股收益	-0.16	0.19	0.49	0.42
每股经营现金流	0.00	0.10	0.19	0.08
市盈率(倍)	-17.7	15.1	5.8	6.8
市净率(倍)	2.4	2.1	1.5	1.2

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

基本结论:

- **背靠中粮集团，全产业链布局优势尽显。** 中粮肉食自创立以来一直致力于布局猪肉行业全产业链，背靠中粮集团，全产业链协同优势更为明显。公司核心业务为生猪养殖，受猪价影响明显。2018年猪价下跌拖累公司全年盈利呈现亏损状态，我们认为，在18年业绩低基数的情况下，19年有望实现一个较高的增长，核心逻辑为：
 - 1) **产能扩张+养殖模式驱动+猪价上行，生猪养殖业务有望实现量价齐升。** 截至2018年底，中粮肉食养殖产能为408.9万头，预计19年养殖产能将增至450万头。另外，随着“公司+农户”合作养殖模式的推进，生猪出栏速度加快，19年生猪出栏量有望得到大幅提升。行业角度来看，猪瘟加速产能出清导致能繁母猪存栏量明显下降，这将直接影响到2019/2020年生猪行业供应量，猪价将大概率回升。产能释放叠加猪价上涨，业绩弹性十足。
 - 2) **产区屠宰利润提升，屠宰产能扩张将为业绩贡献增量。** 在疫情的影响下，未来生猪消费有望从调运活猪转变为调运白条，产区屠宰场盈利能力有望持续提升。目前公司屠宰产能200万头，19年年底产能有望达到400万头。由于非洲猪瘟在短期内无法解决，产区屠宰将成为常态，产能扩建叠加屠宰场盈利能力提升，将为公司19年业绩贡献增量。
 - 3) **渠道结构进一步优化，品牌生鲜业务依然是增长亮点。** 公司的生鲜业务盈利水平在行业内属于较高水平，品牌业务表现更为亮眼。目前品牌肉收入在生鲜销售中占比已超过30%，预计19年品牌业务仍将有高速增长。另外，19年公司将会重点发展商超、餐饮等高毛利渠道，不断探索新零售模式，渠道的不断优化将会推动生鲜销售利润的进一步提升。

投资建议:

- 我们预计19年公司生猪销售均价可达到14.8元/kg，20年仍有提升空间，可增至17.8元/kg，据此给出盈利预测：预计19-21年实现营业收入分别为93.7亿元/132.5亿元/151.6亿元，分别同比+30.7%/41.4%/14.4%；归母净利润分别为7.4亿元/19.2亿元/16.4亿元，分别同比+217.4%/+160.3%/-14.3%，对应EPS分别为0.19元/0.49元/0.42元，目前股价对应19/20/21年PE分别为15X/6X/7X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:

- 猪价上涨不达预期/产能扩张速度不达预期/疫情感染风险/食品安全问题

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、猪价拖累业绩表现，全产业链布局助力公司持续发展.....	4
1.1 背靠中粮集团，全产业链布局优势尽显.....	4
1.2 核心业务为生猪养殖，业绩受猪价波动明显.....	5
二、疫情加速猪周期反转，量价齐升极具盈利弹性.....	7
2.1 养殖行业集中度有待提升，龙头公司优势明显.....	7
2.2 非洲猪瘟加速行业格局集中，促进猪价周期加快逆转.....	9
2.3 产能扩张叠加猪价上行，养殖业务有望实现高增长.....	12
2.4 对标养殖龙头：规模发展速度远超同行，养殖成本有望进一步下降.....	14
三、屠宰业务迎来发展新契机，品牌生鲜表现靓丽.....	16
3.1 产区屠宰利润提升，产能扩张为公司业绩贡献增量.....	16
3.2 猪肉消费趋向低温化与品牌化，公司品牌肉业务表现靓丽.....	18
3.3 肉制品与进口业务有望实现持续稳定增长.....	19
四、全产业链布局具备发展潜力，受益猪周期反转业绩高增长可期.....	20
4.1 行业趋向垂直整合，前瞻性布局全产业链优势独显.....	20
4.2 前景展望：产能扩张蓄势待发，叠加猪价回暖 19 年高增长可期.....	21
五、投资建议.....	22
六、风险提示.....	22
附录：三张报表预测摘要.....	23

图表目录

图表 1：中粮肉食发展历程.....	4
图表 2：中粮肉食业务覆盖全产业链.....	4
图表 3：截至 2019 年 4 月份中粮肉食股权结构.....	5
图表 4：中粮肉食共分为四大业务分部.....	5
图表 5：中粮肉食各分部收入结构（分部抵消前）.....	6
图表 6：近两年中粮肉食业务盈利情况对比（百万元）.....	6
图表 7：2013-2018 年中粮肉食营业收入及增速（亿元）.....	7
图表 8：2013-2018 年中粮肉食净利润及增速（亿元）.....	7
图表 9：2013-2018 年中粮肉食毛利率与净利率水平.....	7
图表 10：2013-2018 年中粮肉食期间费用率水平.....	7
图表 11：中国不同出栏规模养殖场合计出栏量占比.....	8
图表 12：2018 年生猪养殖行业前 5 公司出栏量市占率.....	8
图表 13：规模猪场与散养户平均成本对比（元/kg）.....	8
图表 14：规模猪场与散养户头均净利对比（元/头）.....	8
图表 15：我国养殖行业环保政策梳理.....	9
图表 16：截至 2019 年 4 月 4 日我国非洲猪瘟疫情统计表.....	10
图表 17：我国三轮猪周期（元/kg）.....	11

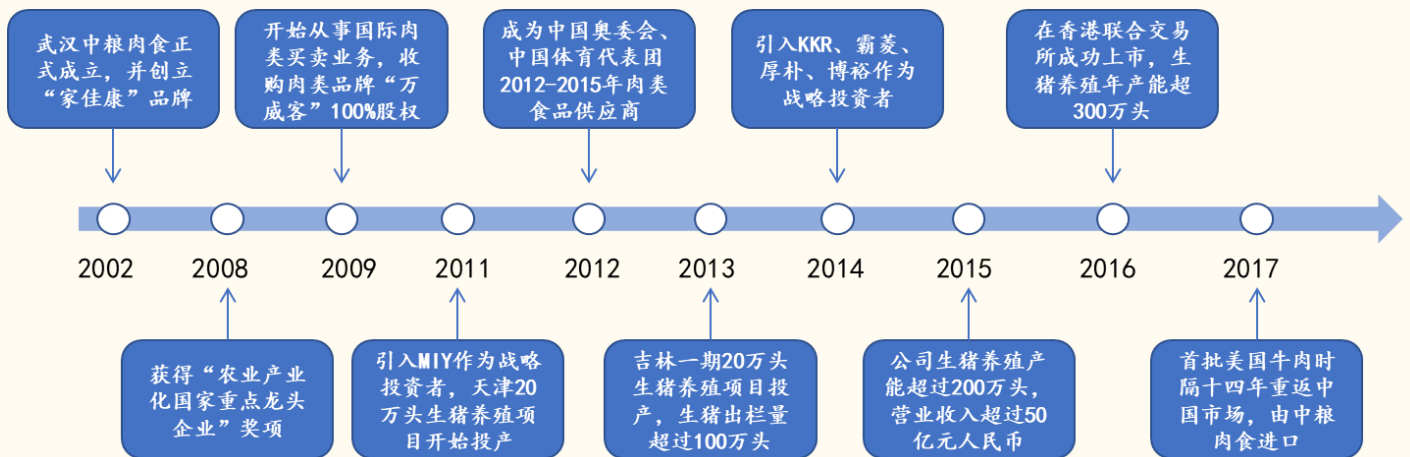
图表 18: 猪价周期原理示意图.....	11
图表 19: 生猪存栏量同比与环比变化率 (%)	11
图表 20: 能繁母猪存栏量同比与环比变化率 (%)	11
图表 21: 自 2018/3 起能繁母猪存栏量持续下降 (万头)	12
图表 22: 后备母猪补栏至生猪出栏约 1 年.....	12
图表 23: 中粮肉食全国养殖产能分布 (蓝色区域)	12
图表 24: 中粮肉食近年来养殖产能与出栏量 (万头)	12
图表 25: 不同养殖模式的特点对比.....	13
图表 26: 中粮肉食饲料自供比例变化.....	13
图表 27: 中粮肉食近年来单位完全成本测算 (元/kg)	13
图表 28: 中粮肉食生猪养殖业务量价拆分测算.....	14
图表 29: 同行业公司养殖产能以及模式对比表.....	15
图表 30: 目前中粮肉食养殖完全成本远低于行业平均水平 (元/kg)	15
图表 31: 定点屠宰企业规模数量逐年下滑.....	16
图表 32: 我国生猪屠宰行业竞争格局.....	16
图表 33: 我国屠宰政策利好大规模龙头屠宰场.....	17
图表 34: 中粮肉食屠宰产能将逐步扩张 (万头)	17
图表 35: 中粮肉食屠宰产能利用率接近饱和.....	17
图表 36: 三种生鲜猪肉的对比.....	18
图表 37: 我国生鲜猪肉消费结构的改变.....	18
图表 38: 中粮肉食生鲜猪肉以及品牌销售收入 (亿元)	18
图表 39: 中粮肉食品牌业务“家佳康”	19
图表 40: 与盒马鲜生合作推出“日日鲜”	19
图表 41: 肉制品分部销售规模及增速 (分部抵消前)	19
图表 42: 进口业务分部销售规模及增速 (分部抵消前)	19
图表 43: 生猪产业链各阶段分布状况.....	20
图表 44: 2019-2021 年中粮肉食拆分业务盈利预测表.....	21

一、猪价拖累业绩表现，全产业链布局助力公司持续发展

1.1 背靠中粮集团，全产业链布局优势尽显

- 中粮肉食前身为中粮集团注册成立的武汉中粮肉食，于 2002 年正式成立，在湖北地区开展生猪全产业链业务，并创立“家佳康”品牌用以销售品牌生鲜猪肉以及肉制品。2009 年中粮肉食投资有限公司正式成立，并于同年收购万威客食品有限公司 100% 股权，在华南开展肉制品业务，全产业链业务进一步拓展。2012 年，公司被国家体育总局指定为中国奥运体育代表团 2012-2015 年唯一肉类食品供应商。2016 年 11 月，中粮肉食于港交所成功上市，并于 2017 年入选恒生系列指数。发展至今近 20 年，公司专注食品安全，目前已成为我国猪肉市场最重要的运营商之一。

