

## 大北农 (002385)

## 蓄势待发与周期共振，弯道超车享成长红利

## 推荐（维持）

现价：5.39 元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.dbn.com.cn
大股东/持股	邵根伙/41.25%
实际控制人	邵根伙
总股本(百万股)	4,243
流通 A 股(百万股)	2,675
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	228.70
流通 A 股市值(亿元)	144.20
每股净资产(元)	2.3
资产负债率(%)	38.9

## 行情走势图



## 相关研究报告

《大北农\*002385\*降费增效效果明显，19-20 年受益于猪周期反转》 2019-04-25  
 《大北农\*002385\*1Q19 预计亏 0-0.4 亿，全年受益猪周期反转》 2019-04-02  
 《大北农\*002385\*降费增效重塑 ToB 生意模式，勤修内功强化价格竞争力》 2018-12-28  
 《大北农\*002385\*短期报表压力难减，静待养猪 & 猪料开花》 2018-10-29  
 《大北农\*002385\*投资收益增厚业绩，预计 3Q 利润增 0-14%》 2018-10-15

## 证券分析师

文献 投资咨询资格编号  
 S1060511010014  
 0755-22627143  
 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号  
 S1060117110064  
 JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

## 平安观点：

- **摘要：**环保+非瘟致行业被动、快速去产能 30%，短看公司土储充沛+全国布局+育种完善，有望抓住超级猪周期主升浪行情，中性假设下 20 年养猪归母利润 22 亿。中长期非瘟常态化后，产能缺口将由头部养殖集团填补，公司产业链一体化布局，效率+杠杆空间提升较大。后起之秀有望弯道超车，享万亿市场成长红利。
- **周期反转或将超越往轮，养殖集团享集中度提升红利。**本轮周期受环保+非瘟疫情催化，产能被动去化或超 30%，因非瘟严重性、复养和疫病净化难度，预计周期反转幅度和持续时间有望超越前期任何一轮。中长期看，产能缺口将由大型养殖集团填补，因其具备领先的养殖技术、精细化管理、系统的生物安防体系、以及对上游的议价、拿地、融资等能力。当前行业 CR10 仅约 8%，未来集中度提升空间巨大。
- **加快养猪产业链布局，土储充沛+全国布局+育种完善。**公司战略中心下移至养殖环节，加快围绕养猪，进行饲料、种猪、兽药、科技养猪产业链布局。公司自 13 年便开始在全国跑马圈地，至今完成 3000 万头生猪出栏能力土储。自建为主+租赁为辅迅速在全国布局，8 平台+84 个养猪主体分布 19 省，已投产、在建、待建、租赁的基础母猪分别为 18.7、5.1、10.5、8 万头。种猪事业部具备共 4.2 万头种猪产能，育种体系完善，保障父母代快速扩繁。
- **杠杆&养殖效率提升空间大，后起之秀有望弯道超车。**对比行业主要公司 55%+的杠杆率，公司 1Q19 末仅 39%，提升空间较大。公司确定集中集团资源全力布局养猪业，估算 19-20 年其他业务每年或贡献 8 亿+现金流净额，为养猪业提供强有力支撑。公司猪场均为新建高效场，东北平台育肥猪生产成本已与行业龙头相当，随着其他平台满产，整体成本压缩空间仍大。此外当非瘟常态化后，公司 PSY 未来将逐步提高。
- **蓄势待发与周期共振，弯道超车享成长红利，维持“推荐”评级。**公司提出“20-21 年生猪出栏 600、1000 万头”目标是源于管理层早年对生猪养殖产业变革的前瞻，以及近年不断进行模式探索、产能布局所带来的经

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,742	19,302	19,545	28,121	35,648
YoY(%)	11.3	3.0	1.3	43.9	26.8
净利润(百万元)	1,265	507	1,109	3,032	3,773
YoY(%)	43.3	-59.9	118.8	173.4	24.4
毛利率(%)	24.2	18.7	21.2	23.6	21.8
净利率(%)	7.0	2.5	6.0	11.3	11.0
ROE(%)	13.0	5.1	10.7	24.4	23.9
EPS(摊薄/元)	0.30	0.12	0.26	0.71	0.89
P/E(倍)	18.1	45.1	20.4	7.5	6.0
P/B(倍)	2.2	2.3	2.1	1.6	1.3

验和底气。行业产能因环保+非瘟被动、快速去产能 30%，预计本轮周期反转幅度和持续时间将超往年，短看公司土储充沛+全国布场+育种完善，有望抓住超级猪周期主升浪行情，中性假设下 20 年养猪归母利润 22 亿。中长期非瘟常态化后，产能缺口将由头部养殖集团填补，公司产业链一体化布局，效率+杠杆空间提升较大，后起之秀弯道超车享万亿市场成长红利。维持 19 年 EPS 预测 0.26 元、上调 20 年 EPS 预测 10%至 0.71 元，同比增 119%、173%，对应 19-20 PE 20.4、7.5X，对应 19-20 年 PB 2.1、1.6 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：1、饲料原料供应及价格风险：**若公司饲料产品主要原料价格大幅上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，将可能对公司未来经营业绩产生不利影响；**2、重大疫情、行情及自然灾害传导给公司的风险：**养殖业中出现的禽流感、蓝耳病、非洲猪瘟等禽畜疫情，以及低迷的猪价行情，对公司生猪养殖业务及饲料业务的生产销售影响较大。若公司养殖区域附近频繁发生疫情，或公司防控措施执行不力，仍将面临生猪发生疫病导致的产量下降，盈利下降甚至亏损的风险。同时，农业生产受旱、涝、冰雹、霜冻、沙尘、气候突变等自然灾害及病虫害的影响较大，上述灾害通常具有季节性的特点。在种子作物的生长期，若公司生产基地区域发生严重自然灾害或病虫害，将对公司的种子生产和销售产生不利影响；**3、养猪业务规模扩大及生猪价格波动的风险：**若生猪销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，或者公司生猪出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，都将面临利润下降甚至亏损的风险。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>周期反转或将超往轮，养殖集团享集中度提升红利 .....</b>	<b>6</b>
1.1	环保限养+非瘟疫情催化，反转幅度&持续时间或超往轮 .....	6
1.2	生猪养殖格局仍分散，非瘟推动集中度快速提升 .....	7
<b>二、</b>	<b>产业链一体化布局，战略中心下移养殖环节 .....</b>	<b>8</b>
2.1	大北农生猪出栏&收入快增，自行培育贡献生产性生物资产增量 .....	8
2.2	生猪养殖产业链一体化布局，产能释放有望与周期共振 .....	9
<b>三、</b>	<b>土储充沛+全国市场+育种完善，后起之秀弯道超车.....</b>	<b>12</b>
3.1	前瞻布局跑马圈地，“自建+租赁”全国建场 .....	12
3.2	育种体系完善，保障父母代快速扩繁 .....	15
3.3	杠杆&养殖效率提升空间大，后发优势有望弯道超车 .....	18
3.4	权益比例或提至 80%，对应 20-21 年权益 480、600 万头 .....	20
<b>四、</b>	<b>盈利预测与估值 .....</b>	<b>21</b>
<b>五、</b>	<b>风险提示 .....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图表 1	5 月能繁母猪同比降 23.9%，环比降 4.1%；生猪存栏同比降 22.7%，环比降 4.2%	6
图表 2	6 月 21 日仔猪价格（左轴）50.09 元/kg，同比（右轴）+105.5%，单位：元/kg	6
图表 3	本轮周期受环保+非瘟疫情催化，反转幅度和持续时间有望超越前期任何一轮	6
图表 4	18 年中国生猪出栏 6.94 亿头，龙头温氏、牧原分别为 2230 万、1101 万头，单位：万头	7
图表 5	中国生猪养殖行业分散，CR10 仅约 8%	7
图表 6	中国生猪饲养规模场户数变化，按年出栏头数划分	8
图表 7	非瘟期间俄罗斯生猪行业集中度快速提升	8
图表 8	18 年公司生猪出栏权益头数 113 万头，同比增 76%	8
图表 9	18 年公司生猪收入 13.3 亿元，同比增 30%	8
图表 10	18 年 6 月 30 日公司转让养猪子公司部分股权，出表致年末生产性生物资产余额下降	9
图表 11	18 年公司生产性生物资产账面余额为 1.3 亿元，同比减少 0.39 亿元，单位：百万元	9
图表 12	18 年通过自行培育增加的生产性生物资产增长 41%，单位：百万元	9
图表 13	大北农生猪养殖节奏：逆周期扩产布局，顺周期产能释放	10
图表 14	大北农生猪养殖产业链一体化布局	10
图表 15	构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条	11
图表 16	公司各类饲料内需量测算	11
图表 17	农信互联三大基础平台：数据、商城、云	12
图表 18	农信互联 2018 年 GMV 达 575 亿元	12
图表 19	行业自 15 年开启环保高压去产能	12
图表 20	全国生猪生产发展规划对全国不同区域定位	13
图表 21	公司具备生产条件的猪场分布	13
图表 22	大北农在建猪场产能布局	14
图表 23	公司生猪养殖重要在建工程 18 年变动情况，单位：百万元	15
图表 24	自建为主租赁为辅迅速扩产，预计 21 年产能 1000 万头	15
图表 25	公司在曾祖代、祖代的布局保障快速补充父母代种猪	16
图表 26	公司种猪事业部具备共 4.18 万头种猪产能	16
图表 27	公司以全资或控股方式掌握种猪原种的基因资源	16
图表 28	大北农自 16 年提出“养猪大创业”后生猪养殖相关对外投资进程	17
图表 29	大北农 1Q19 资产负债率为 38.9%，杠杆提升空间较大	18
图表 30	公司饲料业务稳定贡献毛利润 30 亿+元	19
图表 31	估算除养猪其他业务每年可贡献至少 8 亿元现金流	19
图表 32	东北养殖平台生产成本与龙头相当	19
图表 33	对比行业龙头，公司生产成本仍有较大压缩空间，单位：元/斤	19
图表 34	大北农非洲猪瘟防控阻断+灭杀非瘟	20

