

凛冬将尽，静待春来

——2018年农林牧渔板块中报业绩综述

✉ : 吕哲 执业证书编号: S1230518080001
☎ : 021-80108143
✉ : lianghan@stocke.com.cn

行业评级

农林牧渔 看好

报告导读

2018年上半年猪价低迷拖累农业板块整体盈利，禽养殖板块在鸡价景气背景下实现扭亏。现阶段我们认为养殖种植两大产业链均可布局，建议关注畜禽价格上涨及种植业基本面修复带来的相关投资机会。

投资要点

□ 农林牧渔：猪价拖累板块业绩，禽养殖独领风骚

2018年上半年SW农林牧渔板块营业收入同增0.19%，扣非净利润同减40.2%，单二季度营收同比减少0.29%，环比增长13.6%，扣非净利润同比减少78.76%，环比减少80.7%。猪价持续下跌致行业亏损，禽养殖受益于鸡价上涨板块整体扭亏。建议关注猪价反弹和鸡价持续上涨行情下的畜禽养殖板块，及农产品价格修复，种业库存去化背景下的种子板块优质龙头企业投资机会。

□ 禽养殖：寒冬已过，反转来临

2018年上半年禽养殖板块营收同比增长27%，扣非净利润扭亏。鸡价大幅上涨为禽养殖板块上半年业绩扭亏主因，我们认为，产能收缩延续，禽养殖行业已走出底部区域，鸡价进入持续上涨阶段，景气向上或持续到2019年。重点推荐益生股份、民和股份、圣农发展。

□ 生猪养殖：猪价下跌致行业亏损

2018年上半年生猪养殖板块营收同比增长12.1%，扣非净利润同比下降101%。猪价持续低位徘徊致板块整体亏损。生猪养殖行业产能去化叠加持续深亏，周期底部或已确立，猪价反弹具有可持续性，板块公司已处于估值底部。重点推荐养殖龙头温氏股份、牧原股份，关注弹性标的正邦科技、天邦股份。

□ 种业板块：业绩整体下滑，关注库存去化下的优质种企投资机会

2018年上半年种业营收同比减少13.3%，扣非净利润同比减少86.8%，17/18销售季，种业营收同比下降14.7%，扣非净利润同比下滑118%。国内种子市场供过于求、种植面积调减、种业市场乱象影响行业盈利。中长期看，农产品价格持续修复，市场环境改善将利好优质种企。建议关注隆平高科、登海种业。

□ 动物疫苗：养殖行情低迷打压市场苗采购积极性

2018年上半年动物疫苗板块营收同比增长9.32%，扣非净利润同比下降4.49%。生猪养殖全行业亏损致养殖户市场苗采购积极性下滑是拖累板块业绩的核心原因。市场苗依旧是驱动行业增长的核心动力。具备核心研发实力，能持续推出一系列占领市场优质疫苗产品的公司将在未来行业竞争中脱颖而出。

□ 饲料板块：猪价下行是盈利下滑主因，板块业绩出现分化

2018年上半年饲料板块营收同比增长10.4%，扣非净利润同比下降19.1%。养殖行情不振拖累猪料企业，鱼价、鸡价景气利好水产料、禽料公司。饲料板块在生猪均价及存栏量均维持一定高位时，盈利将明显改善。未来行业竞争提升销量是关键，能以专业化的优质饲料产品提升市场份额的龙头公司将受益。

相关报告

- 1《农业行业3月月报：关注下跌之后的反弹机会》2011.03.17
- 2《农林牧渔行业2月月报：选股思路：“行业景气度+反弹幅度+估值水平”》2011.02.23
- 3《政策预期催化股价上涨》2011.02.23
- 4《农业行业1月月报：看淡行业1月整体表现，推荐两个股》2011.01.07
- 5《农林牧渔行业2011年年度策略：追寻通胀脚步，关注调控节奏》2010.12.22

数据支持人：梁晗

正文目录

农林牧渔：猪价拖累板块业绩，禽养殖独领风骚	4
禽养殖：寒冬已过，反转来临.....	6
生猪养殖：猪价下跌致行业亏损.....	7
种业板块：业绩整体下滑，关注库存去化下的优质种企投资机会.....	9
动物疫苗：养殖行情低迷打压市场苗采购积极性.....	10
饲料板块：猪价下行是盈利下滑主因，板块业绩出现分化.....	12

图表目录

图 1: 农林牧渔板块营业收入 (亿元)	4
图 2: 农林牧渔板块扣非净利润 (亿元)	4
图 3: 农林牧渔板块单季营收 (亿元)	4
图 4: 农林牧渔板块单季扣非净利润 (亿元)	4
图 5: 禽养殖板块营业收入 (亿元)	7
图 6: 禽养殖板块扣非净利润 (亿元)	7
图 7: 禽养殖板块单季营收 (亿元)	7
图 8: 禽养殖板块单季扣非净利润 (亿元)	7
图 9: 禽养殖板块毛利率、净利率	7
图 10: 禽养殖板块单季毛利率、净利率	7
图 11: 生猪养殖板块营业收入 (亿元)	8
图 12: 生猪养殖板块扣非净利润 (亿元)	8
图 13: 生猪养殖板块单季营收 (亿元)	8
图 14: 生猪养殖板块单季扣非净利润 (亿元)	8
图 15: 生猪养殖板块毛利率、净利率	9
图 16: 生猪养殖板块单季毛利率、净利率	9
图 17: 种业板块营业收入 (亿元)	9
图 18: 种业板块扣非净利润 (亿元)	9
图 19: 种业板块按销售季营业收入 (亿元)	10
图 20: 种业板块按销售季扣非净利润 (亿元)	10
图 21: 种业板块单季营收 (亿元)	10
图 22: 种业板块单季扣非净利润 (亿元)	10
图 23: 种业板块毛利率、净利率	10
图 24: 种业板块单季毛利率、净利率	10
图 25: 动物疫苗板块营业收入 (亿元)	11
图 26: 动物疫苗板块扣非净利润 (亿元)	11
图 27: 动物疫苗板块单季营收 (亿元)	11
图 28: 动物疫苗板块单季扣非净利润 (亿元)	11
图 29: 动物疫苗板块毛利率、净利率	11

