

十年磨一剑，转基因龙头腾飞在即

大北农(002385)

报告摘要：

养殖高盈利刺激下，生猪产能稳步恢复，带动公司饲料需求持续向好；同时，国内转基因政策放开预期增强，公司作为国内转基因龙头，有望凭借国家转基因政策放开快速提升核心竞争力，迅速成长为国际领先的种业巨头。我们预计，2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.63/0.66/0.78 元，给予公司 2021 年 19XPE，对应目标价 12.54 元，上调至“买入”评级。

主要观点：

► 公司是现代农业高科技企业

公司是以邵根伙博士为代表的青年学农知识分子创立的农业高科技企业，成立于 1993 年，2010 年在深交所挂牌上市。公司主营业务涵盖饲料、养猪、水产、作物、疫苗、农业互联网等六大产业，以生猪养殖与服务产业链经营和种业科技与服务产业链经营为主。从收入构成上看，饲料和养殖是公司主要的收入来源，2020H1，饲料和生猪养殖收入占比分别为 73.68%/15.24%，合计占比 88.92%，是公司主要的收入来源；从毛利占比上看，饲料和生猪养殖毛利占比分别为 57.19%/35.21%，合计占比 92.40%，是公司主要的利润来源。

► 种业：转基因政策放开预期增强，公司有望成长为国际种业巨头

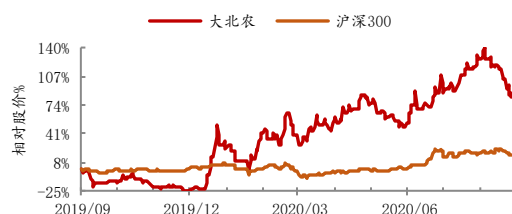
国家两次颁发转基因生物安全证书，尤其是庇护所证书的发放，代表国家从顶层设计层面已经做好了商业化推广前的准备工作，业内人士对我国转基因放开预期进一步增强。种业是农业的“芯片”，是提高农作物产量和种植收益的核心因素，经过测算，乐观情形下，我国玉米种子市场将扩容至 650 亿元。公司过去的研发投入无论从研发费用的绝对值还是相对值来看始终处于行业领先地位，转基因育种技术遥遥领先。我们认为，转基因政策放开之后，“好”种子与“坏”种子的差距会非常明显，而转基因育种门槛较高，不具备转基因技术储备的企业将被市场加速淘汰，腾挪出来的空间将被转基因研发实力强的龙头企业所抢占，使得种业市场集中度加速提升。公司作为国内转基因龙头，技术储备充足，有望凭借国家转基因政策放开快速提升市场占有率，贡献公司利润弹性，快速成长为国际领先的种业巨头。

► 饲料：下游生猪存栏稳步恢复 & 集中度提升，有望带动公司饲料市占率进一步提升

我们认为，受非洲猪瘟疫情影响，生猪存栏大幅下滑带动猪料销量承压，中小规模猪料生产企业经营举步维艰，或将被市场加速淘汰，腾挪出来的空间有望被大北农等头部企业所蚕食。与此同

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	12.54
最新收盘价：	9.52
股票代码：	002385
52 周最高价/最低价：	12.49/4.05
总市值(亿)	399.40
自由流通市值(亿)	274.66
自由流通股数(百万)	2,885.03



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

研究助理：施腾

邮箱：shiteng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

1. 【华西农业】大北农(002385.SZ)：业绩符合预期，转基因有望贡献公司利润弹性

2020.08.26

2. 【华西农业】大北农(002385.SZ)：转基因商业化进程提速，公司业绩弹性可期

2019.12.31

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

时，下游生猪养殖行业正经历集中度加速提升阶段，势必倒逼上游饲料行业加速整合。公司作为猪料龙头，2019 年，公司猪料销量 279.18 万吨，位列 A 股上市公司第二位，与此同时，公司高端料占比较高，盈利能力位列可比公司第一，有望充分受益于猪料市场集中度加速提升进程，带动公司饲料利润快速释放。

投资建议

考虑到下游生猪产能恢复较快，我们将 2020-2022 年收入调整至 264.34/337.25/422.73 亿元（前值为 264.34/337.25/372.11 亿元），归母净利润调整至 26.39/27.64/32.58 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.66/0.78 元。参考可比公司 2021 年 19XPE，给予公司 2021 年 19XPE，对应目标价 12.54 元，上调至“买入”评级。

风险提示

生猪产能恢复进程不及预期，生猪出栏不及预期，转基因商业化进程不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,302	16,578	26,434	33,725	42,273
YoY (%)	3.0%	-14.1%	59.5%	27.6%	25.3%
归母净利润(百万元)	507	513	2,639	2,764	3,258
YoY (%)	-59.9%	1.3%	414.2%	4.7%	17.9%
毛利率 (%)	18.7%	19.9%	26.4%	24.1%	23.5%
每股收益 (元)	0.12	0.12	0.63	0.66	0.78
ROE	5.2%	5.1%	20.8%	17.9%	17.4%
市盈率	78.79	77.81	15.13	14.45	12.26

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司是现代农业高科技企业.....	4
2. 种业：转基因政策放开预期增强，公司有望成长为国际种业巨头.....	6
2.1. 转基因政策放开预期增强，有望带动种子市场扩容.....	6
2.2. 高研发投入打造强技术壁垒，公司先发优势明显.....	10
3. 饲料：下游生猪存栏稳步恢复 & 集中度提升，有望带动公司饲料市占率进一步提升.....	11
3.1. 养殖高盈利刺激下，生猪存栏稳步恢复.....	11
3.2. 生猪养殖集中度提升，有望推动饲料行业集中度进一步提升.....	13
3.3. 公司是猪料龙头，有望充分受益于猪料集中度提升进程.....	14
4. 盈利预测与投资建议.....	16
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1 公司六大产业示意图.....	4
图 2 2015-2020H1，公司收入及其同比增速情况.....	5
图 3 2015-2020H1，公司归母净利及其同比增速情况.....	5
图 4 2020H1，饲料和生猪养殖收入占比合计 88.92%.....	5
图 5 2020H1，饲料和生猪养殖毛利占比合计 92.40%.....	5
图 6 邵根伙持股比例 34.49%，是公司实际控制人.....	6
图 7 我国转基因产品审批流程.....	7
图 8 1991-2019 年，美国玉米种子亩均成本.....	8
图 9 2004-2018 年，我国亩均玉米种子费用走势图.....	8
图 10 1979-2018 年，我国玉米播种面积.....	8
图 11 我国玉米六大产区划分.....	9
图 12 2018-20H1，公司研发投入行业领先（百万元）.....	10
图 13 2018-2020H1，公司研发投入占比行业领先.....	10
图 14 2017-2020 年，全国生猪存栏变化情况.....	11
图 15 2017-2020 年，全国能繁母猪存栏变化情况.....	11
图 16 近年来，我国生猪出栏量稳定在 7 亿头左右.....	12
图 17 近年来，我国猪肉产量稳定在 5400 万吨左右.....	12
图 18 2018 年，猪肉消费量占我国肉类消费总量的比重为 63.40%.....	12
图 19 2010-2020 年，自繁自养生猪利润变化情况.....	13
图 20 2011-2020 年，外购仔猪养殖利润变化情况.....	13
图 21 2009-2019 年，我国饲料分类型情况示意图.....	13
图 22 2009-2019 年，我国饲料分品种情况示意图.....	13
图 23 2017-2019 年，中国生猪养殖行业集中度.....	14
图 24 2019 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况.....	14
图 25 2019 年，我国主要饲料企业销量情况.....	15
图 26 2019 年，我国主要饲料企业猪料销量情况.....	15
图 27 2015-2020H1，公司盈利能力位列可比公司前列.....	15
表 1 转基因市场规模测算.....	9
表 2 大北农主要业务经营预测（单位：百万元）.....	17
表 3 可比公司盈利预测.....	17

