

2018-8-31

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

农产品行业

2018 年农林牧渔行业半年报业绩综述：板块业绩整体承压，看好后期 CPI 上行背景下畜禽养殖板块机会

报告要点

■ 农林牧渔行业半年报业绩综述

2018 年农林牧渔板块上半年营收同比下滑 1.4%，扣非净利润下降 40.2%。其中单二季度板块营收同比下滑 3.4%，扣非净利润同比下滑 78.7%。猪价低迷带来的生猪养殖板块业绩的大幅下滑为 2018 年上半年及单二季度农林牧渔板块业绩下滑主要原因。2018 年上半年生猪养殖板块扣非净利同比下滑 83%。后期来看，农业对于 CPI 的推动或将逐步抬升，在 CPI 或出现上行背景下，建议重点关注防御性较强的畜禽养殖板块，**重点推荐牧原股份、温氏股份和圣农发展**。此外水产料行业持续景气向上，龙头企业或充分受益，**重点推荐海大集团**。

■ 生猪养殖：猪价下跌，板块业绩出现亏损

猪价的大幅下行使得生猪养殖板块 2018 年半年度业绩下滑明显，扣非净利润分别同比下降 83%，且单二季度开始出现亏损。后期来看，我们认为当前时点猪价周期底部确定，龙头企业绝对收益机会明显，**重点推荐牧原股份和温氏股份**。

■ 禽养殖：守得云开见月明

鸡价景气向上使得 2018 年上半年禽板块实现扭亏，板块上半年扣除非经常性损益盈利 4.3 亿，去年同期为亏损 3.1 亿元。后期来看，由于在产父母代种鸡存栏量下行，供应将保持收紧态势，预计鸡价或将保持景气。**重点推荐圣农发展**。

■ 饲料：猪价低迷拖累板块业绩

上半年饲料板块营收同增 10.4%，扣非净利润同降 19.1%。猪价低迷带来养殖业务的亏损使得饲料板块公司业绩出现下滑。后期来看，受益水产养殖量增长水产饲料或将迎来较长时间景气，龙头企业或将充分受益，**重点推荐海大集团**。

■ 动保：生猪养殖行情低迷，市场苗销售承压

受生猪养殖行业不景气因素影响，市场苗销售承压，动保板块上半年业绩出现下滑，扣非净利同比下降 4.5%。后期来看，随着下半年养殖行业景气度的回升，优质市场苗的销量有望重回高增长态势，龙头企业优势地位有望继续保持。

■ 种子：水稻种业整体承压，玉米种企表现分化

2018 年上半年种子板块营收同比下滑 14%，扣非净利同比下滑 103%。水稻种业方面受种植结构调整影响，行业需种量出现下滑，从而使得上半年板块业绩出现下滑，玉米种企则表现分化。建议关注具有研发优势和优质品种储备公司。

风险提示：

1. 猪价持续下行；
2. 极端天气因素影响。

分析师 陈佳

☎ (8621) 61118733

✉ chenjia2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080003

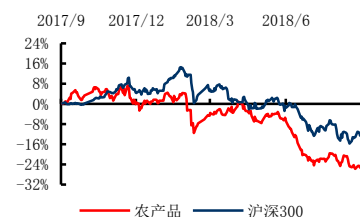
分析师 余昌

☎ (8621)61118733

✉ yuchang1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517030001

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《长江农业周观点 (18W34)：从农业角度看 CPI》
2018-8-26

《宠物食品行业专题报告之四：疯狂的小狗如何玩转线上渠道？》
2018-8-20

《长江农业周观点 (18W33)：从全球其他国家看非洲猪瘟疫情影响？》
2018-8-19

农林牧渔行业半年报业绩综述

2018 年农林牧渔板块上半年营收同比下滑 1.4%，扣非净利润下降 40.2%。其中单二季度板块营收同比下滑 3.4%，扣非净利润同比下滑 78.7%。

猪价低迷带来的生猪养殖板业绩的大幅下滑为 2018 年上半年及单二季度农林牧渔板块业绩下滑主要原因。由于猪价的大幅下跌，生猪养殖板块 2018 年上半年扣非净利同比下滑 83%；使得农林牧渔板块 2018 年上半年整体业绩下滑；其他板块方面，禽养殖板块受益鸡价景气板块大幅扭亏，饲料板块受猪价低迷影响，板块业绩也出现下滑，2018 年上半年扣非净利同比下降 19.1%；动保板块扣非净利同比下滑 4.53%；种业板块 2018 年上半年扣非净利同比下滑 103%。

我们认为，后期来看随着蔬菜价格上涨以及猪价同比降幅的收窄，后期农业对于 CPI 的推动或将逐步抬升。在 CPI 或出现上行背景下，建议重点关注防御性较强的畜禽养殖板块，**重点推荐生猪养殖龙头牧原股份和温氏股份，禽养殖板块重点推荐圣农发展。**此外关注水产料行业持续景气向上，龙头企业或充分受益，**重点推荐海大集团。**

