

# 产能持续深度去化，低估值铸就安全边界

## ——生猪养殖行业可转债情况梳理

行业投资评级：强于大市

中邮证券研究所 农林牧渔团队

分析师:王琦 SAC登记编号:S1340522100001 Email:wangqi2022@cnpsec.com

中邮证券

2023年5月12日

- **农业转债主要集中在生猪板块，股性较强。** 截至5月11日，生猪养殖板块共有9只可转债，涉及8家上市公司，合计余额为291亿元，占当前存续转债总余额的 3.39%。9只生猪转债平均转股溢价率为 38.70%，较4月的历史低点有所回升，但依然处于低位。
- **行业概况：产能持续深度去化。** 1) 亏损时间长、程度深。截至5月11日，自繁自养头均亏损325元，目前已累计亏损近5个月，亏损幅度、持续时间仅次于2021年下半年。2) 一季度疾病严重，且弱毒非瘟难以根除，其影响程度和时间或超预期。3) 行业资产负债率高。亏损时间越长，高杠杆企业风险放大。
- **投资建议：低估值铸就安全边际，产能去化或超预期带来弹性空间。** 当前行业的头均市值仅在 3200元/头左右，处于历史底部区域，且生猪价格大幅下挫可能性较低。板块进一步调整空间较小。同时生猪产能仍在去化中，且有疾病等因素扰动，产能去化幅度或超预期，下一轮周期高度或超预期，板块向上弹性大。1) 龙头企业成本优势相对明显，且出栏增长稳健，其确定性更强。建议关注：**牧原股份、温氏股份**。2) 中小企业出栏增速更快，且成本下降空间更大，其弹性更大。建议关注：**巨星农牧、华统股份、天康生物和唐人神**。
- **风险提示：发生疫情风险、需求不及预期风险、原材料价格波动风险。**

# 目录

一

转债市场情况

二

农林牧渔行业基本面

三

重点上市公司情况梳理

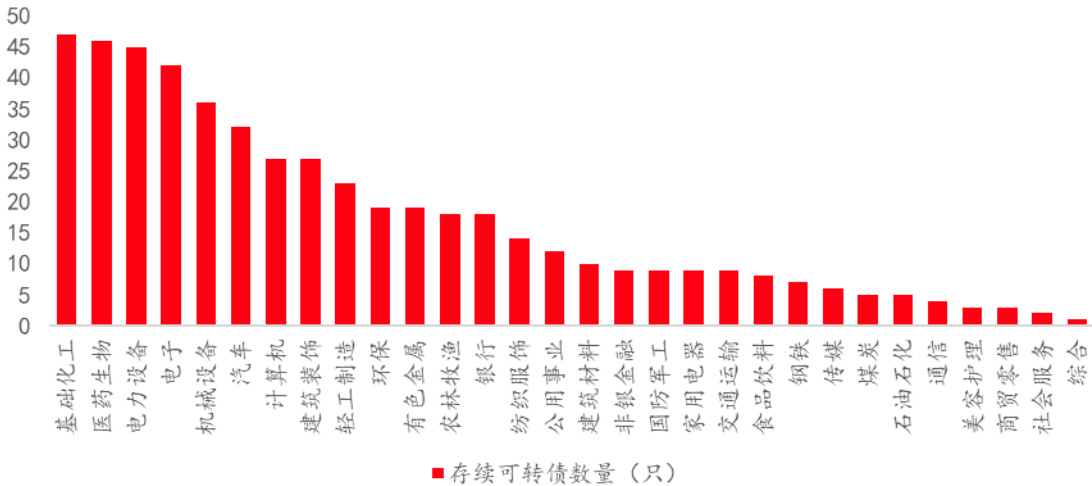


**农业转债主要集中在生猪板块，股性较强**

# 1.1 转债市场整体情况

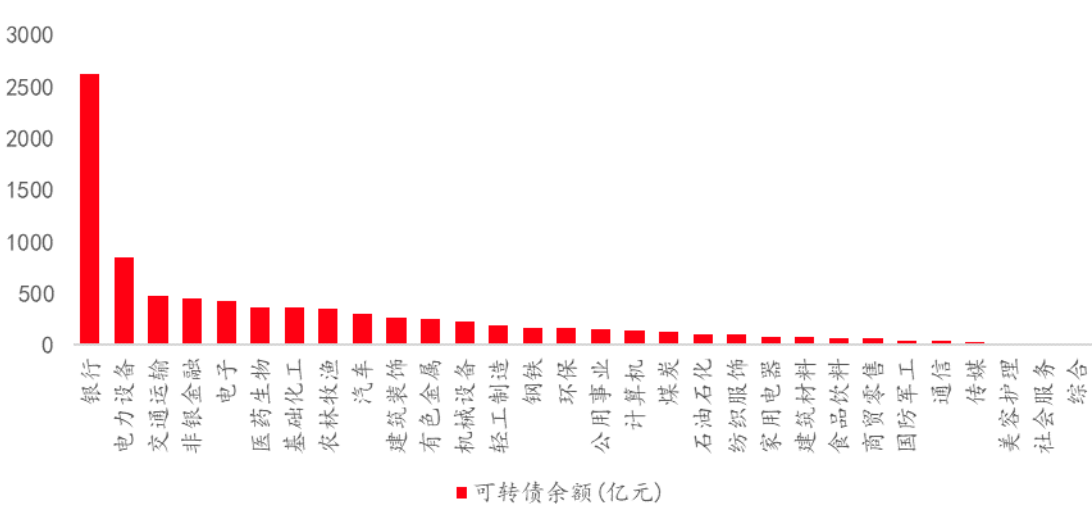
- 总况：截至2023年5月11日，A股中存续可转债共515只，合计余额8567亿。
- 从数量看：根据申万一级行业分类，基础化工、医药生物、电力设备和电子行业存续可转债数量最多，有40只及以上。
- 从余额看：平均单只余额为16.64亿。行业之间差异较大，银行业总余额高达2627亿，其次为电力设备（845亿）、交通运输（481亿）。

图表1：各行业存续可转债数量（截至2023年5月11日）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：各行业存续可转债余额（截至2023年5月11日）