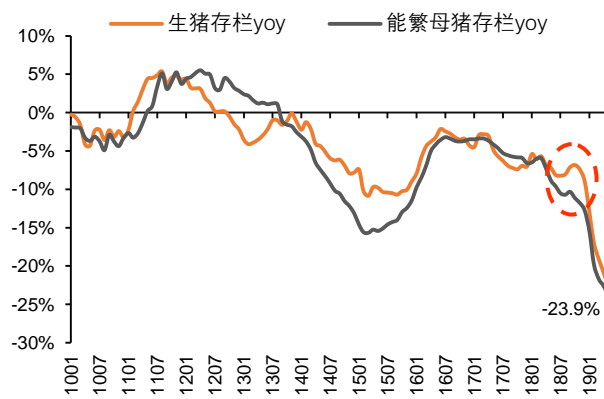
图表 35 公司 19-21 年权益头数目标为 120、480、800 万头 .....	20
图表 36 大北农养猪子公司持股比例 .....	21
图表 37 公司养猪业务利润敏感性分析，中性假设 20 年 22 亿元 .....	21
图表 38 大北农历史 PE ( ttm ) 中枢约 31 倍 .....	22
图表 39 大北农历史 PB 中枢约 4 倍 .....	22

## 一、周期反转或将超往轮，养殖集团享集中度提升红利

### 1.1 环保限养+非瘟疫情催化，反转幅度&持续时间或超往轮

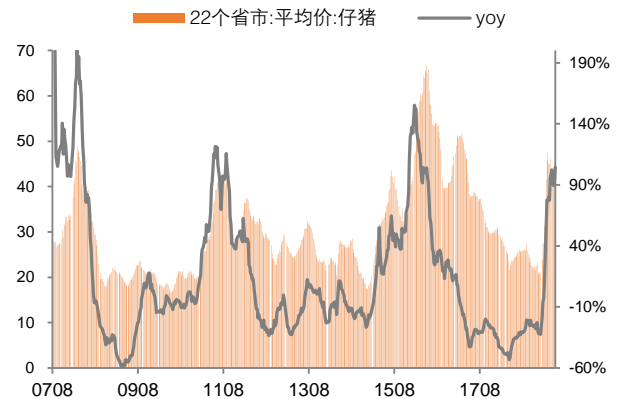
供需缺口加大，猪价蓄势待发。5月能繁母猪、生猪存栏同比降23.9%、22.7%，6月21日，生猪、二元母猪、仔猪价格同比分别增46.3%、29.5%、105.5%。仔猪价格急速拉升真实反映母猪产能去化程度。当前两广抛售已至尾声，疫情恐慌性抛售和冻库抛售对猪价短期抑制影响边际减弱。从需求端看，当前属猪肉消费淡季，叠加非瘟对消费者心理影响，猪肉消费量较前期约降10-15%。往后看，市场可供猪源已愈加紧俏，随着需求淡季结束消费量逐步恢复，前期猪价横盘越长，后续爆发潜能越高。

图表1 5月能繁母猪同比降23.9%，环比降4.1%；  
生猪存栏同比降22.7%，环比降4.2%



资料来源：WIND、平安证券研究所

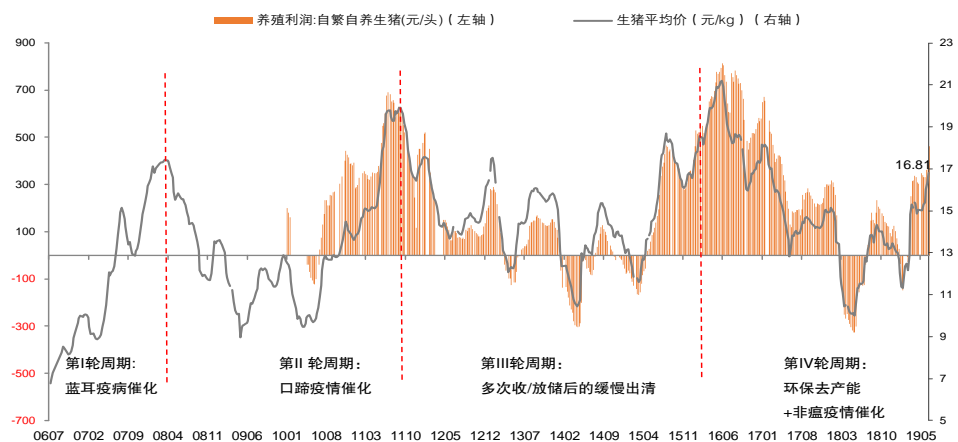
图表2 6月21日仔猪价格（左轴）50.09元/kg，同  
比（右轴）+105.5%，单位：元/kg



资料来源：WIND、平安证券研究所

本轮周期受环保+非瘟疫情催化，行业被动、快速去产能，尤其对于生物安防能力、融资能力差的散养户几乎是产能和心灵的双重毁灭打击。由于非瘟疫情的严重性、复养和疫情净化的难度，我们认为本轮周期反转幅度和持续时间有望超越前期任何一轮。

图表3 本轮周期受环保+非瘟疫情催化，反转幅度和持续时间有望超越前期任何一轮

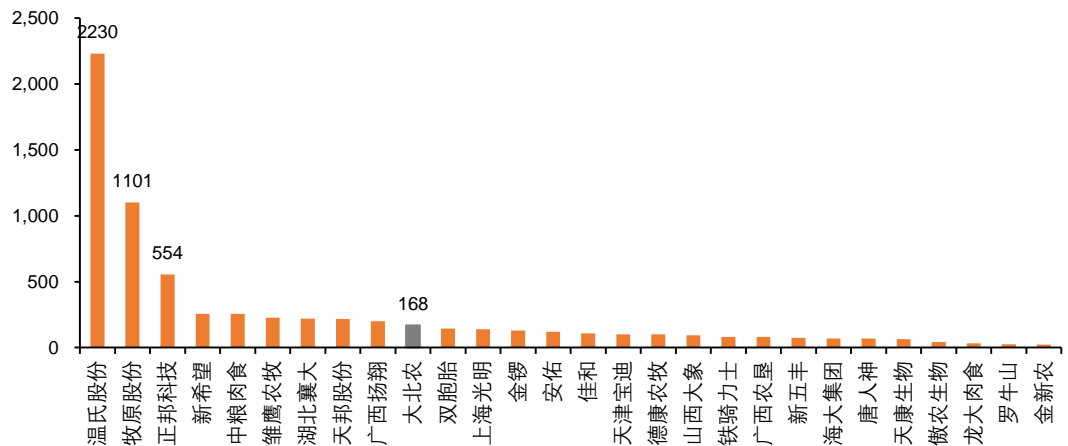


资料来源：WIND、平安证券研究所

## 1.2 生猪养殖格局仍分散，非瘟推动集中度快速提升

中国生猪养殖格局分散，集中度亟待提高。若按农业部数据，18 年生猪出栏 6.94 亿头，而龙头温氏、牧原出栏量为 2230 万、1101 万头。根据农业部、公司公告及公开资料数据整理并测算，18 年末中国生猪行业 CR10 仅约 7.8%，CR20 约 9.4%。龙头温氏出栏头数由 09 年的 345 万头提升至 18 年的 2230 万头，CAGR 为 23%，市占率由 09 年的 0.5%提升至 3.2%。当前行业集中度仍极为分散，龙头成长性凸显。

图表4 18 年中国生猪出栏 6.94 亿头，龙头温氏、牧原分别为 2230 万、1101 万头，单位：万头



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 中国生猪养殖行业分散，CR10 仅约 8%

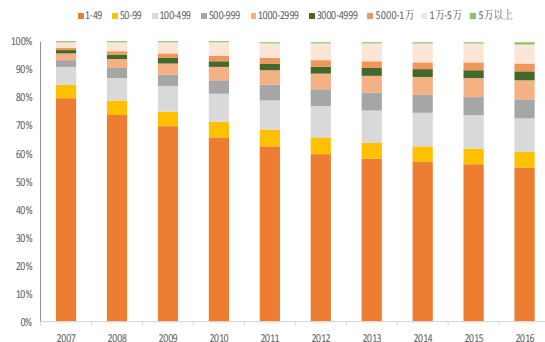


资料来源：公司公告、平安证券研究所

非瘟下散养户&中小猪场快速退出，产能缺口由大型养殖集团填补。环保严控&非瘟爆发下，散养户加速退市，生猪养殖向规模化、集约化发展是必然趋势，大型养殖集团领先的养殖技术+精细化管理降低其养殖成本，提升养殖效率。此外，系统的生物安防体系、相对向下游议价、拿地、融资等能力均远超普通猪场，在未来竞争中占据绝对优势。参考俄罗斯经验，在非瘟爆发期间，规模猪场出栏头数由 07 年 871 万头大幅提升 240%至 18 年 2083 万头，占比由 56%提升至 89%，而散养户出栏量则下降 63%，占比由 44%下降至 11%。

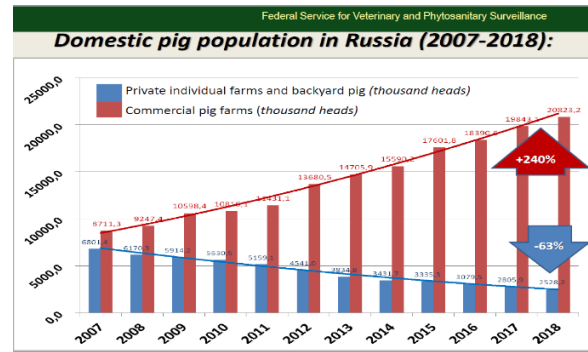


图表6 中国生猪饲养规模场户数变化，按年出栏头数划分



资料来源：中国畜牧业年鉴、平安证券研究所

图表7 非瘟期间俄罗斯生猪行业集中度快速提升



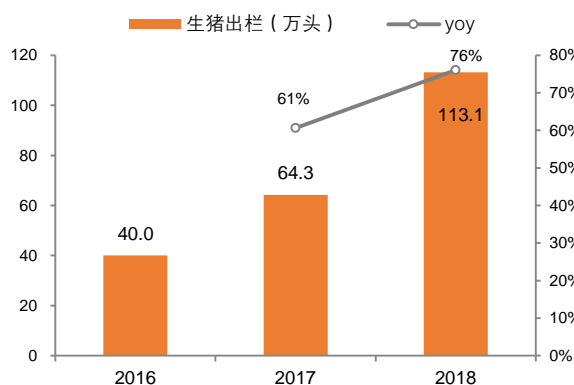
资料来源：俄罗斯统计局、平安证券研究所

## 二、产业链一体化布局，战略中心下移养殖环节

### 2.1 大北农生猪出栏&收入快增，自行培育贡献生产性生物资产增量

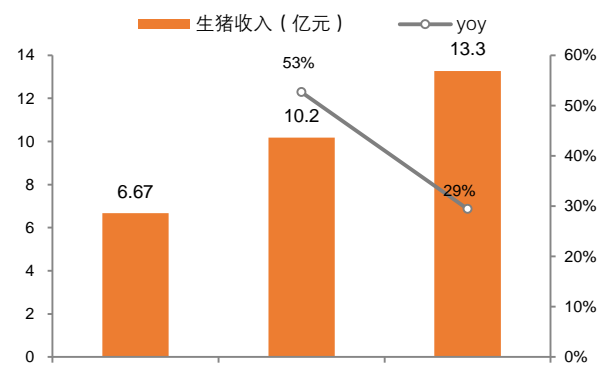
大北农加快养猪产业链布局，生猪收入&出栏快速提升。17-18 年公司生猪收入分别为 10.2、13.2 亿元，同增 53%、29%，生猪出栏头数分别为 64.3、113.1 万头，同比增 61%、76%。16-18 年公司生猪销售毛利率分别为 32.9%、19.6%、-6.8%，17-18 年毛利率下行幅度较大主因猪价进入下行通道叠加 2H18 非瘟影响。