表 1：农林牧渔各板块营收增速和扣非净利增速情况

	营收同比增速					扣非净利同比增速				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
农林牧渔	4.9%	25.8%	28.1%	-1.4%	-3.4%	34.7%	455.3%	-33.4%	-40.2%	-78.7%
饲料板块	-3.1%	2.5%	20.5%	10.4%	9.2%	18.1%	42.3%	21.4%	-19.1%	-33.3%
生猪养殖	18.8%	33.1%	-1.7%	13.0%	17.3%				-64.0%	-83.0%
禽养殖	9.1%	27.3%	13.0%	18.6%	21.2%		扭亏		扭亏	扭亏
动物保健	21.4%	-0.59%	0.41%	9.29%	8.45%	17.80%	10.22%	9.68%	-4.53%	-25.25%
种业板块	1%	37%	4%	-14%	3%	37%	25%	-38%	-103%	-56%

资料来源：wind，长江证券研究所

表 2：农林牧渔各板块销售毛利率和销售净利率情况

	销售毛利率					销售净利率				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
农林牧渔	14.0%	18.5%	14.4%	15.3%	14.0%	2.9%	9.5%	5.5%	4.1%	1.8%
饲料板块	10.4%	12.3%	12.2%	11.8%	11.7%	3.8%	5.0%	4.8%	3.9%	3.6%
生猪养殖	10.8%	29.4%	15.9%	9.8%	4.3%	5.9%	23.4%	8.6%	1.8%	-3.9%
禽养殖	-0.7%	16.6%	3.6%	13.1%	13.9%	-12.2%	11.0%	-3.1%	5.6%	7.0%
动物保健	33.6%	36.90%	38.48%	35.46%	30.46%	13.05%	15.12%	16.25%	14.53%	9.26%
种业板块	26%	21%	21%	24%	22%	7%	5%	10%	2%	-7%

资料来源：wind，长江证券研究所

生猪养殖：猪价下跌，板块业绩出现亏损

2018 年上半年生猪养殖板块营收同比增长 13.0%，扣非净利润同比下滑 83.0%；其中单二季度营收同比增长 17.3%，扣非净利同比下滑 199%。

生猪出栏量仍稳健增长，但猪价低迷使得 2018 年上半年生猪养殖板块整体陷入亏损。2018 年上半年温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份 4 家主要生猪养殖上市公司合计出栏生猪 1848 万头，同比增长 38.7%，其中正邦科技和天邦股份出栏增速最高，分别达到 157.4% 和 103.3%。尽管出栏量稳健增长，但今年上半年尤其是二季度猪价及其低迷，整个上半年 22 省生猪均价 11.90 元/千克，同比下降 23.68%，单二季度 22 省生猪均价 10.74 元/千克，同比下降 24.84%，环比下降 17.83%。由于猪价持续低于成本线，2018 年上半年除温氏股份由于黄羽鸡业务盈利理想公司整体仍实现盈利外，其他三家生猪养殖上市公司都陷入亏损，业绩同比降幅较大。

我们认为，前期猪价或已周期见底，做出此判断主要基于以下三个方面：1、**前期猪价和头均亏损幅度均跌破 2014 年低点水平**。此轮猪价最低达 10.01 元/公斤，较 2014 年猪价最低点下滑 4%，且头均最大亏损幅度达 326 元/头，超过 2014 年时期 305 元/头高出 7%；2、**猪价跌破现金成本，深度亏损时间超过上轮周期**。此轮周期猪价跌破规模养殖户平均现金成本时间长达 2 个月，且同散养户现金成本也较为接近。头均亏损幅度超过 250 元深度亏损时间已长达 10 周，超过 2014 年时期；3、**行业产能快速淘汰，补栏积极性低迷**。从补栏积极性来看，前期仔猪和能繁母猪价格已出现大幅下滑，且在 7、8 月份能繁母猪和仔猪价格反弹幅度显著小于生猪价格反弹幅度，反应了当前补栏积极性处于较低水平。从产能淘汰情况来看，能繁母猪存栏量走势同 2014 年猪价低点时期类似，均呈现环比大幅下行的趋势，整体来看当前行业产能正处于快速淘汰期。通过对历史生猪养殖板块股价走势和行业盈利情况进行复盘，我们发现行业亏损到达底部时，大概率板块股价也处于底部，猪价见底为生猪养殖板块提供较好买点。重点推荐具备成本优势的龙头企业**温氏股份**和**牧原股份**。

表 3：生猪养殖上市公司 2018 上半年及单二季度营收规模及扣非净利润情况

	营收规模 (亿元)		营收增速		扣非净利规模 (亿元)		扣非净利增速	
	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2
温氏股份	253.2	121.6	0.8%	-1.3%	8.8	-4.6	-47.0%	-250.9%
牧原股份	55.1	27.6	30.3%	21.9%	-1.0	-2.4	-108.5%	-146.4%
正邦科技	122.2	72.6	35.2%	64.4%	-1.7	-2.4	-163.8%	-259.9%
天邦股份	18.6	10.2	38.3%	29.4%	-0.5	-0.8	-147.1%	-238.4%
生猪养殖板块	449.1	232.0	13.0%	17.3%	5.5	-10.2	-83.0%	-199.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 4：主要生猪养殖上市公司 2012-2018 年上半年生猪销量情况