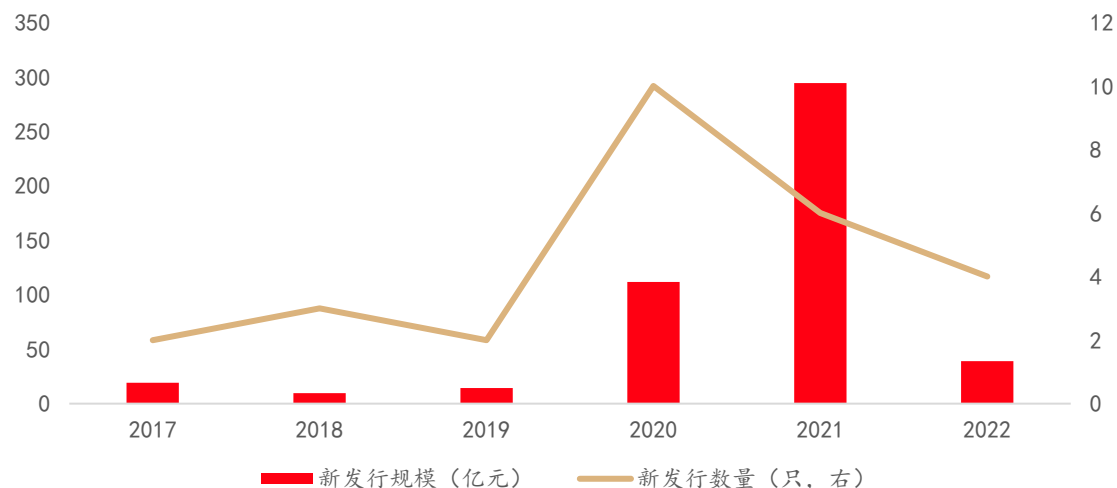


资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 1.2 农林牧渔行业转债市场情况

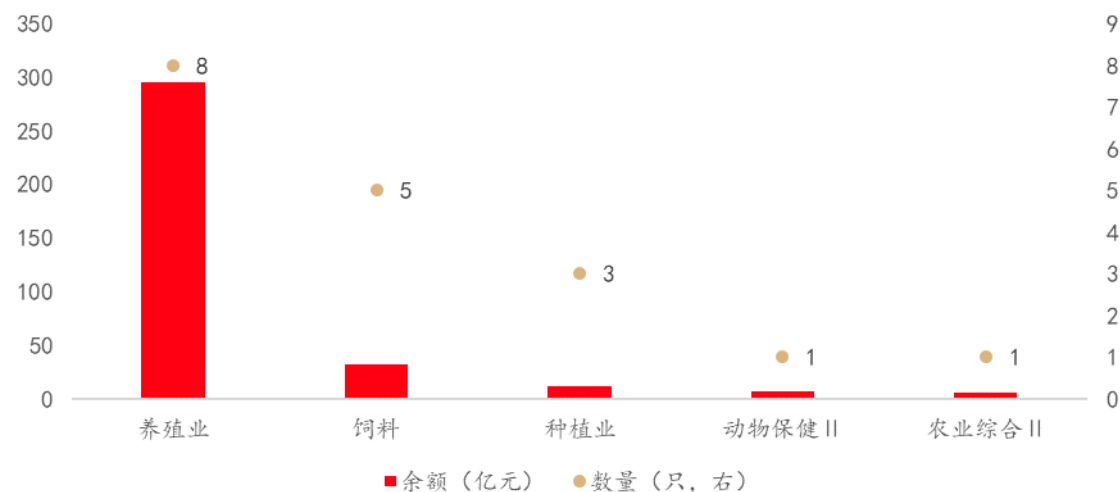
- 2020-2021年为农林牧渔行业可转债新发行的高峰期，2020年新发行10只，合计规模112亿；2021年新发行6只，合计规模294亿。
- 截至2023年5月11日，农林牧渔行业中存续可转债共18只，行业排名第12位；农林牧渔行业合计可转债余额353亿，排名第8位。
- 从申万二级行业看：养殖业余额 295亿（8只）、饲料 32亿（5只）、种植业 12亿（3只），动物保健 7亿（1只）。

图表3：历年农林牧渔行业可转债新发行数量



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：农业二级行业可转债存量情况(截至23年5月11日)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 1.3 农业转债主要集中在生猪板块

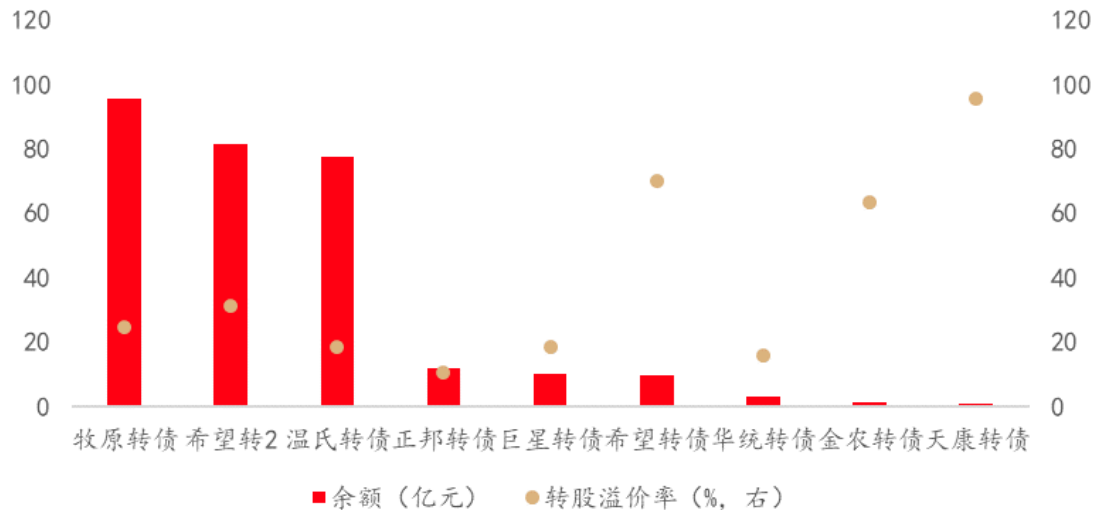
- 涉及生猪养殖业务的可转债标的现有9只，涉及8家上市公司。截至5月11日，申万三级子行业生猪养殖板块共10只成分股，其中5家公司共发行6只存续期可转债；2只隶属于饲料板块；另有1只华统股份属于食品加工行业。
- 9只生猪养殖可转债存量共计291亿元，占当前存续转债总余额的 3.39%。
- 当前生猪转债整体股性较强，且估值水平位于低位。自2023以来，生猪转债的平均转股溢价率为34.72%，平均纯债溢价率为52.09%。5月11日，9只生猪转债平均转股溢价率为 38.70%，较4月的历史低点有所回升，但依然处于低位。

图表5：生猪转债平均转股溢价率和平均纯债溢价率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：生猪转债余额和转股溢价率（23年5月11日）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

# 1.4 生猪行业转债情况概览（截至2023年5月11日）

转债代码	转债名称	正股代码	正股简称	上市日期	余额（亿元）	未转股比例（%）	转股溢价率（%）	纯债溢价率（%）	债股类型	最新评级
127045.SZ	牧原转债	002714.SZ	牧原股份	2021-09-10	95.44	99.93	47.27	24.65	27.51	平衡型
127049.SZ	希望转2	000876.SZ	新希望	2021-11-29	81.44	99.92	14.40	31.30	18.75	平衡型
123107.SZ	温氏转债	300498.SZ	温氏股份	2021-04-21	77.39	83.24	17.37	18.32	27.75	平衡型
113647.SH	禾丰转债	603609.SH	禾丰股份	2022-05-18	14.67	97.80	10.26	23.27	23.40	偏股型
128114.SZ	正邦转债	002157.SZ	*ST正邦	2020-07-15	11.90	74.36	3.62	10.55	36.81	偏股型
113648.SH	巨星转债	603477.SH	巨星农牧	2022-05-17	10.00	99.98	25.24	18.37	54.97	平衡型
127015.SZ	希望转债	000876.SZ	新希望	2020-02-04	9.49	23.74	19.66	70.13	8.24	偏债型
127076.SZ	中宠转2	002891.SZ	中宠股份	2022-11-21	7.69	100.00	28.35	54.14	42.27	平衡型
123133.SZ	佩蒂转债	300673.SZ	佩蒂股份	2022-01-21	7.20	99.98	17.83	51.66	26.89	平衡型
123132.SZ	回盛转债	300871.SZ	回盛生物	2022-01-07	7.00	99.99	28.00	78.89	23.01	偏债型
127060.SZ	湘佳转债	002982.SZ	湘佳股份	2022-06-10	6.40	99.99	42.56	33.65	47.64	偏股型
123063.SZ	大禹转债	300021.SZ	大禹节水	2020-08-20	6.35	99.46	4.72	15.44	20.59	平衡型
123056.SZ	雪榕转债	300511.SZ	雪榕生物	2020-07-24	5.84	99.83	11.09	67.24	11.33	偏债型
128026.SZ	众兴转债	002772.SZ	众兴菌业	2018-01-03	4.08	44.39	11.12	25.77	11.82	偏债型
123189.SZ	晓鸣转债	300967.SZ	晓鸣股份	2023-04-25	3.29	100.00	19.43	42.17	55.67	偏股型
128106.SZ	华统转债	002840.SZ	华统股份	2020-05-08	2.87	52.16	8.85	15.90	110.26	偏股型
113565.SH	宏辉转债	603336.SH	宏辉果蔬	2020-03-16	2.25	67.74	7.64	39.26	18.81	平衡型
128036.SZ	金农转债	002548.SZ	金新农	2018-04-02	1.46	22.39	6.80	63.45	24.71	平衡型
128030.SZ	天康转债	002100.SZ	天康生物	2018-01-29	0.83	8.25	7.40	95.64	121.39	平衡型

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：1) 灰色为生猪转债；2) 华统股份按照申万一级行业划分为食品加工业，但其当前已转型开展生猪养殖业务，生猪养殖为公司主要利润来源。