图 30: 动物疫苗板块单季毛利率、净利率	11
图 31: 饲料板块营业收入 (亿元)	12
图 32: 饲料板块扣非净利润 (亿元)	12
图 33: 饲料板块单季营收 (亿元)	12
图 34: 饲料板块单季扣非净利润 (亿元)	12
图 35: 饲料板块毛利率、净利率	13
图 36: 饲料板块单季毛利率、净利率	13
表 1: 各细分板块公司营收同比增速	4
表 2: 各细分板块公司扣非净利润同比增速	5

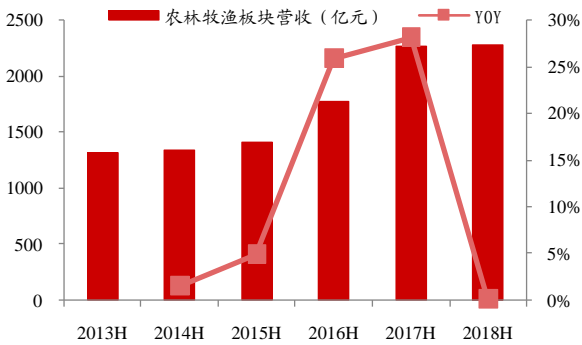
农林牧渔：猪价拖累板块业绩，禽养殖独领风骚

2018年上半年SW农林牧渔板块营业收入同增0.19%，扣非净利润同减40.2%，其中单二季度营收同比减少0.29%，环比增长13.6%，扣非净利润同比减少78.76%，环比减少80.7%。细分行业中，禽养殖受益于鸡价上涨行业扭亏为盈，上半年禽养殖板块营收同增27%，扣非净利润同比扭亏，猪价持续下跌致行业亏损，上半年生猪养殖板块营收同增12.1%，扣非净利润同减101%；此外，种子板块营收同减13.3%，扣非净利润同减86.8%，动物疫苗板块营收同增9.32%，扣非净利润同减4.49%，饲料板块营收同增10.4%，扣非净利润同减19.1%。

现阶段我们认为养殖种植两大产业链均可布局，建议关注畜禽价格上涨及种植业基本面修复带来的相关投资机会。

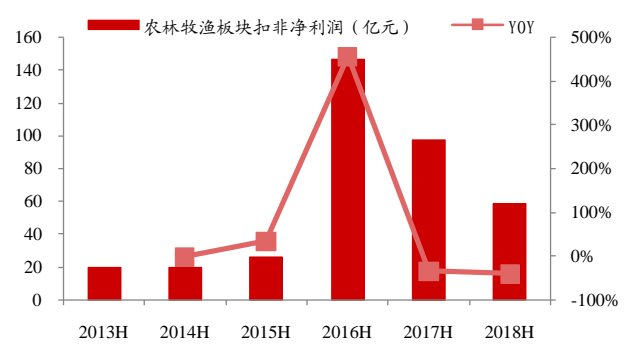
1、坚定看好禽养殖板块投资机会，主要基于：祖代鸡产能持续收缩，制约鸡价上涨的父母代产能过剩问题亦得以缓解，外加种公鸡不足、肝病、巴西双反、强制换羽受限等因素催化，后期鸡价有望持续上涨。2、生猪养殖行业产能去化叠加持续深亏，周期底部或已确立，本轮反弹猪价最高已突破14元/公斤，不排除下半年触及15元/公斤的可能。目前生猪养殖板块的公司已处于估值底部，投资性价比较高。3、农产品去库存改善供给过剩格局，农产品价格进入修复通道，种企库存亦逐步消化，建议关注优质种企投资机会。

图 1：农林牧渔板块营业收入（亿元）



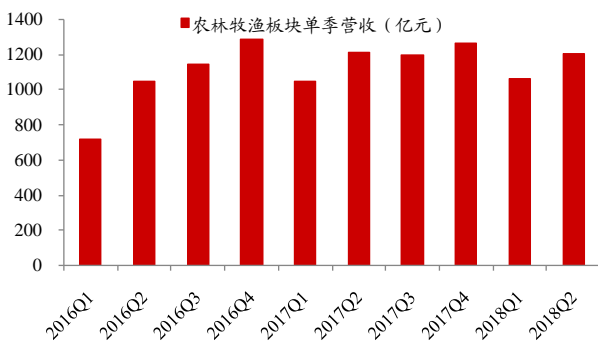
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：农林牧渔板块扣非净利润（亿元）



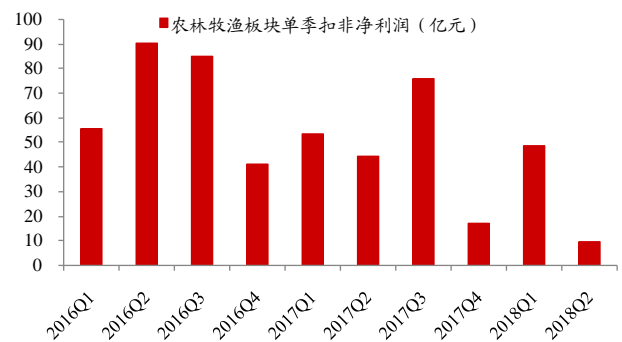
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：农林牧渔板块单季营收（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：农林牧渔板块单季扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：各细分板块公司营收同比增速

行业	公司名称	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
禽养殖	益生股份	1.50%	150.81%	-60.78%	60.34%	170.60%
	圣农发展	9.51%	23.07%	10.26%	17.17%	17.79%
	民和股份	-12.49%	44.56%	-30.43%	48.90%	64.08%