	2012H	2013H	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
温氏股份							
生猪 (万头)				702.3	804.9	897.1	1035.6
同比增速					14.61%	11.46%	15.44%
牧原股份							
生猪 (万头)		50.5	85.7	85.2	115.2	295.1	474.4

请阅读最后评级说明和重要声明

同比增速			69.50%	-0.56%	35.29%	156.12%	60.74%
天邦股份	2012H	2013H	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
生猪 (万头)			24.6	29.5	21.2	44.2	89.8
同比增速				19.72%	-28.08%	108.42%	103.30%
正邦科技	2012H	2013H	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
商品仔猪 (万头)	27.9	32.5		12.4			
商品肉猪 (万头)	12.6	19.5		59.7			
种猪 (万头)	1.7	2.9		3.6			
合计	42.2	54.9		75.7	127.6	96.4	248.2
合计同比增速	34.03%	30.03%			68.64%	-24.44%	157.38%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 5：生猪养殖板块上市公司 2018 上半年及单二季度营收增速和扣非净利同比增速情况

	营收同比增速					扣非净利同比增速				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
温氏股份	27.0%	42.6%	-11.4%	0.8%	-1.3%			-76.9%	-47.0%	-250.9%
牧原股份	4.3%	103.1%	85.2%	30.3%	21.9%	扭亏	2684.8%	12.6%	-108.5%	-146.4%
正邦科技	10.3%	4.3%	4.0%	35.2%	64.4%	84.3%	扭亏	-51.9%	-163.8%	-259.9%
天邦股份	-19.1%	5.9%	24.7%	38.3%	29.4%	44.4%	扭亏	-34.1%	-147.1%	-238.4%
生猪养殖板块	18.8%	33.1%	-1.7%	13.0%	17.3%			-64.0%	-83.0%	-199.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 6：生猪养殖板块上市公司营收增速和扣非净利环比增速情况

	营收环比增速						扣非净利环比增速					
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
温氏股份	-18.5%	-3.8%	14.4%	16.6%	-20.0%	-7.5%	32.6%	-77.6%	612.4%	27.3%	-51.5%	-134.3%
牧原股份	15.4%	15.0%	29.3%	-1.4%	-4.5%	0.1%	22.1%	-23.2%	19.3%	-10.3%	-74.9%	-273.1%
正邦科技	-8.2%	-4.4%	28.8%	3.4%	-15.8%	46.5%	2.6%	25.6%	-12.0%	-9.6%	-43.0%	-452.4%
天邦股份	-3.4%	41.1%	16.5%	-13.2%	5.8%	20.8%	93.6%	11.4%	42.5%	-57.9%	-18.1%	-381.7%
生猪养殖板块	-13.4%	-0.8%	19.4%	10.1%	-16.5%	6.9%	28.2%	-53.1%	190.2%	15.5%	-54.6%	-165.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 7：生猪养殖板块上市公司 2018 上半年及单二季度销售毛利率和销售净利率情况

	销售毛利率					销售净利率				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
温氏股份	12.5%	31.5%	13.3%	11.7%	4.4%	9.0%	26.7%	7.1%	4.0%	-3.9%
牧原股份	10.7%	51.4%	34.4%	6.3%	-0.4%	4.2%	46.9%	28.4%	-1.4%	-7.8%
正邦科技	6.2%	16.2%	13.0%	7.1%	5.4%	-0.1%	6.9%	3.1%	-1.8%	-3.7%
天邦股份	14.8%	33.9%	24.7%	13.5%	8.9%	-2.4%	18.8%	10.0%	4.3%	4.7%
生猪养殖	10.8%	29.4%	15.9%	9.8%	4.3%	5.9%	23.4%	8.6%	1.8%	-3.9%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

禽养殖：守得云开见月明

2018 年上半年禽养殖板块营收同比增长 18.6%，扣非净利润同比扭亏；其中单二季度营收同比增长 21.2%，扣非净利同比扭亏。

2018 年上半年白羽肉鸡产能去化兑现，产业链各环节价格都迎来大幅上涨，禽养殖板块同比扭亏。2015 年以来中国白羽肉鸡祖代鸡引种持续受限，连续三年引种量不超过 70 万套，2018 年祖代产能收缩已经传导至中游父母代，再叠加父母代种鸡肝病和种公鸡不足等问题，整个 2018 年上半年全行业产业链各环节都供给紧缺，鸡价同比大幅上涨。2018 年上半年主产区商品鸡均价 2.52 元/羽，同比上涨 172.61%，主产区肉毛鸡均价 7.74 元/千克，同比上涨 23.37%，鸡价大幅上涨使得上半年白羽肉鸡公司盈利可观。