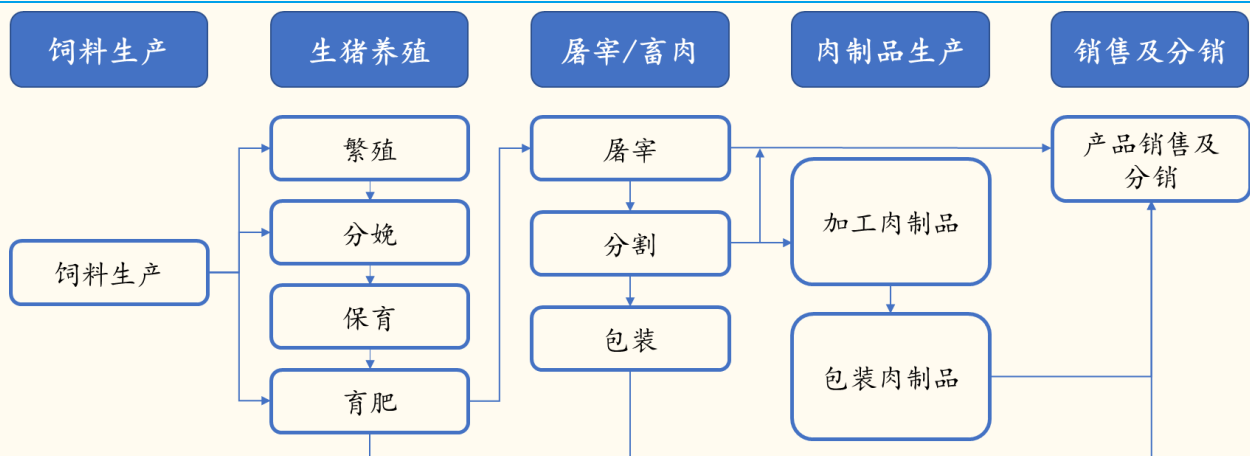
图表 1：中粮肉食发展历程



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司一直致力于布局生猪全产业链，目前已形成生猪养殖、生鲜猪肉销售、肉制品以及肉类进口业务等四大业务板块，业务包括饲料生产、生猪养殖、屠宰、生鲜猪肉及肉制品生产、经销与销售及冷冻肉类产品进口及销售。垂直整合的业务模式覆盖猪肉行业全产业链，截至 2018 年底，中粮肉食共拥有数十个养殖猪场，两个屠宰加工厂（湖北、江苏），三个肉制品加工基地（江苏、湖北、广东），生猪养殖产能达到 408.9 万头，生猪屠宰能力达 200 万头。2018 年公司生猪出栏量为 255 万头，位居行业第四。

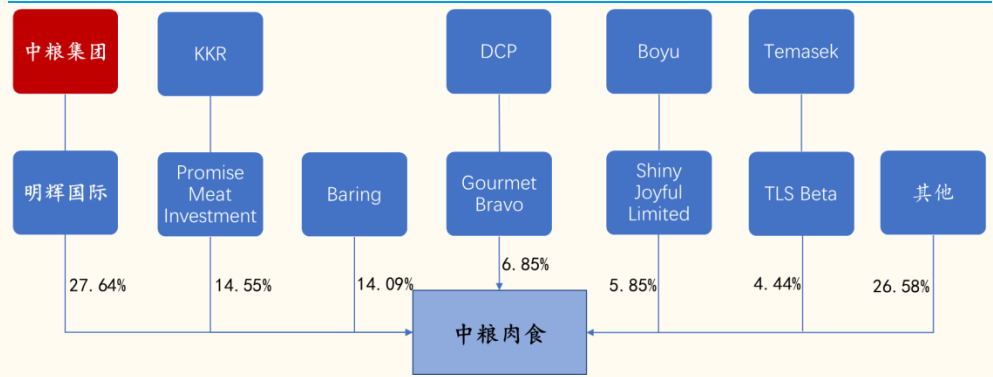
图表 2：中粮肉食业务覆盖全产业链



来源：公司公告，国金证券研究所

- **背靠中粮集团，全产业链协同保障公司可持续发展。**公司实际控制人始终为中粮集团，2011年为借助国际资本壮大公司规模，中粮肉食引入日本三菱系（MIY）作为战略投资者。2014年先后引入KKR、霸菱、厚朴（2015年替换为淡马锡）、博裕作为战略投资者，国际化战略部署拉开序幕，综合实力大大增强。目前，中粮集团通过旗下全资子公司明晖国际持有公司股份27.64%，仍然为公司的控股股东以及实际控制人。中粮集团是全球领先的农产品、食品领域多元化产品和服务供应商，集农产品贸易、物流、加工和粮油食品生产销售为一体，资产超过719亿美元，336个分公司和机构覆盖140多个国家和地区，在中国拥有超过180家工厂，230万家终端售点遍布中国952个大中城市、十几万个县乡村。中粮肉食背靠中粮集团，一方面受益于其雄厚的资金能力，另一方面受益于中粮集团完善的销售渠道与产业链分布，为公司的持续发展带来增长助力。

图表 3：截至 2019 年 4 月份中粮肉食股权结构





来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.2 核心业务为生猪养殖，业绩受猪价波动明显

- 作为全产业链布局的肉类企业，中粮肉食共分为四大业务分部，分别是生猪养殖分部（包括饲料生产、种猪繁育以及生猪饲养业务）、生鲜猪肉分部（包括生猪屠宰分割、生鲜猪肉经销与销售）、肉制品分部以及肉类进口分部（包括猪肉、牛肉、羊肉等进口肉类产品及副产品）。从收入构成来看（未抵消分部间销售口径），生猪养殖与生鲜猪肉（屠宰与销售）业务为中粮肉食收入的主要构成部分。近三年来，生猪养殖收入占比始终在35%以上，2018年由于全国猪价下跌占比稍有下降（同比下降4pct至35%）；2018年生鲜猪肉收入占比为33%，近年来基本持稳。从近两年各分部盈利数据来看，**生猪养殖业务是公司的主要利润贡献点，其盈亏直接对公司整体业绩表现造成影响**：2017年生猪养殖分部实现收益5.54亿元，占综合盈利的80.6%；2018年养殖分部亏损2.79亿元，成为公司综合业绩亏损的主要原因。

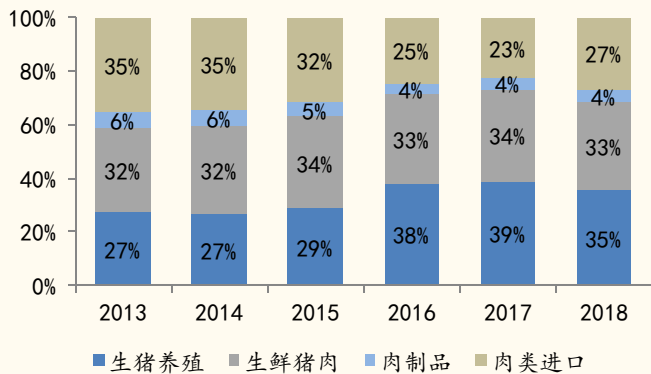
图表 4：中粮肉食共分为四大业务分部

业务分部	介绍	发展现状	图片示例
生猪养殖	包括饲料生产、种猪繁育以及生猪饲养业务	公司在吉林、内蒙、河北、河南、江苏、湖北等省市建有现代化生猪养殖基地，截至2018年底，生猪养殖产能合计408.9万头	
生鲜猪肉	包括生猪屠宰分割、生鲜猪肉的经销与销售，产品主要为冷鲜猪肉	公司在江苏、湖北拥有两座现代化屠宰加工基地，截至2018年底合计产能200万头。旗下拥有品牌“家佳康”，覆盖了长三角、北京、武汉等主要城市的肉类消费市场	

肉制品	包括各类肉制品（主要为西式低温肉制品）的生产、经销及销售	公司在江苏、湖北、广东拥有三座现代化肉制品加工基地，通过“家佳康”“万威客”两大品牌覆盖主要一线城市的肉制品市场	
肉类进口	包括进口肉类（牛肉、羊肉、猪肉、禽肉等）产品及副产品，并于国内加工、分销	公司将进口原料与国内加工产能、大客户服务相结合，向国内知名食品加工商、大型连锁餐饮企业等提供高附加值产品	

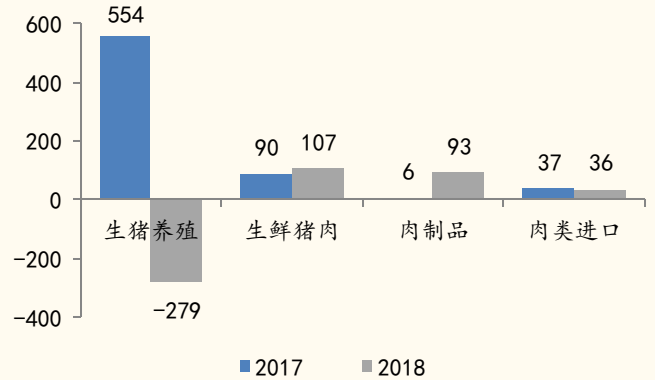
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：中粮肉食各分部收入结构（分部抵消前）



来源：公司公告，国金证券研究所

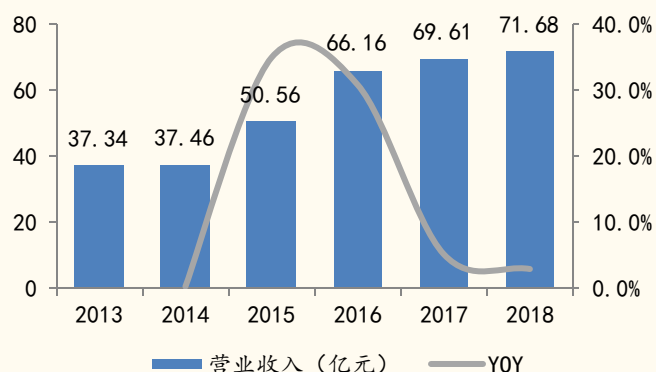
图表 6：近两年中粮肉食业务盈利情况对比（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

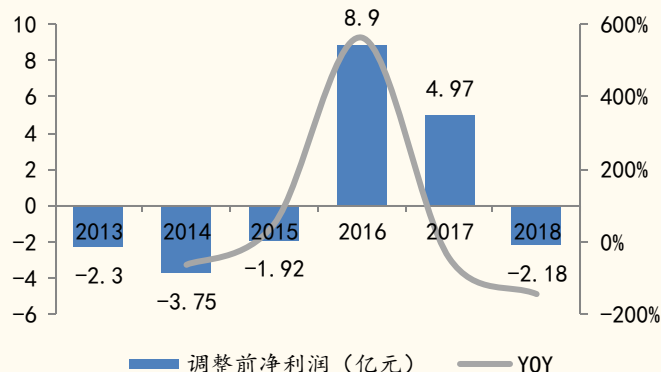
- 核心业务受猪价影响，18 年猪价下跌拖累业绩表现。**2018 年公司实现营业收入 71.68 亿元，同比增长 2.99%；实现生物资产公允价值调整前的归母净利润为-2.04 亿元，去年同期为 5.04 亿元（据香港财务报表准则要求，拥有生物资产的公司利润指标需调整生物资产公允价值，但这个调整不影响现金流，且每半年都调整，不是逐年累积，为保持与同行业公司的可比性以及分析的客观性，以下分析均采用调整前数据）。受益于出栏量增长及屠宰产能利用率提升，全年收入保持平稳，但 18 年猪价低迷，非洲猪瘟抑制产区价格导致利润承压。全年净利润亏损主要是由生猪养殖业务导致，拆分量价来看，18 年生猪出栏量为 255 万头，同比增长 14.5%，而我们测算，2018 年公司生猪销售均价约为 11.6 元/kg，同比下降约 19.8%，业绩的亏损主要在于猪价的下跌。毛利率同样受到猪价影响有所下降，2018 年公司实现毛利率 4.71%，同比下降 10.80pct，进而导致净利率同比下降 10.16pct 至-3.02%。18 年猪价下跌拖累全年业绩表现，我们认为，目前猪价底部已现，19 年有望出现猪价上行拐点，后续猪周期反转将大幅改善公司盈利表现，业绩弹性较大。

图表 7: 2013-2018 年中粮肉食营业收入及增速 (亿元)



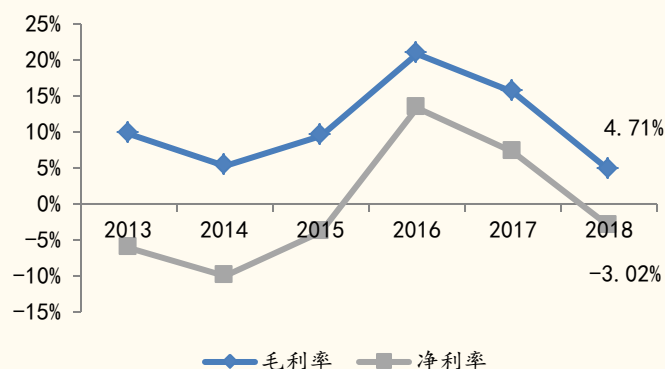
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 2013-2018 年中粮肉食净利润及增速 (亿元)