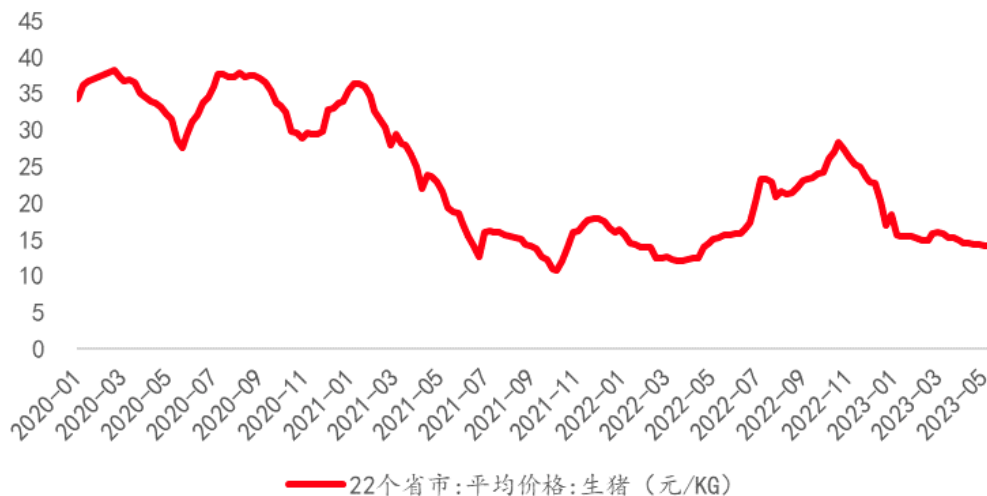


**生猪养殖行业：产能持续深度去化，低估值铸就安全边际**

## 2.1 2022年12月以来，生猪进入新一轮去产能周期

- 猪价二次探底中。生猪价格在22年10月末到达阶段性高点后持续下降。2月中旬，生猪价格达13.8元/公斤的阶段性低点后，有过短暂反弹。但由于需求疲弱而供给充足，猪价3月中下旬后再度开启下跌趋势。且五一假期消费好转对猪价支撑并不明显，猪价持续在14块左右波动。截至5月11日生猪价格为14.3元/公斤，再度接近2月低点。
- 亏损时间长、幅度深。22年12月生猪价格跌破成本线，行业正式进入亏损区间。截至5月11日，自繁自养生猪头均亏损325元，目前已累计亏损近5个月。当前亏损幅度、亏损持续时间仅次于2021年下半年。

图表7：12月以来猪价持续下行



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：生猪养殖深度亏损中

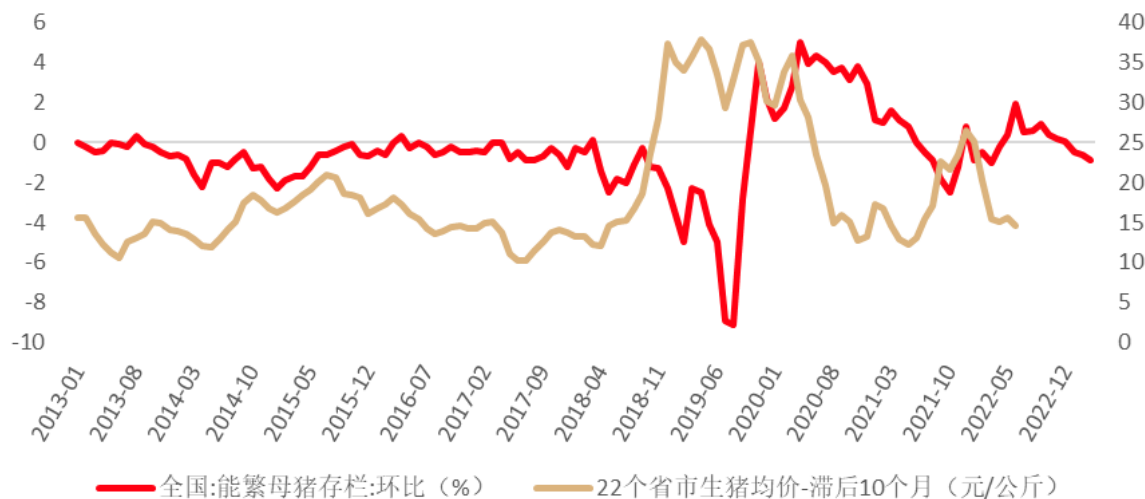


资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2.2 产能持续去化中：短期价格或依然承压

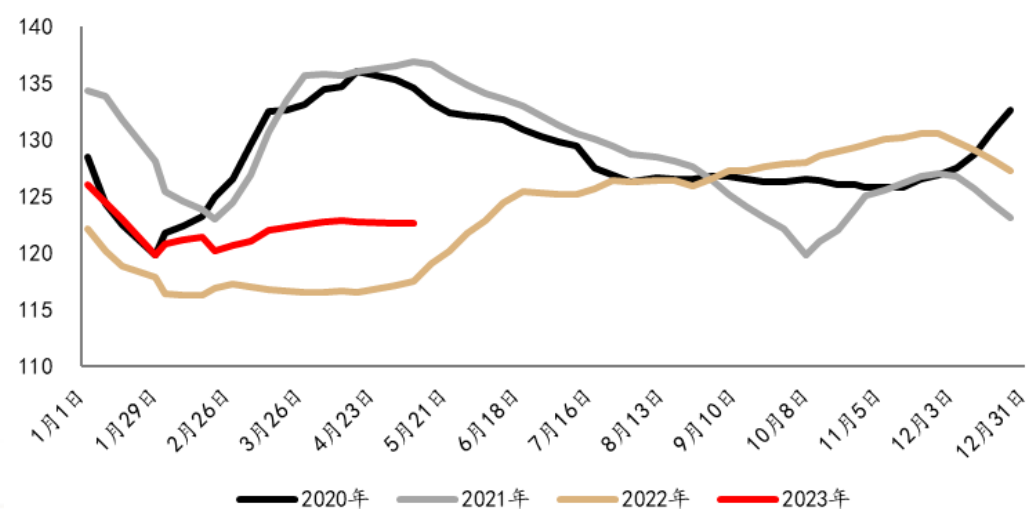
- 能繁母猪存栏持续下降。农业农村部数据，1-3月能繁存栏环比分别：-0.5%、-0.6%和-0.87%，降幅逐月扩大。
- 大体重猪仍有待释放。二次育肥、压栏等情况对行业供给形成压制。2月中下旬属于消费淡季、且行业供给整体偏多，但生猪价格从14元一路反弹至16元，其中二次育肥入场是主要原因。而这部分供给压力或者5-6月释放。另2月中下旬以来，生猪出栏体重持续攀升，压栏现象或相较于去年同期增加，亦将对后续供给造成较大压力。截至5月第一周，全国生猪出栏平均体重122.67元/KG，远高于去年同期。