我们认为，白羽肉鸡供给预计将持续紧缺，鸡价有望景气至 2019 年。短期来看，近期在非洲猪瘟、学校开学、水灾等因素的综合作用下，鸡价大幅上涨，大商品代鸡苗价格已达 5.2 元/羽，主产区毛鸡均价已达 4.68 元/斤。非洲猪瘟对鸡肉需求的利好预计长期存在，同时中秋国庆双节为一年中需求最旺的时期，因此我们认为，9 月份鸡产品、毛鸡、鸡苗的高价有望维持甚至进一步上涨；长期来看，今年祖代鸡供给仍受限，全年祖代鸡引种更新量预计仍在 70 万套以下，同时巴西反倾销落地使得从巴西进口的鸡翅鸡爪量大幅减少，明年白羽肉鸡供给预计仍将紧缺，鸡价景气有望持续。

表 8：禽养殖上市公司 2018 上半年及单二季度营收规模及扣非净利润情况

	营收规模 (亿元)		营收增速		扣非净利规模 (亿元)		扣非净利增速	
	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2
圣农发展	50.7	27.2	4.0%	4.5%	3.0	1.8	扭亏	扭亏
益生股份	5.0	2.8	60.3%	170.6%	0.3	0.2	扭亏	扭亏
民和股份	6.7	3.8	48.9%	64.1%	0.1	0.2	扭亏	扭亏
仙坛股份	10.8	6.3	4.3%	10.0%	0.7	0.5	197.4%	215.1%
华英农业	25.5	14.1	54.8%	47.0%	0.2	0.1	146.8%	351.3%
禽养殖板块	98.8	54.1	18.6%	21.2%	4.3	2.9	扭亏	扭亏

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 9：禽养殖板块上市公司 2018 上半年及单二季度营收增速和扣非净利同比增速情况

	营收同比增速					扣非净利同比增速				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
圣农发展	9.5%	23.1%	24.2%	4.0%	4.5%	-948.7%	扭亏	-111.5%	扭亏	扭亏
益生股份	1.5%	150.8%	-60.8%	60.3%	170.6%	-184.1%	扭亏	-151.4%	扭亏	扭亏
民和股份	-12.5%	44.6%	-30.4%	48.9%	64.1%	-399.9%	扭亏	-225.0%	扭亏	扭亏
仙坛股份	18.2%	4.5%	10.0%	4.3%	10.0%	1209.0%	-71.3%	197.4%	215.1%	
华英农业	16.0%	13.6%	56.4%	54.8%	47.0%	115.4%	97.0%	-66.1%	146.8%	351.3%
禽养殖板块	9.1%	27.3%	13.0%	18.6%	21.2%	扭亏	-144.1%	扭亏	扭亏	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 10：禽养殖板块上市公司营收增速和扣非净利环比增速情况

	营收环比增速				扣非净利环比增速							
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
圣农发展	-8.2%	14.3%	-2.7%	59.7%	-34.4%	15.6%	-79.1%	-338.7%	扭亏	-39.3%	166.2%	48.0%
益生股份	-37.7%	-50.6%	60.2%	7.0%	25.1%	26.2%	-129.5%	-529.9%	46.1%	-77.5%	扭亏	248.3%
民和股份	-38.7%	3.9%	17.9%	28.5%	-15.4%	28.1%	13.5%	-38.8%	3.8%	扭亏	-1394.6%	扭亏
仙坛股份	-20.1%	23.4%	-8.6%	14.1%	-24.5%	39.6%	-89.1%	119.7%	26.5%	26.7%	-26.6%	167.8%
华英农业	-5.5%	38.3%	29.6%	-0.6%	-7.0%	22.7%	248.7%	扭亏	1172.5%	-77.3%	80.2%	-13.3%
禽养殖板块	-14.4%	15.7%	6.6%	33.6%	-24.8%	21.2%	-143.6%	-332.0%	83.7%	14.1%	扭亏	100.8%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 11：禽养殖板块上市公司 2018 上半年及单二季度销售毛利率和销售净利率情况

	销售毛利率					销售净利率				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
圣农发展	-1.8%	10.8%	5.1%	13.9%	14.5%	-12.8%	6.2%	-0.5%	6.5%	7.5%
益生股份	-36.1%	43.8%	-15.1%	21.2%	24.0%	-60.5%	33.7%	-38.7%	6.2%	7.5%
民和股份	-9.8%	35.6%	-17.0%	17.2%	21.3%	-30.1%	23.9%	-40.6%	2.7%	9.1%
仙坛股份	5.1%	12.6%	5.5%	8.6%	9.8%	1.0%	8.0%	3.6%	8.4%	9.4%
华英农业	14.3%	9.9%	9.1%	10.8%	10.5%	2.4%	6.5%	1.8%	3.3%	4.1%
禽养殖	-0.7%	16.6%	3.6%	13.1%	13.9%	-12.2%	11.0%	-3.1%	5.6%	7.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

饲料板块：猪价低迷拖累板块业绩

2018 年上半年饲料板块营收同比增长 10.4%，扣非净利润同比下滑 19.1%；其中单二季度营收同比增长 9.2%，扣非净利同比下滑 33%。

饲料销量仍保持增长，猪价低迷带来养殖业务的亏损使得饲料板块公司业绩出现下滑。

上半年饲料上市企业饲料销量仍实现增长，新希望、大北农、海大集团、金新农和唐人神 5 家公司上半年饲料销量合计达 1723 万吨，同比增长 10%，但由于猪价低迷影响，高端料销售占比或出现下降，使得整体饲料毛利率有所下滑，5 家公司饲料业务毛利合计达 50.7 亿，同比增长仅 6.2%，平均毛利率为 9.6%，比去年同期下滑 0.7 个百分点。同时受猪价低迷影响，饲料公司养殖业务出现亏损，从而进一步拖累整体板块业绩。