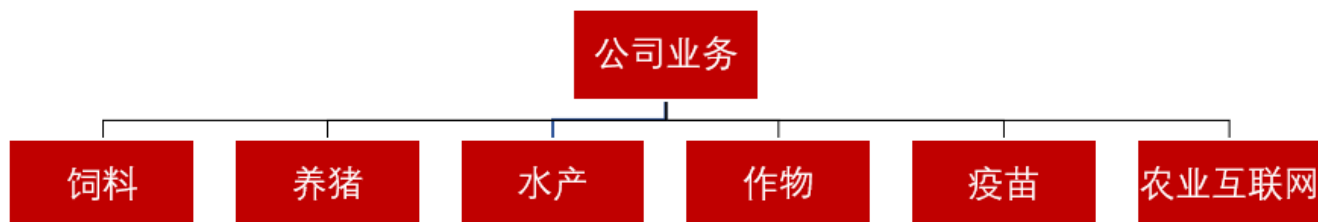
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1. 公司是现代农业高科技企业

大北农集团是以邵根伙博士为代表的青年学农知识分子创立的农业高科技企业，成立于 1993 年，2010 年在深交所挂牌上市。公司主营业务涵盖饲料、养猪、水产、作物、疫苗、农业互联网等六大产业，以生猪养殖与服务产业链经营和种业科技与服务产业链经营为主，其中，生猪养殖与服务产业链包括种猪育种、生猪育肥、生猪饲料（前端料、母猪料等）、动物疫苗、动物药品、生猪养殖信息化等业务；种业科技与服务产业链经营包括杂交水稻、杂交玉米、环保农药和肥料、带有生物技术性状的玉米、带有生物技术性状的大豆等种子产品的科研、生产、销售等业务。

目前，公司拥有近 20000 名员工、1500 多人的核心研发团队、120 多家生产基地和 300 多家分子公司，在全国建有 10000 多个基层科技推广服务网点；拥有 5 个国家级科研平台，4 家国家农业产业化重点龙头企业，23 家国家级高新技术企业，建有北京市首家民营企业院士专家工作站，中关村科技园海淀园博士后工作站分站。

图 1 公司六大产业示意图

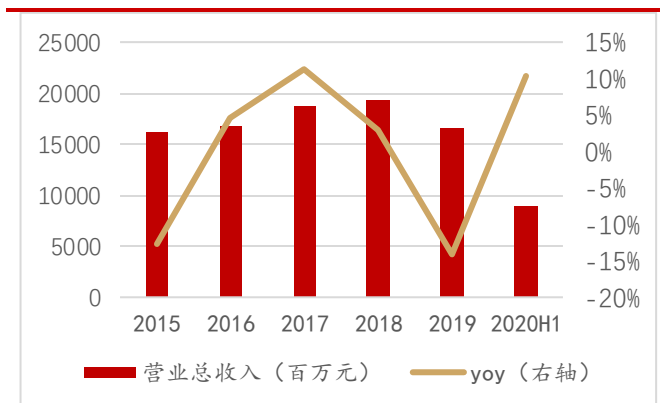


资料来源：公司公告，华西证券研究所

饲料是公司的主要收入和利润来源。公司自上市以来，收入和利润规模保持稳健增长节奏，2010-2019 年，公司收入从 52.48 亿元增长至 165.78 亿元，CAGR+13.63%；归母净利润从 3.11 亿元增长至 5.13 亿元，CAGR+1.26%。2020H1，受行业高猪价影响，公司利润增幅较大，实现归母净利润 8.93 亿元，yoy+2556.20%。从收入构成上看，饲料和养殖是公司主要的收入来源，2020H1，饲料和生猪养殖收入占比分别为 73.68%/15.24%，合计占比 88.92%，是公司主要的收入来源；从毛利占比上看，饲料和生猪养殖毛利占比分别为 57.19%/35.21%，合计占比 92.40%，是公司主要的利润来源。

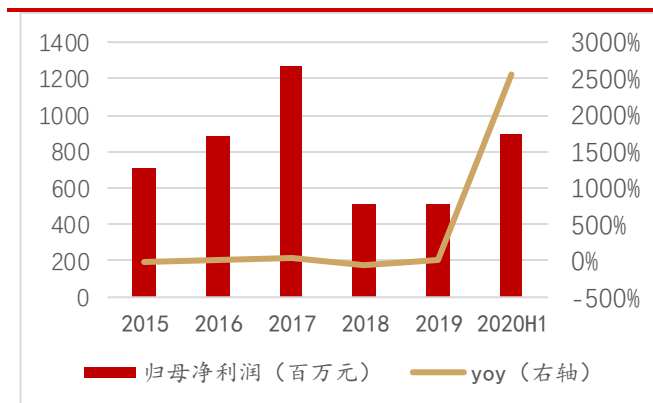
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 2 2015-2020H1，公司收入及其同比增速情况



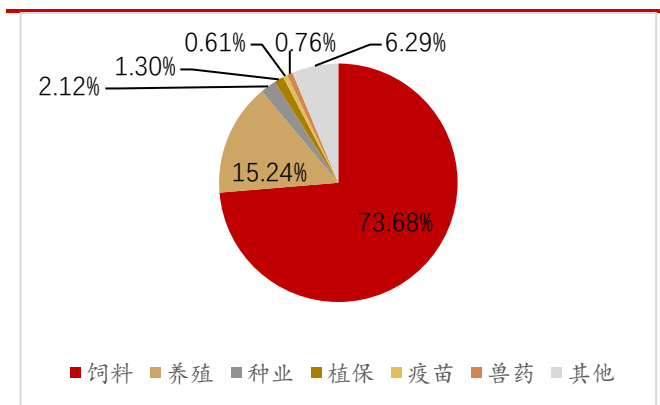
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 2015-2020H1，公司归母净利润及其同比增速情况



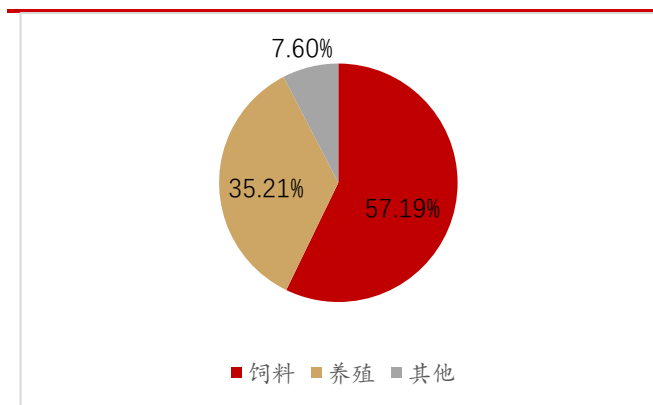
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2020H1，饲料和生猪养殖收入占比合计 88.92%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2020H1，饲料和生猪养殖毛利占比合计 92.40%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

邵根伙持股比例 34.49%，是公司实际控制人。公司股权结构相对集中，截至 2020 年二季度末，邵根伙持有公司 34.49%的股权，是公司实际控制人，第二、三大股东分别是邱玉文和甄国振，持股比例分别为 2.62%/2.45%。

图 6 邵根伙持股比例 34.49%，是公司实际控制人



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 种业：转基因政策放开预期增强，公司有望成长为国际种业巨头