图表8 18 年公司生猪出栏权益头数 113 万头，同比增 76%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 18 年公司生猪收入 13.3 亿元，同比增 30%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

18 年中养猪子公司出表，报表生产性生物资产余额减少。公司 18 年生产性生物资产账面原值余额为 1.33 亿元，同比减少 0.39 亿元，消耗性生物资产余额为 4 亿元，同比减少 1.23 亿元，16-18 年母猪存栏分别为 2.63、5、4.03 万头。主因 18 年中公司转让 5 家养猪控股子公司的部分股权：安徽昌农 17.7%、浙江昌农 9.5%、武汉绿色巨农 10.3%、陕西昌农 39.7%、广西大北农 7.3%，测算此



次转让后公司对 5 家子公司持股比例下降约 15%，报表合并范围变更。此外，18 公司追加黑龙江大北农投资 2.4 亿元、新增湖南鑫广安投资 1 亿元也均在表外。

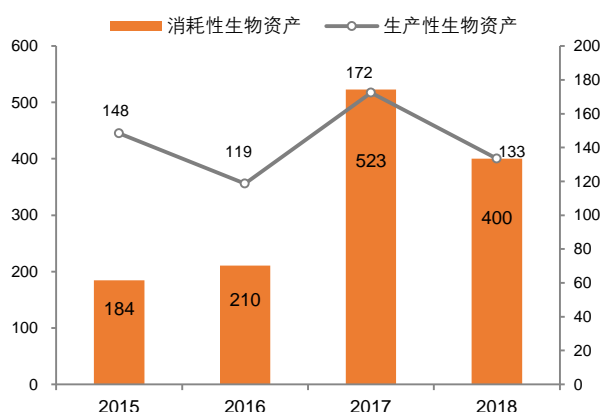
图表10 18 年 6 月 30 日公司转让养猪子公司部分股权，出表致年末生产性生物资产余额下降

养猪子公司	17 年末 持股比例	17 年末公司 长期股权投资余额 (百万元)	20180630 股权转让比例	转让后公司 持股比例	18 年末公司 长期股权投资余额 (百万元)
安徽昌农农牧食品有限公司	66.67%	55	17.67%	49.00%	71
浙江昌农农牧食品有限公司	51.00%	30	9.50%	41.50%	29
武汉绿色巨农牧股份有限公司	60.00%	77	10.27%	49.73%	85
陕西昌农康牧农业发展有限公司	86.00%	43	39.72%	46.28%	158
广西大北农农牧食品有限公司	50.17%	125	7.27%	42.90%	247

资料来源：公司公告、平安证券研究所

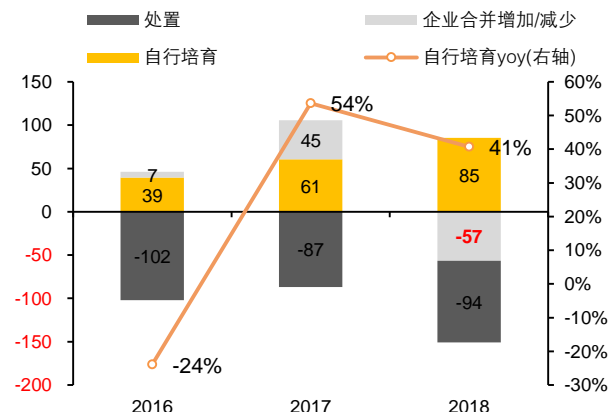
**自行培育（生产性生物资产）贡献主要增量。**观察生产性生物资产账面原值细分项，16-18 年公司通过“外购”增加生产性生物资产分别为 0.26、0.35、0.27 亿元；通过“自行培育”增加 0.39、0.61、0.85 亿元。随着公司原种猪产能布局完善，未来公司料将主要通过“自行培育”新增生产性生物资产。另一方面，17 公司年通过“企业合并增加”的生产性生物资产 0.45 亿元，而 18 年因上述转让股权原因导致减少 0.57 亿元。

图表11 18 年公司生产性生物资产账面余额为 1.3 亿元，同比减少 0.39 亿元，单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 18 年通过自行培育增加的生产性生物资产增长 41%，单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 2.2 生猪养殖产业链一体化布局，产能释放有望与周期共振

我们认为公司提出“20-21 年生猪出栏 600、1000 万头”并非在超级猪周期下临阵磨枪喊出的口号，而是源于管理层早年对生猪养殖产业变革的前瞻，以及近年不断进行模式探索、产能布局所带来的经验和底气。公司立足于附加值较高的饲料销售，围绕生猪养殖链条，在饲料、猪苗、兽药、科技养猪布局多年，构建生猪养殖生态。

**逆周期扩产布局，顺周期产能释放。**公司在上一轮周期清醒的认识到生猪养殖规模化的必然趋势，在 14-16 年顺周期尝试布局养猪业务，现公司总裁、原东北饲料负责人张立忠先生在东北最先探索养猪，于 14-15 年将核心团队转去养猪。同期，公司成立农信互联网，推出猪联网、猪交所，试水科技养猪、生猪流通交易领域。2) 公司在 17-18 年逆周期扩产能，加大种猪产能建设，完善生猪

养殖框架，以平台为主，加大投资种猪公司、逐步开展放养。3）进入 19 年，环保去产能+非洲猪瘟致本轮行业周期拐点提前到来，公司产能布局基本完成，正在逐步装猪，有望与本轮超级周期共振。

图表13 大北农生猪养殖节奏：逆周期扩产布局，顺周期产能释放

顺周期尝试：14-16 年	布局养猪业务，形成产品和解决方案； 经过 2-3 年不断试错、纠偏与发展，集团种猪产业已初具规模； 成立农信互联，推出猪联网，猪交所
逆周期扩产能：17-18 年	集团全面布局养猪业务，扩建养猪产能； 收购荣昌育种，加大种猪产能建设； 完善生猪养殖框架，平台为主、加大投资种猪公司、放养逐步开展
产能释放与周期共振：19 年-	环保去产能+非洲猪瘟致本轮行业周期拐点提前到来，公司产能布局基本完成，逐步装猪； 随着产能利用率提升，养殖成本同步下降，有望与周期实现共振。

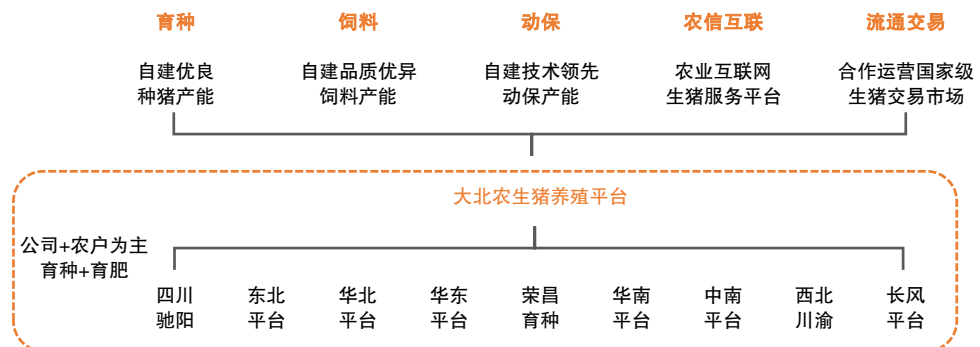
资料来源：公司公告整理、平安证券研究所

### ■ 2.2.1 “养猪大创业”打造“创业型员工+公司平台+农户/家庭农场”的新型轻资产模式

公司于 16 年正式提出“养猪大创业”，该战略结合公司在养猪综合服务生态的布局，通过参股或控股与员工、合作伙伴、有一定规模或资源的养殖企业、养猪合作社共同组建新型的养猪管理平台公司，并通过自建、租赁、合作、并购等模式构建“创业型员工+公司平台+农户/家庭农场”的新型养猪模式。

其中，公司掌控种猪原种的基因资源及繁育优势，以全资或控股为主，为平台公司提供优质的种猪、母猪产品；猪场由公司与员工、合作伙伴共同出资建设或由养殖户单独建设并代养公司的商品猪；猪场所需饲料、兽药、疫苗由公司按约定价格通过猪联网平台集中提供，种猪、仔猪、生猪交易纳入农信商城-国家生猪市场统一运营，成员企业的资金由农信金融提供全套的解决方案。

图表14 大北农生猪养殖产业链一体化布局



资料来源：公司公告整理、平安证券研究所

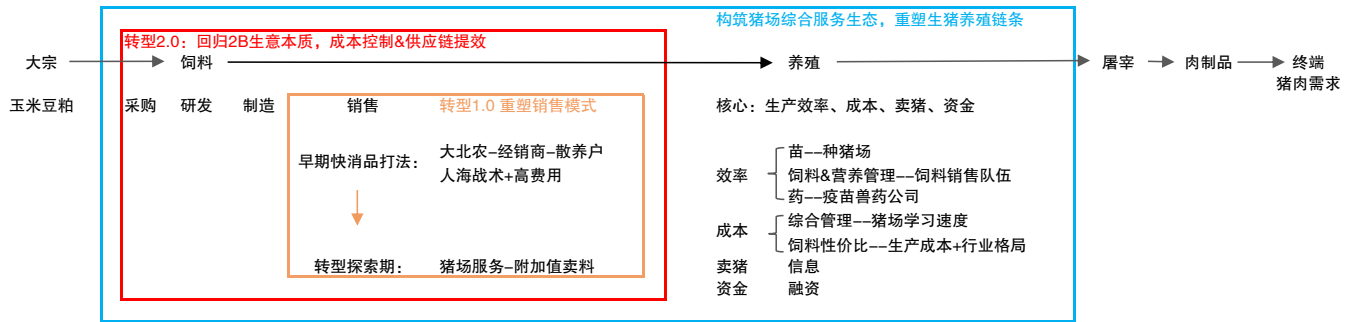
养猪平台模式下，核心骨干员工入股甚至控股独立经营+轻资产模式有利于激发员工的责任心、调动积极性，并将成功经验快速复制到全国，且在猪价下行周期，可平抑集团利润波动。至 17 年，公司已在东北、华北、江西、广西、安徽、陕西、福建、河南等成熟区域成立八个养猪创业平台公司，注册资金 0.5 亿元—6 亿元不等，目前全国拥有 84 家三级养猪公司，储备近 3000 万头生猪出栏的土地储备，已经投产 18.7 万头母猪的存栏能力。