	仙坛股份	18.21%	4.52%	10.03%	4.28%	10.03%
	华英农业	15.97%	13.58%	56.44%	54.81%	46.98%
生猪养殖	温氏股份	26.96%	42.61%	-11.41%	0.77%	-1.28%
	牧原股份	4.31%	103.10%	85.21%	30.31%	21.86%
	雏鹰农牧	91.84%	126.31%	-10.83%	-2.87%	-2.31%
	天邦股份	-19.12%	5.87%	24.66%	38.35%	29.35%
	正邦科技	10.30%	4.35%	3.96%	35.21%	64.43%
	丰乐种业	-31.31%	23.36%	26.73%	20.62%	9.77%
	隆平高科	10.54%	6.42%	29.12%	22.21%	88.31%
种业	登海种业	7.04%	21.20%	-38.36%	-34.18%	-36.51%
	荃银高科	6.25%	5.04%	12.11%	-0.92%	-31.23%
	神农基因	2.12%	36.55%	154.34%	-83.94%	-79.15%
	敦煌种业	-2.97%	-57.78%	5.60%	44.37%	130.74%
	万向德农	-3.10%	-19.74%	-13.42%	0.35%	4.72%
	农发种业	9.48%	108.01%	-16.61%	-21.09%	1.05%
动物疫苗	天康生物	19.60%	4.50%	4.88%	0.73%	4.85%
	海利生物	-4.45%	3.81%	-6.19%	-26.42%	-37.26%
	瑞普生物	18.15%	34.38%	5.23%	23.12%	18.18%
	中牧股份	32.12%	-16.00%	-13.71%	25.29%	30.70%
	生物股份	10.49%	11.18%	21.52%	1.01%	-30.32%
饲料	普莱柯	4.90%	11.81%	3.42%	10.46%	12.24%
	新希望	-8.04%	-5.79%	7.19%	6.22%	10.95%
	海大集团	8.04%	20.41%	25.06%	21.67%	14.94%
	大北农	-10.74%	0.61%	13.51%	8.21%	1.06%
	金新农	32.99%	-7.60%	27.18%	-5.25%	4.95%
	唐人神	1.75%	0.09%	41.88%	4.59%	2.19%
	通威股份	0.43%	8.78%	59.48%	12.24%	5.03%
	禾丰牧业	7.59%	18.09%	18.77%	14.16%	12.41%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：各细分板块公司扣非净利润同比增速

行业	公司名称	2015H	2016H	2017H	2018H	2018Q2
禽养殖	益生股份	-184.1%	240.9%	-151.4%	122.4%	120.2%
	圣农发展	-948.7%	152.9%	-116.2%	1108%	449.3%
	民和股份	-399.9%	208.4%	-225.0%	103.3%	121.3%
	仙坛股份	-54.08%	1209%	-71.32%	197.4%	215.1%
	华英农业	115.4%	97.05%	-66.06%	146.8%	351.3%
生猪养殖	温氏股份	412.2%	302.6%	-76.95%	-46.97%	-250.92%
	牧原股份	142.7%	2685%	12.56%	-108.5%	-146.4%
	雏鹰农牧	7.39%	401.5%	-2.43%	-240.6%	-243.8%
	天邦股份	44.43%	663.3%	-34.07%	-147.1%	-238.4%
种业	正邦科技	84.26%	2365%	-51.95%	-163.8%	-259.9%
	丰乐种业	139.6%	-984.4%	-140.5%	90.47%	9.52%

	隆平高科	15.62%	10.32%	59.32%	-50.37%	-80.24%
	登海种业	8.93%	30.66%	-47.94%	-71.10%	-77.14%
	荃银高科	-36.65%	-32.65%	-25.38%	-56.70%	-71.06%
	神农基因	-125.4%	98.60%	9600%	-1556%	-1397%
	敦煌种业	18.61%	-15.37%	-18.29%	40.23%	51.82%
	万向德农	137.94%	320.5%	-6.84%	8.30%	2.93%
	农发种业	26.89%	205.5%	-874.2%	23.12%	59.47%
动物疫苗	天康生物	62.55%	45.37%	-4.33%	-46.11%	-45.51%
	海利生物		-5.20%	-7.14%	-40.44%	-62.65%
	瑞普生物	47.35%	0.69%	10.81%	35.41%	48.69%
	中牧股份	-3.43%	-11.85%	-11.23%	70.60%	74.02%
	生物股份	15.75%	13.74%	35.55%	-8.44%	-55.32%
	普莱柯		-7.58%	-8.83%	3.88%	9.55%
	新希望	27.51%	18.06%	-15.83%	-22.91%	-44.91%
饲料	海大集团	43.16%	29.73%	37.71%	15.83%	8.64%
	大北农	-32.58%	105.3%	33.32%	-92.18%	-145.6%
	金新农	10.22%	166.3%	-19.75%	-191.98%	-257.2%
	唐人神	-56.20%	681.7%	117.6%	-40.30%	-60.34%
	通威股份	29.55%	141.0%	244.0%	15.85%	14.00%
	禾丰牧业	19.11%	72.85%	-44.49%	62.67%	90.85%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

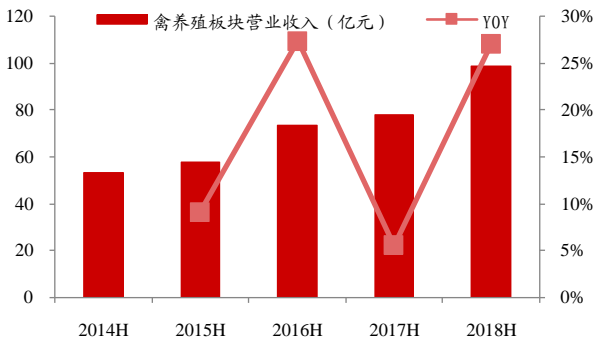
禽养殖：寒冬已过，反转来临

2018年上半年禽养殖板块营收同比增长27%，扣非净利润实现扭亏，板块扣非净利润合计达4.3亿元，去年同期亏损3.2亿元；其中单二季度营收同比增长29.8%，环比增长21.2%，扣非净利润同比实现扭亏，二季度扣非净利达2.9亿元，去年同期亏损2.6亿，环比增长101%。利润率方面，2018年上半年禽养殖板块毛利率13.1%，同比增加9.22pct，净利率5.63%，同比增加8.96pct；其中单二季度板块毛利率13.88%，同比增加12.278pct，环比增加1.72pct，净利率6.97%，同比增加12.36pct，环比增加2.96pct。

鸡价大幅上涨为禽养殖板块上半年业绩扭亏主因。自2015年以来，祖代鸡年引种量持续低于80万套，且去年行业亏损导致养殖户淘汰产能，加之肝病使父母代种鸡死淘率上升，行业供给下行，鸡价大幅上涨。2018年上半年父母代鸡苗销售均价33.8元/套，同比增长18.9%，商品代鸡苗均价2.5元/只，同比增长139%，白羽肉鸡均价7.7元/公斤，同比增长23.4%。尽管单二季度鸡苗售价环比小幅下滑，但相比去年同期仍大幅增长，2018年二季度父母代鸡苗售价32.5元/套，同比上涨166%，商品代鸡苗均价2.47元/套，同比增长167%。单二季度白羽肉鸡均价7.9元/公斤，同比增长22.4%，环比增长3.42%。受益于禽产业链各环节价格的全面上涨，禽养殖板块公司业绩扭亏为盈。