图表9：能繁母猪存栏环比和10个月生猪价格



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：生猪出栏体重增长（单位：元/KG）

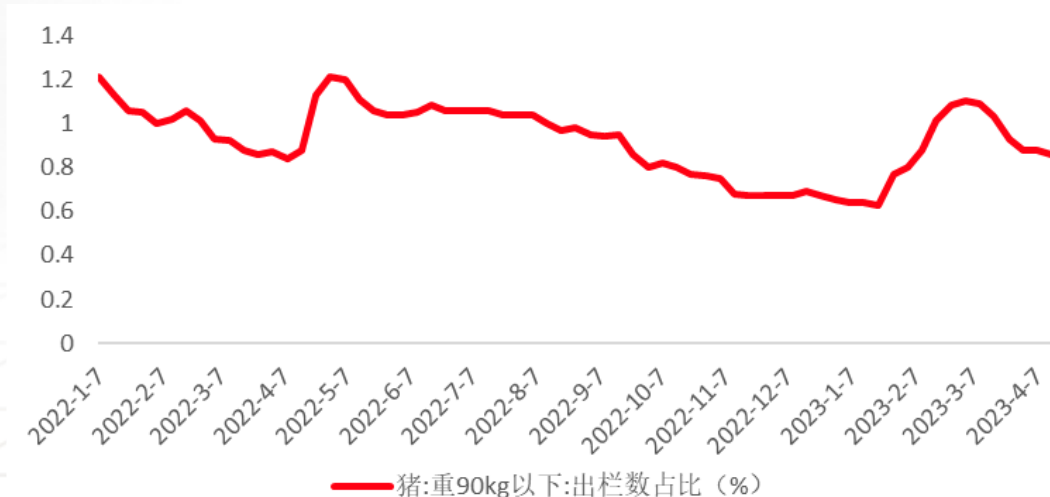


资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

## 2.3 产能去化中：弱毒非瘟影响不容忽视

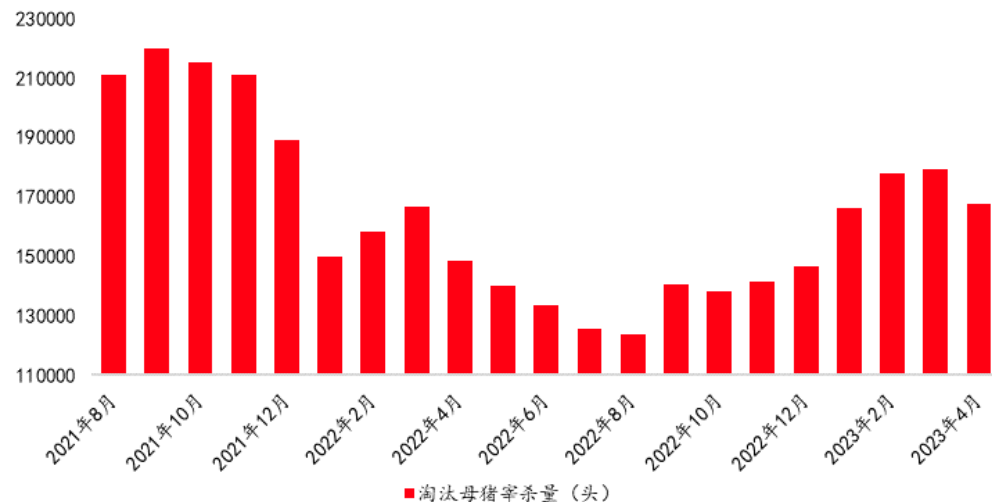
- 非瘟毒株变异，弱毒更难治理。近年来毒株流行已从仅有野毒转变成野毒、疫苗毒、多缺失毒株多种毒株流行。非洲猪瘟病毒变异株虽然毒力相对较弱（致死率低），但具有潜伏期较长、间歇式排毒、临床症状不太典型等特征。在养殖过程中，弱毒非瘟更难察觉、难拔牙、难净化、难溯源，其影响将是长期且难以消除的。
- 一季度生猪疾病情况相对严重，将加速产能去化。1) 疫情加速小体重猪出栏。根据钢联农产品数据，1月中下旬-3月初，90KG以下生猪出栏量占比由0.63%提升至1.1%，东北、山东等疫情相对严重的地方，小体重猪占比更高。2) 22年12月以来，母猪淘汰量明显增长。
- 5-6月为华南区域猪病高发期，关注华南雨季情况，警惕猪病再度扩散。

图表11：90KG以下生猪出栏占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：淘汰母猪屠宰量

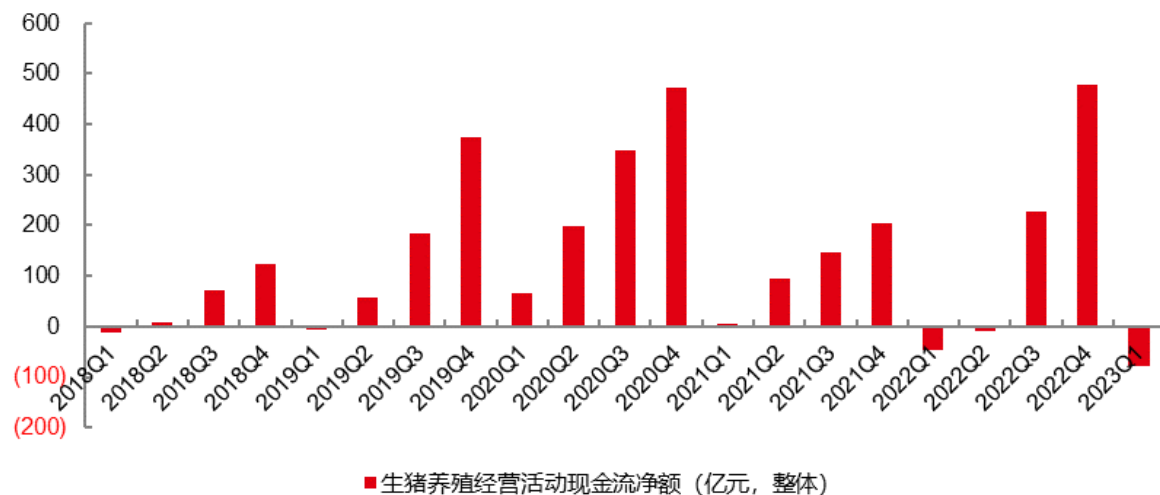


资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2.4 产能持续去化中：企业现金流压力大

- 运营资金压力大，资产负债率高位。2021年至2022年上半年的行业持续亏损，不但当期运营资金紧张，同时对前期积累的现金也消耗严重。尤其是22年一季度和二季度，极低的生猪价格影响下，行业经营活动产生的现金流为净流出。虽然随着猪价的回升，22年下半年行业压力有所缓解，但持续时间短暂，且23年一季度行业再度陷入亏损。在此压力下，行业资金需求急迫，行业资产负债率快速攀升。22年2季度末，行业整体资产负债率达到历史最高点66.88%，虽然年末回落至59.85%，但23年一季度末再度攀升至62.12%。