### ■ 2.2.2 猪料提高自给自足占比，为养殖提供稳定现金流

公司战略中心逐步从饲料环节向养殖环节下移，18 年猪料销量 374 万吨，同比+1.4%。未来随着公司养殖规模快速提升，猪料自给自足占比将逐步提高，为养殖提供物料和稳定现金流。正如我们在

《大北农深度系列之一：降费提效重塑 2B 生意模式，勤修内功强化价格竞争力》中提出公司饲料业务短期看高端料+猪场服务圈猪带动大猪料放量，长看构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条。公司利用前期“人+资金”战术积累优势，重塑研发-采购-生产-销售各环节，以高技术含量、粘性更大的前端料作为敲门砖+技术服务圈猪场，带动中期、后期料放量。长期看在生产端打下坚实基础，内部生产&管理降费、供应链效率做到极致、规模效应下产品极具价格竞争力后，围绕大数据养猪、料、药、苗重塑生猪养殖链条。

图表15 构筑猪场综合服务生态，重塑生猪养殖链条



资料来源：平安证券研究所

测算 20-21 年饲料理论上自给需求量为 208、346 万吨。我们假设一头商品猪从仔猪到出栏共消耗 290kg 饲料，能繁母猪年消耗饲料 1100kg，公司 20-21 年母猪存栏 30 万、50 万头，生猪出栏 600、1000 万头，则 20-21 年饲料自给需求量将达 208、346 万吨。21 年的 346 万吨中，母猪料 55 万吨、教保乳料 49 万吨，中大猪料 242 万吨。

图表16 公司各类饲料内需量测算

	阶段	饲料类型	饲喂时间	喂料量 (kg/头*天)	年消耗量 (kg)	各类饲料内需量测算(万吨)	
						2020E	2021E
种公猪	种公猪	公猪料	配种期	2.5-3.0	900		
后备猪	后备猪	后备料	90kg-配种	2.3-2.5	240		
母猪存栏头数预计(万头)						30 万头	50 万头
母猪	妊娠前期	妊前料	0-28 天	1.8-2.5	140	4	7
	妊娠后期	妊中料	29-85 天	2.0-3.0	315	9	16
	妊娠中期	妊后料	86-107 天	2.8-4.0	160	5	8
	产前 7 天	哺乳料	108-114 天	3.0-3.5	45	1	2
	哺乳期	哺乳料	0-21 天	4.5 以上	210	6	11
	空怀期	哺乳料	断奶-配种	2.5-3.0	80	2	4
母猪料内需量(万吨)						33	55
生猪出栏头数预计(万头)						600 万头	1000 万头
商品猪	哺乳仔猪	母猪乳	出生-7 天	-	-	-	-
		教槽料	8-28 天	0.1-0.4	4	2	4
	保育仔猪	保育料	29-50 天	0.4-0.8	12	7	12
	小猪	小猪料	51-80 天	0.8-1.5	33	20	33
	中猪	中猪料	81-120 天	1.9-2.5	88	53	88
	大猪	大猪料	121-175 天	2.55-3.2	154	92	154
商品猪料内需量(万吨)						175	291

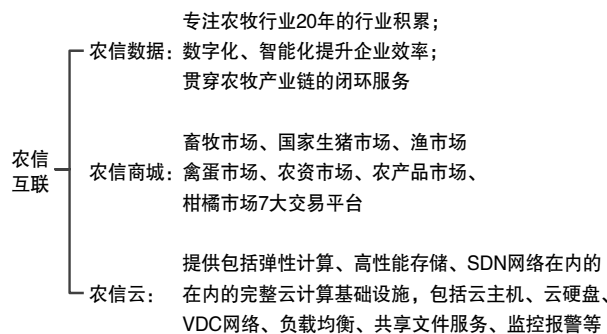
备注：其中母猪（妊娠母猪、哺乳母猪、空怀母猪）年消耗量按一年两胎次测算

资料来源：调研、平安证券研究所

### 2.2.3 农信“数据+交易+金融”，搭建智慧养猪生态圈

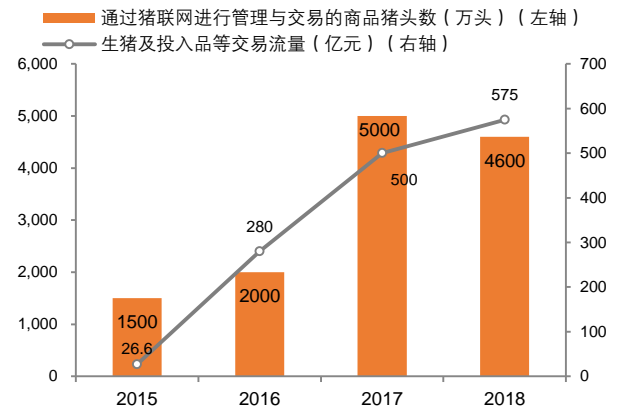
农信互联构建“数据+交易+金融”三大核心业务平台，主推的“猪联网+”连接养猪户、屠宰场、饲料兽药厂商、中间商、金融机构产业参与主体，搭建智慧养猪生态圈，提高养殖业的生产、交易、融资、流通效率。18年，农信平台总用户数达到206万人，入驻企业家数超过28万家，通过猪联网进行管理与交易的商品猪头数达4600万头，全年生猪及投入品等交易流量575亿元，实现收入4.6亿元。18年9月，农信互联增资后以73亿元的整体估值成为农业互联网领域的独角兽企业。

图表17 农信互联三大基础平台：数据、商城、云



资料来源：农信互联官网、平安证券研究所

图表18 农信互联2018年GMV达575亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 三、土储充沛+全国布场+育种完善，后起之秀弯道超车

### 3.1 前瞻布局跑马圈地，“自建+租赁”全国建场

我们认为本轮周期启动的主要动因是环保限养叠加非瘟导致的行业快速被动去产能，在此背景下，头部企业想扩张产能，把握此轮超级行情，必要条件是：可建设猪场的土地、猪场建设、团队和机制。

#### 3.1.1 土地：公司前瞻布局跑马圈地，完成全国3000万头土储

环保高压不减，土地资源是限制扩张产能的首要因素。国内自15年《畜禽规模养殖污染防治条例》、《水十条》、《南方水网生猪养殖调整意见》开始对生猪养殖行业环保去产能，16-17年禁养区范围扩大，拆迁力度空前，由南向北因拆迁减少约5000-6000万头生猪存栏，18年环保高压仍存，5月、10月进行两轮“回头看”行动。

图表19 行业自15年开启环保高压去产能

时间	国家机关	政策/法规
2015年4月	国务院	水污染防治行动计划通知
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
2016年4月	农业部	全国生猪生产发展规划（2016-2020）
2016年10月	环保部、农业部	畜禽养殖禁养区划定技术指南
2016年11月	国务院	“十三五”生态环境保护规划
2017年4月	环保部	《重点行业和流域排污许可管理试点工作方案（征求意见稿）》

时间	国家机关	政策/法规
2017 年 4 月	环保部	《国家环境保护标准“十三五”发展规划》
2017 年 6 月	国务院	国务院办公厅关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见
2017 年 7 月	农业部	畜禽粪污资源化利用行动方案（2017—2020 年）

资料来源：农业部、环保部、平安证券研究所

在此背景下，目前找地建设猪场较为困难，尤其在南方水网密集区。根据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，鼓励规模养殖场配套粪便种植用地，推广粪肥和肥水还田利用技术，推进种养一体化发展。据调研，在南方地区，寻找一块存栏 5000 头的 200 亩建设用地较容易。但需配套约 3000 亩地耕地还田来处理排污问题，极大地增加了大型猪场产能扩张难度。

图表20 全国生猪生产发展规划对全国不同区域定位

区域定位	省、市	发展任务
重点发展区	河北、山东、河南、重庆、广西、四川、海南	依托现有发展基础，加快产业转型升级， <b>提高规模化、标准化、产业化、信息化水平，加强粪便综合利用，完善良种繁育体系。</b>
约束发展区	京津沪地区	北京、天津和上海
	南方水网地区	江苏、浙江、福建、安徽、江西、湖北、湖南和广东
潜力增长区	东北 4 省（辽宁、吉林、黑龙江和内蒙古）、云南、贵州	发挥资源优势，建设一批高标准种养结合养殖基地；做大做强屠宰加工龙头企业，提升肉品冷链物流配送能力，实现产销对接；加强良种繁育体系建设，保障种源供给
适度发展区	山西、陕西、甘肃、新疆、西藏、青海、宁夏	积极引导大型企业集团建设养殖基地，推进适度规模养殖和标准化屠宰，推广先进高效适用养殖技术，提高生产水平

资料来源：《全国生猪生产发展规划（2016-2020）》、平安证券研究所

公司前瞻布局跑马圈地，完成全国 3000 万头土储。我们认为 14 年底至今环保高压造成行业产能的被动出清是长期性的，未来土地资源为行业设立了较高门槛，需要地方政府支持和品牌背书。公司管理层自 13 年便前瞻布局，14-16 年全力以赴在全国“跑马圈地”——各大区主要负责人牵头在各省、区域投入大量人力找地。至今公司在全国各地完成了 3000 万头生猪出栏能力的土地储备，是唯一的全国化分散养殖的养猪企业。