2.1. 转基因政策放开预期增强，有望带动种子市场扩容

2.1.1. 二发转基因生物安全证书，商业化预期进一步增强

2019 年 12 月 30 日，农业农村部公布《关于慈 KJH83 等 192 个转基因植物品种命名的公示》，目录中包含 189 个抗虫棉、2 个抗虫耐除草剂玉米、1 个耐除草剂大豆，公示期为 15 个工作日。2020 年 1 月 20 日，以上三个品种均获得农业转基因生物安全证书（生产应用）。

2020 年 6 月 23 日，农业农村部科教司发布《关于邯 613 等 71 个转基因植物品种命名的公示》，公示期为 15 个工作日。其中，包括大北农的转基因玉米品种 DBN9858 以及中国农科院作物科学研究所的转基因大豆品种中黄 6106。

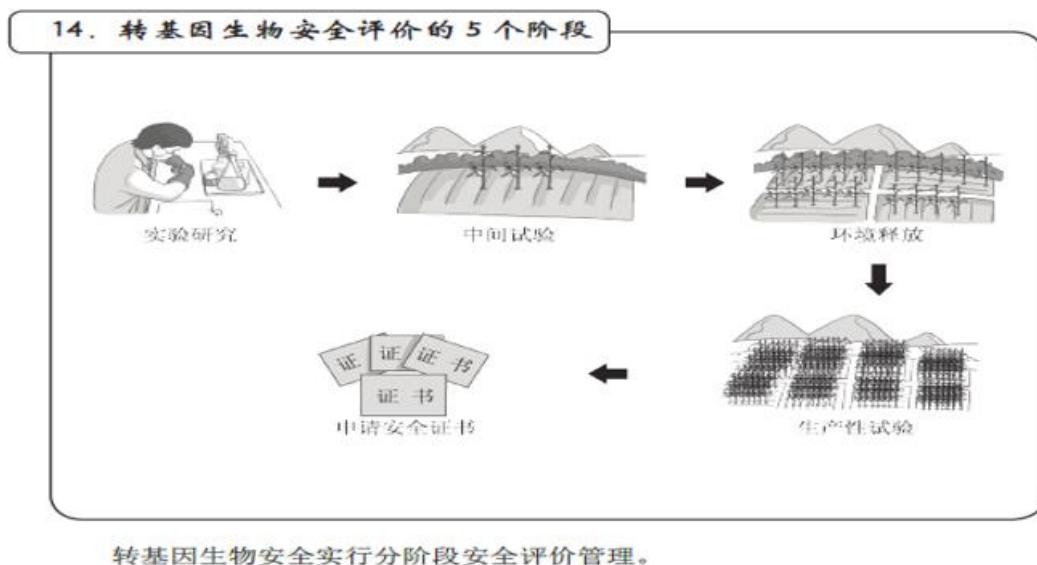
国家两次颁发转基因生物安全证书，尤其是庇护所证书的发放，代表国家从顶层设计层面已经做好了商业化推广前的准备工作，业内人士对我国转基因放开预期进一步增强。我们认为，国家加快转基因商业化进程的主要原因在于：1) 中美贸易战背景下，进口农产品增加给国内粮食安全带来冲击，国内种植效率提升迫在眉睫；2) 东北地区违规滥种转基因玉米现象突出，市场倒逼政策放开；3) 以草地贪夜蛾为主的重大病虫害对我国粮食安全造成严重威胁，助推转基因商业化进程加快。

转基因商业化进程需要 1-2 年的时间，不排除特殊情况下审批加快。我国对转基因农作物的态度一直是比较谨慎的，转基因作物商业化的进程比较漫长。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

转基因生物安全评价实行分阶段安全评价管理，分为 5 个阶段：实验研究、中间试验、环境释放、生产性试验、申请安全证书。在拿到玉米转基因生产应用安全证书后，理论上还要转入种子公司的自交系，再从农业部拿自交系的转基因安全证书；再走正常品种审定。如果加快流程走简易审定，则时间会缩短。综合考虑，商业化需要 1-2 年的时间，不排除特殊情况下审批加快。

图 7 我国转基因产品审批流程



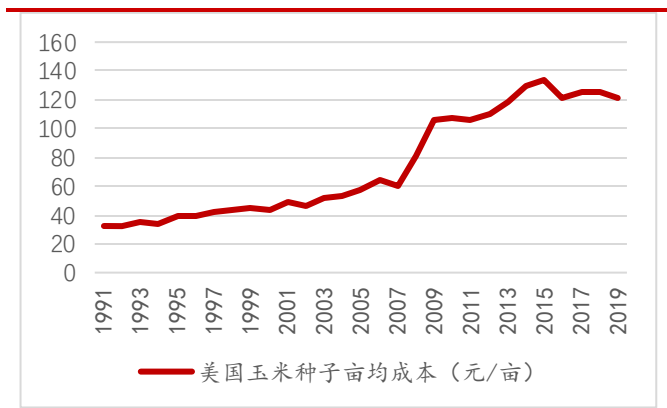
资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

2.1.2. 亩均种子费用提升，转基因玉米种子市场有望达到 650 亿元

种业是农业的“芯片”，是提高农作物产量和种植收益的核心因素。根据全国农产品成本收益汇编数据，2004-2015 年，我国玉米亩均种子费用呈现上升趋势，从 20.81 元/亩上升至 56.82 元/亩，2016 年以后，我国玉米亩均种子费用趋于稳定，2016-2018 年，我国玉米亩均种子费用稳定在 56 元/亩。此外，从种子费用占比上来看，玉米种子费用占玉米生产成本的比重一直稳定在 7%左右的水平。相比较而言，美国作为转基因玉米种植大国，近年来，玉米亩均种子费用稳定在 120 元/亩左右。

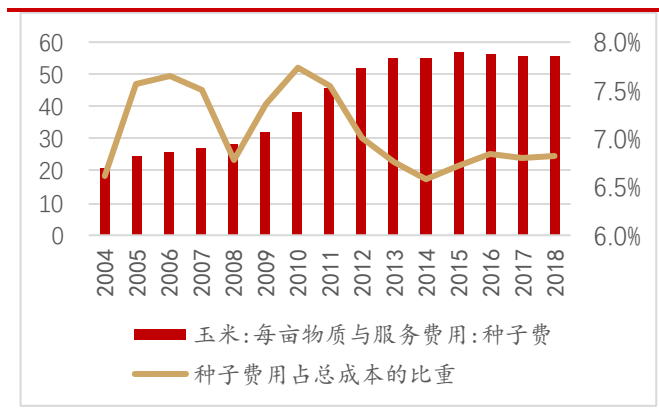
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 8 1991-2019 年，美国玉米种子亩均成本