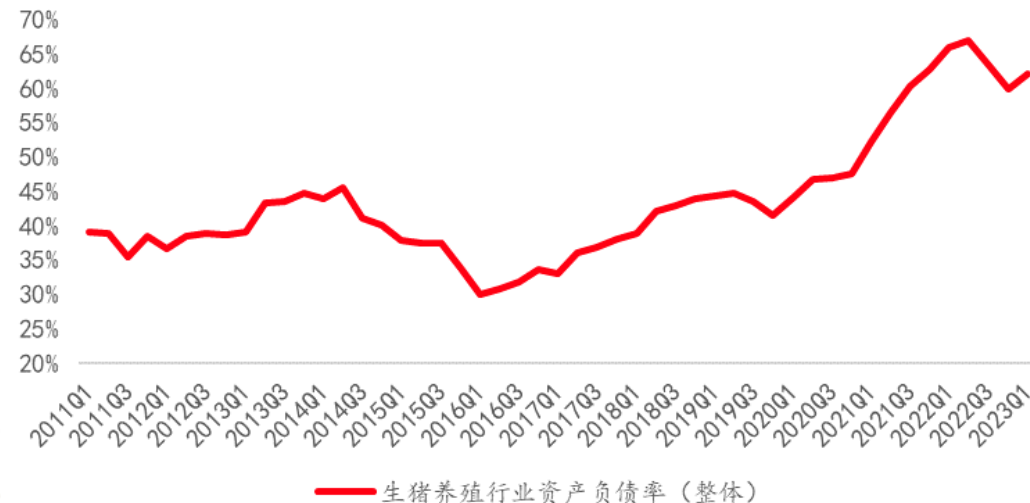
图表13：生猪养殖经营性现金流净额



资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：以上为14家主要生猪养殖企业财务数据汇总

图表14：生猪养殖资产负债率高位

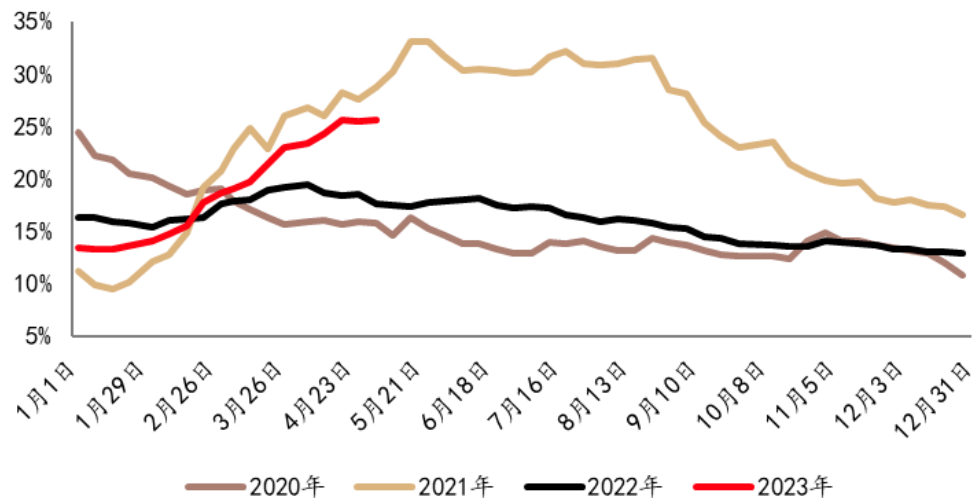


资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2.5 产能去化幅度决定周期高度，低估值是最根本逻辑

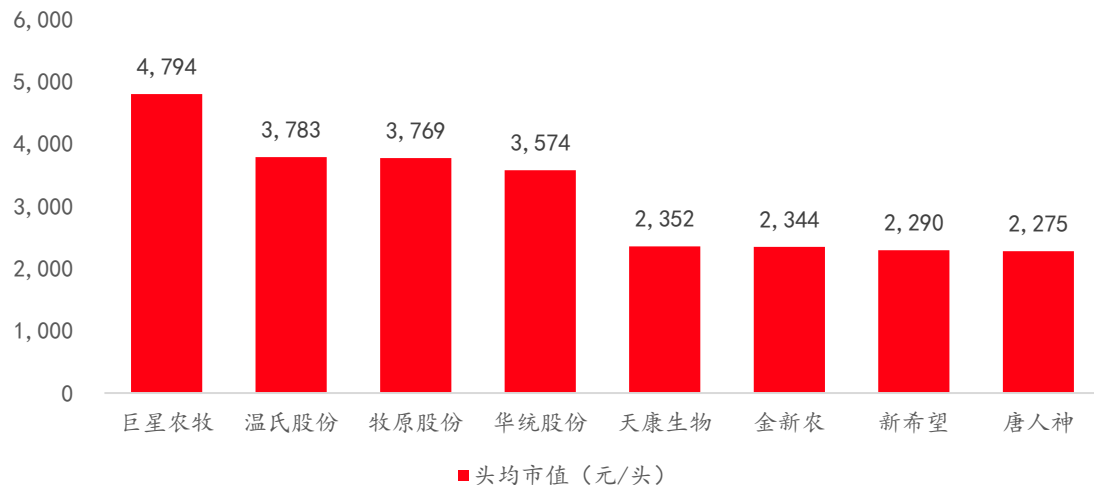
- **短期：生猪价格将依然低迷。**6-7月消费淡季到来、且当前有部分大猪尚未出清，供给压力仍大。
- **下半年：小幅回升。**从能繁存栏推断，下半年生猪供给将逐步减少，同时餐饮消费等需求好转明显，供许格局稍有改善。
- **2024年：有望启动新的周期。**一是2024年的生猪供给由2023年3月以后的能繁存栏决定，而当前行业产能仍处于出清过程中，且叠加猪病影响，出清程度或超预期。二是亏损时间越久，对企业资金考验越严峻，而当前部分规模场资产负债率已处于高位，不排除其风险暴露的可能。三是二育群体在长期亏损后，逐渐退出市场，行业产能进一步下降。
- **低估值保底，安全边际高。**经过4月中下旬以来的调整后，当前行业生猪的平均头均市值仅在3200元/头左右，行业估值处于历史低位。

图表15：冻品库容率高位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表16：主要公司2023年头均市值（2023年5月11日）



资料来源：iFind，公司公告中邮证券研究所测算



# 三

**正股情况梳理：以出栏量增长为矛，以成本管控为盾**



### 3.1 竞争格局：出栏量增长放缓，成本竞争加剧

- 行业集中度已较非瘟之前大幅提升、上市公司出栏体量均已明显增长。在行业周期低迷、资金压力下，主要上市公司出栏增速下降明显。
- 猪价在低位波动，成本对公司盈利影响重大。非瘟之后，行业成本下降明显，公司之间差异大。

图表17：14家主要生猪养殖公司出栏情况

代码	公司	历史出栏量（万头）			出栏预期（万头）		2023年出栏量			
		2020年	2021年	2022年	2023E	2024E	1月	2月	3月	Q1累计
002714. SZ	牧原股份	1, 812	4, 026	6, 120	6, 800	7, 200	442	442	500	1, 385
300498. SZ	温氏股份	955	1, 322	1, 791	2, 600	3, 300	159	194	207	560
000876. SZ	新希望	829	998	1, 461	1, 850	2, 350	129	173	169	472
603363. SH	傲农生物	135	325	519	600	800	42	50	47	139
002385. SZ	大北农	185	431	443	500	600	49	49	45	144
002124. SZ	天邦食品	308	428	442	650	750	38	40	54	133
002567. SZ	唐人神	102	154	216	350	500	23	29	27	78
002100. SZ	天康生物	135	160	203	300	500	16	20	21	57
002548. SZ	金新农	80	107	126	130	180	5	14	9	28
002840. SZ	华统股份	--	13	120	250	450	16	18	19	53
001201. SZ	东瑞股份	18	37	52	80	180	5	7	8	21
605296. SH	神农集团	41	65	93	130	220	9	14	12	35
603477. SH	巨星农牧	32	87	153	300	500	--	--	--	--
600975. SZ	新五丰	33	39	183	350	580	--	--	--	62
合计		4, 664	8, 192	11, 922	14, 890	18, 1100	934	1, 051	1, 118	3, 166
同比			75. 7%	45. 5%	24. 9%	21. 6%	11. 6%	44. 9%	5. 0%	19. 9%

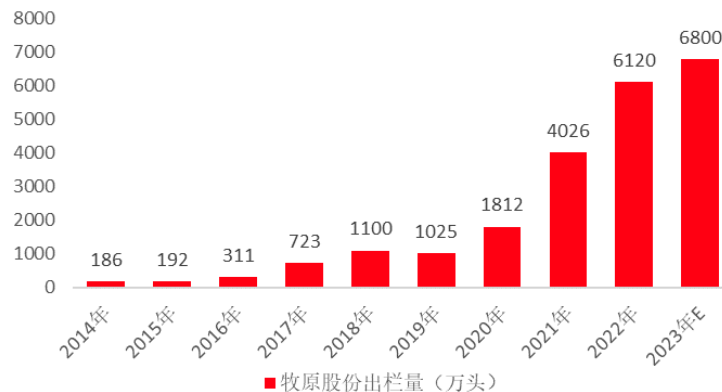
资料来源：公司公告，光大证券研究所      注：新五丰、巨星农牧不公布月度出栏数据，故合计月度同比不包含



## 3.2 牧原股份：产能稳增长的行业龙头，低成本宽护城河

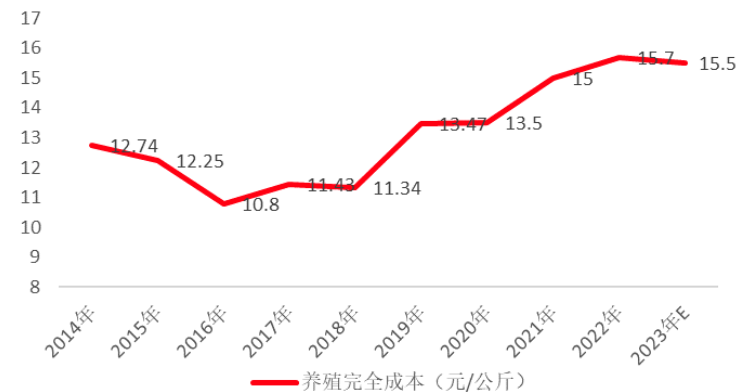
- **成本优势明显。**截至23年Q1公司育肥成本仅14.5元/公斤，处于行业绝对领先地位。主要原因：1) 自繁自养模式，建立标准化、智能化养殖场，养殖效率高；2) 独特的轮回二元育种体系保障种猪优势；3) 猪场靠近玉米、豆粕等主要饲料材料产地
- **近年养殖规模快速增长，出栏量已跃居行业第一。**16年-22年出栏量从311万头增至6100万头，年均增幅高达64%。预计23年将达6800万头，占全国生猪出栏量的10%。
- **布局屠宰，打造产业闭环。**截至23年Q1，公司已投产10家屠宰厂，投产产能合计为2900万头/年。目前仍有4家屠宰厂处于建设阶段，建成后屠宰产能将接近4000万头/年。
- **盈利预测与投资评级：**公司出栏量稳健增长，成本优势突出。我们预计公司23-25年EPS分别为：3.21元、5.66元和4.40元。持续看好公司，维持“买入”评级。