图表21 公司具备生产条件的猪场分布

省份	所属平台	存栏母猪（万头）	年出栏量（万头）
黑龙江	东北平台	3.07	70.5
辽宁省	东北平台	2.28	52.4
山东省	丰联事业部、荣昌平台、山东平台	2.12	42.7
吉林省	东北平台	2.20	50.8
安徽省	华东平台、长风平台	1.67	34.8
湖北省	湖北事业部、中南平台	1.39	33.1
四川省	驰阳平台、西北平台	1.55	30.9
河北省	华北平台、唐山大北农	1.23	25.9
江苏省	华东平台	0.75	16.0
陕西省	-事业部	0.65	16.0
湖南省	华南平台	0.48	10.0
广西省	华南平台	0.48	9.6
福建省	福建事业部、梁野山农牧	0.22	4.0
贵州省	贵州事业部、华南平台	0.18	3.6



广东省	华南平台	0.15	3.0
江西省	江西事业部	0.15	3.0
浙江省	浙江平台	0.12	2.0
重庆市	重庆事业部	0.06	1.3
海南省	华南平台	0.04	0.7
合计		18.76	410.3

资料来源：公司公告整理、平安证券研究所

### ■ 3.1.2 猪场：自建+租赁迅速扩充产能，半数猪场 17 年便已完工

对于已拥有土地储备、计划新建猪场扩充产能的企业，理论上从立项到猪场建成再到生猪出栏一般估计需要两年时间（180 天办审批手续+180 天建厂+360 天装后备猪、配种、分娩、育肥出栏）。意味着要抓住此轮周期（预计 2H19-20 年为周期主升浪），通过自建猪场方式至少需在 19 年底便完工并装后备猪。

公司在 17 年底完工猪场的产能约 18 万头，在建的 5 万头目前正处于收尾装设备阶段，即 20 年目标出栏 600 万头中的半数猪场已在 17 年便完工。18 年公司陆续在已完工猪场装后备猪，并计划新增 500 万头出栏能力的在建猪场，但因猪价低迷以及宏观融资环境等原因暂停，但其中约 270 万头的开工手续已走完。

当前大北农 8 个养猪平台公司、84 个家养猪主体分布在全国 19 个省份，当前具备生产条件的猪场存栏母猪约 18.76 万头，年出栏量可达 410.3 万头。其中东北平台规模最大，截至 18 年底，黑龙江大北农基础母猪存栏 4.15 万头，总存栏 47 万头，基础母猪存栏能力 7.83 万头，18 年生猪上市量 36.9 万头，营业收入 4.17 亿元，同比增 126%。

图表22 大北农在建猪场产能布局

省份	所属平台	存栏母猪（万头）	年出栏量（万头）
内蒙古	华北平台	0.9	20.0
广东省	华南平台	0.7	14.0
贵州省	华南平台	0.6	13.0
辽宁省	东北平台	0.5	12.0
江西省	中南平台	0.5	12.0
浙江省	浙江平台	0.5	12.0
福建省	梁野山农牧	0.4	10.0
河北省	华北平台	0.5	10.0
河南省	西北平台	0.5	10.0
新疆省	西北平台	0.1	1.1
总计		5.2	114.1

资料来源：公司公告整理、平安证券研究所

当前在建猪场主要分布在内蒙、广东、贵州、辽宁、江西、浙江、福建、河北、河南、新疆，预计 19 年底完工后会新增存栏母猪达 5.2 万头，年出栏量 114 万头。从并表的生猪养殖相关的重要在建工程来看，工程进度均超过 60%，预计 19 年上半年前在建猪场转固并完成装猪。

图表23 公司生猪养殖重要在建工程 18 年变动情况，单位：百万元

项目名称	预算数	18 年初 余额	18 年新增	本年转固	18 年末 余额	工程累计 投入占预算 比例	工程进度
渭南正能 18000 头母猪场建设项目	63.6	0.3	37.3		37.6	59%	65%
河北饶阳生猪生态养殖一体化一期项目	75.0	25.3	46.9	70.3	1.9	96%	95%
内蒙古乌兰察布前旗生态养猪一体化暨年出栏 60 万头生猪项目一期建设	75.0	15.8	23.1		38.9	52%	80%
内蒙古乌兰察布兴和生态养猪一体化暨年出栏 60 万头生猪项目一期建设	150.0	12.3	5.2		17.6	12%	80%
河北内丘生态养殖一体化生猪一期项目	75.0	10.5	26.2		36.8	49%	80%
追加益阳猪场固定资产投资	160.0	82.1	16.3	83.6		100%	90%
黎敬东猪场工程	31.7	9.9	20.7	30.6		96%	100%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

自建为主租赁为辅迅速扩产，预计 21 年产能 1000 万头。大北农目前已投产猪场数量为 50 个，基础母猪（含后备）数量 18.7 万头；在建猪场数量 14 个，基础母猪数量 5.1 万头；待建猪场 20 个，基础母猪 10.5 万头。此外，公司从事全国化生猪养殖服务 20 年，鼓励、帮助各地猪场老板做大做强，积累众多优质猪场资源。此次非洲猪瘟肆虐，很多受损猪场因老板心理因素不敢、或资金状况无力复养，以及新建猪场但资金运转困难。公司计划以租赁的形式与该类猪场合作，扩充基础母猪约 8 万头。预计至 2021 年公司合计基础母猪约 42.3 万头，完成 1000 万头生猪出栏的产能布局。

图表24 自建为主租赁为辅迅速扩产，预计 21 年产能 1000 万头

猪场类别	数量（个）	基础母猪（万头）	21 年产能（万头）
已投产	50	18.7	440
在建	14	5.1	100
待建	20	10.5	260
租赁		8.0	200
合计	84	42.3	1000

资料来源：公司公告整理、平安证券研究所

### ■ 3.1.3 团队&机制：“全员参股”机制下放决策权、激发自觉性

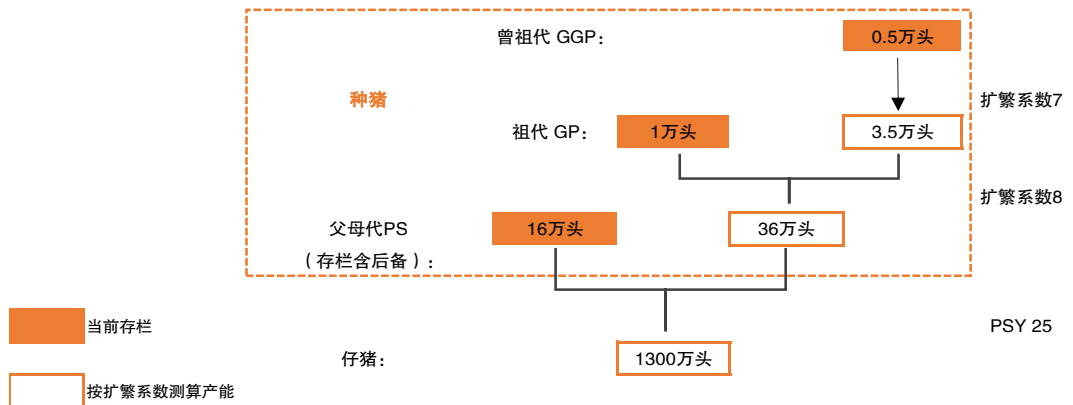
由于生猪养殖的组织形式是以各猪场为生产单元，相对分散和封闭，规模效应较易达到瓶颈，猪场场长拥有较高的自主权，因此对企业文化和激励机制要求较高，尤其是在非瘟当前，从战略执行到生物安全防控细节均需良好的机制和文化作为保障。大北农“公司+平台”模式下，原饲料业务线条上业绩突出、领导力强的干部和员工以参股形式再次创业，全员参股的机制下放自主决策权，并且极大的激发员工的责任心和自觉性。

## 3.2 育种体系完善，保障父母代快速扩繁

公司目前拥有曾祖代种猪约 5000 头、祖代种猪 1 万头、父母代（含后备）约 16 万头，按当前扩繁系数和公司 PSY 25 测算理论上的仔猪生产能力可达 1300 万头。在当前非瘟疫情肆虐下，公司在曾祖代和祖代的布局保障了父母代母猪的补充。



图表25 公司在曾祖代、祖代的布局保障快速补充父母代种猪



资料来源：公司公告整理、平安证券研究所

公司现有曾祖代&祖代的布局，保障父母代母猪的补充。当前公司种猪较为充沛，种猪事业部在山东荣昌、安徽长丰、山东养猪平台、福建梁野山公司、河北玉田种猪、华北养猪平台、东北平台具备共 4.18 万头种猪产能。

图表26 公司种猪事业部具备共 4.18 万头种猪产能

	种猪场	种猪产能 (万头)
种猪事业部	荣昌育种	1.63
	华北养殖平台	0.30
	山东养殖平台	0.42
	长风养猪平台	0.73
	福建梁野山	0.12
	河北玉田	0.18
东北平台		0.80
合计		4.18

资料来源：公司公告整理、平安证券研究所

公司掌控种猪原种基因资源及繁育优势，完善了从曾祖代到父母代的育种体系，同时拥有“加系”和“美系”相互补的优秀种猪育种资源，通过基因交流，提升公司的育种能力。公司以全资或控股为主，为平台公司和外部提供优质的种猪、母猪产品。种猪优势得益于公司较早便开始以收购加自建的方式布局，13 年全资收购国家生猪核心育种场赛博迪，15-17 年先后收购安徽长风、福建梁野山、益阳佳华、丹寨时代生态、黑龙江天佑、山东荣昌等核心育种场。此外，17 年大北农计划收购美国规模最大的种猪育种企业华多但因未在规定时间内通过 CFIUS 审查而终止。

图表27 公司以全资或控股方式掌握种猪原种的基因资源

核心种猪场	布局时间	持股比例	公司简介
威海大北农种猪科技有限公司	2013	100.0%	公司于 13 年收购威海赛博迪种猪有限公司，后更名为威海大北农种猪科技有限公司，原赛博迪公司 09 年从加拿大吉博克种猪公司引种，品种为大白、长白、杜洛克，大白、长白种猪繁殖性能优越，杜洛克作为优秀的终端父本，其生长速度优良；其全资子公司烟台大北农种猪科技有限公司，在 2017 年开始使用 GeneSeekPorcine50KSNP 芯片，进行全基因组育种。