资料来源：USDA，华西证券研究所

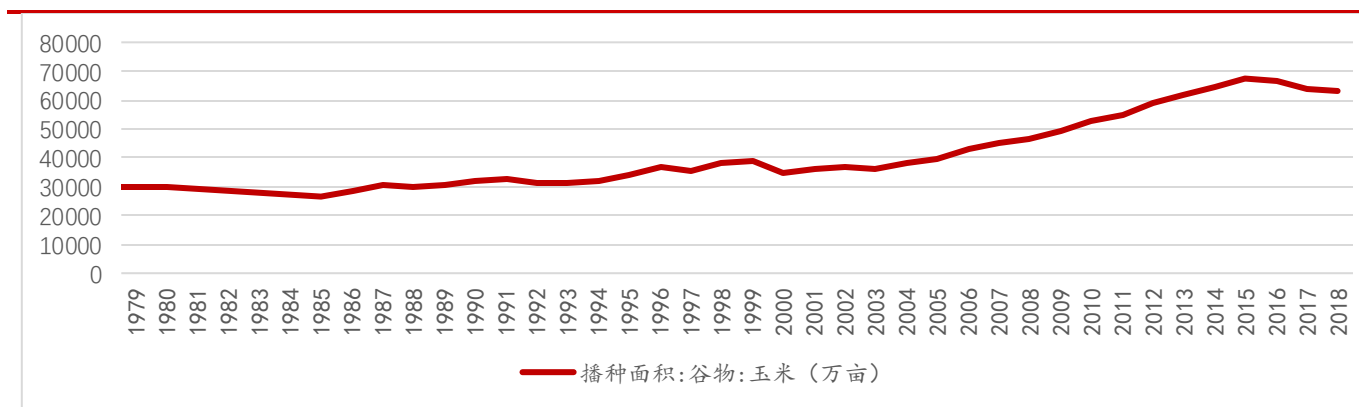
图 9 2004-2018 年，我国亩均玉米种子费用走势图



资料来源：全国农产品成本收益汇编，华西证券研究所

从玉米种植面积上来看，2008 年金融危机之后，国家开始推行临时收储政策，以维持粮农种植收益，保障国家粮食安全。受此拉动，我国玉米价格持续上行，种植户获得可观的收益，种植玉米的积极性大大提高。此后我国玉米播种面积呈现持续攀升态势，根据国家统计局数据，2008-2015 年，我国玉米播种面积从 4.65 亿亩上升至 6.75 亿亩。然而，连年的高产量使得玉米库存压力不断加大，以至于 2016 年国家取消临储政策，国内玉米价格随之快速回落，粮农积极性下降，玉米播种面积连年回调。根据国家统计局数据，2015-2018 年，我国玉米播种面积从 6.75 亿亩回落至 6.23 亿亩。从区域分布上看，我国玉米主要分为北方春播玉米区、黄淮海平原春夏播玉米区、南方丘陵玉米区、西南山地丘陵玉米区、青藏高原玉米区、西北内陆玉米区等六大玉米区，播种面积分别在 1.95/1.95/0.32/0.20/0.07/0.20 亿亩左右。

图 10 1979-2018 年，我国玉米播种面积



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 11 我国玉米六大产区划分



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

转基因政策放开后，最乐观假设下我国玉米种子市场有望扩容至 650 亿元。接下来，我们对转基因玉米种子放开后的市场扩容进行敏感性测算。假设：1) 转基因政策放开后，我国玉米种子亩均费用参考美国，达到 100 元/亩；2) 由于北方春播玉米区转基因玉米滥种现象突出，我国转基因政策放开后，将首先在北方春播玉米区推广，其它玉米产区是否放开存在一定的不确定性。因此，悲观预期下，我国仅北方春播玉米区 1.9 亿亩放开转基因，其它玉米产区开放转基因的比例为 0%；中性预期下，其它玉米产区开放转基因市场 50%；乐观预期下，其它玉米产区开放转基因市场 100%；3) 种植面积方面，受玉米价格抬升影响，玉米种植收益提升，农民种植积极性提高，预计玉米播种面积回升至 6.5 亿亩的水平。经过测算，悲观预期、中性预期、乐观预期下，我国转基因玉米种子市场规模分别在 190/420/650 亿元，也就是说，转基因玉米种子放开后，在最乐观情况下我国玉米种子市场将扩容至 650 亿元。

表 1 转基因市场规模测算

	悲观预期	中性预期	乐观预期
亩均种子费用（元）	100	100	100
玉米播种面积（亿亩）	6.5	6.5	6.5
北方春播玉米区转基因市场开放面积（亿亩）	1.9	1.9	1.9
其他玉米产区转基因市场开放度	0%	50%	100%
其他玉米产区转基因市场开放面积（亿亩）	1.9	4.2	6.5
玉米转基因市场规模（亿元）	190	420	650

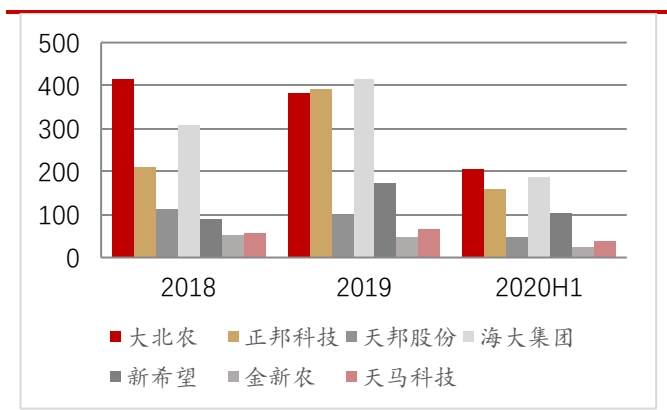
资料来源：华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.2. 高研发投入打造强技术壁垒，公司先发优势明显

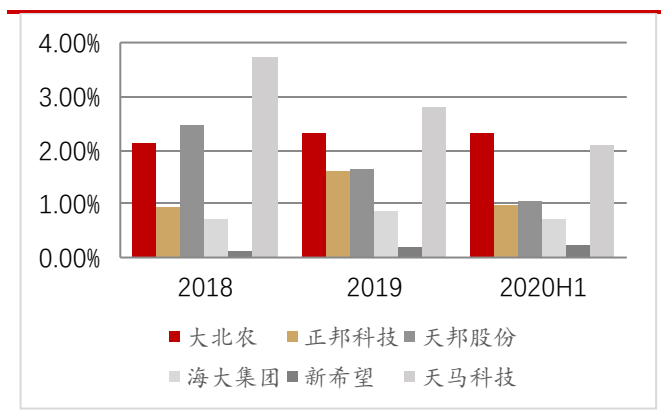
公司研发投入位居行业领先地位，研发实力强劲。公司是农业板块少有的高度重视研发的企业，每年的研发投入维持在4亿元左右。根据公司公告整理，2020H1，公司研发费用2.07亿元，同时期，海大集团/正邦科技/新希望的研发费用分别为1.89/1.59/1.04亿元；占收入的比重为2.30%，同时期，海大集团/正邦科技/新希望的研发投入占比为0.73%/0.96%/0.23%。无论从研发费用的绝对值还是相对值来看，公司的研发投入始终处于行业领先地位。目前，公司以技术创新服务中心为核心，在生物饲料、生物育种、生物制品等多个农业科技领域搭建了包括“饲用微生物工程国家重点实验室”、“作物生物育种国家地方联合工程实验室”、“动物基因工程疫苗北京市工程实验室”等8个研发平台，截至2019年，公司技术中心现有研发人员1085人。

图 12 2018-20H1，公司研发投入行业领先（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 2018-2020H1，公司研发投入占比行业领先



资料来源：公司公告，华西证券研究所

高研发投入打造强技术壁垒，公司转基因育种技术遥遥领先。公司作物育种平台拥有“作物生物育种国家地方联合工程实验室”、“农业部作物基因资源与生物技术育种重点实验室”、北京市作物分子育种工程技术研究中心、“作物生物育种北京市工程实验室”等研发平台资质，实力强劲。2010年底成立的生物技术公司从事转基因生物育种方面的工作，至今已有10年时间的积累，取得了一定的成效。转基因玉米性状DBN9936在2019年12月取得了转基因生物安全证书，在今年的6月30日农业农村部又公示了庇护所DBN9858的安全证书。转基因大豆方面，2019年2月27号DBN-09004-6获得了阿根廷的种植许可，今年2020年6月30日获得了中国的进口许可。公司的转基因生物育种实力俨然处于行业绝对领先地位。