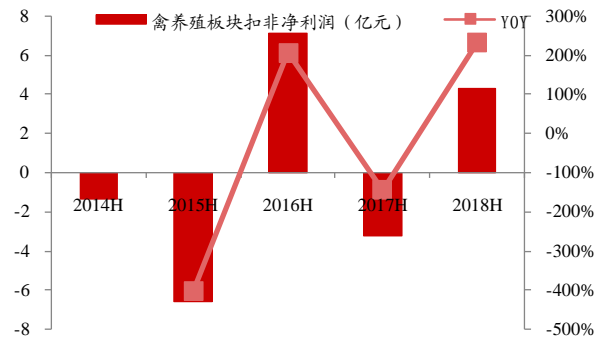
我们认为，禽养殖行业已走出底部区域，鸡价进入持续上涨阶段，景气向上或持续到2019年。主要基于：1、产能持续收缩奠定鸡价长期上涨基础。近3年祖代鸡引种量低位徘徊，产能去化逐步体现，预计祖代鸡存栏下行趋势将持续，并传导到父母代，且受贸易摩擦影响，祖代鸡引种量或将长期处于低位，供给端的持续收缩使得鸡价长期上涨趋势确立。2、消费负面因素消除叠加旺季来临，下半年鸡价涨势或将延续。前几年禽流感等事件对鸡肉消费的负面影响已逐步消化，非洲猪瘟爆发催生对猪肉消费的替代需求，随着双节消费旺季来临，预计下半年鸡价将保持上行势头。重点推荐益生股份、民和股份、圣农发展。

图 5：禽养殖板块营业收入（亿元）



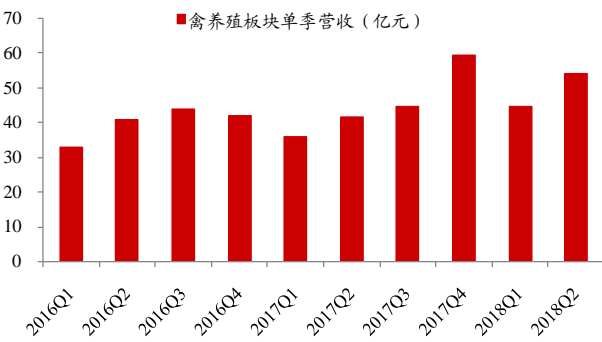
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：禽养殖板块扣非净利润（亿元）



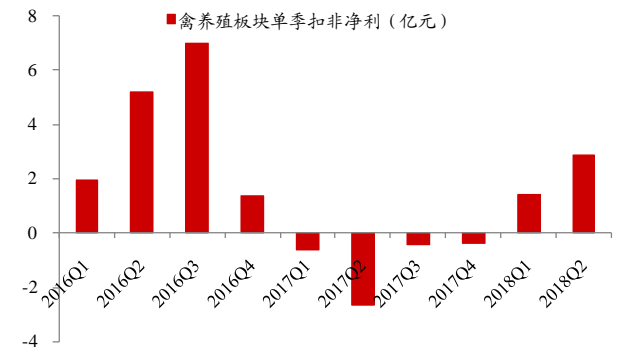
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：禽养殖板块单季营收（亿元）



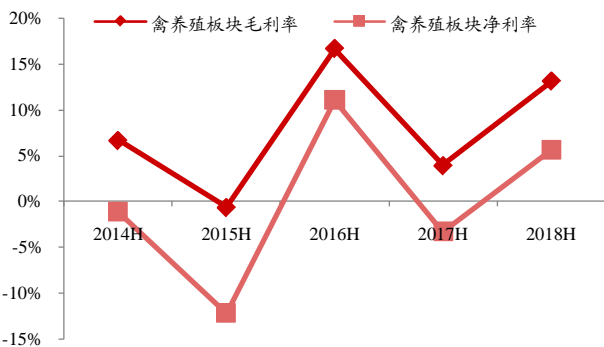
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：禽养殖板块单季扣非净利润（亿元）



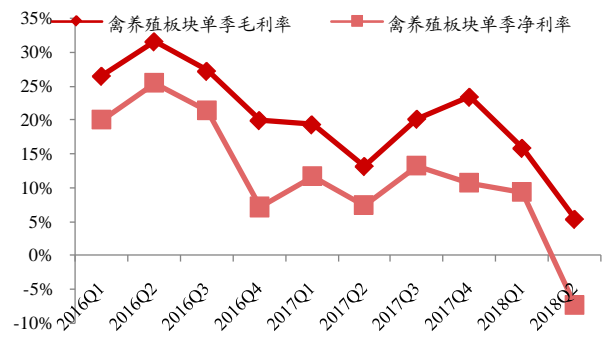
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：禽养殖板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：禽养殖板块单季毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

生猪养殖：猪价下跌致行业亏损

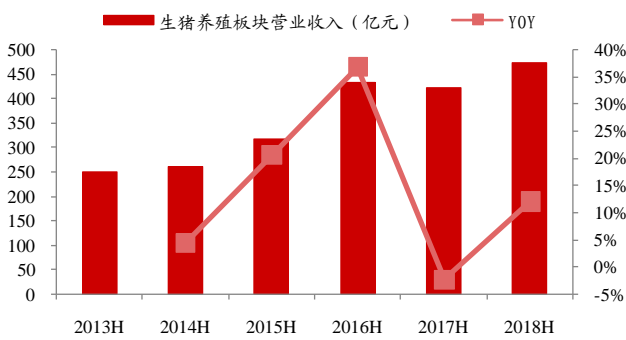
2018 年上半年生猪养殖板块营收同比增长 12.1%，扣非净利润同比下降 101%；其中单二季营收同比增长 16%，环比增长 7.3%，扣非净利润同比下降 210%，环比下降 202%。利润率方面，2018 年上半年生猪养殖板块毛利率 10.43%，同比减少 5.82pct，净利率 0.73%，同比减少 8.74pct；其中单二季度板块毛利率 5.38%，同比减少 7.8pct，环比减少 10.47pct，净利率 -7.3%，同比减少 14.62pct，环比减少 16.65pct。

2018年上半年，猪价持续低位徘徊致使养殖板块整体亏损。2018年上半年生猪价格处于下行通道，22省市生猪均价11.9元/公斤，同减23.7%，仔猪均价26.5元/公斤，同减42.4%。板块中，仅温氏股份因禽养殖盈利弥补部分亏损仍实现正利润，其余4家公司均出现不同程度亏损。尽管猪价低迷，但生猪养殖板块公司的出栏量仍保持高速增长，其中正邦科技和天邦股份2018年上半年的生猪出栏增速均超过100%。