核心种猪场	布局时间	持股比例	公司简介
安徽长风农牧科技有限公司	2015	60.0%	公司于 15 年收购安徽最大的养猪公司安徽长风农牧科技有限公司，其是集饲料生产、生猪养殖、屠宰、肉制品深加工、经营销售为一体的股份制民营企业，截止 2018 年底，其总存栏量约 13 万头，年出栏 20 余万头；其中 <b>安徽华多原种场从美国 Waldo 引进杜洛克、大白、长白、白色杜洛克种猪，现存栏新美系曾祖代及祖代种猪 2 万多头，年产各种种猪及商品猪可达 50 万头，年屠宰生猪能力达到 60 万头，年产无公害猪肉 2 万吨。</b>
福建梁野山农牧股份有限公司	2015	80.0%	公司于 15 年在福建龙岩投资的福建梁野山农牧股份有限公司，是公司建设的第一个具有国际化标准的现代化养殖基地。基地总投资 2 亿元人民币，总占地面积 1.2 万亩，核心场占地面积 2000 亩。绿化面积占总占地面积的 95%，是标准的绿色环保和高效智能养殖模式为主的现代规模农场。场内采用三点式饲养方式，分为：公猪站、繁育区、育成区三个部分。 <b>每年可出栏 GGP 加系纯种猪 8000 头以上，截止 2018 年底，其总存栏量 1.1 万余头，年出栏 2.5 万余头</b>
山东荣昌育种股份有限公司	2017	88.1%	2017 年收购了山东荣昌育种股份有限公司，其是一家多年持续专注于原种猪培育和品种改良的现代农产业产业化省级重点龙头企业， <b>山东荣昌两个育种核心场种猪全部来自美国华特希，以美国华特希的美系大白、美系长白、美系杜洛克为基础，育种数据直接进入美国 NSR，做到了中美同步育种，基因共享；这些猪具有产仔数多、增量快、瘦肉率高、腿臀丰满等特点，截止 2018 年底，其总存栏量约 3 万头，年出栏 8 万头。</b>

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表28 大北农自 16 年提出“养猪大创业”后生猪养殖相关对外投资进程

公告日期	投资子公司	项目内容	总投资（万元）
2018/4/9	吉木萨尔大北农牧开发有限公司	新建保育圈 2 栋、育肥圈 9 栋及相关配套设施	8,000
2018/2/2	武冈众仁旺农牧食品有限公司	5000 头母猪猪场 2 个、存栏 1 万头育肥场 1 个及相关配套设施	15,900
2018/1/9	湖南鑫广安农牧股份有限公司	向湖南鑫广安农牧股份有限公司增资	10,000
2017/12/6	陕西昌农康牧农业发展有限公司	10000 头母猪猪舍及相关配套设施	13,000
2017/11/7	江苏众旺农牧科技有限公司	与光明生猪有限公司、杭州农林鸿信投资有限公司共同出资组建“江苏众旺农牧科技有限公司”	15,000
2017/11/7	淮北昌农农牧食品有限公司	年出栏 20 万头生猪暨种养循环生态农业项目	15,095
2017/10/12	长沙众仁旺农业科技有限公司	建设存栏 5000 头母猪场、育肥场等配套建设办公、住宿用房等相关设施	17,000
2017/10/12	武安市大北农牧食品有限公司	5000 头母猪猪舍及相关配套设施	8,750
2017/9/19	肇庆大北农牧食品有限公司	存栏 10000 头母猪猪舍及相关配套设施建设	25,144
2017/9/19	龙游昌农农牧发展有限公司	10000 头母猪猪舍及相关配套设施	13,600
2017/9/19	乌兰察布大北农牧食品有限公司	5000 头存栏母猪自繁自养猪舍及相关配套设施	17,000
2017/9/19	乌兰察布大北农牧食品有限公司	存栏 3600 头纯种母猪扩繁场猪舍及相关配套设施	12,300
2017/9/19	四川驰阳全资、控股或参股子公司	建设存栏 3800 头祖代猪场、存栏 1200 头核心种猪场和 200 头公猪站，存栏 20000 头父母代种猪场，配套存栏 25 万头 220 栋育肥标准场及相应环保配套设施	30,000
2017/7/15	徐州昌农农牧科技有限公司	存栏 2500 头祖代猪舍、5000 头二元母猪舍、存栏 10000 头育肥猪舍及相关配套设施	13,383
2017/7/15	恩施州绿色巨农牧有限公司	建设 7500 头二元种猪场及配套设施。	14,168
2017/7/15	河北大北农牧食品有限公司	5000 头母猪猪舍及相关配套设施	8,750
2017/7/15	内丘大北农牧食品有限公司	5000 头母猪猪舍及相关配套设施	8,750
2017/7/15	河间市大北农牧食品有限公司	5000 头母猪猪舍及相关配套设施	8,750
2017/7/15	鲁山大北农牧食品有限公司	存栏 5000 头母猪及年出栏 10 万头育肥猪猪舍	17,000
2017/4/27	四川昌农农牧食品有限公司	四川盐亭县年出栏 40 万头优质生猪项目一期工程，5600 头二元种猪场猪场厂房主体及相关配套设施建设	10,152
2017/4/27	云南昌农农牧食品有限公司	猪场厂房主体及相关配套设施；存栏 1000 头祖代场 1 个；存栏 5000 头父母代猪场 4 个。	9,750
2017/4/27	山西大北农牧食品有限公司	投资设立山西大北农牧食品有限公司	10,000
2017/4/27	陕西昌农农牧食品有限公司	投资设立陕西昌农农牧食品有限公司	4,300
2017/3/25	河北大北农牧食品有限公司	收购河北吉正农牧有限公司部分股权	5,614
2017/3/25	河北大北农牧食品有限公司	与天津农垦共同出资组建天津天食，目标争取在“十	14,700

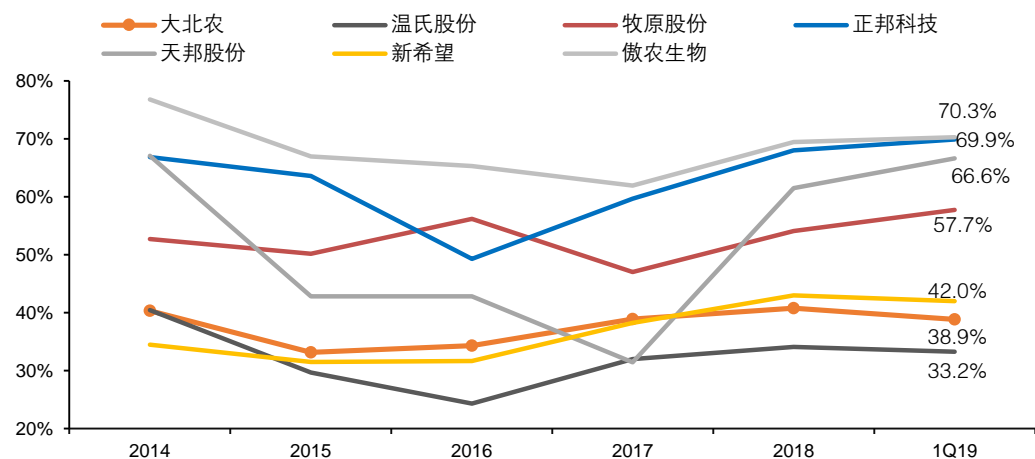
公告日期	投资子公司	项目内容	总投资（万元）
		“三五”末期实现年出栏生猪 100 万头。	
2017/3/25	安陆绿色巨农牧食品有限公司	2 万头母猪生产基地	25,900
2017/1/24	鲁山大北农农牧食品有限公司	投资设立鲁山大北农农牧食品有限公司	5,000
2017/1/24	浙江昌农农牧食品有限公司	投资设立浙江昌农农牧食品有限公司	10,000
2017/1/24	广西大北农农牧食品有限公司	投资设立广西大北农农牧食品有限公司	20,000
2017/1/24	安徽省昌农农牧食品有限公司	投资设立安徽省昌农农牧食品有限公司	20,000
2017/1/24	六枝特区大北农农业科技有限公司	2500 头祖代母猪及 50000 头二元母猪繁育场	100,000 含政府配套
2017/1/24	奇台大北农牧业开发有限公司	2400 头祖代种猪场 1 座, 6600 头父母代种猪场 2 座	50,000
2017/1/14	阆中大北农农牧食品有限公司	25 万头优质肉猪场及配套设施	35,000
2016/12/17	河北大北农农牧食品有限公司	投资设立河北大北农农牧食品有限公司	30,000
2016/12/17	陕西正能农牧科技有限公司	陕西正能合阳年出栏 20 万头商品肉猪项目	13,000
2016/12/17	四川驰阳农业开发有限公司	投资四川驰阳公司租赁系列猪场养猪项目	6,538
2016/9/23	福建梁野山农牧股份有限公司	5000 头母猪的二元母猪扩繁场	18,800
2016/6/30	益阳猪场	追加益阳猪场建设投资	9,259
2016/2/1	黑龙江大北农农牧食品有限公司	收购黑龙江天佑牧业科技有限公司全部股权	4,328
2016/2/1	设立武汉昌农农牧发展股份有限公司	设立武汉昌农农牧发展股份有限公司	2,000
2016/2/1	福泉大北农农业科技有限公司	收购丹寨县时代生态农业发展有限公司全部资产	1,920

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.3 杠杆&养殖效率提升空间大，后发优势有望弯道超车

如上文所述，中国年 7 亿头生猪出栏、万亿市场规模，随着非瘟疫情继续演绎，行业或将在短期 1-2 年内快速被动去产能约 30-40%，现有产能无论是散户还是养殖集团均不可避免受到不同程度的折损。但当未来 2-3 年行业进入非瘟常态化，甚至在更长期非瘟或将得到净化，生猪产能缺口终将逐步被填补。而在填补过程中，产能恢复的参与主体将转换为大型养殖集团，这对于过去养殖规模不大的饲料生产企业是一次绝佳的弯道超车的机会。对于大北农，土地资源、猪场建设、种猪布局、团队均已具备，现在只欠东风——杠杆提升空间与养殖效率提升空间。

图表29 大北农 1Q19 资产负债率为 38.9%，杠杆提升空间较大



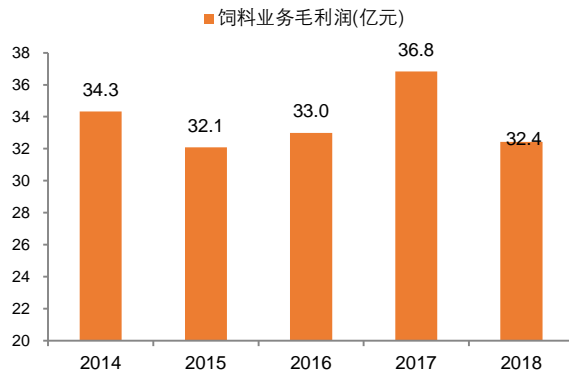
资料来源：WIND、平安证券研究所

#### 3.3.1 公司杠杆提升空间较大，饲料现金牛支撑养猪

大北农自上市后资产负债率基本保持在 30-40%，1Q19 末为 38.9%。对比行业内主要养殖公司，傲农生物 70.3%、正邦科技 69.9%、天邦股份 66.6%、牧原股份 57.7%，大北农杠杆提升空间仍较大。此外公司确定集中集团资源全力布局养猪业，我们合理假设未来 19-21 年其他业务维持现有规模，