我们认为，转基因政策放开之后，我国种子行业将迎来快速发展的黄金时期。首先，转基因种子在产量、抗性等方面要显著优于普通杂交种，农民种植收益提高，购种积极性提升。尤其是在转基因技术领域储备充足的企业将率先抢占市场份额。其次，转基因种子之间辨识度高，“好”种子与“坏”种子的差距会非常明显，这必将促使企业加大转基因育种的研发投入，而转基因育种门槛较高，不具备转基因技术储备的企业将被市场加速淘汰，腾挪出来的空间将被转基因研发实力强的龙头企业所抢占，使得种业市场集中度加速提升。最后，转基因政策放开之后，我国优质种企得以在全球种子市场上与跨国巨头同台竞争，有望诞生出本土优秀的国际化种业巨头。公司有望凭借国家转基因政策放开的东风，快速提升企业核心竞争力，成长为国际领先的种业巨头。

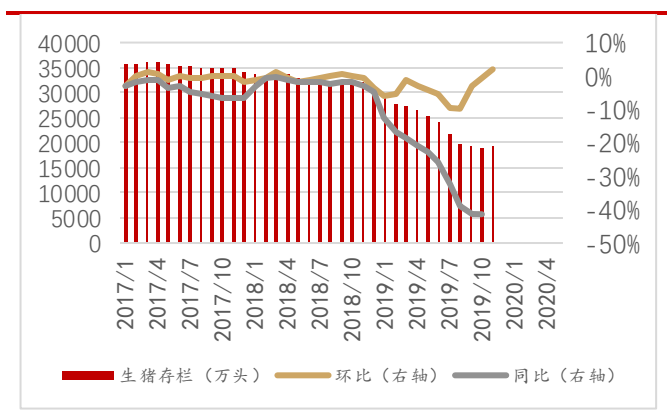
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

3. 饲料：下游生猪存栏稳步恢复 & 集中度提升，有望带动公司饲料市占率进一步提升

3.1. 养殖高盈利刺激下，生猪存栏稳步恢复

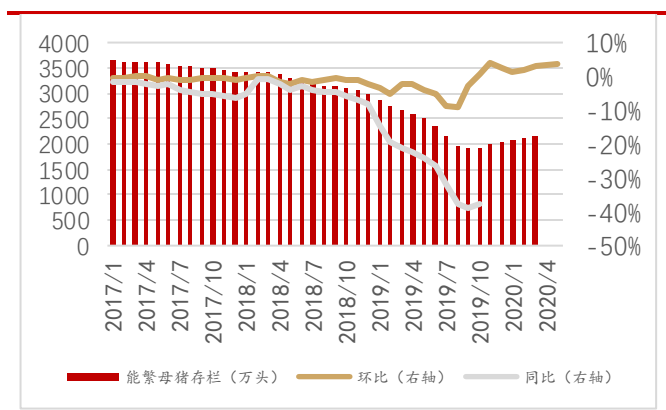
非洲猪瘟加速生猪产能去化。自 2018 年 10 月辽宁通辽爆发第一起非洲猪瘟疫情以来，非洲猪瘟便以极快的速度从北向南传播，迅速席卷全国，并以高传染性、高致死性的特征对全国生猪养殖产业造成重创，全国生猪产能去化幅度远超历史最高点，根据农业农村部数据，2019 年 10 月，全国生猪存栏同比一度下滑 41.40%，2019 年 9 月，全国能繁母猪存栏一度同比下滑 38.90%。

图 14 2017-2020 年，全国生猪存栏变化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

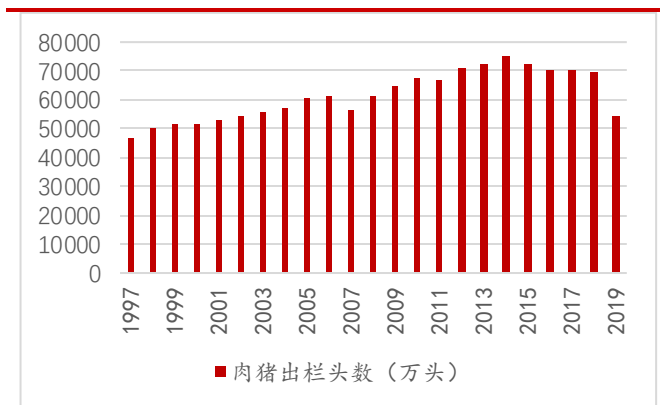
图 15 2017-2020 年，全国能繁母猪存栏变化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

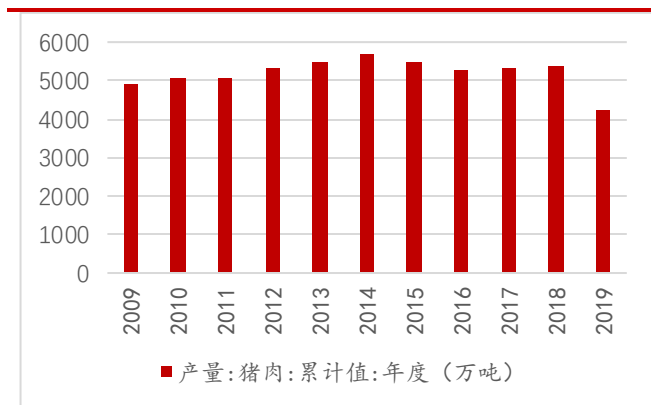
生猪供需矛盾支撑猪价维持高位。猪肉是我国第一大肉类消费品类，占全国肉类消费总量的比重在 60% 以上，其次是禽肉，占比约为 20% 以上。近年来，我国生猪出栏量稳定在 7 亿头左右，猪肉产量稳定在 5400 万吨左右。受生猪供给大幅下滑影响，生猪供需矛盾持续扩大，支撑猪价维持高位。根据猪易通数据，2019 年，全国生猪均价达到 40.31 元/公斤的历史峰值，在市场上暂无有效疫苗的背景下，行业生猪产能恢复进程偏慢，生猪供需缺口始终存在，截至 2020 年 9 月 9 日，全国生猪均价依然处于 36.43 元/公斤的历史较高水平。

图 16 近年来，我国生猪出栏量稳定在 7 亿头左右



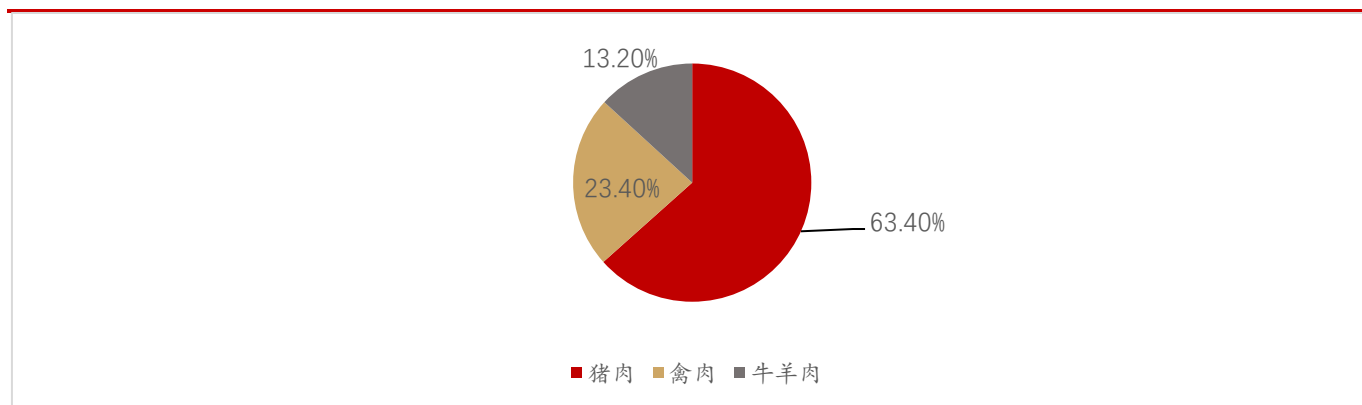
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 17 近年来，我国猪肉产量稳定在 5400 万吨左右