后期来看，我们认为饲料行业进入存量经营阶段，行业规模后期增长幅度或有限，但部分公司将受益于行业激烈竞争带来的集中度的提升，龙头企业则更为优势。此外，我们认为在捕捞量减少以及环保导致的湖泊水库禁养的背景下，水产养殖量将持续提升，水产饲料或将迎来较长时间景气，且由于水产饲料行业的技术升级换代龙头企业集中度或更加受益，**重点推荐海大集团。**

表 12：饲料上市公司 2017 年及 2018 一季度营收规模及扣非净利润情况

	营收规模 (亿元)		营收增速		扣非净利规模 (亿元)		扣非净利增速	
	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2
新希望	316.4	168.4	6.2%	11.0%	8.9	2.9	-22.9%	-44.9%

请阅读最后评级说明和重要声明

大北农	90.7	44.7	8.2%	1.2%	0.4	-1.3	-92.2%	-145.6%
金新农	14.1	6.7	-5.2%	4.9%	-0.6	-0.5	-192.0%	-257.2%
唐人神	68.4	35.5	4.6%	2.2%	0.8	0.3	-40.3%	-60.3%
海大集团	176.8	104.2	21.7%	14.9%	5.8	4.8	15.8%	8.6%
通威股份	124.6	72.4	12.2%	5.0%	8.9	5.8	15.9%	14.0%
禾丰牧业	68.5	37.2	14.2%	12.4%	1.6	0.7	62.7%	90.9%
饲料板块	859.5	469.1	10.4%	9.2%	25.7	12.7	-19.1%	-33.3%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 13：饲料板块 5 家上市公司 2017 年饲料销售情况

		2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
大北农	饲料销量 (万吨)	189.64	172.67	173.51	197.39	212.42
	YOY		-8.95%	0.49%	13.76%	7.62%
	饲料业务毛利率	20.04%	20.82%	24.65%	22.90%	19.85%
海大集团	饲料销量 (万吨)	230	262	323	370	456
	YOY	15.87%	13.91%	23.28%	14.55%	23.24%
	饲料业务毛利率	9.87%	11.27%	11.03%	11.60%	11.86%
唐人神	饲料销量 (万吨)		133	160	221	221
	YOY			20.00%	9.47%	0.00%
	饲料业务毛利率		8.59%	8.95%	8.16%	8.75%
新希望	饲料销量 (万吨)	704.08	665.34	690.14	742.8	795.1
	YOY	1.74%	-5.50%	3.73%	7.63%	7.04%
	饲料业务毛利率	6.25%	6.56%	6.28%	5.97%	6.20%
金新农	饲料销量 (万吨)	24	24.68	32.86	34.56	38.96
	YOY	14.40%	2.83%	33.14%	5.17%	12.73%
	饲料业务毛利率	13.68%	15.55%	14.70%	10.39%	10.16%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 14：饲料板块上市公司 2017 年和 2018 年一季度营收增速和扣非净利同比增速情况

	营收同比增速					扣非净利同比增速				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
新希望	-8.0%	-5.8%	7.2%	6.2%	11.0%	27.5%	18.1%	-15.8%	-22.9%	-44.9%
大北农	-10.7%	0.7%	13.4%	8.2%	1.2%	-32.6%	105.3%	33.3%	-92.2%	-145.6%
金新农	33.0%	-7.6%	27.2%	-5.2%	4.9%	10.2%	166.3%	-19.8%	-192.0%	-257.2%
唐人神	1.8%	0.0%	41.9%	4.6%	2.2%	-56.2%	681.7%	117.6%	-40.3%	-60.3%
海大集团	8.0%	20.4%	25.1%	21.7%	14.9%	43.2%	29.7%	37.7%	15.8%	8.6%
通威股份	0.4%	8.8%	59.5%	12.2%	5.0%	29.5%	141.0%	244.0%	15.9%	14.0%
禾丰牧业	7.6%	18.1%	18.8%	14.2%	12.4%	19.1%	72.9%	-44.5%	62.7%	90.9%
饲料板块	-3.1%	2.5%	20.5%	10.4%	9.2%	18.1%	42.3%	21.4%	-19.1%	-33.3%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 15: 饲料板块上市公司营收增速和扣非净利环比增速情况