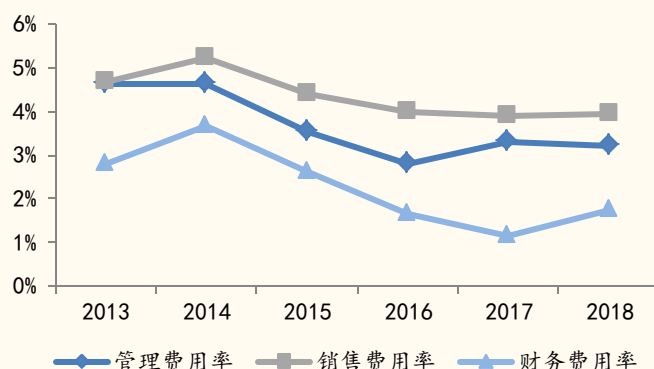
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 利润口径均为生物资产公允价值调整前的数值, 毛利率、净利率口径相同, 均为调整前

图表 9: 2013-2018 年中粮肉食毛利率与净利率水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 2013-2018 年中粮肉食期间费用率水平



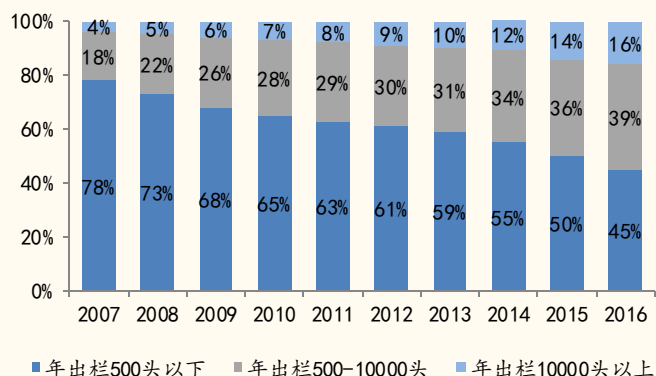
来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、疫情加速猪周期反转, 量价齐升极具盈利弹性

2.1 养殖行业集中度有待提升, 龙头公司优势明显

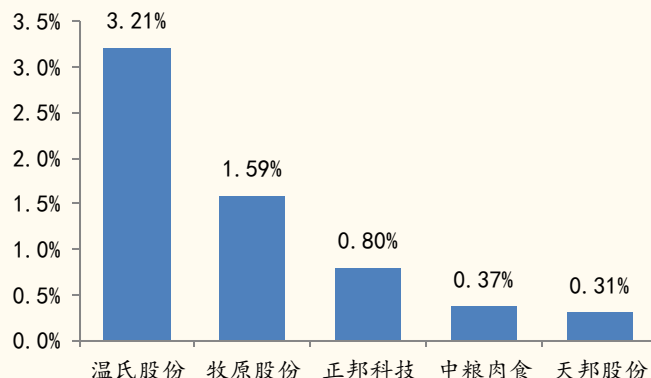
- **生猪养殖规模化比例在持续提升, 但龙头企业市场份额仍较低。**生猪养殖户/场按照年出栏数量规模可划分为三类: 年出栏 500 头以下、年出栏 500-10000 头、年出栏 10000 头以上, 其中第一类通常为散户养殖, 后两类为规模化养殖。由于规模化养殖企业在育种、防疫、成本等各方面均具有绝对优势, 近年来生猪散养户 (指年出栏 500 头以下的养殖户, 以下口径相同) 在不断退出, 养殖规模化比例不断提升。据《中国畜牧兽医年鉴 2017》数据显示, 2007 年至 2016 年, 年出栏量在 500 头以下的养殖户出栏量占比由 78% 降至 45%, 年出栏量在 10000 头以上的养殖企业出栏量占比由 4% 增至 16%, 规模化比例提升明显, 但与美国相比仍然较低 (美国年出栏 500 头以上的养殖户出栏量占比超过 98%)。行业格局方面, 我国生猪养殖行业分散程度较为严重, 龙头企业市场份额较小。2018 年我国全年生猪出栏量为 69382 万头, 其中生猪龙头企业温氏股份市场份额仅为 3.2%, 排名第二的牧原股份生猪市场份额为 1.6%, 排名第三的正邦科技市场份额为 0.8%。行业 CR3 仅为 5.60%, CR5 仅为 6.28%, 集中度仍然非常低, 仍有较大的提升空间。

图表 11: 中国不同出栏规模养殖场合计出栏量占比



来源: 中国畜牧兽医年鉴 2017, 国金证券研究所

图表 12: 2018 年生猪养殖行业前 5 公司出栏量市占率

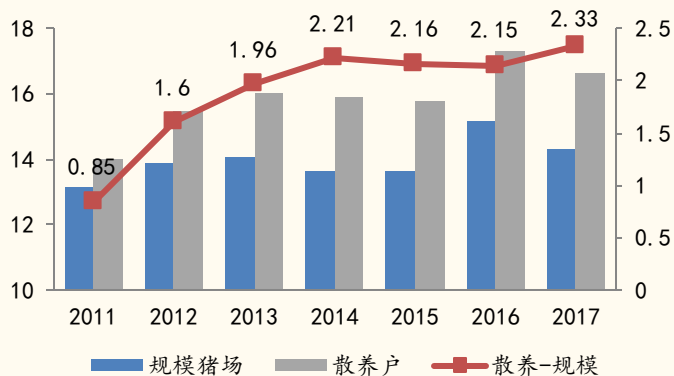


来源: WATT, 前瞻产业研究院, 各公司公告, 国金证券研究所

■ **规模猪场享受成本红利与融资优势, 替代散户养殖是大势所趋。**国内生猪养殖行业的高度分散化, 主要是源自于单一经营主体的小规模养殖散户较多, 据《中国畜牧业年鉴 2017》数据显示, 2016 年我国生猪养殖场约 42609 千户, 其中年出栏规模 500 头以下的散户约 42354 千户, 占比达到 99.4%。我们认为, 生猪规模养殖场替代养殖散户将成为大势所趋, 龙头公司将会愈发突出, 主要原因在于以下三点:

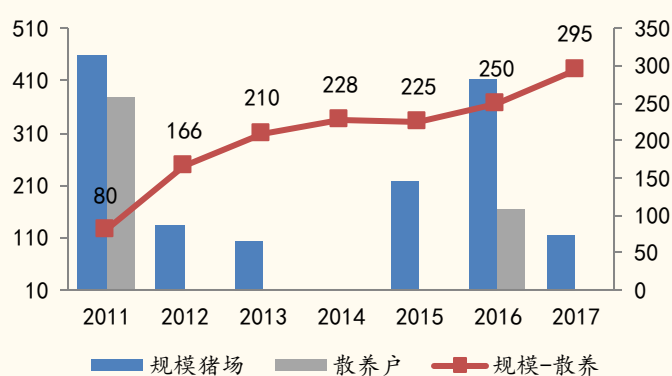
(1) **规模猪场具备成本优势, 与散户的成本差距逐年拉大。**与小规模养殖散户相比, 规模猪场年产量较大, 在原料采购、种猪培育等方面具有规模化以及专业化优势, 平均成本较低, 且近年来两者的平均成本差距还在不断拉大。据国家发改委价格司披露的《全国农产品成本收益 2018》来看, 2011 年规模猪场的平均成本为 13.14 元/kg, 散养户平均养殖成本为 13.99 元/kg, 两者差距仅为 0.85 元/kg, 2017 年差距扩大至 2.33 元/kg, 头均净利差距也由 2011 年的 80 元扩大至 295 元。在猪价的大幅波动下, 散户户更容易被淘汰出生猪养殖行业。

图表 13: 规模猪场与散养户平均成本对比 (元/kg)



来源: 《全国农产品成本收益 2018》, 国金证券研究所

图表 14: 规模猪场与散养户头均净利对比 (元/头)



来源: 《全国农产品成本收益 2018》, 国金证券研究所

(2) **生猪养殖属重资产投资, 规模猪场融资优势更为明显。**生猪养殖行业属于重资产行业, 规模的扩张对资金的需求量较大。以牧原股份为例, 2016、2017 年牧原股份拟投建项目年出栏产能共计 417.5 万头, 总投资超过 50 亿元。与养殖散户相比, 显然规模猪场更具资金优势, 其中上市公司更为明显。与非上市公司相比, 规模养殖上市公司融资渠道较为丰富, 资本开支规模也更为灵活, 因此我们认为, 未来的生猪养殖行业不仅仅是向规模养殖场靠拢, 更是逐步向上市龙头企业集中。

(3) 环保整治压力不断加大，部分散养户无法满足环保要求而退出。我国养殖环保政策自 2016 年起开始收紧，从环保层面对生猪养殖提出了更高的要求。严苛的环保要求提高了猪场建设在环保方面的投入，间接提高了生猪养殖成本，也无形中提高了进入生猪养殖行业的门槛。环保整治压力不断加大，部分散养户由于无法达到环保要求而退出生猪养殖行业，从而也进一步提升了生猪养殖规模化率。

图表 15：我国养殖行业环保政策梳理

颁布时间	颁发部门	法规名称	主要内容
2014 年 1 月	国务院	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜牧业发展规划应当统筹考虑环境承载能力以及畜禽养殖污染防治要求，合理布局，科学确定畜禽养殖的品种、规模、
2015 年 4 月	国务院	“水十条”	明确要求要科学划定畜禽养殖禁养区，2017 年底前依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成
2015 年 11 月	农业部	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	主产区要制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区域和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域。禁养区按照《水污染防治行动计划》时限要求，由地方政府依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非超载区转移
2016 年 4 月	农业部	《全国生猪生产发展规划(2016-2020 年)》	到 2020 年，规模比重稳步提高，规模场成为生猪养殖主体，发展标准化规模养殖，提高规模养殖场自动化装备水平、标准化生产水平和现代化管理水平
2016 年 11 月	环保部、农业部	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门要按照地方政府统一部署，积极配合有关部门，协助做好禁养区内确需关闭或搬迁的已有养殖场关闭或搬迁工作。
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户。
2016 年 12 月	国务院	《中华人民共和国环境保护税法》	于 2018 年 1 月 1 日施行，明确提出在中华人民共和国领域和中华人民共和国管理的其他海域，直接向环境排放应税污染物的生产经营者应依法缴纳环境保护税

来源：农业部、国务院等官方网站，国金证券研究所

2.2 非洲猪瘟加速行业格局集中，促进猪价周期加快逆转

非洲猪瘟(African Swine fever, ASF)是由非洲猪瘟病毒感染家猪和各种野猪而引起的一种急性、出血性、烈性传染病，其特征是发病过程短，急性感染死亡率高达 100%。2018 年 8 月 3 日我国确诊首例非洲猪瘟疫情，到目前为止，非洲猪瘟确诊病例已达到百起，扑杀数量接近百万头，感染省份由东北逐渐扩散至南方，范围几乎覆盖全国。非洲猪瘟的扩散短期来看对行业造成巨大的冲击：生猪的大量捕杀对养殖户造成严重的亏损，猪价探底更是雪上加霜。然而长期来看，非洲猪瘟有利于加快小型散户退出的步伐，加速行业规模化以及集中度的提升，另一方面供需因素对猪价的影响逐渐显现，猪价周期将加快反转，有望开启新一轮上涨周期。