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 18 2018 年，猪肉消费量占我国肉类消费总量的比重为 63.40%



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

养殖高盈利实难持续，生猪产能稳步恢复。当猪价处于上行周期时，猪价是影响生猪养殖利润的核心因素，在高猪价影响下，生猪养殖利润也创下历史最高水平。根据 Wind 数据，自繁自养生猪/外购仔猪头均利润一度分别达到 3079.73/2781.06 元的历史峰值。此后，伴随生猪产能的触底反弹，生猪供需矛盾有所缓解，生猪养殖利润有所下滑，但仍处于历史最高水平，截至 2020 年 9 月 4 日，自繁自养生猪/外购仔猪头均利润仍然处于 2524.02/1003.52 元的历史高位。在生猪养殖高盈利的刺激下，养殖集团和规模养殖户补栏积极性大幅提升，对生猪养殖重视程度的加大使得非洲猪瘟疫情的边际影响逐步减弱，行业生猪产能恢复进程呈现稳步恢复的趋势。根据农业农村部数据，全国能繁母猪存栏已于 2019 年 10 月实现首次环比转正，于 2020 年 6 月实现同比正增长。

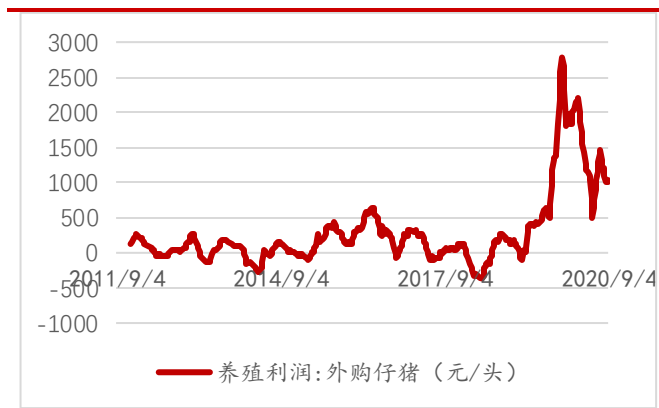
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 19 2010-2020 年，自繁自养生猪利润变化情况



资料来源:农业农村部, 华西证券研究所

图 20 2011-2020 年，外购仔猪养殖利润变化情况

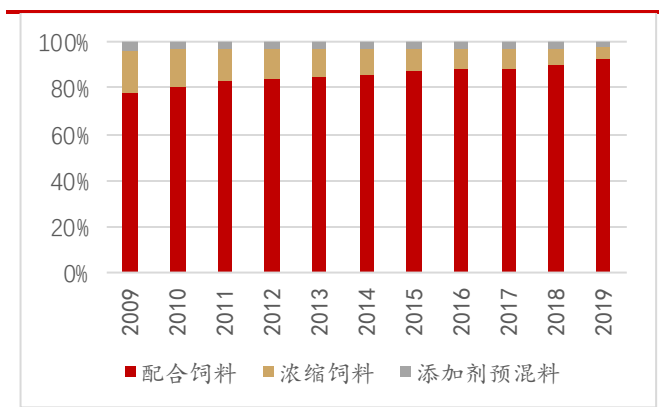


资料来源:农业农村部, 华西证券研究所

3.2. 生猪养殖集中度提升，有望推动饲料行业集中度进一步提升

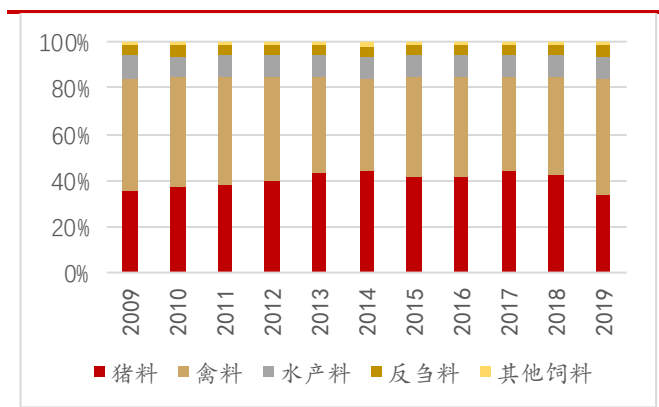
我国饲料产业以猪料和禽料为主，两者合计占比 84.09%。根据中国饲料工业协会数据，2019 年，全国饲料产量 2.29 亿吨，同比下降 3.7%。分类型来看，2019 年，配合饲料 2.10 亿吨，同比下降 3.0%；浓缩饲料 1241.9 万吨，同比下降 12.4%；添加剂预混料 542.6 万吨，同比下降 10.6%，占饲料总产量的比重分别为 91.82%/5.43%/2.37%。分品种来看，2019 年，猪料产量 7663.2 万吨，同比下滑 26.6%；禽料产量 1.16 亿吨，同比增长 21.99%；水产料产量 2202.9 万吨，同比增长 0.3%；反刍料产量 1108.9 万吨，同比增长 9.0%，占饲料总产量的比重分别为 33.49%/50.61%/9.63%/4.85%。值得注意的是，2018-2019 年，受生猪产能去化幅度较大影响，猪料销量下滑明显，占饲料总产量的比重从 43.9%下降至 33.5%，而禽料占比从 41.4%上升至 50.6%。

图 21 2009-2019 年，我国饲料分类型情况示意图



资料来源:中国饲料工业协会, 华西证券研究所

图 22 2009-2019 年，我国饲料分品种情况示意图

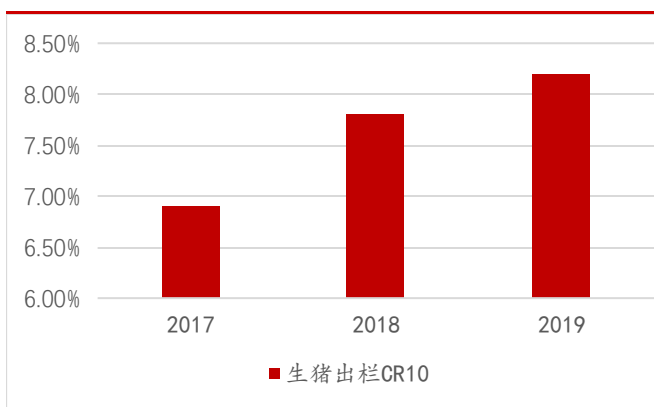


资料来源:中国饲料工业协会, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

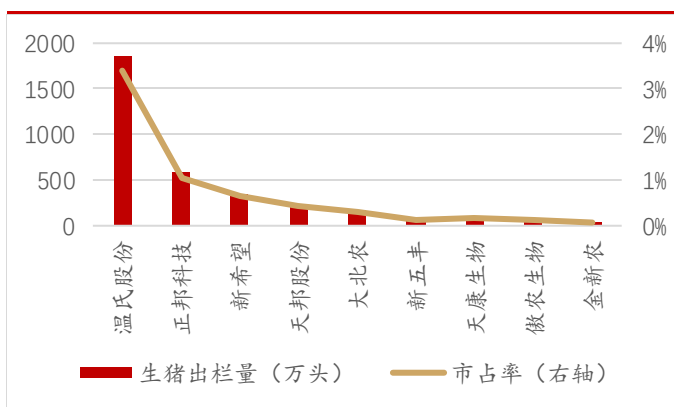
非洲猪瘟抬高养殖门槛，生猪养殖行业集中度加速提升。不同于禽养殖市场高度集中的竞争格局，我国生猪养殖行业市场以散养为主，CR10 不足 10%。根据国家统计局数据，2016 年，年生猪出栏 500 头以下的猪场数量占比 99.40%，年生猪出栏 10000 头以上的猪场数量占比仅 0.01%。我们认为，在市场上暂无针对非洲猪瘟疫情的有效疫苗前提下，生猪养殖门槛进一步抬升，生物安全防护水平的高低将直接决定猪场所受损失的大小，而中小养殖户受限于人力资本、资金实力以及生物安全防护意识等方面的缺陷，受非洲猪瘟的冲击最大、损失最为惨重。而大型养殖集团凭借其在生物安全防护、融资渠道以及种猪资源等方面的优势趁势大幅加快产能扩张节奏，行业集中度在此过程中加速提升。根据上市公司公告整理，2018-2019 年，生猪养殖行业 CR3 从 5.6%快速提升至 6.4%，CR10 从 7.1%提升至 8.3%。