图表18：牧原股份生猪出栏量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表19：牧原股份养殖成本下行



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表20：牧原股份盈利预测和财务指标（收盘价为：2023年5月11日）

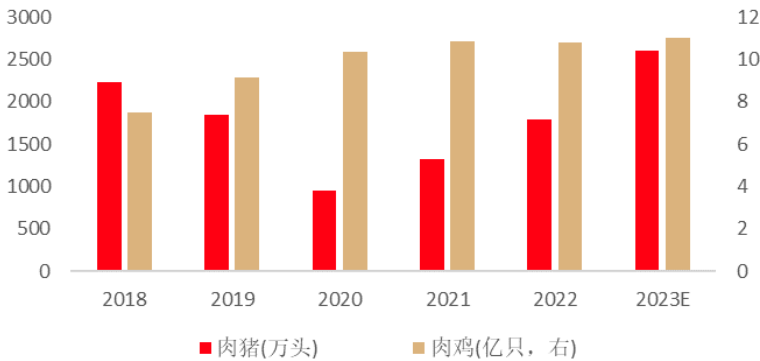
项目\年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	124,826.21	135,865.12	163,003.42	167,345.65
增长率(%)	58.23	8.84	19.97	2.66
EBITDA(百万元)	29,848.50	40,481.35	57,254.72	51,388.51
归属母公司净利润(百万元)	13,266.16	17,579.74	30,955.95	24,044.65
增长率(%)	92.16	32.52	76.09	-22.33
EPS(元/股)	2.43	3.21	5.66	4.40
市盈率(P/E)	19.17	14.47	8.22	10.58
市净率(P/B)	3.54	2.90	2.14	1.78
EV/EBITDA	10.35	6.27	4.32	3.35

资料来源：ifind，中邮证券研究所

### 3.3 温氏股份：猪鸡共振，王者归来

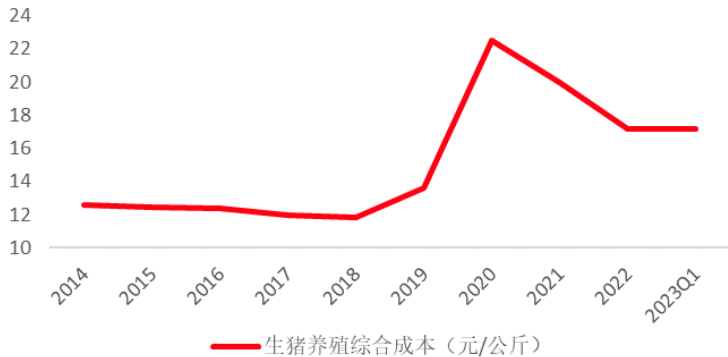
- **生猪：出栏增长，成本下降。**21年后公司快速淘汰低效母猪、养殖模式升级为“公司+现代养殖小区+农户”，公司改革成效显著，生猪出栏重回增长快车道。2023年公司预计出栏将达到2600万头。同时养殖成本亦在快速下降中，23年有望进一步下降至8元/公斤。
- **肉鸡：行业产能去化深刻，公司稳居行业龙头。**当前黄羽鸡父母代存栏处于2019年以来的历史最低位。随着消费改善及生猪价格回升带动，黄羽鸡价格有望重回盈利区间。公司22年出栏肉鸡10.81亿只，市占率近27%，稳占行业龙头地位。
- **盈利预测与投资评级：**公司是正在努力赶超的养殖第一梯队企业，出栏量增长较快，且降本增效效果突出。预计公司2023-2025年EPS分别为0.90元、2.80元和1.99元。看好公司发展前景，维持“买入”评级。

图表21：温氏股份生猪及肉禽出栏量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表22：公司生猪养殖成本下行明显



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表23：温氏股份盈利预测和财务指标（收盘价为：2023年5月11日）

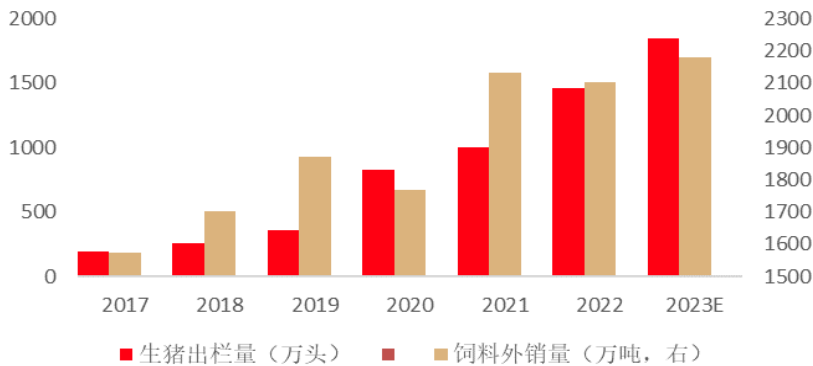
项目\年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	83,725.11	99,060.07	122,827.62	123,241.56
增长率(%)	28.88	18.32	23.99	0.34
EBITDA(百万元)	12,724.97	12,120.80	25,463.23	19,856.47
归属母公司净利润(百万元)	5,289.01	5,868.66	18,360.22	13,069.80
增长率(%)	139.46	10.96	212.85	-28.81
EPS(元/股)	0.81	0.90	2.80	1.99
市盈率(P/E)	23.40	21.09	6.74	9.47
市净率(P/B)	3.12	2.75	1.95	1.62
EV/EBITDA	12.57	12.66	5.62	6.26

资料来源：ifind，中邮证券研究所

### 3.4 新希望：降本增效持续推进，多业务协同共发力

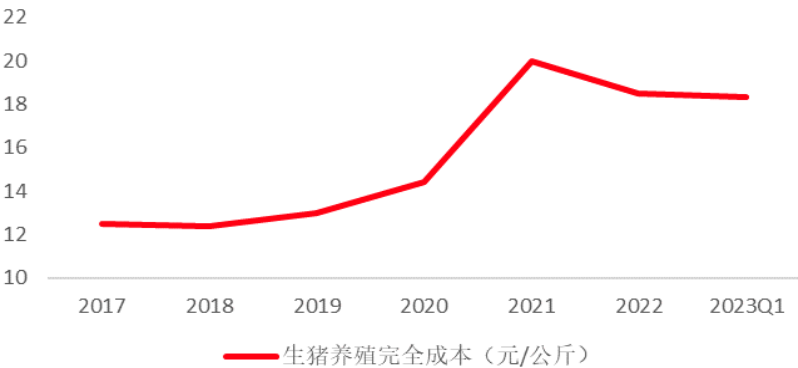
- **出栏增长战略性放缓，降本增效持续推进中。**22年公司出栏1460万头，2023/2024/2025年目标分别为1850/2350/2700-3000万头，从当前公司产能布局来看，完成阶段性出栏目标已不足担忧，更重要的是需要提升降本增效。2022年Q1公司养猪成本18.8元/公斤、Q4已降至16.7元/公斤，23年末计划进一步下降至15.5元/公斤。（不含总部费用）
- **多业务协同发展，进一步发力食品端。**公司饲料业务持续保持绝对领先优势，22年销量2480万吨；另外公司肉禽养殖亦持续维持较大体量。近年来公司在食品端发力明显，一方面结合产业链优势发展养宰联动，另一方面，推出小酥肉、牛肉片等多个大单品增厚利润。
- **盈利预测与投资评级：**公司出栏量稳步增长，且聚焦于成本管控。预计公司2023-2025年EPS分别为0.52元、1.31元和0.98元。持续看好公司，维持“增持”评级。