2018年二季度，猪价持续下挫，跌破企业成本线，生猪养殖板块公司亏损扩大。二季度22省市生猪均价10.74元/公斤，同减24.8%，环减17.8%，仔猪均价23.93元/公斤，同减44.6%，环减17.9%。其中，5月份生猪均价跌到年内低点，仅10元/公斤，头均亏损超过300元，致板块整体扣非净利润同比、环比均大幅下滑。

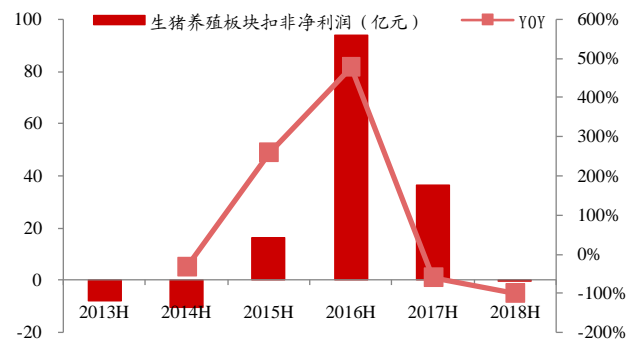
我们认为，猪价反弹具有可持续性，建议积极布局板块龙头。主要基于：1、冬季仔猪腹泻致存活率低，对应6个月后生猪供应低点，叠加中秋国庆消费刺激，猪价将迎来年内旺季，5月至今，生猪均价涨幅已达38.4%；2、2018年3月以来，能繁母猪存栏量不断下行，7月能繁母猪存栏量环比降幅达1.9%，且连续数月的深度亏损打压养殖户补栏积极性，行业产能持续去化为后续猪价上涨提供支撑；3、非洲猪瘟或促猪价进一步上行。自辽宁发现首例非洲猪瘟后，疫情逐渐蔓延到南方江浙等省，尽管短期内受恐慌性抛售影响，猪价出现下跌，但因发病后只能扑杀，且不排除疫情进一步蔓延的可能，产能或将加速淘汰，推升猪价走高。重点推荐养殖龙头温氏股份、牧原股份，关注弹性标的正邦科技、天邦股份。

图 11：生猪养殖板块营业收入（亿元）



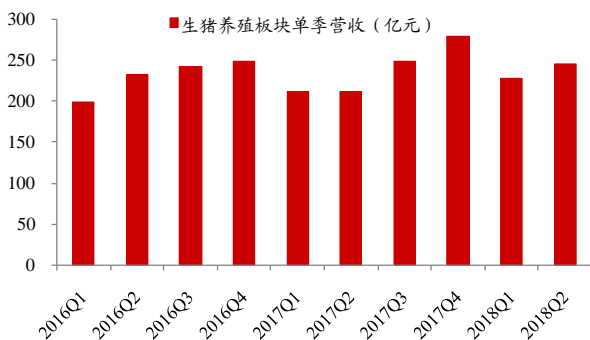
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：生猪养殖板块扣非净利润（亿元）



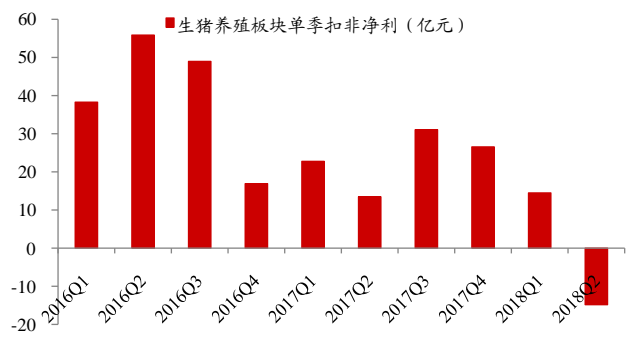
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：生猪养殖板块单季营收（亿元）



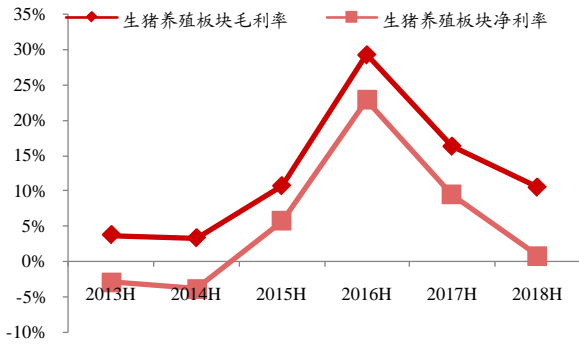
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：生猪养殖板块单季扣非净利润（亿元）



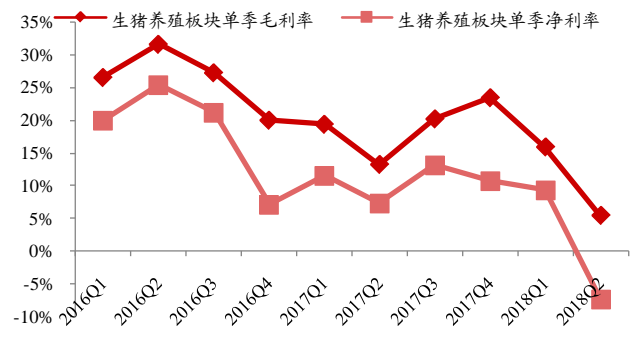
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15: 生猪养殖板块毛利率、净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 生猪养殖板块单季毛利率、净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

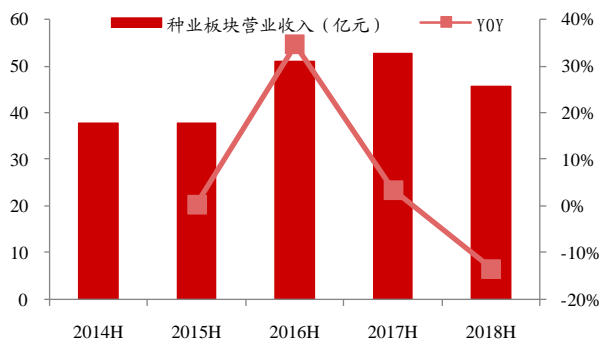
种业板块: 业绩整体下滑, 关注库存去化下的优质种企投资机会

2018 年上半年种业营收同比减少 13.3%, 扣非净利润同比减少 86.8%, 其中单二季度营业收入同比增加 2.53%, 扣非净利润同比减少 74.1%。从销售季的情况来看, 17/18 销售季, 种业整体营收同比下降 14.7%, 扣非净利润同比下滑 118%。