公司	营收环比增速						扣非净利环比增速							
	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
新希望	-0.04%	-11.65%	3.83%	5.93%	3.9%	-11.4%	13.71%	-45.3%	79.3%	-18.3%	43.9%	-49.3%	59.3%	-52.64%
大北农	12.61%	-20.70%	11.33%	13.20%	7.1%	-14.1%	-2.81%	18.8%	-30.3%	67.8%	3.2%	-24.0%	-25.9%	-178.53%
金新农	-5.21%	9.51%	-24.40%	44.88%	-30.8%	14.9%	-8.86%	-74.3%	212.6%	-14.1%	-15.4%	-221.5%	-59.2%	-275.42%
唐人神	-5.26%	0.19%	13.48%	10.22%	-11.9%	-2.5%	8.08%	-3.3%	-14.1%	43.8%	-2.7%	10.3%	-42.7%	-35.59%
海大集团	-13.65%	-24.21%	65.86%	32.03%	-49.4%	19.9%	43.54%	-104.4%	355.6%	739.5%	39.0%	-92.5%	101.3%	417.66%
通威股份	-23.54%	-18.85%	63.75%	23.50%	-23.9%	-19.4%	38.65%	-84.2%	383.3%	98.8%	39.9%	-33.1%	-36.3%	89.61%
禾丰牧业	-1.09%	-20.65%	23.03%	20.66%	-7.3%	-15.5%	18.90%	7.5%	-48.0%	-40.1%	320.8%	-8.2%	-37.0%	-21.63%
饲料板块	-5.64%	-15.29%	23.43%	16.62%	-15.9%	-7.7%	20.16%	-57.14%	57.94%	46.95%	39.21%	-49.6%	-2.5%	-1.89%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 16: 饲料板块上市公司 2017 年和 2018 年销售毛利率和销售净利率情况

	销售毛利率					销售净利率				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
新希望	7.1%	8.5%	7.7%	8.2%	7.9%	5.4%	6.6%	4.9%	4.5%	3.4%
大北农	23.0%	26.7%	25.0%	18.8%	15.7%	2.7%	5.1%	6.5%	0.9%	-2.6%
金新农	11.4%	17.7%	20.1%	13.5%	12.0%	2.7%	7.9%	6.5%	-2.0%	-7.1%
唐人神	8.6%	10.1%	9.7%	8.6%	8.5%	1.1%	2.1%	2.6%	1.5%	1.3%
海大集团	10.7%	11.1%	11.0%	11.6%	12.7%	3.1%	3.5%	3.7%	3.5%	4.9%
通威股份	11.4%	15.6%	18.8%	19.6%	20.5%	1.5%	3.3%	7.3%	7.5%	8.4%
禾丰牧业	10.4%	10.6%	8.4%	8.1%	7.0%	2.8%	4.1%	1.8%	2.8%	2.5%
饲料板块	10.4%	12.3%	12.2%	11.8%	11.7%	3.8%	5.0%	4.8%	3.9%	3.6%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

种业: 水稻种业整体承压, 玉米种企表现分化

2018 年上半年种业板块营收同比下滑 14%, 扣非净利同比下滑 103%, 其中单二季度营收同比上涨 3%, 扣非净利同比下滑 56%。从销售季的角度来看, 2017/18 业务年度, 种业板块营收同比下滑 15%, 扣非净利润同比下滑 138%。

2018 年上半年水稻种业整体承压, 玉米种企表现分化明显。我们认为水稻需种量下滑为上半年及单二季度种业板块业绩下滑主因。

(1) 水稻方面: 受水稻种植结构调整的影响, 早籼稻面积有所下滑, 且部分地区出现“虾稻共养”等种养结合的模式, 水稻种子需求整体下滑。另一方面, 上半年化肥等农资产品价格上涨, 而稻谷最低收购价下调, 农民种植收益下滑因而种植意愿不强, 购种

积极性不高，水稻种子行业整体承压。在优势品种的支撑下，隆平高科及荃银高科通过加大营销力度、拓展渠道资源，推动水稻种业的增长。2018 年上半年隆平高科水稻业务收入端上涨 14.2%，但毛利率下滑 4.03%，水稻业务运行相对平稳，其并购的优至种业贡献较大利润；荃银高科水稻种子收入端同比增长 15.1%，毛利率提升 1.93%，源于其主推品种荃优 822、徽两优丝苗市场认可度高且其营销实力不断增强。

(2) 玉米方面：2018 年上半年玉米现货平均价为 1875 元/吨，较上年同期上涨 11.7%。由于玉米品种审定数量呈井喷式增长，行业竞争激烈，粮价回暖对种子端改善有限，种企表现分化明显，但具备较强品种力的企业仍有较好的增长。隆平高科 18 年上半年，受益于白轴品种的优异表现推动及并表河北巡天影响，玉米种子业务收入端同比增长 111%，毛利率提升 6.95pct；丰乐种业玉米种子销量也有明显回升；登海种业则受品种老化，先玉 335 不耐高温等因素影响业绩出现明显下滑。

我们认为，在水稻及玉米种植结构调整的政策影响下，行业短期承压不改其优质优价的长期逻辑。中长期来看，种植业供给侧结构调整将加速种子行业洗牌，品种优势、研发实力及营销能力支撑下的种企有望脱颖而出。长期看好隆平高科。