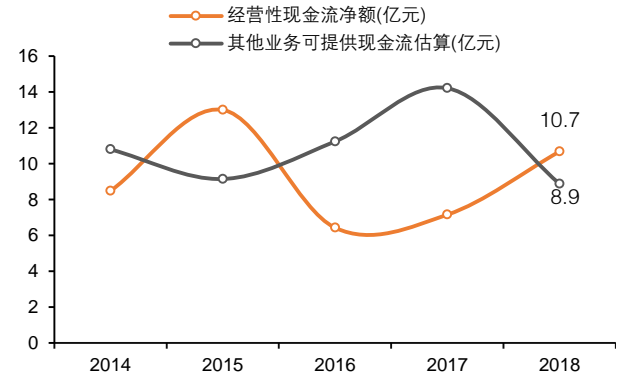
不增加资本开支。如饲料业务继续降费增效，为生猪养殖提供原料和稳定现金流，公司 18 年饲料毛利为 32.4 亿，经营性现金流净额为 10.7 亿，估算公司除养猪其他业务贡献 8.9 亿元现金流。我们认为 19-20 年公司其他业务每年或将贡献 8 亿+现金流净额，为养猪业提供强有力的支撑。

图表30 公司饲料业务稳定贡献毛利润 30 亿+元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表31 估算除养猪其他业务每年可贡献至少 8 亿元现金流

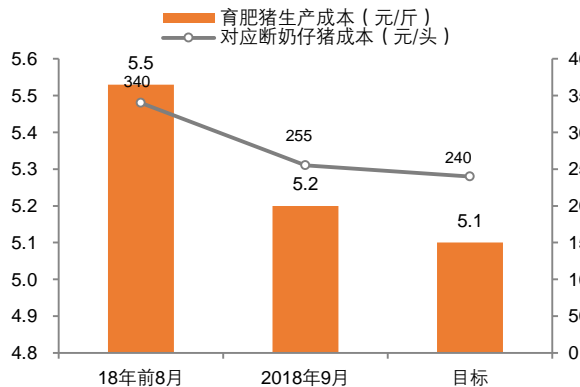


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### ■ 3.3.2 生产成本相比龙头压缩空间仍大，非瘟常态化后 PSY 有望逐步提高

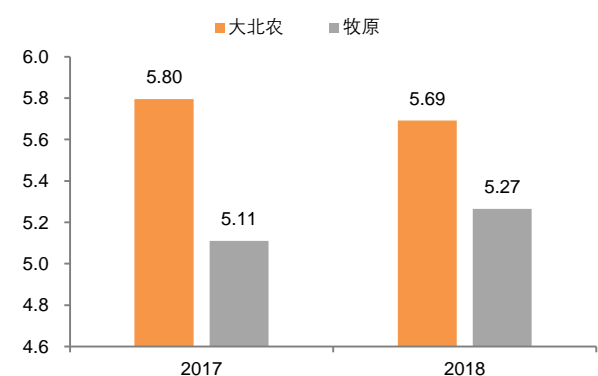
东北生产成本与行业龙头相当，其他平台满产后有望看齐。我们测算公司 17-18 年商品猪生产成本约 5.8 元/斤、5.69 元/斤。其中东北养殖平台生产成绩最好，18 年前 8 月生产成本为 5.5 元，对应断奶仔猪 340 元/头；19 年 2 月生产成本为 5.2 元，对应 18 年 9 月断奶仔猪 255 元，基本与行业龙头温氏、牧原生产成本相当。由于公司目前猪场均为高效新厂，生物安全防控到位，未来随着疫苗、饲料采购量提高，断奶仔猪成本有望降至 230-240 元，对应生产成本 5.1 元。而其他养殖平台在产能满产后，肥猪出栏生产成本有望向东北平台看齐，成本压缩空间较大。

图表32 东北养殖平台生产成本与龙头相当



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表33 对比行业龙头，公司生产成本仍有较大压缩空间，单位：元/斤



资料来源：公司公告、平安证券研究所

非瘟常态化后，PSY 有较大提升空间。在现阶段非瘟疫情爆发阶段，母猪/育肥猪折损摊销成本、生物安防固定设施+人工成本均增加育肥猪生产成本，且具有高度不确定性。但当疫情被控制、常态化后，大型养殖集团前期大量投入的生物安防资产、专业防控人员将转化为其竞争力，过去难以防控

的蓝耳病、口蹄疫等疫情在该体系下有望实现净化。届时药物费用下降，更重要的是，疫情减少使得生产效率极大的提升。当前大北农养猪 MSY（出栏肥猪头数/母猪/年）约为 23，PSY（断奶仔猪头数/母猪/年）约 25，未来 PSY 将逐步提高。

图表34 大北农非洲猪瘟防控阻断+灭杀非瘟

防控原则	六大防线	要素	措施
阻断+灭杀	外场三道	第一道	人：场外隔离，入场前 2 天，不接触危险人、物；检测合格进入下一环节 车：专车专用，一级洗消 物：食材、饲料、兽药、疫苗、五金器械、种猪等，确保源头和物流安全 中转站：二次转运，降低风险 间隔：三公里内疫情监控
		第二道	洗消中心：车辆清洗、消毒、干燥 人员隔离：在管理可控范围内严格隔离 中央厨房：生区、熟区分隔，食材静置 24 小时后消毒使用 猪只运输：专用车辆、空气过滤、路线控制 物资运输：多层包装，密闭运输
		第三道	车：车辆三级洗消、高温烘干 物资：物资除外包装，进熏蒸间熏蒸消毒 人：人员洗澡更衣进场 动物：外源动物防控
	内场三道	第四道	人员、物资生活区隔离 人、车通道分离 封闭病原直接进入通道 场区定期消毒
		第五道	人、物进出猪舍 猪只流动
		第六道	戴手套、口罩、头套、换鞋操作 舍内操作规范

资料来源：公司公告整理、平安证券研究所

### 3.4 权益比例或提至 80%，对应 20-21 年权益 480、600 万头

公司计划 19 年底 23-25 万头存栏母猪，全年出栏量 200 万头左右，权益出栏量 120 万头；20-21 年底存栏母猪分别为 42、60 万头，全年出栏量 600、1000 万头左右。

图表35 公司 19-21 年权益头数目标为 120、480、800 万头

目标	2018A	2019E	2020E	2021E
母猪存栏（万头）	12	23-25	42	60
当年肥猪出栏（万头）	168	200	600	1000
权益比例（假设）	55%	60%	70-80%	70-80%
当年权益肥猪出栏（万头）	92	120	420-480	700-800

资料来源：大北农、平安证券研究所

公司计划逐步收回权益比例，19 年 4 月 8 日、5 月 9 日、6 月 11 日分别收回陕西昌农康、武汉绿色巨农、广西大北农 35.31%、5.53%、7.39% 的权益，当前公司在两家子公司的持股比例分别达 81.6%、55.3%、50.3%。我们预计公司养猪权益在 20-21 年将逐步提高至 70-80%，若权益比例收回至 80%，公司 20-21 年权益头数将达 480、600 万头。



图表36 大北农养猪子公司持股比例

合并范围	子公司名称	直接持股比例	间接持股比例	备注
联营-未并表	黑龙江大北农农牧食品有限公司	40.0%		
	浙江昌农农牧食品有限公司	41.5%		
	安徽昌农农牧食品有限公司	49.0%		
控股子公司-并表	广西大北农农牧食品有限公司	50.3%		2019/6/11 公告收回 7.39%权益
	陕西正能农牧科技有限责任公司	51.0%		
	武汉绿色巨农牧股份有限公司	55.3%		2019/5/9 公告收回 5.53%权益
	四川驰阳农业开发有限公司	59.0%		
	安徽长风农牧科技有限公司	60.0%		
	陕西昌农康牧农业发展有限公司	81.6%		2019/4/8 公告收回 35.31%权益
	山东荣昌育种股份有限公司	83.7%	4.4%	
	河北大北农农牧食品有限公司	88.5%		
	武汉市大北农农牧食品有限公司		61.9%	
	乌兰察布大北农农牧食品有限公司		88.5%	
	饶阳大北农农牧科技有限责任公司		88.5%	
	内丘大北农农牧食品有限公司		88.5%	
	福建梁野山农牧股份有限公司		80.0%	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 四、盈利预测与估值

**1、养猪业务：**中性假设下，考虑非瘟疫情影响，公司 19-21 年权益出栏头数分别为 120、383、720 万头，完全成本为 12、13.5、12.6 元/kg，在 19-21 年平均猪价分别为 15.7、18.5、16 元的情况下，公司 19-21 年养猪贡献收入分别为 21.7、81.4、132.5 亿元，同比增 63.2%、275.8%、62.8%；毛利润 6.7、28.3、38.7 亿元；贡献归母净利润 5、22、28.3 亿元。

对公司 20 年养猪业务利润做敏感性分析，假设在乐观、中性、悲观情景假设下，公司 20 年受非瘟疫情影响生猪（含母猪）折损率分别为 5%、15%、25%，对应 20 年权益头数分别为 428、383、338 万头；考虑母猪折损摊销增加管理费用、生猪折损摊销及生物安防成本增加生产成本，测算 20 年公司完全成本分别为 12.2、13.5、14.4 元/kg。若 20 年生猪均价达 18.5 元/kg，则公司 20 年养猪业务归母净利润在三种情景假设下分别为 33.3、22、17.2 亿元。即在中性假设（折损率 15%、猪价 18.5 元）下，20 年公司养猪业务归母净利润 22 亿元。

图表37 公司养猪业务利润敏感性分析，中性假设 20 年 22 亿元

	折损率	完全成本 (元/kg)	20 年权益头数 (万头)	20 年生猪平均价格 (元/kg)		
				20	18.5	17
乐观	5%	12.2	428	38.2	30.8	23.4
中性	15%	13.5	383	28.6	22.0	15.4
悲观	25%	14.5	338	21.5	15.7	9.9