图表24：新希望生猪出栏量和饲料外销量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表25：新希望生猪养殖成本下行明显



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表26：新希望盈利预测和财务指标（收盘价为：2023年5月11日）

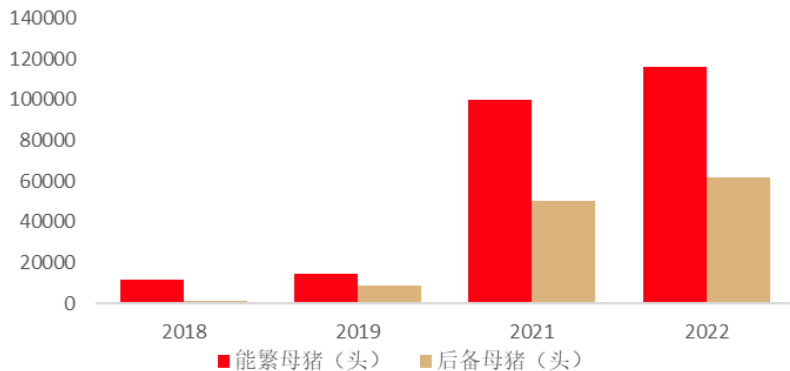
项目\年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	141,507.73	161,657.08	177,785.85	189,304.14
增长率(%)	12.07	14.24	9.98	6.48
EBITDA(百万元)	6,126.22	7,106.58	11,101.91	9,705.08
归属母公司净利润(百万元)	-1,460.61	2,374.64	5,949.10	4,469.33
增长率(%)	84.77	262.58	150.53	-24.87
EPS(元/股)	-0.32	0.52	1.31	0.98
市盈率(P/E)	—	24.06	9.60	12.78
市净率(P/B)	1.95	1.81	1.52	1.36
EV/EBITDA	19.01	16.12	10.00	10.76

资料来源：ifind，中邮证券研究所

### 3.5 巨星农牧：西南区域养殖新星

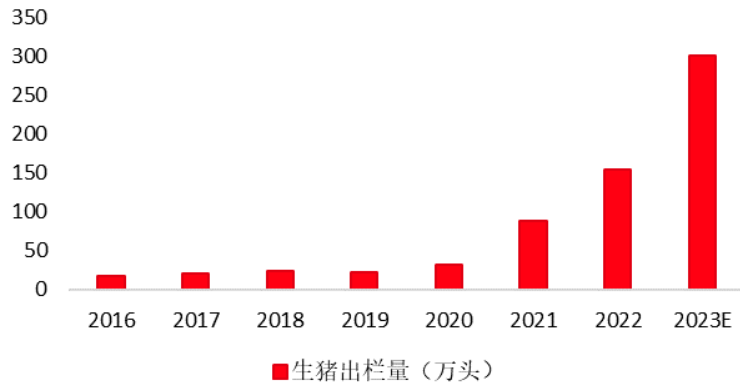
- **种猪、养殖技术、饲料等多途径保障成本优势。**公司育种体系与 PIC 长期深度合作，与世界知名养殖技术服务公司Pipestone签订合作协议，同时自产饲料降低原材料成本。公司 PSY 达到 27头/年，显著领先于国内及国际平均水平。优异的养殖效率提升了公司盈利能力。2023年一季度公司生猪养殖完全成本在16.6元/公斤左右，处于业内第一梯队。
- **产能提升迅速：**公司采取自繁自养和“公司+农户”结合的养殖模式，一方面充分发挥公司的育种优势，另一方面深度绑定农户，实现了产能的快速扩张。公司生猪产能自2020年开始释放，截至22年末，已在四川、安徽和贵州布局了11个生猪养殖基地，已建成29个标准化种猪场，拥有能繁母猪10余万头。22年公司出栏生猪153万头，预计23/24年出栏量将分别达300/500万头。

图表27：巨星农牧能繁母猪存栏



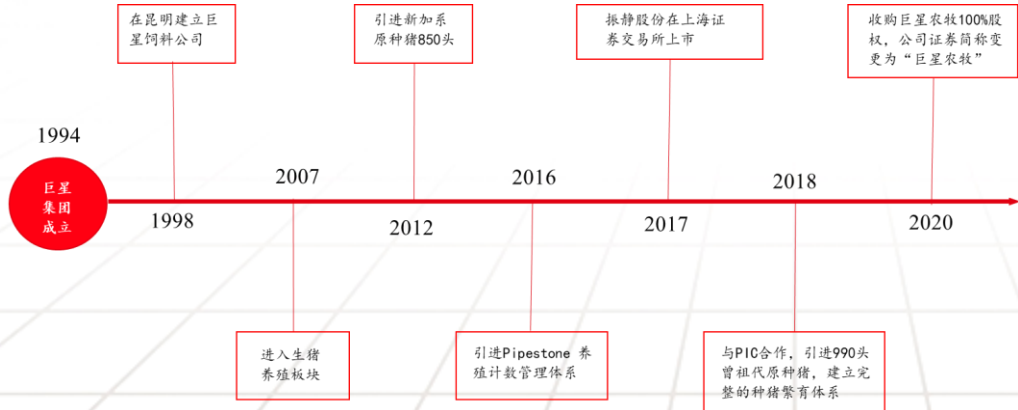
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表28：巨星农牧生猪出栏量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表29：巨星农牧发展历程



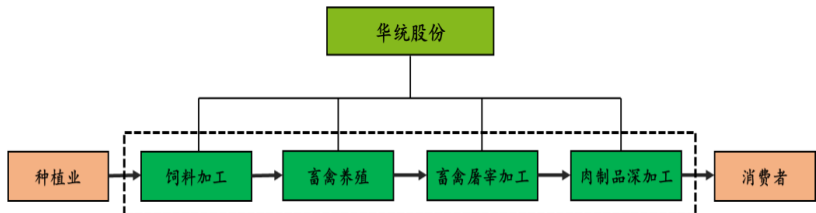
资料来源：公司公告，中邮证券研究所



## 3.6 华统股份：产能快速释放，着力提升养殖效率

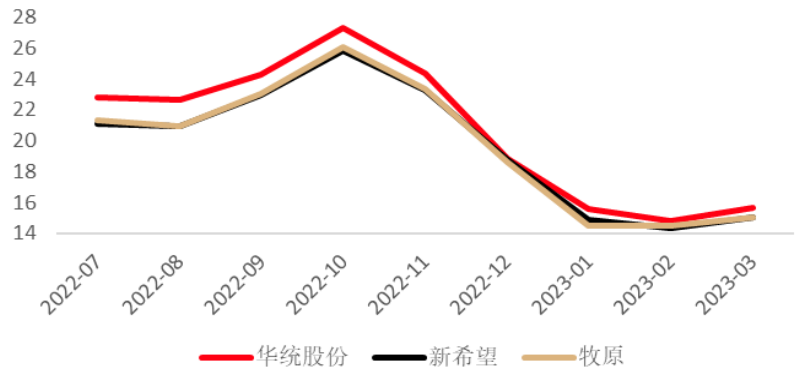
- **出栏高增的江浙养殖龙头。**公司自2019年开始大力发展养殖，目前在浙江省内建成18个现代化楼房养猪场，并陆续向安徽等外省发展。22年公司出栏生猪120.43万头，23-24年目标为250/400-500万头。公司的优势主要有两个：一是产能位于猪肉销区，价格长期高于全国平均。二是公司采用楼房养猪，养殖密度大，可缓解江浙土地资源紧张的压力。
- **打造自主高繁育种体系，提升养殖效率。**2022年下半年公司计划以法系大白猪与美系大白猪为基础培育母系母本，以美系杜洛克猪为基础培育父系（终端父本），打造公司自身的高繁体系。22年末公司养殖的完全成本为18元/公斤，23年Q1下降至17.8元/公斤。
- **盈利预测与投资评级：**公司所在区域猪价高于全国均价，且出栏增长明显。预计公司23-25年EPS分别为0.81元、1.72元和1.72元。看好公司发展潜力，维持“买入”评级。