图 23 2017-2019 年，中国生猪养殖行业集中度



资料来源：公司公告、国家统计局，华西证券研究所

图 24 2019 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

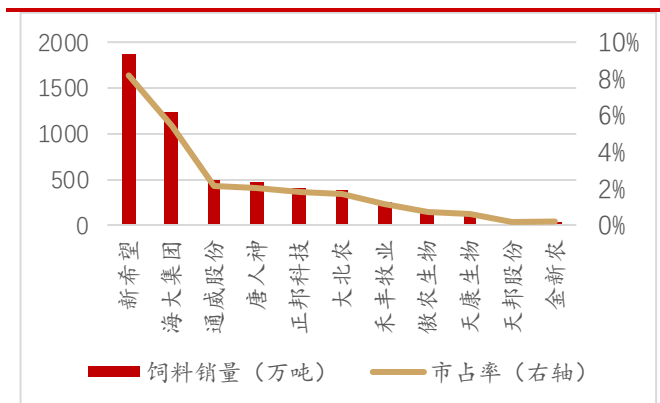
下游生猪养殖集中度的提升将推动上游饲料行业集中度进一步提升，主要原因在于：1) 非洲猪瘟加速生猪去产能，传导至猪料销量明显收缩，在行业整体持续保持微利状态下，中小企业淘汰进程加速，腾挪出来的销量空间有望被饲料龙头企业所蚕食，行业集中度进一步提升；2) 本轮猪周期并非单纯由生猪供需因素导致，其中还叠加了非洲猪瘟的影响，由于一旦感染非洲猪瘟即全场扑杀的特性叠加短期内市场上并无有效疫苗，想要做到与非洲猪瘟共存只能依靠加大生物安全防护力度，养殖成本加大，生猪养殖准入门槛进一步被抬高，生猪养殖集中度进一步提升，间接推动上游饲料行业整合加速，公司有望充分受益。

3.3. 公司是猪料龙头，有望充分受益于猪料集中度提升进程

公司是我国猪料龙头，销量位列 A 股上市公司第二位。根据中国饲料工业协会数据，2019 年，全国工业饲料产量 2.29 亿吨，A 股上市公司中饲料排行前五的公司分别为新希望、海大集团、通威股份、唐人神、正邦科技，合计饲料销量 4464.13 万吨，CR5 为 19.51%。从猪料单品种来看，2019 年，全国猪料销量 7663.2 万吨，A 股上市公司中猪料排行前五的公司分别为新希望、大北农、正邦科技、海大集团、傲农生物，合计猪料销量 1150.96 万吨，CR5 为 15.02%。其中，公司猪料销量 279.18 万吨，占全国猪料总产量的比重为 3.64%，位列 A 股上市公司第二位，是国内猪料龙头。

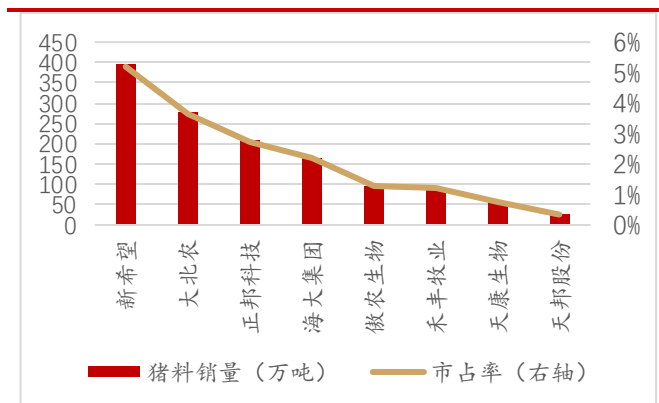
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 25 2019 年，我国主要饲料企业销量情况



资料来源：公司公告、中国饲料工业协会，华西证券研究所

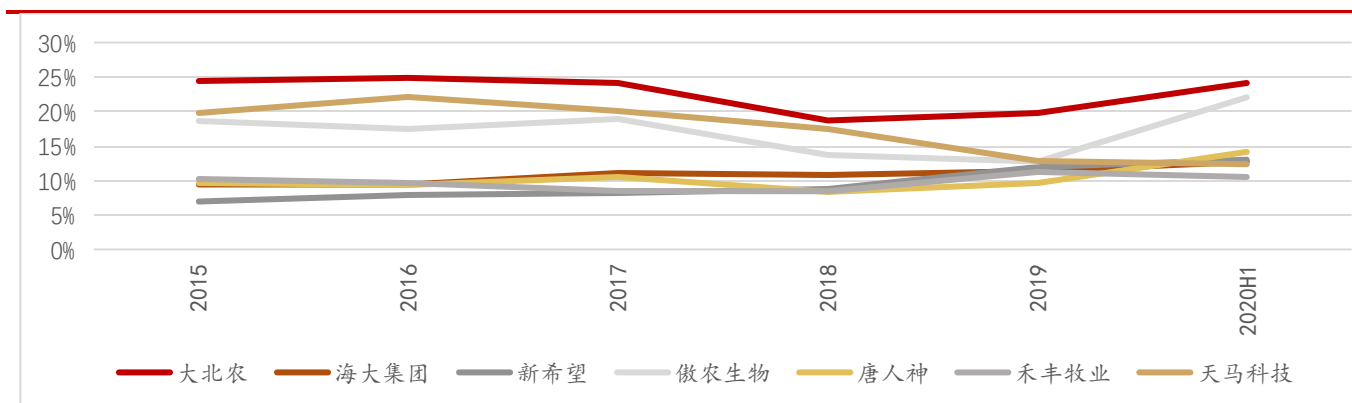
图 26 2019 年，我国主要饲料企业猪料销量情况



资料来源：公司公告、中国饲料工业协会，华西证券研究所

公司高端料占比较高，盈利能力位列可比公司第一。公司饲料研发实力强劲，大力研发生物饲料新技术和高端料营养设计项目，因此，公司盈利能力始终处于可比公司前列，根据公告整理，2020H1，公司毛利率达到 24.22%，远高于海大集团的 12.71%以及新希望的 13.01%，位列可比公司第一位。

图 27 2015-2020H1，公司盈利能力位列可比公司前列



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，受非洲猪瘟疫情影响，生猪存栏大幅下滑带动猪料销量承压，中小规模猪料生产企业经营举步维艰，或将被市场加速淘汰，腾挪出来的空间有望被大北农等头部企业所蚕食。与此同时，下游生猪养殖行业正经历集中度加速提升阶段，势必倒逼上游饲料行业加速整合。公司作为猪料龙头，有望充分受益于猪料市场集中度加速提升进程，带动公司饲料利润快速释放。