■ 行业格局：猪瘟疫情加速产业结构升级，技术门槛提高加快散户退出

据农业农村部数据显示，截至 2019 年 4 月 4 日，在公告的 118 起非洲猪瘟案例中，68 起发生在养殖户中，44 起发生在规模化养殖场以及种猪场中；从出栏量规模维度来看，出栏 1000 头以下的养殖户/养殖场共发生 91 起，而出栏规模在 10000 头以上的大规模养殖场中仅发生 6 起。从以上数据统计可以发现，非洲猪瘟疫情感染风险最大的是生猪养殖散户(规模 500 头以下)，其次是中小规模化养殖场。

图表 16：截至 2019 年 4 月 4 日我国非洲猪瘟疫情统计表

出栏规模（头）	养殖户	养殖场	种猪场	屠宰场	野猪	合计
<100	25	0	0	1	1	27
100-1000	42	17	1	2	2	64
1000-5000	1	10	1	0	0	12
5000-10000	0	9	0	0	0	9
>10000	0	6	0	0	0	6
合计	68	42	2	3	3	118

来源：农业农村部，国金证券研究所

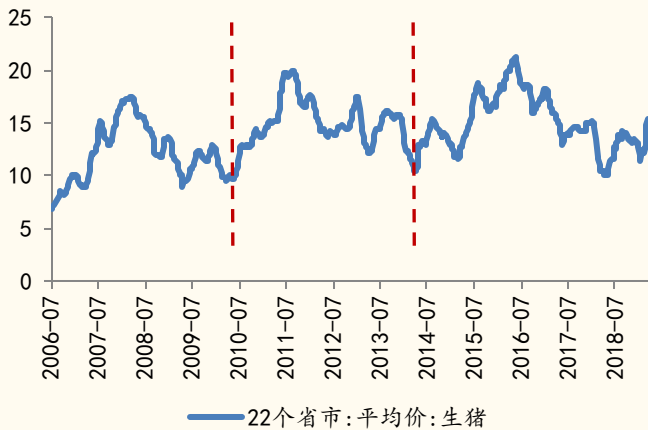
养殖散户以及中小型养殖场疫情防控不到位是造成这种情况的主要原因。理论上讲，病毒防控的三要素为“控制传染源、切断传播途径、保护易感群体，在目前缺乏疫苗、兽医的前提下，能做到的无非是从车流、物流以及人流的流动入手。而从具体的防控体系建设措施来看，规模化养殖场，尤其是大型养殖集团，相比散养户会更有优势。例如，为了杜绝车辆感染，养殖场可以建设中转站以及二级洗消中心；为了降低饲料感染风险，可以对自产饲料进行高温制粒以及闷罐熏蒸；为防止种猪流动的传染风险，可以凭借自身育种体系的建设，减少对外引种、外购仔猪的流动。而上述这些防控举措，是很多个体养殖户，甚至很多中小规模养殖场都无法做到的，这一类养殖户必将面临着较高的感染风险。

因此，我们认为，非洲猪瘟虽在短期内会对行业造成冲击，但是长期来看，它将加速生猪养殖行业产业结构的升级，进一步提升行业进入门槛，尤其是技术门槛，无法适应并建立起现代高强度疫病防控体系的养殖散户/中小型养殖场，会最先被市场淘汰。而随着散户的加速退出，行业集中度将会进一步得到提升。

■ 猪价周期：猪价底部已现，19 年有望迎来上行

受供需影响，我国猪肉价格呈现出明显的周期性特点。在过去的十余年中，我国经历了三轮较为明显的猪周期，每次时间跨度约 3-5 年。猪肉价格主要由猪肉的供需关系决定，而由于我国居民饮食消费习惯的稳定性，对猪肉的需求始终保持在一个较为稳定的增长速度，尽管短期内可能略有波动，但长线来看猪肉需求始终较为稳定，因此我们说猪肉价格主要受供给端影响。猪周期是一个周而复始的过程，具体表现为“生猪供应减少，肉价上涨，母猪存栏量大增导致生猪供应增加，继而肉价下跌，母猪被大量淘汰，生猪的供应减少”这一过程的循环。2018 年以来，猪肉价格延续本轮猪周期的下跌趋势，所带来的直接影响是生猪存栏数量与能繁母猪存栏量的持续下降。2018 年 5 月 18 日，22 个省市的生猪平均价格为 10.01 元/kg，跌破 2014 年的低位水平，达到底部区域。据农业农村部数据显示，截至 2019 年 2 月底，生猪存栏量同比下降 16.6%至 27754 万头，环比下降 5.4%；能繁母猪存栏量同比下降 19.1%至 2738 万头，环比下降 5.0%，处于 09 年以来的历史底部。

图表 17: 我国三轮猪周期 (元/kg)



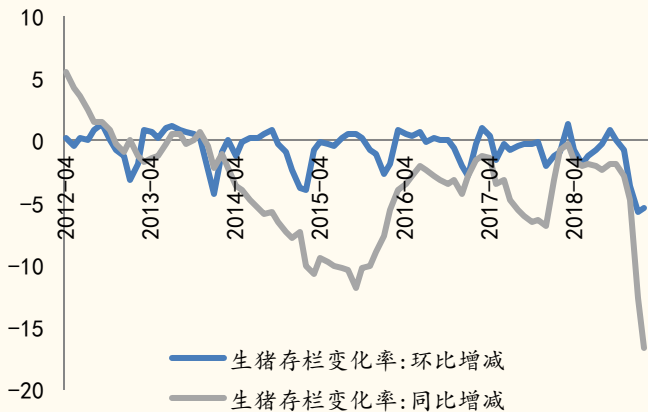
来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 猪价周期原理示意图



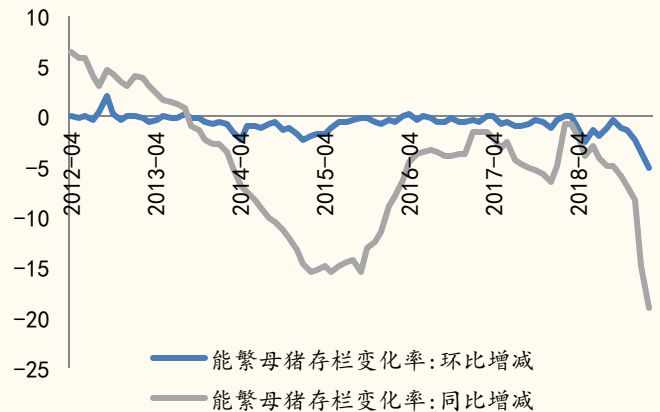
来源: 中国农业网, 国金证券研究所绘制

图表 19: 生猪存栏量同比与环比变化率 (%)



来源: wind, 农业农村部, 国金证券研究所

图表 20: 能繁母猪存栏量同比与环比变化率 (%)

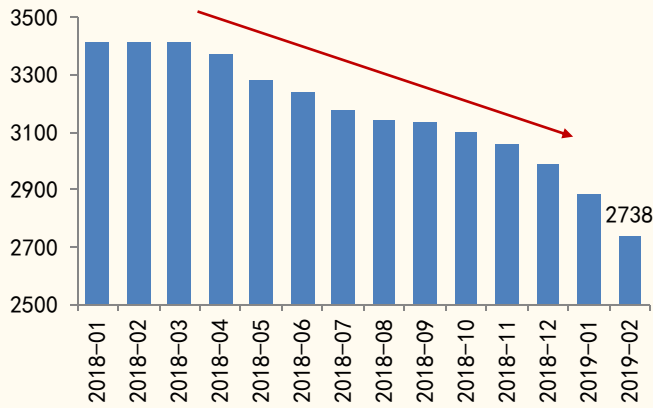


来源: wind, 农业农村部, 国金证券研究所

生猪禁运政策导致产销区出现较大价差，产区猪价整体下滑。2018 年 8 月份，国内发生首例非洲猪瘟后，农业农村部紧急出台生猪产品禁调措施。由于前几年的南猪北养以及环保等因素的影响下，华南地区的生猪产能开始向北方转移，逐渐形成国内北猪南调的巨大运输网络。在禁运情况下，产区出现大规模的压栏情况，供给阶段性增多，供过于求导致产区猪价快速下滑，导致南北产销区出现牟利价差。2018 年 12 月份，生猪禁运政策调整略有放松，北方产区的生猪产品开始以白条的形式外调，对全国市场造成较大冲击，猪价整体下滑。

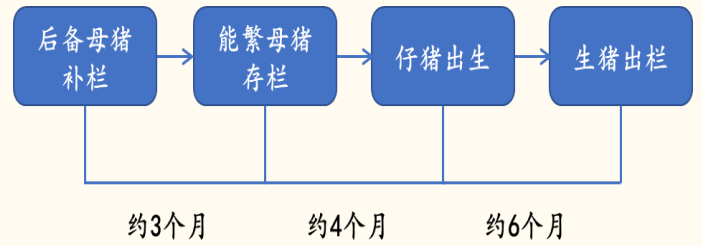
供给量成为影响猪价的关键因素，产能加速出清下有望推动猪价的新一轮上涨。据农业农村部数据显示，能繁母猪存栏量变动从 2018 年 3 月开始持续下滑，2019 年 2 月份全国生猪存栏同比下降 16.6%，能繁母猪存栏同比下降 19.1%，连续 5 个月跌幅超过 5%的预警线。整体来看，2018 年能繁母猪平均存栏量较 2017 年大幅下降，结合生猪养殖周期（约 12 个月）来看，2019 年的生猪出栏量较 2018 年会有明显下降，供应收紧，预计 19 年猪价大概率将会有上行趋势。

图表 21: 自 2018/3 起能繁母猪存栏量持续下降 (万头)



来源: wind, 农业农村部, 国金证券研究所

图表 22: 后备母猪补栏至生猪出栏约 1 年



来源: 公开资料, 国金证券研究所

2.3 产能扩张叠加猪价上行, 养殖业务有望实现高增长

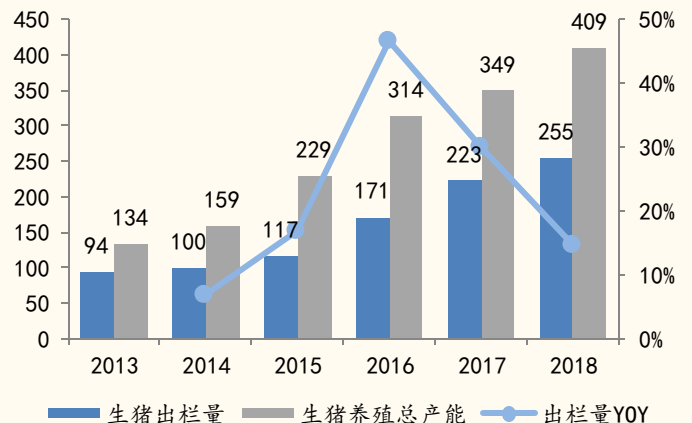
- “自繁自养+合作养殖”双轮驱动, 养殖产能不断扩张。** 生猪养殖业务一直是中粮肉食最主要的收入、利润来源 (2018 年受猪价影响, 生猪养殖业务业绩相对较差), 近年来公司养殖产能在不断扩张。截至 2018 年底, 公司在江苏、湖北、内蒙、吉林、河北、河南以及天津等地共拥有数十家养殖场, 产能合计 408.9 万头, 同比增长 17.1%。从出栏量来看, 2018 年公司共出栏 255 万头, 同比增长 14.56%, 在行业内排名第四。考虑到生猪养殖产能从养殖基地建成到释放约需要 2 年 (从空栏、补充能繁母猪、怀孕、产子、育肥和新一轮补充母猪到满栏), 因此我们预计 2019、2020 年公司生猪养殖产能将会进一步释放。目前公司的养殖模式主要为自繁自养, 为加快养殖产能建设, 未来产能扩张会采用“自繁自养+合作养殖”双轮驱动的模式。与自繁自养相比, “公司+农户”的养殖模式避免了较大的土地支出以及环保政策的限制, 同时还可以较快出栏, 加速产能的释放。2018 年公司合作养殖顺利开展, 在上半年已投放猪苗 8.4 万头, 并结合政府“精准扶贫”政策, 探索多种扶贫合作养殖模式。我们认为, 公司在猪价下行周期内仍在储备养殖产能养精蓄锐, 未来有望通过合作养殖进一步扩大养殖规模, 产能释放蓄势待发。