2018 年上半年及 17/18 销售季种业板块业绩再次下滑, 我们认为, 主要原因在于: (1) 尽管高库存压力有所缓解, 但国内种子市场仍供过于求。2018 年, 杂交玉米种子总供给量 18 亿公斤, 总需求量 11 亿公斤, 期末库存虽降至 7 亿公斤, 但因品种审定数量快速增长, 市场依旧处于过饱和状态; 杂交水稻种子方面, 2018 年可供种量 3.8 亿公斤, 总需求量 2.3 亿公斤, 期末库存 1.5 亿公斤, 供过于求程度进一步加剧。(2) 水稻最低收购价下滑影响农民种植积极性, 玉米种植面积继续调减, 农民购种意愿不强, 种业整体业绩受此影响较大。(3) 种业市场同质化现象依旧严重, “非法”转基因品种流入市场进一步恶化行业竞争格局。

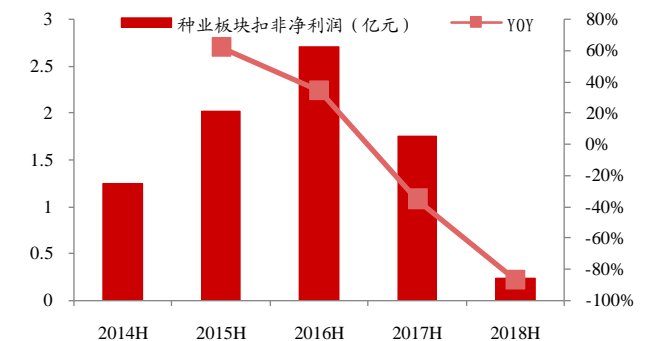
我们认为, 优质种企的投资机会依旧值得关注。短期看, 尽管行业受制于同质化竞争, 农产品价格修复对种企利好有限, 但从中长期角度出发, 农业部开展“种子质量年专项行动”, 严查假冒伪劣和转基因种子, 行业市场竞争环境或将大幅改善, 利好优质种企。我们判断隆平高科、登海种业分别作为水稻、玉米种子的行业龙头, 或将在新一轮周期中获益。

图 17: 种业板块营业收入 (亿元)



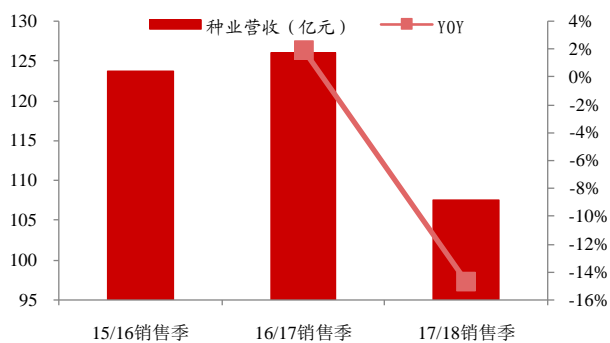
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 种业板块扣非净利润 (亿元)



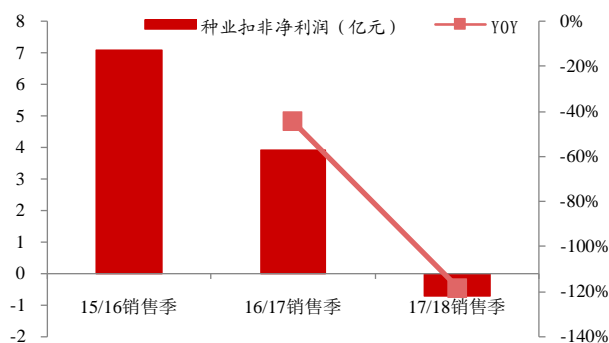
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 19：种业板块按销售季营业收入（亿元）



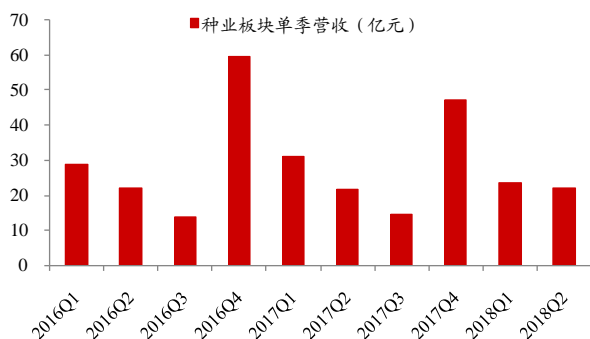
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：种业板块按销售季扣非净利润（亿元）



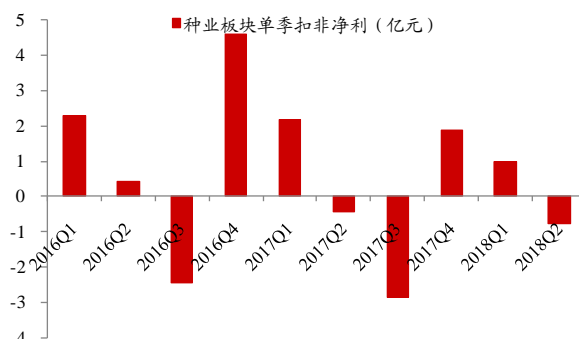
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：种业板块单季营收（亿元）



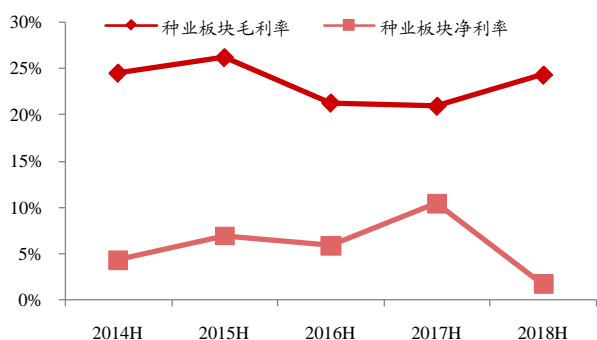
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：种业板块单季扣非净利润（亿元）



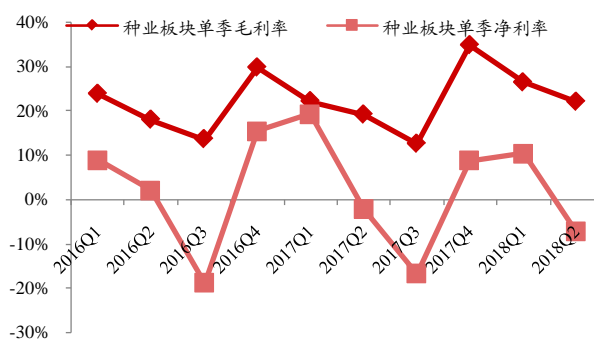
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：种业板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：种业板块单季毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