4. 盈利预测与投资建议

公司主要涉及饲料、生猪养殖以及种业板块，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

饲料：在养殖高盈利刺激下，养殖集团和规模养殖户补栏积极性大幅提升，带动行业生猪产能稳步恢复，全国能繁母猪存栏已于 2020 年 6 月实现同比正增长。随着后续能繁母猪产能的快速释放，生猪存栏的恢复将带动公司饲料需求持续向好。预计，2020-2022 年，公司饲料收入增速分别为 25%/35%/35%；毛利率分别为 21%/23%/25%。

生猪养殖：非洲猪瘟加速生猪产能去化，生猪供需矛盾支撑猪价维持高位，公司充分把握住此次养殖盈利爆发期，大力扩张生猪产能，2020H1，公司能繁母猪（不含后备母猪）存栏 10.50 万头，同比增长 198.72%，较年初增长 100.16%。我们预计，2020-2022 年，公司生猪养殖收入增速分别为 200%/25%/10%；毛利率分别为 56%/37%/20%。

种业：玉米播种面积 & 临储库存双双见底，而下游生猪产能正在快速恢复，玉米供需缺口呈现持续扩大趋势，支撑玉米价格上行。小麦、水稻作为玉米的替代品，库存将加速去化，价格有望跟涨。玉米、小麦、水稻价格的上涨将带动种子行业迎来景气拐点。预计，2020-2022 年，公司种业收入增速分别为 20%/20%/20%；毛利率分别为 45%/48%/50%。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 2 大北农主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2019A	2020E	2021E	2022E
饲料				
收入	13040.24	16300.30	22005.41	29707.30
成本	10537.82	12877.24	16944.17	22280.48
毛利	2502.42	3423.06	5061.24	7426.83
毛利率	19.19%	21.00%	23.00%	25.00%
生猪养殖				
收入	1946.87	5840.61	7300.76	8030.84
成本	1488.58	2569.87	4599.48	6424.67
毛利	458.29	3270.74	2701.28	1606.17
毛利率	23.54%	56.00%	37.00%	20.00%
种业				
收入	403.12	483.75	580.50	696.60
成本	282.19	266.06	301.86	348.30
毛利	120.94	217.69	278.64	348.30
毛利率	30.00%	45.00%	48.00%	50.00%
其他				
收入	1187.66	3808.98	3837.99	3837.99
成本	8767.06	3732.80	3761.23	3300.67
毛利	-7579.39	76.18	76.76	537.32
毛利率	-638.18%	2.00%	2.00%	14.00%
费用率				
销售费率	6.8%	7.5%	7.3%	7.3%
管理费率	5.6%	5.2%	5.3%	5.3%
财务费率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

考虑到下游生猪产能恢复较快, 我们将 2020-2022 年收入调整至 264.34/337.25/422.73 亿元 (前值为 264.34/337.25/372.11 亿元), 归母净利润调整至 26.39/27.64/32.58 亿元, 对应 EPS 分别为 0.63/0.66/0.78 元。参考可比公司 2021 年 19XPE, 给予公司 2021 年 19XPE, 对应目标价 12.54 元, 上调至“买入”评级。

表 3 可比公司盈利预测

		可比公司								
股票	股票	收盘价	EPS (元)				P/E			
代码	名称	(元)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002311.SZ	海大集团	63.20	1.04	1.61	2.05	2.38	60.77	39.25	30.83	26.55
000876.SZ	新希望	30.71	1.20	3.08	4.02	3.62	25.59	9.97	7.64	8.48
平均							43.29	24.45	19.10	17.47

资料来源: Wind, 华西证券研究所; 采用 Wind 一致预期, 股价截至 2020 年 9 月 14 日收盘价

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

5. 风险提示

生猪产能恢复进程不及预期。饲料是公司主要的收入和利润来源，饲料收入和下游生猪存栏量密切相关，如果下游生猪产能受到诸如非洲猪瘟疫情等因素的影响而导致其恢复进程不及预期的话，可能会对公司饲料业务的利润释放进程产生不利影响。

生猪出栏不及预期。在高猪价的影响下，公司生猪养殖业务的收入和毛利占比稳步提升，如果公司生猪出栏量不及预期的话，可能会对公司的利润产生一定扰动。

转基因商业化进程不及预期。转基因商业化进程提速是种业市场集中度快速提升的催化剂，转基因商业化进程若不及预期，则公司利润释放进程可能会有所放缓。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	16,578	26,434	33,725	42,273	净利润	621	2,866	3,037	3,621
YoY (%)	-14.1%	59.5%	27.6%	25.3%	折旧和摊销	559	668	526	547
营业成本	13,277	19,446	25,607	32,354	营运资金变动	352	-488	-429	-543
营业税金及附加	48	74	95	120	经营活动现金流	1,787	2,696	2,701	3,091
销售费用	1,123	1,984	2,471	3,083	资本开支	-856	-1,391	-1,484	-1,406
管理费用	923	1,385	1,789	2,252	投资	216	0	0	0
财务费用	205	0	0	0	投资活动现金流	-390	-1,036	-1,045	-866
资产减值损失	-54	-5	-5	-5	股权募资	109	0	0	0
投资收益	176	356	439	539	债务募资	3,271	-2,653	0	0
营业利润	675	3,461	3,653	4,317	筹资活动现金流	-979	-2,653	0	0
营业外收支	29	0	0	0	现金净流量	418	-992	1,656	2,224
利润总额	704	3,461	3,653	4,317	主要财务指标				
所得税	83	595	616	697	成长能力 (%)				
净利润	621	2,866	3,037	3,621	营业收入增长率	-14.1%	59.5%	27.6%	25.3%
归属于母公司净利润	513	2,639	2,764	3,258	净利润增长率	1.3%	414.2%	4.7%	17.9%
YoY (%)	1.3%	414.2%	4.7%	17.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.12	0.63	0.66	0.78	毛利率	19.9%	26.4%	24.1%	23.5%
资产负债表 (百万元)					净利率	3.7%	10.8%	9.0%	8.6%
货币资金	2,730	1,737	3,393	5,618	总资产收益率 ROA	2.7%	12.8%	11.0%	10.8%
预付款项	154	238	292	379	净资产收益率 ROE	5.1%	20.8%	17.9%	17.4%
存货	2,298	3,253	4,244	5,418	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,724	2,729	3,416	4,191	流动比率	1.21	1.73	1.92	2.11
流动资产合计	6,905	7,957	11,345	15,606	速动比率	0.76	0.95	1.13	1.31
长期股权投资	2,253	2,253	2,253	2,253	现金比率	0.48	0.38	0.58	0.76
固定资产	5,980	6,423	7,248	7,922	资产负债率	39.4%	30.7%	30.6%	30.3%
无形资产	1,605	1,849	1,947	2,065	经营效率 (%)				
非流动资产合计	11,999	12,715	13,667	14,521	总资产周转率	0.88	1.28	1.35	1.40
资产合计	18,904	20,673	25,012	30,127	每股指标 (元)				
短期借款	2,653	0	0	0	每股收益	0.12	0.63	0.66	0.78
应付账款及票据	1,155	1,578	2,087	2,663	每股净资产	2.40	3.03	3.69	4.47
其他流动负债	1,884	3,016	3,810	4,728	每股经营现金流	0.43	0.64	0.64	0.74
流动负债合计	5,692	4,595	5,897	7,391	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	650	650	650	650	估值分析				
其他长期负债	1,099	1,099	1,099	1,099	PE	77.81	15.13	14.45	12.26
非流动负债合计	1,749	1,749	1,749	1,749	PB	2.07	3.14	2.58	2.13
负债合计	7,441	6,344	7,646	9,140					
股本	4,195	4,195	4,195	4,195					
少数股东权益	1,391	1,617	1,891	2,254					
股东权益合计	11,463	14,329	17,366	20,987					
负债和股东权益合计	18,904	20,673	25,012	30,127					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。