图表 23: 中粮肉食全国养殖产能分布 (蓝色区域)



来源: 公司公告, 国金证券研究所绘制

图表 24: 中粮肉食近年来养殖产能与出栏量 (万头)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

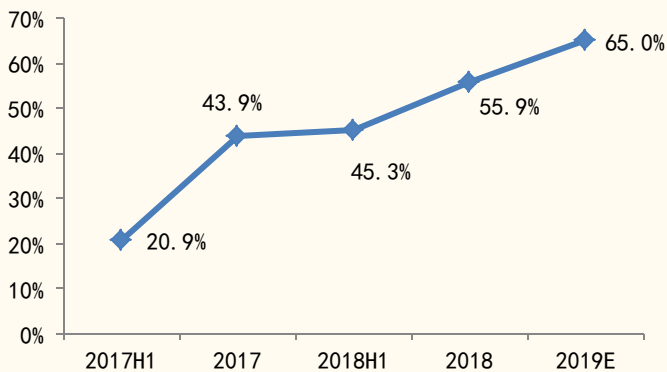
图表 25: 不同养殖模式的特点对比

经营模式	自繁自养	“公司+农户”
模式简介	公司自建猪场，通过引种、配种最后达到母猪分娩仔猪，将出生仔猪从哺乳、保育、生长、育肥饲养到肥猪出栏的全程阶段饲养管理模式，主要上市育肥猪	公司提供仔猪、饲料、疫苗等，生猪养殖环节由农户完成，在养殖过程中执行统一的养殖技术、规定饲料以及疫苗的使用，并配备专业技术人员指导，根据合同将猪成品交由公司回收并进行统一销售
主要优势	全程自动化，工艺水平提高；公司制定统一的疾病防疫标准，可较大程度地杜绝疾病的传播；公司严格实施统一管理，易于控制质量及生产指标	轻资产运作，公司资金投入少；由于资金投入少，模式易复制，可实现生猪规模的快速扩张；养户严格按照公司要求自建猪舍，自主经营，容易激发养户的猪场管理责任心，降低委托代理风险
主要风险	异地管理风险：公司自繁自养模式主要集中在北方，因气候、猪场分布地域广泛，可能会存在一定的异地管理风险；对资金各方面要求很高，实现生猪规模快速扩张具有一定的障碍；环保压力	管理风险：猪只在农户处委托养殖时，因养户分散，增加了管理难度；市场风险：在市场生猪价格低于约定回收价格时，公司可能面临猪价倒挂的市场风险

来源：正邦科技公司公告，国金证券研究所

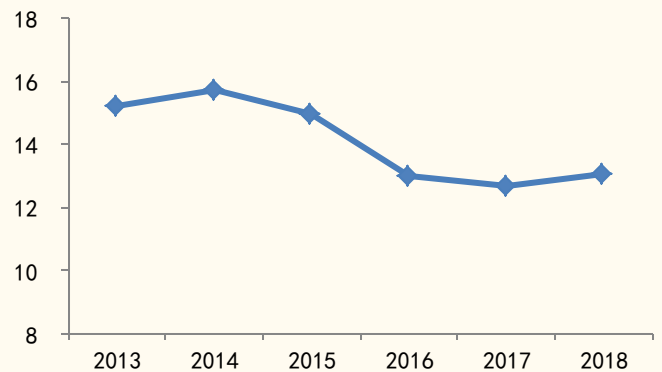
- **加快配套饲料厂建设步伐，自给比例提高有望推动养殖成本下降。**据我们测算，2018年公司单位完全成本约为13元/公斤，较2017年稍有上涨，主要是由于禁运带来的压栏而造成的一系列成本的上升，包括死伤、防疫费用、人工等。单位养殖成本约为12元/公斤，其中占比最高的为饲料成本。截至2018年底，公司在内蒙赤峰、吉林松原、河北张北以及江苏东台共拥有4个饲料厂合计产能90万吨，饲料自给率由2017年的43.9%提升至2018年的55.9%，同比提升12pct。18年下半年江苏东台新饲料厂（年产36万吨）已实现量产，随着产能逐步释放，公司饲料自给率有望进一步提高，有助于公司饲料成本的下降，进而推动公司养殖成本的下降。

图表 26: 中粮肉食饲料自供比例变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27: 中粮肉食近年来单位完全成本测算 (元/kg)



来源：公司公告，国金证券研究所

- **疫情防控措施完善，疫情危机下优势较为明显。**中粮肉食养殖场土建与设备标准较高，采用“母猪区+保育育肥区”两点式布局，拉开防疫间距，并在场外设有配套的生猪转运站、车辆清洗消毒站，以加强疫病防控力度。自非洲猪瘟疫情进入中国以来，中粮肉食高度重视，全面提升生物安全等级，增加消毒设施以及消毒步骤，严控猪场人员、车辆以及物资的进出。随着公司上下游匹配度提高，饲料、生猪产量在全产业链体系内流动，有利于保障生物安全，在疫情背景下竞争优势较强。
- **猪价已逐渐回涨，叠加产能释放有望实现量价齐升。**2018年公司生猪养殖业务实现收入30.44亿元（未抵消内部收入），同比下降7.6%，主因猪价大幅下跌所致。量价拆分来看，2018年生猪出栏量为255万头，同比增长14.5%；而据我们测算，公司平均销售猪价约为11.6元/kg，同比下降约

19.8%。生猪养殖行业的业绩受猪价影响较大，2018 年整体猪价下行，公司相关业绩也受到影响。据我们上述猪价演变分析可以得出结论，19、20 年我国生猪供应量逐渐萎缩，猪价有望上行，叠加公司产能的释放，预计 19 年将会实现量价齐升。

图表 28：中粮肉食生猪养殖业务量价拆分测算

	2018	2019E	2020E	2021E
养殖业务收入 (亿元)	30.44	50.55	82.02	83.38
YOY	-7.6%	66.1%	62.2%	1.7%
其中：内部销售收入 (亿元)	13.42	22.29	34.45	35.02
外部销售收入 (亿元)	17.02	28.27	47.57	48.36
内部占比	44%	44%	42%	42%
养殖业务毛利	-2.79	9.07	27.62	19.62
养殖业务成本	33.23	41.48	54.40	63.76
养殖业务毛利率	-9.2%	17.9%	33.7%	23.5%
生猪养殖产能 (万头)	409	449	499	549
新增养殖产能 (万头)	60	40	50	50
生猪出栏量 (万头)	255	306	398	457
YOY	14.5%	20%	30%	15%
出栏均重 (公斤/头)	108	112	116	121
YOY	3.34%	3%	4%	4%
出栏重量 (万公斤)	27642	34166	46192	55245
销售均价 (元/kg)	11.6	14.8	17.8	15.1
YOY	-19.8%	28%	20%	-15%
单位养殖成本 (元/kg)	12.0	12.1	11.8	11.5
YOY		1%	-3%	-2%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：1) 考虑到扩建产能至生猪出栏周期约为 2 年，因此预计 20 年生猪出栏量将会有较大幅度的增长；2) 预计 19 年将会进入猪价上行周期，考虑到猪周期约为 3 年左右，预计 2020 年猪价仍然温和上涨，21 年出现下行；3) 随着饲料自给率逐渐提升，养殖成本会有下降；4) 假设出栏均重在内外销售中是均等的；

2.4 对标养殖龙头：规模发展速度远超同行，养殖成本有望进一步下降

2018 年公司生猪出栏量为 255 万头，位列全国第四。为了更清晰直观地观察中粮肉食在生猪养殖行业的地位，在这里我们将其与生猪养殖行业龙头温氏股份、牧原股份、正邦科技以及天邦股份进行养殖方面全方位的对比分析。

- **成长速度远超同行业其他公司，发展仅十余年出栏规模位居行业第四。** 中粮肉食于 2002 年成立并开展生猪全产业链业务，与行业龙头温氏股份、牧原股份以及正邦科技相比，公司成立时间较短，仅 17 年（温氏股份成立至今 36 年，牧原股份成立至今 27 年，正邦科技成立至今 23 年），然而公司却显示出了远超同行业其他公司的规模发展速度。截至 2018 年底，中粮肉食共拥有养殖产能 408.9 万头，养殖产能布局在中国的北部和中部地区；18 年生猪出栏量为 255 万头，位列行业第四名，超过天邦股份（18 年出栏量为 217 万头）。
- **自繁自养模式保证猪肉品质，试点合作养殖助力产能扩张。** 目前来看，中粮肉食的主要养殖模式还是以自繁自养为主，养殖一体化从育种到育肥环节全部自己负责。与温氏股份等完全采用“公司+农户”合作养殖模式（公司进行上游的育种，农户完成下游的育肥，公司给农户一定的委托育肥费用）的企业相比，自繁自养更能随时监测养殖状态，能够更加有效的保证养殖质量。与牧原股份等完全采用自繁自养模式的企业相比，中粮肉食已试点“公司+农户”的合作养殖模式，未来将采用自繁自养和合作养殖“双轮驱动”进行产能扩张。另外，中粮肉食的央企背景能够进一步保障公司的生猪养殖品质，使其猪肉质量远超行业平均水平。

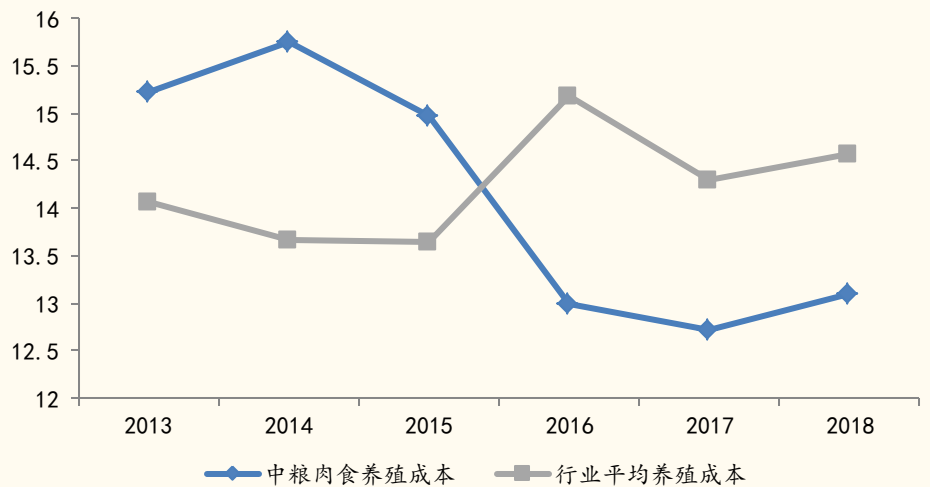
图表 29：同行业公司养殖产能以及模式对比表

公司	养殖产能	18 年出栏量	产能分布	养殖模式
温氏股份	超过 3000 万头	2229.7 万头	以南方区域为主	“公司+农户”合作养殖模式
牧原股份	超过 1500 万头	1101.1 万头	主要分布河南、安徽、山西、东北等地区，其中河南地区占比最高	自繁自养模式
正邦科技	约 700 万头	554 万头	以南方区域为主，江西、广东、湖北相对较多	自繁自养模式与“公司+农户”合作养殖模式
中粮肉食	408.9 万头	255 万头	主要覆盖我国北部以及中部地区，如河北、湖北、江苏、内蒙等地	以自繁自养为主，合作养殖模式在试点
天邦股份	约 350 万头	217 万头	以华东为主，华中、华南为辅	“公司+农户”合作养殖模式