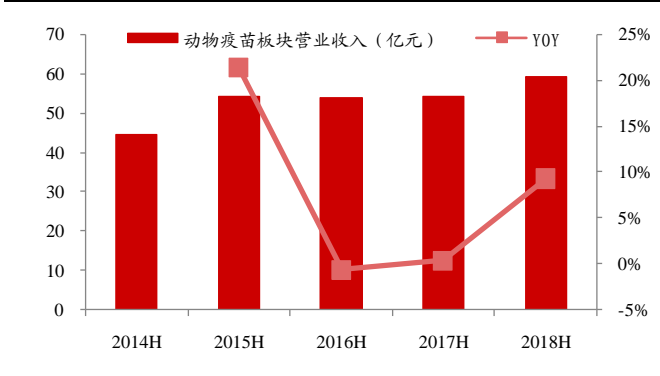
动物疫苗：养殖行情低迷打压市场苗采购积极性

2018 年上半年动物疫苗板块营收同比增长 9.32%，扣非净利润同比下降 4.49%；其中单二季营收同比增长 8.45%，环比下降 2.21%，扣非净利润同比下降 25.2%，环比下降 60%。利润率方面，2018 年上半年动物疫苗板块毛利率 35.5%，同比减少 3.01pct，净利率 14.5%，同比减少 1.72pct；其中单二季度板块毛利率 30.5%，同比减少 3.92pct，环比减少 9.88pct，净利率 9.26%，同比减少 3.13pct，环比减少 10.42pct。

我们判断，生猪养殖全行业亏损致养殖户市场苗采购积极性下滑是拖累板块业绩的核心原因。尽管禽苗受益于鸡价景气，仍能保持正增长，但因其利润率偏低，行业整体盈利出现下滑。

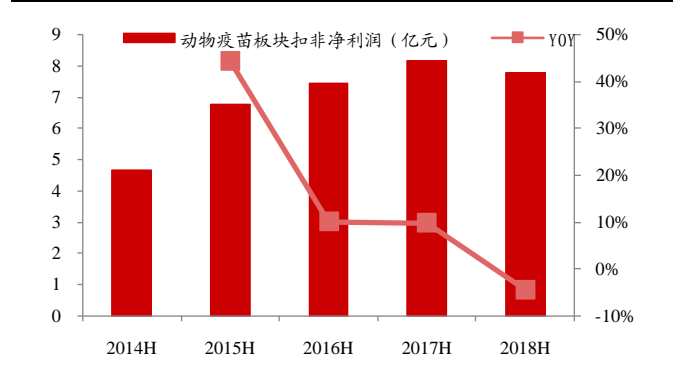
我们认为，市场苗依旧是未来驱动动物疫苗行业增长的核心动力。2018年下半年猪价回升将刺激养殖户市场苗的购买需求，养殖规模化程度的提高也将促进市场苗需求的持续增长。具备核心研发实力，能持续推出一系列占领市场优质疫苗产品的公司将在未来的行业竞争中脱颖而出。

图 25：动物疫苗板块营业收入（亿元）



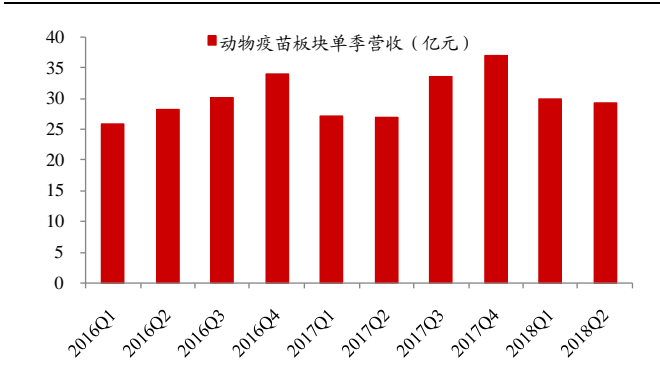
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：动物疫苗板块扣非净利润（亿元）



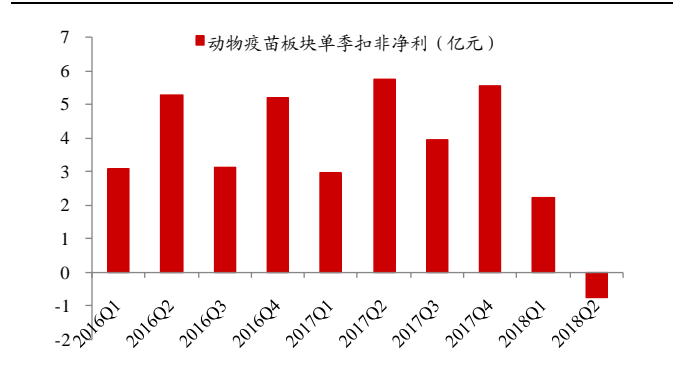
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：动物疫苗板块单季营收（亿元）



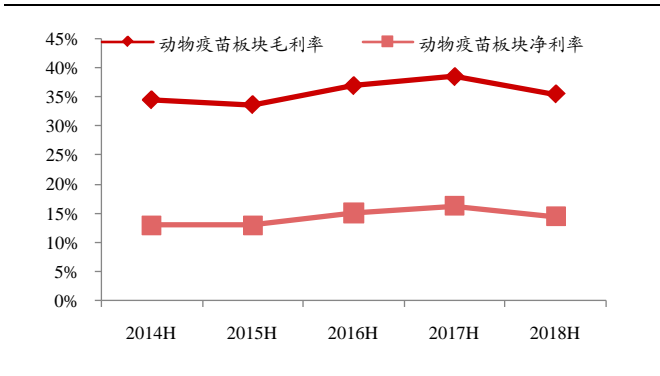
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 28：动物疫苗板块单季扣非净利润（亿元）