图表30：华统股份初步实现全产业链布局



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表31：商品猪出栏价格（元/公斤）



资料来源：公司公告，ifind，中邮证券研究所

图表32：华统股份盈利预测和财务指标（收盘价为：2023年5月11日）

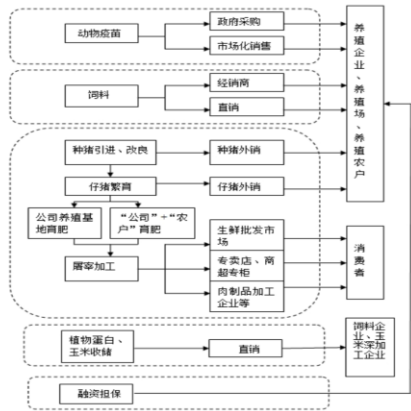
项目\年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,452.16	14,095.59	22,319.87	24,612.42
增长率(%)	13.30	49.13	58.35	10.27
EBITDA(百万元)	729.82	1,259.12	1,927.52	1,982.65
归属母公司净利润(百万元)	87.74	499.06	1,052.92	1,055.04
增长率(%)	145.59	468.76	110.98	0.20
EPS(元/股)	0.14	0.81	1.72	1.72
市盈率(P/E)	113.23	19.91	9.44	9.42
市净率(P/B)	3.72	3.13	2.35	1.88
EV/EBITDA	18.30	10.44	6.50	5.70

资料来源：ifind，中邮证券研究所

### 3.7 天康生物：走出新疆，多业务齐发展

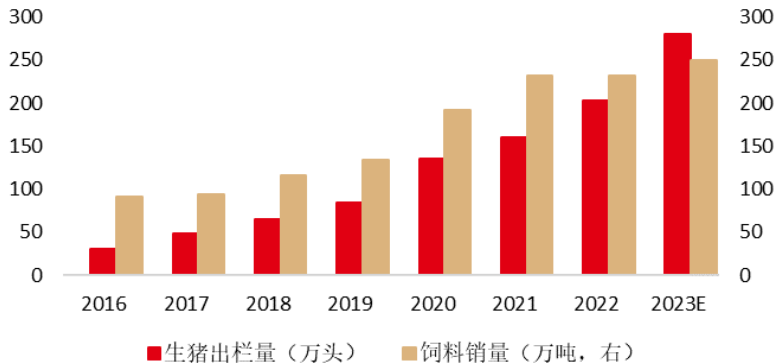
- **出栏量高增长，成本有望进一步下降。**公司在新疆、河南以及甘肃已建成超过300万头的产能，目前正在推进川渝地区的产能建设。22年公司出栏生猪203万头，预计23-24年将分别达280-300/500万头。22年末公司成本预计17.5元/公斤，23年目标成本为16.5元/公斤。
- **多业务齐发。**公司覆盖了育种-饲料-动保-养殖-食品加工全产业链环节。疫苗业务竞争力突出，猪瘟E2、布病的基因工程苗以及猪腹泻疫苗等多种产品获得市场高度认可。饲料业务依托靠近新疆原材料基地的优势，盈利能力突出。屠宰和食品业务进一步增厚利润。
- **盈利预测与投资评级：**公司多业务并进、出栏高增长、成本持续下降。我们预计公司23-25年EPS分别为0.49元、1.34元和0.96元。看好公司增长潜力，维持至“买入”评级。

图表33：天康生物业务结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表34：天康生物生猪和疫苗销量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表35：天康生物盈利预测和财务指标（收盘价为：2023年5月11日）

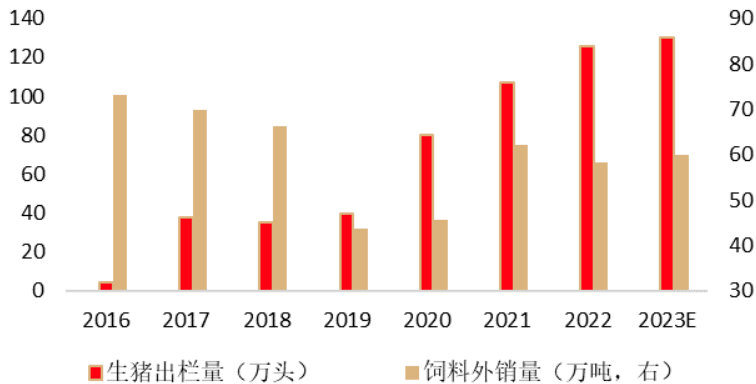
项目\年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,731.61	19,749.34	25,352.59	28,223.94
增长率(%)	6.50	18.04	28.37	11.33
EBITDA(百万元)	1,221.98	1,625.41	2,793.13	2,304.06
归属母公司净利润(百万元)	301.55	665.14	1,812.94	1,295.47
增长率(%)	142.91	120.57	172.57	-28.54
EPS(元/股)	0.22	0.49	1.34	0.96
市盈率(P/E)	39.98	18.13	6.65	9.31
市净率(P/B)	1.52	1.40	1.16	1.03
EV/EBITDA	12.53	9.89	5.38	6.07

资料来源：ifind，中邮证券研究所

### 3.8 金新农：聚焦养殖，顺势而为

- **聚焦养殖，出栏量增长放缓。** 19-20年在养殖周期向好时，公司养殖业务发展迅速。而随着下行周期的到来，21年以来公司进行了较大的战略调整：一是陆续剥离了动保、互联网通信等业务，战略聚焦在养殖业务。二是在养殖端，产能布局以广东、福建、黑龙江为主，在模式上则更加看重自繁自养。22年公司出栏生猪125.6万头，23年预计达130-140万头。
- **更注重降本增效。** 在下行周期中，成本的管控更加重要。近年来公司通过提高种猪群更新率、改进饲料配方、加强养殖流程管理等多种途径提升养殖效率、降低养殖成本。公司关键生产指标在持续改善，22年PSY是24.05，23年Q1提升至26.15。公司降本增效效果突出，21年自繁自养完全成本为19.84元/公斤，22年下降至18.4元/公斤，23年目标将进一步下降2-3元/公斤。

图表36：金新农生猪出栏和饲料销量

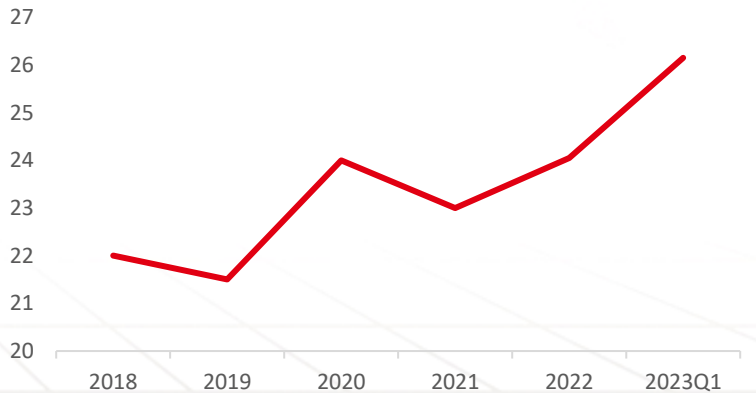


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表38：金新农主要业务范围



图表37：金新农PSY (单位：头)



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- 需求不及预期风险：新冠肺炎疫情对餐饮等终端消费影响巨大，虽然目前情况有所改善，但恢复到正常水平仍需时间；另产品价格高位，亦会对需求有所压制。
- 发生疫情风险：重大疫情的出现将会给畜牧养殖业带来较大的经济损失，同时也会对兽药、饲料行业造成较大的影响。若非洲猪瘟疫情超预期，或发生其他重大疫情，将给养殖行业及其上游企业的稳定经营带来不确定性。
- 原材料价格波动风险：饲料成本主要为玉米、豆粕等原材料的采购成本。如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候反常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。



## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中 邮 证 券**

CHINA POST SECURITIES