来源：各公司公告，国金证券研究所

- **单位养殖成本远低于行业平均水平，未来仍有进一步下降空间。**经过我们测算，2018 年中粮肉食的生猪养殖完全成本约为 13 元/公斤，与温氏股份、牧原股份等养殖龙头相差不大，且远低于行业平均养殖成本（自繁自养约 14.57 元/kg），在行业中仍处于较低水平。成本端具体来看，生猪养殖成本中包括饲料成本、生物资产（母猪）和固定资产折旧、医药疫苗、人工成本以及死淘成本等。目前中粮肉食的折旧成本相对较高，主要是由于公司饲养成本较高，且自繁自养模式下育肥场的折旧较高，随着未来“公司+农户”合作养殖模式的逐步推进，预计折旧成本将会有所下降。另外，公司饲料自给比例在未来有望进一步提升（2018 年底为 55.9%，19 年有望达到 65%），可进一步节约饲料成本。我们认为，公司未来养殖成本仍有进一步下降的空间。

图表 30：目前中粮肉食养殖完全成本远低于行业平均水平（元/kg）



来源：公司公告，《全国农产品成本收益 2018》，国金证券研究所

注：2016 年之前成本较高，主要由于场地折旧费以及饲养成本较高；2016 年成本的快速下降主要源于当年出栏量的释放（前几年养殖产能扩张，而产能释放需要 2 年）导致的规模效应

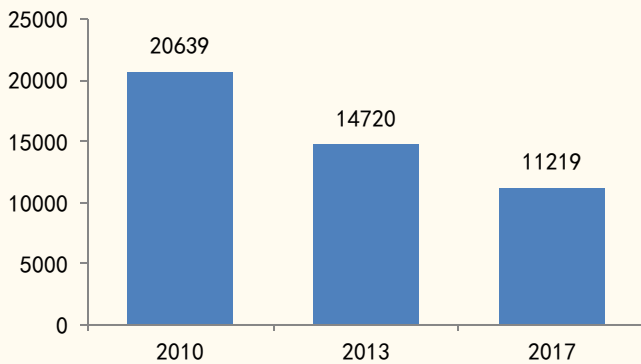
三、屠宰业务迎来发展新契机，品牌生鲜表现靓丽

3.1 产区屠宰利润提升，产能扩张为公司业绩贡献增量

■ 行业：屠宰模式向“点对点”转变，疫情推动集中度进一步提升

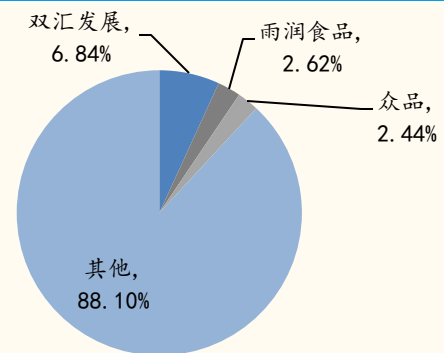
屠宰行业格局过于分散，行业集中度仍有待提升。随着 1998 年国家开始施行定点屠宰制度，尤其是 2009 年生猪屠宰管理条例修订之后，我国生猪屠宰进入新的发展阶段，中小屠宰企业加速出清，数量大幅减少。2010 年，全国共有生猪定点屠宰企业 20639 个，较 1998 年实施定点屠宰制度前减少了 80%，2017 年进一步下降到 11219 家，降幅达到 45.6%。而规模定点企业数量稳步增加，“十二五”规划末期，全国规模以上屠宰企业为 2837 家，比“十一五”末增长 17.9%，屠宰量占比达到 68%。虽然规模企业屠宰量占比有所提升，但整体而言，我国屠宰行业集中度仍然偏低。从农业部发布的定点规模企业屠宰量来看，2017 年双汇和雨润的屠宰量占比分别为 6.84% 和 2.62%，CR2 也只有 9.46%，仍然处于较低水平。

图表 31：定点屠宰企业规模数量逐年下滑



来源：统计局，农业部，国金证券研究所

图表 32：我国生猪屠宰行业竞争格局



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

禁止调运利好产区大型屠宰场，盈利能力进一步加强。一直以来，国内生猪养殖行业由于生猪产地和销地不匹配、屠宰和养殖产能的不匹配，始终处于产销区域分离的状态，呈现出明显的“南猪北养”趋势。非洲猪瘟疫情爆发后，农村农业部紧急出台生猪产品禁调措施，禁止生猪跨省调运。根据国务院要求，目前点对点产销合作已在北方主产区和南方主销区间展开试点，帮助大型生猪养殖企业和大型屠宰加工企业对接，通过“养殖—屠宰—冷藏”模式，将产区猪肉运入销区，缓解因疫情造成的供需紧张和生猪养殖产能过剩问题。随着生猪产品的产销对接，产区白条肉外调量及屠宰量增加，产区屠宰产能利用率有望保持在较高水平，利好大型屠宰场以及产屠一体化企业。除此之外，政策面鼓励行业从运猪向运肉转型，产区养殖场直接对接当地屠宰场，于产区屠宰后运出白条到销区，不仅有利于疫情防控，还将进一步推动市场从活畜禽运输向冷鲜肉运输转变，屠宰产能大、布局广且具有冷链运输能力的大型屠宰公司有望从中受益。

屠宰政策进一步向大规模龙头屠宰场倾斜。从 1998 年国务院颁布《生猪屠宰管理条例》起，政策不断向大中型屠宰企业倾斜，促使落后生猪屠宰产能淘汰。2012 年《食品工业“十二五”发展规划》提出严格控制新增屠宰产能，原则上不再新建生猪年屠宰量在 20 万头以下的企业，限制年生产加工量 3000 吨以下的西式肉制品加工企业。到 2015 年，全国手工和半机械化等落后生猪屠宰产能淘汰 50%，其中大中城市和发达地区力争淘汰 80% 左右。2016 年起，环保督查亦促使不符合污染防治标准的落后屠宰产能淘汰。政策层面的倾斜将加速小型屠宰场的退出，利好大型屠宰场的发展。

图表 33：我国屠宰政策利好大规模龙头屠宰场

时间	部门	文件	主要内容
1998	国务院	《生猪屠宰管理条例》	明确国家实行生猪定点屠宰、集中检疫制度
2009	商务部	生猪定点屠宰厂（场）分级管理办法	国家推行生猪定点屠宰厂（场）分级管理制度，鼓励和支持屠宰企业为提高肉品安全水平采用先进技术和先进管理手段，达到更高等级的标准要求
2010	商务部	《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015）》	到 2013 年，全国手工和半机械化等落后的生猪屠宰产能淘汰 30%，到 2015 年淘汰 50%，其中大城市和发达地区力争淘汰 80% 左右
2012	发改委、工业和信息化部	《食品工业“十二五”发展规划》	严格控制新增屠宰产能，原则上不再新建生猪年屠宰量在 20 万头以下的企业，限制年生产加工量 3000 吨以下的西式肉制品加工企业。到 2015 年，全国落后生猪屠宰产能淘汰 50%，其中大中城市和发达地区力争淘汰 80% 左右
2016	农业部	关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见	到 2020 年，基本形成权责一致、分工明确、运行高效的屠宰环节质量安全监管体系，规模以上屠宰企业基本建立质量安全控制体系；生猪屠宰场点“小、散、乱”状况得到基本改善，牛、羊、禽集中屠宰稳步推进
2018	农村农业部	《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》	省级畜牧兽医主管部门按照“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的总体思路，综合生猪养殖、市场消费、交通运输等因素，调整完善本区域生猪屠宰行业发展规划

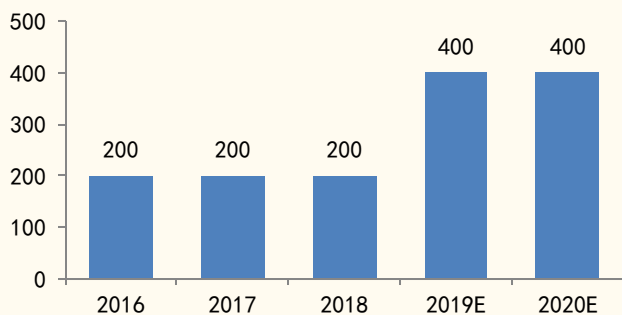
来源：农业部、商务部、国务院等官网，国金证券研究所

■ 公司：屠宰业务持续扩张，匹配养殖产能未来可期

公司目前养殖产能和屠宰产能存在数量上和地理空间上的不匹配，是制约公司发展的重要因素。由于公司在南方同时拥有养殖和屠宰产能（湖北和江苏），但是在北方只有大量的养殖产能，没有配套屠宰产能。因此，吉林、内蒙等北方养殖的猪只能以生猪形式卖出去，公司整体的收入会随生猪价格周期影响而大幅波动。公司自己养殖的生猪进入自己的屠宰场，不仅能平滑猪价波动对收入的影响，还可以通过改善产品结构提高利润率。

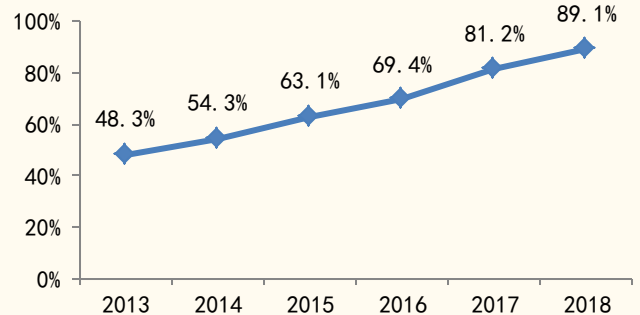
屠宰业务仍在扩张期，19 年底预计产能可达 400 万头。目前，公司的屠宰场位于武汉和江苏，年产能分别为 50 万头和 150 万头，其中湖北武汉屠宰场已连续 6 年满产，2017、2018 年产能利用率分别为 100.4% 与 104.7%，江苏东台屠宰场产能利用率也由 2017 年的 74.8% 增至 84%，产能利用率已经接近饱和。在产能利用率的限制下，公司现阶段重点任务是提升屠宰产能。位于湖北黄冈的年产能 100 万头的新屠宰厂已于 2018 年开工建设，预计 2019 年下半年投产；另外，公司准备在东北和华北建设屠宰厂，预计 2019 年底公司的屠宰产能可以达到 400 万头。到 2020 年，公司养殖的生猪进入自己屠宰厂屠宰加工的比例可大幅提升，未来猪价波动对收入的影响将大大降低。

图表 34：中粮肉食屠宰产能将逐步扩张（万头）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：中粮肉食屠宰产能利用率接近饱和



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 猪肉消费趋向低温化与品牌化，公司品牌肉业务表现靓丽

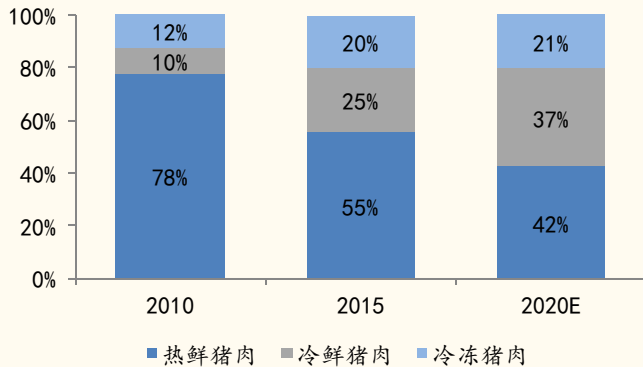
- 伴随消费升级，猪肉消费逐渐趋向低温化与品牌化。我国生鲜肉主要包括冷鲜猪肉、冷冻猪肉和热鲜猪肉三个类型，冷鲜猪肉主要在以超市和大卖场为主的现代零售商、零售专门店中销售，屠宰后猪肉经过快速冷却，在其后的加工与流通过程中，始终处在 0-4℃ 冷链下保存。因此，冷鲜肉在营养价值和食品安全度方面均优于热鲜肉。2008 年我国猪肉消费结构中，冷鲜猪肉消费占比不到 10%，2015 年占比超过 20%，结构变化显著，据弗若斯特沙利文预测数据，至 2020 年冷鲜猪肉占比将达到 37%。另外，在消费升级的推动下，品牌成为消费者在购买生鲜猪肉时考虑的重要因素，尤其是在非洲猪瘟的背景下，品牌生鲜更值得消费者信赖。另外，从企业角度来看，品牌猪肉能取得较高的溢价，有助于屠宰厂商平抑猪价波动带来的风险，平滑毛利率，增强盈利能力。