表 17：种业上市公司 2018 年上半年及 2018 二季度营收规模及扣非净利润情况

	营收规模 (亿元)		营收增速		扣非净利规模 (亿元)		扣非净利增速	
	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2
丰乐种业	8.02	3.49	21%	10%	-0.02	-0.17	90%	10%
隆平高科	13.49	5.35	22%	88%	1.18	0.02	-50%	-80%
登海种业	2.96	1.57	-34%	-37%	0.34	0.17	-71%	-77%
荃银高科	2.02	0.76	-1%	-24%	-0.18	-0.22	-57%	-71%
神农基因	1.14	0.48	-84%	-79%	-0.28	-0.19	-1556%	-1397%
农发种业	14.77	8.72	-21%	1%	-0.25	-0.10	23%	59%
敦煌种业	2.06	1.20	44%	131%	-0.85	-0.42	40%	52%
种业板块	44.47	21.57	-14%	3%	-0.05	-0.91	-103%	-56%

资料来源：各公司财报，长江证券研究所

表 18：按销售季计算的近两个业务年度种子板块营收及扣非净利润情况

	营业收入 (亿元)			扣非净利润 (亿元)		
	2016/17	2017/18	增速	2016/17	2017/18	增速
丰乐种业	13.58	15.84	17%	-0.64	-0.85	-32%
隆平高科	25.48	34.35	35%	5.16	4.93	-4%
登海种业	13.22	6.50	-51%	3.27	0.73	-78%
荃银高科	7.79	9.46	21%	0.20	0.46	135%
神农基因	15.92	-1.46	-109%	-0.06	-0.68	-1076%
农发种业	40.42	34.72	-14%	-1.21	-3.18	-163%
敦煌种业	6.63	5.49	-17%	-3.28	-2.73	17%
种业板块	123.04	104.89	-15%	3.44	-1.31	-138%

资料来源：各公司财报，长江证券研究所

注：销售季（业务年度）按上一财年三、四季度及下一财年一、二季度计算

请阅读最后评级说明和重要声明

表 19: 上市公司 2018 年上半年和 2018 年二季度营收增速和扣非净利同比增速情况

	营收增速					扣非净利增速				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
丰乐种业	-31%	23%	27%	21%	10%	140%	-984%	-140%	90%	10%
隆平高科	11%	6%	29%	22%	88%	16%	10%	59%	-50%	-80%
登海种业	7%	21%	-38%	-34%	-37%	9%	31%	-48%	-71%	-77%
荃银高科	6%	5%	12%	-1%	-24%	-37%	-33%	-25%	-57%	-71%
神农基因	2%	37%	154%	-84%	-79%	-125%	99%	9600%	-1556%	-1397%
农发种业	9%	108%	-17%	-21%	1%	27%	206%	-874%	23%	59%
敦煌种业	-3%	-58%	6%	44%	131%	19%	-15%	-18%	40%	52%
种业板块	1%	37%	4%	-14%	3%	37%	25%	-38%	-103%	-56%

资料来源: 各公司财报, 长江证券研究所

表 20: 上市公司 2018 年上半年和 2018 年二季度毛利率和净利率

	销售毛利率						销售净利率					
	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
丰乐种业	16%	22%	16%	13%	16%	18%	2%	2%	-1%	-4%	0%	-4%
隆平高科	36%	36%	38%	46%	46%	49%	17%	21%	16%	26%	17%	-4%
登海种业	55%	53%	52%	46%	34%	32%	34%	35%	36%	25%	4%	1%
荃银高科	34%	39%	40%	42%	39%	39%	-1%	0%	-4%	-3%	-12%	-43%
神农基因	29%	25%	23%	15%	23%	15%	1%	-1%	3%	2%	-6%	-44%
农发种业	3%	6%	4%	4%	5%	4%	-1%	0%	0%	-2%	-2%	-1%
敦煌种业	18%	19%	9%	4%	17%	18%	-42%	-40%	-102%	116%	-50%	-40%
种业板块	24%	26%	21%	21%	24%	22%	5%	7%	5%	10%	2%	-7%

资料来源: 各公司财报, 长江证券研究所

动保板块: 生猪养殖行情低迷, 市场苗销售承压

2018 年上半年动保板块实现营收 59.2 亿元, 同比增长 9.3%, 实现扣非净利润 7.8 亿元, 同比下滑 4.5%。

2018 年上半年动保板块业绩的下滑主要来自于生猪养殖行情相对低迷, 猪用市场苗的营收增速不达预期。今年二季度养殖行业经历了全行业的深度亏损, 这对于养殖场进行疫苗防疫的积极性出现了明显的下降, 更多的规模化养殖场在行情低迷的时候选择减少市场苗的免疫。整体来看, 二季度市场苗的销量出现了一定程度的下滑, 其中生物股份单二季度营收同比下滑 30%, 这也是近 6 年以来公司首次出现单季度营收下滑。今年上半年, 禽用疫苗的营收保持较快增长, 随着 H5-H7 型禽流感疫苗以及新型禽用基因工程苗的推广, 禽用疫苗市场产品更新换代进一步加速, 这也促进了禽苗营收的增长。

我们认为，生猪养殖行情的低迷是上半年市场苗营收低于预期的主要原因，随着下半年养殖行业景气度的回升，优质市场苗的销量有望重回高速增长态势。

综合来看，我们认为 2018 年动保板块企业经营业绩将呈现前低后高的态势，猪价的逐步回升将带动优质市场苗销量的快速增长。研发实力领先、市场化推广卓有成效的公司将继续保持行业的领先地位。