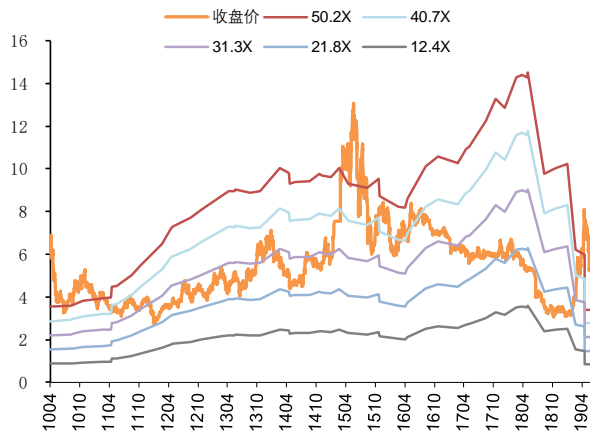
资料来源：平安证券研究所

**2、饲料业务：**考虑 19-20 年非瘟疫情爆发下生猪大幅折损对公司销量影响，假设 19 年公司饲料销量下滑 3%。而 20-21 年非瘟疫情稳定乃至常态化以+高猪价刺激下，行业加速复养、补栏，另一方面，若公司 20-21 年出栏规模达到 600、1000 万头，理论上可带来饲料自给需求量 208、346 万吨，假设 20-21 年饲料销量同比增 16.7%、14.9%，则 19-21 年公司饲料收入达 161.2、186.1、209.2 亿元，同比增-3.3%、15.5%、12.4%。饲料业务 19-21 年贡献毛利润分别为 30.2、33.1、34 亿元。

**3、其他业务：**集团确定集中资源布局生猪养殖业务，我们假设公司种业、动植保业务 19-21 年收入处于稳定阶段，预计 19-21 年公司种业收入分别为 3.7、4.1、4.3，贡献毛利润 1.5、1.6、1.7 亿元；预计动保业务 19-21 年收入 2.4、2.6、2.9 亿元，贡献毛利润 1.4、1.6、1.7 亿元；预计植保业务 19-21 年收入 1.3、1.3、1.3 亿元，贡献毛利润 0.5、0.5、0.5 亿元。

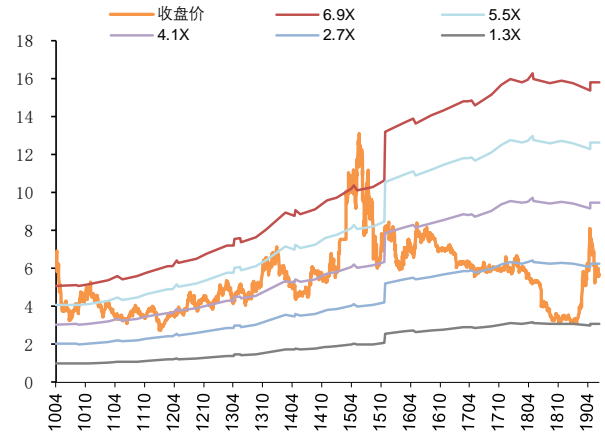
综上，预计公司 19-21 年收入 195.5、281.2、356.5 亿元，同比分别增 1.3%、43.9%、26.8%；毛利分别为 41.5、66.3、77.9 亿元；归母净利润分别为 11.1、30.3、37.7 亿元，同比增 118.8%、173.4%、24.4%，对应 19-21 年 PE 20.4、7.5、6.0 X，对应 19-21 年 PB 2.1、1.6、1.3 倍。

图表38 大北农历史 PE (ttm) 中枢约 31 倍



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表39 大北农历史 PB 中枢约 4 倍



资料来源：WIND、平安证券研究所

## 五、风险提示

### 1、饲料原料供应及价格风险

公司饲料产品的主要原料为添加剂原料（如维生素、氨基酸、微量元素等）、蛋白原料（如鱼粉、肉骨粉、豆粕、棉粕等）、能量原料（如玉米、稻谷、小麦等）。2018 年，饲料原料成本震荡攀升，全球大豆供应收紧，国内豆粕现货市场暴涨暴跌，中美贸易关系导致大宗农产品贸易受影响，各种因素导致原材料价格波动对公司整体的影响会越来越大。由于饲料业务占公司营收比重较大，如果饲料产品主要原料价格大幅上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，将可能对公司未来经营业绩产生不利影响。

### 2、重大疫情及自然灾害的风险

重大疫情方面，养殖业中出现的禽流感、蓝耳病、非洲猪瘟等禽畜疫情，以及低迷的猪价行情，对饲料行业的生产销售影响较大。若公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。2018 年下半年爆发的非洲猪瘟对生猪养殖行业产生了重大影响。由于非洲猪瘟具有潜伏期长、发病后死亡率高的特点，且当前没有一直没有有效的疫苗研发成功，在国内也属于第一次大规模集中爆发，无论是大型养殖企业，还是养殖中小散户在疫情爆发初期都缺乏有效的防控手段，因此都不同程度地遭受了损失。公司后期采取了完善的疫病防控体系，在厂区、厂区一公里、厂区三公里的范围内实行严格的三级防控体系，减少病毒接触的机会，加强专业团队建设，



加大清洗消毒防护的升级硬件基础设施，最大程度的降低了非洲猪瘟的发生率。但是若公司养殖区域附近频繁发生疫情，或公司防控措施执行不力，仍将面临生猪发生疫病导致的产量下降，盈利下降甚至亏损的风险。同时，农业生产受旱、涝、冰雹、霜冻、沙尘、气候突变等自然灾害及病虫害的影响较大，上述灾害通常具有季节性的特点。在种子作物的生长期间，若公司生产基地区域发生严重自然灾害或病虫害，将对公司的种子生产和销售产生不利影响。

### 3、养猪业务规模扩大及生猪价格波动的风险

公司近四年来持续加大养猪的投入，在全国设立了八大平台公司，生猪养殖产业营业收入比重逐年增加。2018 年，生猪销售量达到了 168 万头（含参股八大养殖平台公司），在当前养殖行业大变化的形势下，公司还将继续加大对养猪产业的投入，公司持股比例将进一步加大，公司养殖规模将进一步扩大，以抢抓猪业发展的行业机会。同时生猪价格变动将更明显的影响到公司的营收与利润水平。生猪价格在经历了 2016 年的高位运行之后，2017 年到 2018 年进入下行期，特别在 2018 年上半年一度甚至跌出近 8 年最低价。尽管下半年的非洲猪瘟造成全行业的产能大幅削减，预期将在 2019 年下半年重启猪价上行周期。未来，若生猪销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，或者公司生猪出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，都将面临利润下降甚至亏损的风险。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	6,937	8,342	12,722	18,110
现金	2,275	3,708	6,556	10,484
应收票据及应收账款	1,708	1,564	1,968	2,139
其他应收款	245	235	347	434
预付账款	134	234	255	376
存货	2,298	2,310	3,186	4,154
其他流动资产	278	293	410	522
<b>非流动资产</b>	11,159	11,314	11,467	11,509
长期投资	2,328	2,328	2,328	2,328
固定资产	4,771	4,383	4,094	3,871
无形资产	1,673	1,699	1,720	1,728
其他非流动资产	2,386	2,904	3,325	3,581
<b>资产总计</b>	18,096	19,657	24,189	29,619
<b>流动负债</b>	6,437	6,831	8,188	9,688
短期借款	2,442	2,442	2,442	2,442
应付票据及应付账款	1,112	1,078	1,514	1,956
其他流动负债	2,883	3,311	4,232	5,290
<b>非流动负债</b>	944	944	944	944
长期借款	94	94	94	94
其他非流动负债	850	850	850	850
<b>负债合计</b>	7,381	7,775	9,132	10,632
少数股东权益	935	994	1,137	1,294
股本	4,243	4,243	4,243	4,243
资本公积	1,461	1,461	1,461	1,461
留存收益	4,971	6,080	9,112	12,885
<b>归属母公司股东权益</b>	9,779	10,888	13,920	17,693
<b>负债和股东权益</b>	18,096	19,657	24,189	29,619

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,067	2,409	3,959	5,121
净利润	507	1,109	3,032	3,773
折旧摊销	544	554	564	583
财务费用	247	250	402	563
投资损失	-68	0	0	0
营运资金变动	-840	409	-603	-336
其他经营现金流	677	87	563	538
<b>投资活动现金流</b>	-1,417	-726	-709	-630
资本支出	53	-726	-709	-630
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1,470	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1,187	-250	-402	-563
短期借款	640	0	0	0
长期借款	594	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2,420	-250	-402	-563
<b>现金净增加额</b>	-1,536	1,433	2,848	3,928

利润表

单位: 百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	19,302	19,545	28,121	35,648
营业成本	15,693	15,400	21,495	27,859
营业税金及附加	52	53	76	96
营业费用	1,522	1,370	1,287	1,254
管理费用	961	873	1,076	1,191
研发费用				
财务费用	247	250	402	563
资产减值损失	207	195	281	356
其他收益				
公允价值变动收益	7	7	10	13
投资净收益	317	170	170	170
资产处置收益				
<b>营业利润</b>	631	1,306	3,381	4,183
营业外收入	58	54	71	86
营业外支出	33	33	38	42
<b>利润总额</b>	656	1,326	3,414	4,226
所得税	170	159	239	296
<b>净利润</b>	486	1,167	3,175	3,931
少数股东损益	-21	58	143	157
<b>归属母公司净利润</b>	507	1,109	3,032	3,773
EBITDA	1,422	2,110	4,348	5,329
EPS (元)	0.12	0.26	0.71	0.89

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	3.0	1.3	43.9	26.8
营业利润(%)	-60.0	107.0	159.0	23.7
归属于母公司净利润(%)	-59.9	118.8	173.4	24.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	18.7	21.2	23.6	21.8
净利率(%)	2.5	6.0	11.3	11.0
ROE(%)	5.1	10.7	24.4	23.9
ROIC(%)	3.3	10.2	26.1	31.4
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	40.8	39.6	37.8	35.9
净负债比率(%)	15.0	1.4	-17.8	-34.8
流动比率	1.1	1.2	1.6	1.9
速动比率	0.7	0.9	1.2	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	1.3	1.3
应收账款周转率	12.7	11.9	15.9	17.4
应付账款周转率	13.8	14.1	16.6	16.1
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.26	0.71	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.57	0.93	1.21
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.57	3.28	4.17
<b>估值比率</b>				
P/E	45.1	20.4	7.5	6.0
P/B	2.3	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA	19.4	13.0	6.3	5.2

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：( 021 ) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033