图表 36：三种生鲜猪肉的对比

品类	安全性	营养性	口味	保质期	主要渠道
热鲜肉	从加工到零售过程中，受到空气、运输车和包装等方面污染，细菌大量繁殖	没有经过排酸处理，不利于人体吸收，营养成分含量少	肉质较硬、肉汤较混、香味较淡	常温下半天甚至更短	农贸市场
冷鲜肉	0—4℃ 内无菌加工、运输、销售，24—48 小时冷却排酸，目前世界上最安全的食用肉。	保留肉质绝大部分营养成分，能被人体充分吸收	鲜嫩多汁、易咀嚼、汤清、肉鲜	0-4℃ 保存 3-7 天	超市、零售店、专卖店
冷冻肉	宰杀后的禽畜肉经预冷后，在 -18℃ 速冻，是深层温度达 -6℃ 以下，有害物质被抑制。	冰晶破坏猪肉组织，导致营养成分大量流失	肉质干硬、香味淡、不够鲜美。	零下 18℃ 以下，12 个月以上	工厂、学校、餐厅等大客户

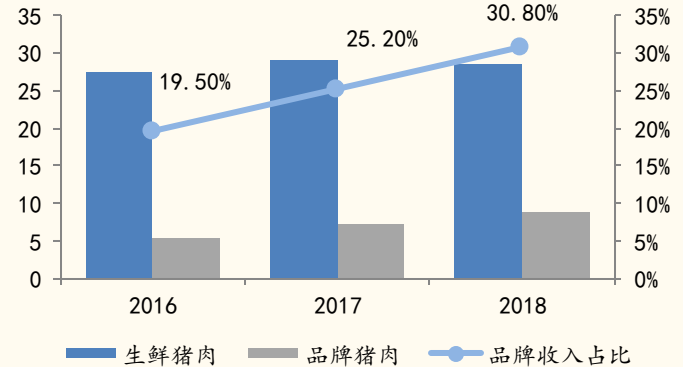
来源：公开资料，国金证券研究所

图表 37：我国生鲜猪肉消费结构的改变



来源：公司公告，弗若斯特沙利文预测，国金证券研究所

图表 38：中粮肉食生鲜猪肉以及品牌销售收入 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 品牌业务持续提升，有望成为公司新的增长助力。2018 年公司生鲜猪肉业务销量同比增长 10.6% 至 19 万吨，其中品牌生鲜销量大幅增长 32.2% 至 4.3 万吨，品牌生鲜收入在生鲜猪肉中占比达到 30.8%，同比提升 5.6pct，在整体收入中占比达到 17.5%，同比提升 1.9pct。中粮肉食主要以“家佳康”品牌在华中和华东市场的商超和专卖店出售品牌生鲜猪肉产品，品牌生鲜猪肉全部来自于公司自己养殖的生猪。由于公司品牌生鲜肉品质好（多年为中国体育代表团唯一肉食供应商），定位高端市场，单价和毛利率相对较高，品牌业务毛利率可达 18% 左右，非品牌毛利率仅为 7% 左右。预计公司会继续提升品牌产品占比结构，从而提升产品的整体毛利率。

- **拓展新零售模式，渠道结构进一步优化。**中粮肉食生鲜猪肉销售的主要渠道有经销商、批发商、商超、专卖、餐饮以及电商等。目前批发和经销商渠道（主要为粗加工的白条和分体肉）约占比一半左右，另外一半为商超、专卖、餐饮和电商等其他渠道（主要为品牌生鲜肉），平均毛利率相对较高。其中电商渠道主要售卖小包装生鲜猪肉产品，毛利率高，目前处于高速增长阶段。除此之外，公司还在积极探索新零售模式，集团开展盒装生鲜产品创新，与盒马鲜生等新零售渠道展开深度合作，推出“日日鲜”等高端盒装系列新品，推广较为顺利。目前，公司两个屠宰厂的产能利用率非常高，建立了分割模型，力争实现一头猪的价值最大化，根据市场反馈不断优化产品结构，并根据不同产品的特性，销售到能产生其最大溢价的渠道。预计随着公司新屠宰场的投入使用以及渠道的不断拓展，毛利率较低的批发和经销商渠道占比将会下降，而商超、专卖店和电商的占比会不断提高，渠道结构进一步优化，从而提升公司产品的整体盈利能力。

图表 39：中粮肉食品牌业务“家佳康”



来源：家佳康官网，国金证券研究所

图表 40：与盒马鲜生合作推出“日日鲜”

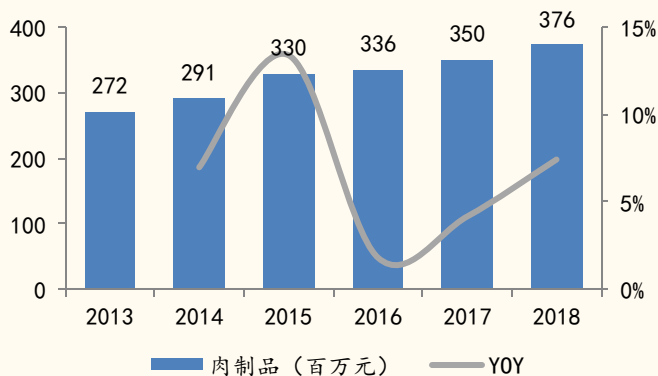


来源：国金证券研究所

3.3 肉制品与进口业务有望实现持续稳定增长

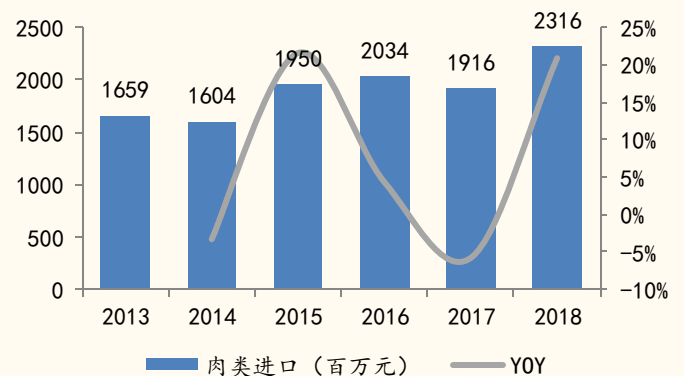
- **发力餐饮渠道，肉制品业务有望稳健增长。**公司肉制品业务规模相对较小，2018 年肉制品分部实现收入 3.76 亿元，同比增长 7.4%，目前共有 3 个肉制品加工厂（湖北武汉、广东鹤山、江苏东台）合计年产能约 2.7 万吨。公司肉制品产品结构中，基本全部为西式低温，只有几款休闲常温产品。目前的渠道结构中，商超与经销批发仍为主要销售渠道，餐饮渠道占比相对较小。由于我国缺乏低温肉制品的销售场景，公司正在调整渠道策略，由商超渠道逐渐向餐饮渠道转型。18 年公司肉制品销量同比增长 16.8% 至 1.25 万吨，其中餐饮渠道销量同比增长 119.8%。我们预计随着餐饮渠道的不断发力，公司肉制品业务有望持续稳健增长。

图表 41：肉制品分部销售规模及增速（分部抵消前）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：进口业务分部销售规模及增速（分部抵消前）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **持续推进工贸结合的业务模式，进口业务稳步提升。**公司进口的肉类中，按收入占比由高到低分别为牛肉、猪肉、鸡肉、羊肉，扩大进口牛肉销售规模是中粮肉食贸易业务的战略重点。2018 年肉类进口业务实现销售收入 23.16 亿元，同比增长 20.9%，全年实现销量 9.3 万吨，同比增长 8.6%，其中进口牛肉销量同比大增 81.7%至 3.8 万吨。公司持续推进工贸结合的业务模式，即按照下游客户的需求，将进口的冷冻肉进行初步加工，然后再出售给下游的餐饮等客户。预计未来公司的进口肉销售业务会不断拓宽销售渠道，分部业绩有望保持稳定增长。

四、全产业链布局具备发展潜力，受益猪周期反转业绩高增长可期

4.1 行业趋向垂直整合，前瞻性布局全产业链优势凸显

- 生猪产业链主要包括以下五个环节：饲料生产、生猪养殖、屠宰加工（生鲜猪肉）、肉制品加工、销售，不同的企业对于产业链的布局不同，主要分为三种类型。第一类重点布局上游生猪养殖行业，如温氏股份、牧原股份，这些企业以生猪养殖起家，在育种和育肥上有着丰富的经验积累，技术优势与成本优势突出。第二类重点布局下游的屠宰加工与肉制品加工，如双汇发展，屠宰产能规模较大，肉制品加工经验丰富，且渠道多样。第三类采用全产业链布局，如中粮肉食，业务范围涵盖从上游养殖至下游屠宰与销售。三类相对比来看，对上游生猪养殖企业来说，下游生鲜猪肉业务渠道成本较高，对消费者而言知名度不高，品牌推广难度较大；而下游肉制品企业由于没有自己的生猪养殖场，食品安全无法严格保证，同时要自建规模化生猪养殖场的难度也比较大。全产业链布局式有助于平滑猪价对收入端的影响，保证生鲜猪肉产品质量稳定的同时发展品牌业务，获得产品溢价，进一步提升产品利润率，产业链垂直整合逐渐成为行业发展趋势。

图表 43：生猪产业链各阶段分布状况

		饲料	养殖	屠宰	肉制品	经销零售
生产要素	投入	<ul style="list-style-type: none"> 玉米、豆粕、麸皮等原料； 生产设备 	<ul style="list-style-type: none"> 饲料 养殖设备 粪污处理 	<ul style="list-style-type: none"> 生猪成本 人工成本 屠宰设备 	<ul style="list-style-type: none"> 猪肉成本 人工成本 加工设备 	<ul style="list-style-type: none"> 运输仓储 渠道构建 渠道维护
	产出	<ul style="list-style-type: none"> 浓缩料 配合料等 	<ul style="list-style-type: none"> 种猪 仔猪等 	<ul style="list-style-type: none"> 冷鲜肉 热鲜肉 冷冻肉 	<ul style="list-style-type: none"> 低温肉制品 高温肉制品 	
代表企业		新希望 正邦科技	温氏股份 牧原股份	双汇发展、雨润食品 中粮肉食		
平均毛利		5%-10%	大幅波动	10%	20%	10%-30%
平均净利		1%-2%	大幅波动	-5%~5%	0-10%	5%-10%
风险因素		<ul style="list-style-type: none"> 粮价波动 技术壁垒 	<ul style="list-style-type: none"> 生猪价格 养殖模式 	<ul style="list-style-type: none"> 生猪价格 产能利用率 	<ul style="list-style-type: none"> 食品安全 猪肉价格 	<ul style="list-style-type: none"> 宏观经济 渠道结构