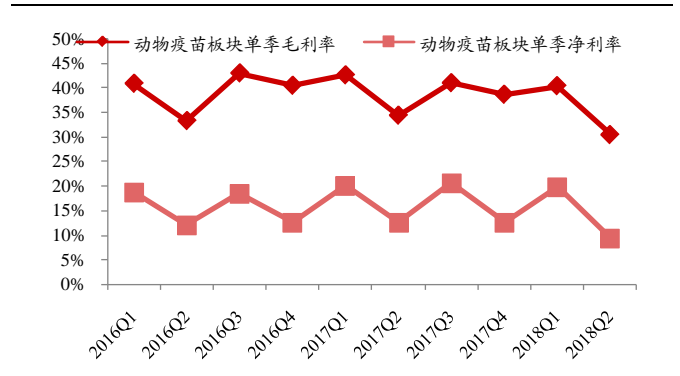
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 29：动物疫苗板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 30：动物疫苗板块单季毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

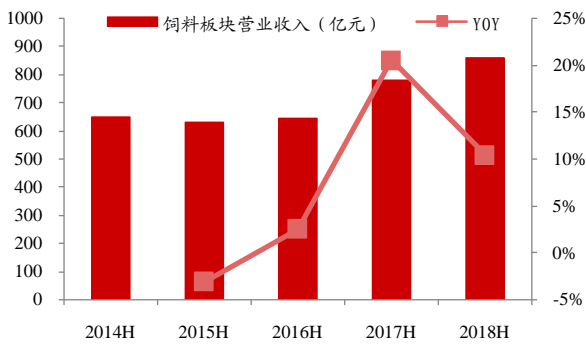
饲料板块：猪价下行是盈利下滑主因，板块业绩出现分化

2018年上半年饲料板块营收同比增长10.4%，扣非净利润同比下降19.1%；其中单二季营收同比增长9.14%，环比增长20.2%，扣非净利润同比下降33.3%，环比下降1.89%。利润率方面，2018年上半年饲料板块毛利率11.8%，同比减少0.44pct，净利率3.86%，同比减少0.91pct；其中单二季度板块毛利率11.7%，同比减少0.59pct，环比减少0.19pct，净利率3.58%，同比减少1.45pct，环比减少0.62ct。

2018年上半年因猪价大幅下跌，养殖行情不振影响猪料销量及毛利，且玉米价格同比增长12.9%，豆粕价格同比增长1.16%，饲料原料价格上涨进一步蚕食企业利润，新希望、大北农、唐人神、金新农等猪料占比较大的公司盈利下滑。在鸡价和鱼价景气的背景下，海大集团、通威股份、禾丰牧业等公司受益，2018年上半年及单二季度扣非净利润均保持增长。

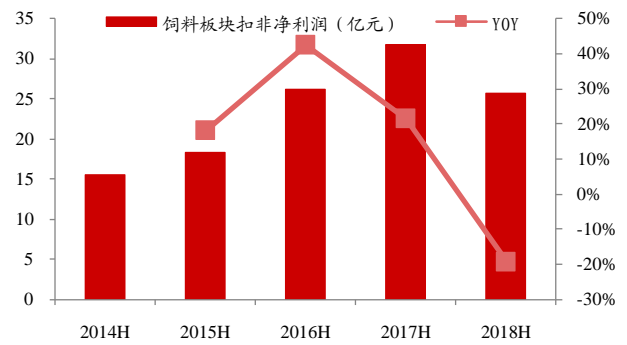
我们认为，饲料作为养殖后周期板块，其盈利水平受养殖行情影响较大，在生猪均价及存栏均维持一定高位时，行业盈利将明显改善。我们判断，在行业竞争日趋激烈的背景下，保持饲料销量的增长是关键，能以专业化的优质饲料产品提升市场份额的龙头公司将在竞争中受益。

图 31：饲料板块营业收入（亿元）



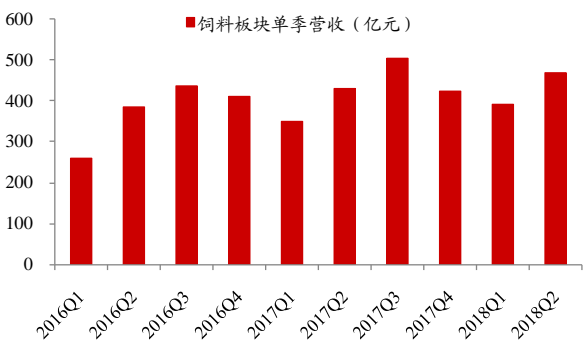
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 32：饲料板块扣非净利润（亿元）



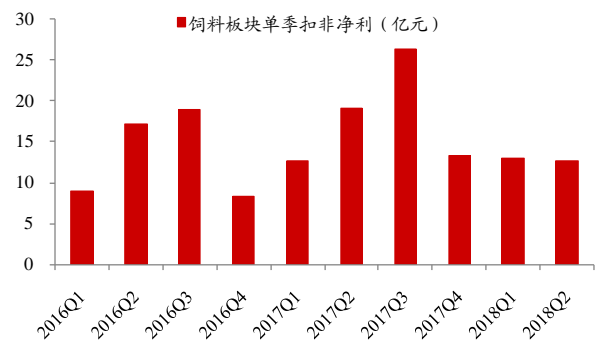
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：饲料板块单季营收（亿元）



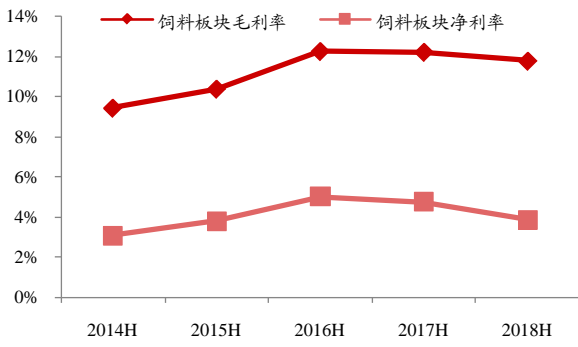
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 34：饲料板块单季扣非净利润（亿元）



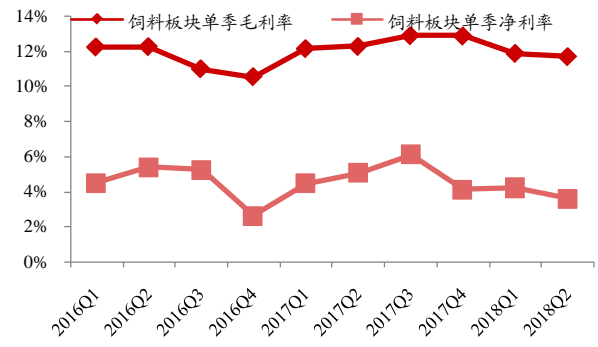
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 35：饲料板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：饲料板块单季毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>