表 21：动保板块上市公司 2018 年上半年营收规模和扣非净利润情况

	营收规模 (亿元)		营收增速		扣非净利润 (亿元)		扣非净利润增速	
	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2	2018H	2018Q2
生物股份	7.6	2.0	1.0%	-30.3%	3.5	0.5	-8.4%	-55.3%
中牧股份	19.0	9.6	25.3%	30.7%	1.9	0.7	70.6%	74.0%
普莱柯	2.9	1.4	10.5%	12.2%	0.6	0.3	3.9%	9.6%
海利生物	1.1	0.5	-26.4%	-37.3%	0.3	0.1	-40.4%	-62.7%
瑞普生物	5.8	2.9	23.1%	18.2%	0.6	0.3	35.4%	48.7%
天康生物	22.9	12.9	0.7%	4.9%	1.0	0.4	-46.1%	-45.5%
动保板块	59.2	29.3	9.3%	8.4%	7.8	2.2	-4.5%	-25.3%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 22：动保板块上市公司 2018 年上半年营收增速和扣非净利同比增速情况

	营收同比增速					扣非净利润同比增速				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
生物股份	10.49%	11.18%	21.52%	1.01%	-30.32%	15.75%	13.74%	35.55%	-8.44%	-55.32%
中牧股份	32.12%	-16.00%	-13.71%	25.29%	30.70%	-3.43%	-9.26%	-11.22%	70.59%	74.04%
普莱柯	4.90%	11.81%	3.41%	10.46%	12.24%	33.45%	-7.58%	-8.83%	3.89%	9.57%
海利生物	-4.46%	3.81%	-6.19%	-26.42%	-37.25%	-0.29%	-5.20%	-7.13%	-40.44%	-62.66%
瑞普生物	18.15%	33.38%	5.23%	23.12%	18.17%	47.35%	0.34%	10.80%	35.42%	48.65%
天康生物	13.83%	4.50%	4.88%	0.73%	4.85%	39.34%	45.38%	-4.33%	-46.11%	-45.51%
疫苗板块	21.36%	-0.59%	0.41%	9.29%	8.45%	17.80%	10.22%	9.68%	-4.53%	-25.25%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 23：动保板块上市公司 2018 年上半年营收增速和扣非净利环比增速情况

	营收环比增速					扣非净利润环比增速									
	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	
生物股份	17.27%	-4.78%	-36.47%	95.04%	0.89%	-3.27%	-63.39%	-22.53%	68.49%	-56.31%	149.61%	-30.19%	47.19%	-82.58%	
中牧股份	23.45%	-36.28%	-6.31%	51.14%	31.01%	-35.19%	1.85%	-35.08%	42.60%	-47.80%	113.27%	26.21%	20.13%	-46.17%	
普莱柯	-11.71%	-15.41%	-4.68%	-2.53%	21.11%	-3.33%	-1.63%	-60.84%	28.66%	-18.96%	-51.11%	-81.75%	1272%	-10.57%	
海利生物	-0.62%	-21.51%	0.66%	24.66%	-29.02%	-5.15%	-25.23%	-35.37%	75.23%	2.66%	10.24%	-69.34%	137%	-53.47%	
瑞普生物	3.12%	-13.08%	6.51%	10.84%	11.87%	-2.79%	-1.96%	-40.27%	4.29%	-36.36%	116.20%	-107%	1398%	-25.51%	

天康生物	8.7%	-12.5%	18.3%	-2.7%	-3.40%	-14.50%	29.42%	-66.4%	142.6%	-21.9%	62.2%	-34.10%	-36.40%	-20.40%
疫苗板块	12.8%	-20.4%	-0.6%	24.5%	10.29%	-19.83%	-1.51%	-41.0%	66.0%	-42.6%	92.4%	0.82%	-36.25%	-29.07%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 24：动保板块上市公司 2018 年上半年销售毛利率和净利率情况

	销售毛利率					销售净利率				
	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
生物股份	77.01%	75.57%	77.67%	73.94%	67.91%	43.90%	45.63%	51.27%	47.24%	28.82%
中牧股份	22.85%	27.64%	29.98%	29.15%	26.50%	7.37%	8.18%	8.67%	11.43%	8.80%
普莱柯	74.64%	69.99%	70.34%	67.99%	67.58%	31.62%	36.11%	23.98%	26.79%	26.78%
海利生物	77.36%	77.32%	80.50%	67.68%	73.54%	33.83%	29.79%	31.01%	22.53%	14.73%
瑞普生物	59.79%	54.88%	54.81%	48.35%	49.19%	14.45%	13.44%	14.09%	13.93%	12.50%
天康生物	20.86%	22.85%	21.38%	19.02%	17.68%	6.73%	8.86%	8.28%	4.45%	3.68%
疫苗板块	33.59%	36.90%	38.48%	35.46%	30.46%	13.05%	15.12%	16.25%	14.53%	9.26%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。