来源：中国牧业网，国金证券研究所绘制

- **较早布局全产业链，产屠一体化在应对非洲猪瘟时更具竞争优势。**中粮肉食自创立之初便开始布局全产业链业务，前瞻性的战略布局使得公司在当下更具竞争力。目前非洲猪瘟暂未有缓解迹象，公司在进一步扩大养殖规模的同时，也正在进行屠宰产能的扩产。养殖与屠宰产能的进一步匹配可以保证生猪内部循环，即养殖环节完成后，育肥猪直接从自有的养殖场到达屠宰场。因此，公司自建的屠宰厂可直接与公司内部的养殖场对接，避免和其他来源的生猪接触，从源头上防止猪瘟疫情传播。在非洲猪瘟的大

背景下，这有效地保证了食品安全，可促进品牌业务的发展，极具竞争优势。

- **背靠中粮集团，全产业链协同优势尽显。**从全产业链角度来看，中粮肉食自有生猪养殖业务，从上游做起，对产业链的掌控力度更强，并利用中粮集团的原料采购优势，有利于降低饲料原料成本。在融资上，中粮肉食背靠中粮集团，具有融资成本优势，更易获得融资优惠条件，财务费用上的控制更加灵活。在渠道上，中粮肉食可借助中粮集团的销售渠道，大幅节省渠道成本，提升渠道建设效率。在品牌上，食品安全有一定保障，消费者可天然获得信赖感。公司与集团在全产业链运作上发挥较好的协同作用，助推公司实现良性稳健发展。

4.2 前景展望：产能扩张蓄势待发，叠加猪价回暖 19 年高增长可期

2018 年猪价下跌拖累公司全年盈利呈现亏损状态，从 2019 年 1-3 月来看，生猪价格已有回暖迹象，19 年预计随着生猪供应量的下降猪价有望回升。我们认为，在 18 年业绩低基数的情况下，19 年有望实现一个较高的增长，主要驱动力如下：

- (1) 产能扩张+养殖模式驱动+猪价上行，生猪养殖业务有望实现量价齐升。**截至 2018 年底，中粮肉食生猪养殖产能为 408.9 万头，19 年公司将持续扩张产能，预计 19 年养殖产能将达到 450 万头。另外，随着“公司+农户”养殖模式的推进，生猪出栏速度加快，叠加 17/18 年新建产能的释放，19 年生猪出栏量有望得到大幅提升。行业角度来看，猪瘟加速产能出清导致能繁母猪存栏量明显下降，这将直接影响到 2019/2020 年生猪行业供应量，未来在供应偏紧的情况下，猪价将大概率回升。产能释放叠加猪价上涨，业绩弹性十足。
- (2) 产区屠宰利润提升，屠宰产能扩张将为业绩贡献增量。**在疫情影响下，未来生猪消费有望从调运活猪转变为调运白条，禁运情况下活猪只能在养殖场当地屠宰，产区的屠宰场供不应求，盈利能力得到提升。目前公司在湖北、江苏拥有 2 座屠宰场，产能 200 万头，湖北黄冈的屠宰场有望于 19 年底投产，同时拟在东北与华北建设屠宰厂，预计 19 年产能有望达到 400 万头。由于非洲猪瘟在短期内无法解决，产区屠宰将成为常态，产能扩建叠加盈利能力提升，将为 19 年业绩贡献增量。
- (3) 渠道结构进一步优化，品牌生鲜业务依然是增长亮点。**公司的生鲜业务一直以来表现靓丽，整体盈利水平在行业内属于较高水平，品牌业务表现更为亮眼。“家佳康”品牌口碑极好，定位高端市场，迎合当前消费者追求高品质、好品牌的趋势，目前品牌肉收入在生鲜销售中占比已超过 30%，预计 19 年品牌业务仍将会有高速增长。另外，19 年公司将会重点发展商超、餐饮等高毛利渠道，不断探索新零售模式，渠道的不断优化将会推动生鲜销售利润的进一步提升。

结合以上分析，我们对中粮肉食全业务盈利预测如下：

图表 44：2019-2021 年中粮肉食拆分业务盈利预测表

业绩综述 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7168	9372	13247	15158
YOY	2.99%	30.73%	41.35%	14.42%
生猪养殖拆分				
养殖业务收入	3044	5055	8202	8338
YOY	-7.57%	66.08%	62.24%	1.66%
其中：外部销售收入	1702	2827	4757	4836
生猪猪肉拆分				
生鲜猪肉收入	2844	3405	4511	5305
YOY	-2.39%	19.70%	32.50%	17.60%
其中：外部销售收入	2808	3361	4454	5238
销量 (万吨)	19.0	21.7	27.1	32.5

YOY	10.47%	14.00%	25.00%	20.00%
单价 (元/吨)	14971	15719	16663	16329
YOY	-11.63%	5.00%	6.00%	-2.00%
肉制品				
肉制品收入	376	422	543	665
YOY	7.54%	12.10%	28.75%	22.40%
其中：外部销售收入	372	416	536	656
销量 (万吨)	1.25	1.48	1.84	2.21
YOY	16.82%	18.00%	25.00%	20.00%
单价 (元/吨)	30111	28606	29464	30053
YOY	-7.95%	-5.00%	3.00%	2.00%
肉类进口				
肉类进口收入	2316	2803	3546	4485
YOY	20.90%	21.00%	26.50%	26.50%
其中：外部销售收入	2287	2767	3500	4428
销量 (万吨)	9.30	10.23	11.76	13.53
YOY	9.41%	10.00%	15.00%	15.00%
单价 (元/吨)	24907	27398	30138	33151
YOY	10.50%	10.00%	10.00%	10.00%

来源：公司公告，国金证券研究所；注：生猪养殖业务详细测算请参见图表 30

五、投资建议

- 从 2019 年 1-3 月数据来看，生猪价格已有回暖迹象。据中国种猪信息网数据，3 月底全国 22 省市生猪平均价格已超过 15 元/kg。19 年预计随着生猪供应量的下降猪价有望回升，20 年供需偏紧趋势有望延续（能繁母猪的下降会影响后期 1-2 年供应），预计 20 年猪价仍有上涨空间。由于公司业绩受猪价变化影响较大，我们预计 19 年公司生猪销售均价约为 14.8 元/kg，20 年可增至 17.8 元/kg，据此我们给出生物资产公允价值调整后盈利预测（与公司历年报表端口一致，成本经过调整，毛利率低于调整前数字）：预计公司 19-21 年实现营业收入分别为 93.7 亿元/132.5 亿元/151.6 亿元，分别同比+30.7%/41.4%/14.4%；归母净利润分别为 7.4 亿元/19.2 亿元/16.4 亿元，分别同比+217.4%/+160.3%/-14.3%，对应 EPS 分别为 0.19 元/0.49 元/0.42 元，目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 15X/6X/7X，首次覆盖，给予“买入”评级。

六、风险提示

- 猪价上涨不达预期：**公司业绩受到猪价影响较大，若 19 年猪价未如预期般上涨，将会对公司业绩造成极大的影响；
- 产能扩张速度不达预期：**目前我们对公司 19 年业绩做出判断的重要假设，除了猪价上涨之外，就是产能的不断扩张，若公司养殖/屠宰产能扩张不达预期，将会影响公司未来的发展速度；
- 疫情感染风险：**非洲猪瘟问题仍未解决，存栏生猪仍具有被感染的风险，而疫情的感染将会加大死淘率以及养殖成本，对公司业绩造成极大的冲击；
- 食品安全问题：**公司所销售终端产品为肉制品，若出现食品安全问题，将会对公司业绩产生较大影响。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	3298	3992	5322	6437	
现金及现金等价物	1140	1687	2649	3789	
交易用投资	-	-	-	-	
应收款项	180	314	383	414	
其他应收款	210	316	427	423	
存货	536	683	832	1028	
非流动资产	6962	7657	8160	8355	
可供出售投资	-	-	-	-	
联营和共同控制实体的投资	21	20	20	19	
投资物业	-	-	-	-	
固定资产	5971	6664	7162	7351	
在建工程	-	-	-	-	
土地使用权	-	-	-	-	
无形资产	103	105	111	117	
总资产	10260	11648	13483	14792	
流动负债	3797	4426	4284	3899	
短期借款	2057	2440	1541	861	
应付款项	1038	1247	1783	1938	
预收账款	-	-	-	-	
其他	703	740	960	1100	
非流动负债	1688	1688	1688	1688	
长期借款	1448	1448	1448	1448	
其他	240	240	240	240	
负债合计	5486	6115	5972	5587	
股本	1669	1669	1669	1669	
储备	3007	3007	3007	3007	
保留溢利	-	737	2654	4297	
非控制性股东权益	98	121	181	231	
总权益	4774	5534	7511	9205	
总负债和总权益	10260	11648	13483	14792	

综合现金流量表		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
除所得税后溢利	-636	-286	-298	-696	
折旧和摊销	300	514	590	649	
利息费用	60	74	55	23	
营运资本的变动	96	-160	18	70	
经营活动产生现金流量	-350	401	736	296	
资本性支出	-1044	-1209	-1095	-844	
投资、贷款于联营和共同控制实体	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-312	-163	1180	1546	
借款变动	1205	383	-899	-680	
发行股份	-	-	-	-	
支付的股利和利息	-60	-74	-55	-23	
融资活动产生现金流量	617	308	-953	-703	
现金净变动	-45	547	963	1140	
现金的期初余额	1185	1140	1687	2649	
现金的期末余额	1140	1687	2649	3789	

综合收益表		单位:百万			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业额	7168	9372	13247	15158	
销售成本	7157	9137	12876	14885	
毛利	11	234	371	273	
销售、一般性和行政开支	514	647	914	1046	
研究发展费用	-	-	-	-	
其他营业收入	-	-	-	-	
EBITDA	-512	1392	2717	2466	
折旧和摊销	-	514	590	649	
EBIT	-512	877	2126	1816	
融资收入净额	-124	-74	-55	-23	
分占联营和共同控制实体的溢利	-1	-1	-1	-1	
除所得税前溢利	-636	803	2072	1793	
所得税开支	10	44	95	100	
除所得税后溢利	-647	759	1977	1694	
非控制性股东应占溢利	-19	23	59	51	
股息	-	-	-	-	
母公司股东应占溢利	-628	737	1918	1643	
EPS	-0.16	0.19	0.49	0.42	

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
成长性					
营业额增长率	3.0%	30.7%	41.4%	14.4%	
EBIT 增长率	-847.4%	271.3%	142.4%	-14.6%	
净利润增长率	-4070.3%	217.4%	160.3%	-14.3%	
盈利能力					
EBIT/营业额	-7.1%	9.4%	16.1%	12.0%	
EBITDA/营业额	-7.1%	14.8%	20.5%	16.3%	
毛利率	0.2%	2.5%	2.8%	1.8%	
净利率	-9.0%	8.1%	14.9%	11.2%	
ROE	-13.4%	13.6%	26.2%	18.3%	
偿债能力					
资产负债率	53.5%	52.5%	44.3%	37.8%	
流动比率	0.87	0.90	1.24	1.65	
速动比率	0.46	0.57	0.90	1.26	
营运能力					
资产周转率	0.70	0.80	0.98	1.02	
应收账款周转率	37.30	38.00	38.00	38.00	
应付账款周转率	7.87	8.21	8.74	8.15	
存货周转率	14.08	15.00	17.00	16.00	
每股资料					
每股收益	-0.16	0.19	0.49	0.42	
每股经营现金流	0.00	0.10	0.19	0.08	
每股净资产	1.20	1.39	1.88	2.30	
估值比率(倍)					
PE	-17.72	15.10	5.80	6.77	
PB	2.38	2.06	1.52	1.24	
EV/EBITDA	-16.56	10.87	5.26	5.54	

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH