

谨慎推荐 (维持)

农林牧渔行业 2019 年上半年投资策略：

风险评级：中风险

禽业景气度有望持续，产能出清猪价反转可期

2018 年 12 月 3 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：陈伟光

SAC 执业证书编号：

S0340118060023

电话：0769-22110619

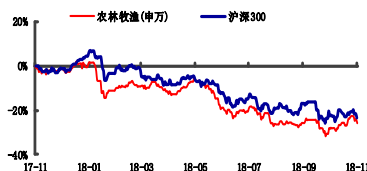
邮箱：

chenweiguang@dgzq.com.cn

细分行业评级

畜禽养殖	谨慎推荐
动物保健	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **非洲猪瘟加速产能出清，行业集中度继续提升。**自2017年起，政府治理因生猪养殖造成的环保问题的力度加大。2018年在环保问题上延续了同等力度。2018年上半年，因前期猪价高位造成行业产能过剩，导致生猪价格大幅下跌。2018年下半年，非洲猪瘟疫情在我国多个地区出现。为控制疫情，生猪调运受到限制。2018年，生猪养殖业在经历了年初的猪价大幅下降后，环保治理，以及非洲猪瘟导致生猪调运限制等一系列问题后，行业内养殖散户不断抛售仔猪与能繁母猪，逐步退出生猪养殖市场。生猪养殖市场因为仔猪与能繁母猪存栏量下降，行业产能加速出清。同时，因为养殖散户的退出，生猪养殖行业走向规模化，行业集中度提升。生猪价格或因产能收缩，在2019年上半年出现淡季不淡的情况。猪周期有望2019年下半年反转。
- **新政出台加速口蹄疫市场苗发展。**口蹄疫是一种危害性较大的动物疾病，容易造成养殖户的巨大损失。中国口蹄疫苗分为政策苗和市场苗。市场苗因其效果较好，因此价格较高。中国需接种口蹄疫苗的的动物数量总体稳定。因此，口蹄疫疫苗的发展机遇在于口蹄疫市场苗的渗透。2018年，政府停止含亚洲I型口蹄疫苗销售后，行业推出新型猪OA双价口蹄疫苗。新产品符合政策要求，有利于口蹄疫苗的加速渗透。同时，因为环保以及非洲猪瘟问题，下游生猪养殖行业正加速去产能，走向规模化。因规模养殖场防疫意识高，更青睐市场苗。因此生猪养殖业规模化加速有利于口蹄疫市场苗的快速渗透，扩展市场空间。
- **禽业景气度有望持续。**上游白羽肉鸡引种量连续三年不足行业要求的80万套，预计2018年引种不足70万套。上游引种不足，导致下游父母代鸡与商品代鸡引种不足，禽类产品价格持续上升，禽业景气度持续。2019年上半年，预计引种量不会出现太大变化，行业供给持续偏紧，商品价格维持高位震荡。此外，由于非洲猪瘟问题，禽肉等作为猪肉替代品的消费需求或增加。因此，2019年上半年，禽业景气度有望维持。
- **投资建议：维持谨慎推荐评级。**因猪周期尚未开始反转，对相关产业链拉动作用还需等待。因此，对农林牧渔维持谨慎推荐评级。**投资策略包括三条主线：**(1) 受益于价格维持高位振荡，业绩持续提升禽业公司，如圣农发展(002299)，益生股份(002458)，民和股份(002234)等。(2) 关注受益于养殖规模化加速，口蹄疫市场苗渗透率提升的动保公司，如生物股份(600201)，中牧股份(600195)等。(3) 受益于非洲猪瘟加速行业产能出清，提升自身市占率的养猪公司，如温氏股份(300498)，牧原股份(002714)等。
- **风险提示：**产品价格波动、出现大规模疫情导致公司产能不及预期、政策问题等。

目 录

1、2018 年农林牧渔行情	4
1.1 行情回顾	4
1.2 行业估值情况	4
2. 非洲猪瘟加速产能出清，行业集中度继续提升	5
2.1 环保力度不断增强，养殖散户逐步退出市场	5
2.2 非洲猪瘟首次在我国出现	6
2.3 行业产能出清加速，行业集中度提升	9
2.4 对 2019 年猪价猜想	11
3. 新政出台加速口蹄疫市场苗发展	11
3.1 政策急速推动口蹄疫市场苗发展	11
3.2 口蹄疫市场苗乘规模化养殖东风	13
4. 禽业景气度有望持续	15
4.1 上游供给收缩	15
4.2 引种不足影响下游供应	15
4.3 供给不足叠加非洲猪瘟，禽业景气度有望持续	16
5. 行业业绩情况	18
5.1 2018 年前三季度畜禽养殖业情况	18
5.1.1 禽业景气度持续回暖，猪价反弹改善业绩	18
5.1.2 产品价格上涨提升盈利能力	18
5.2 2018 年前三季度动物保健业情况	19
5.2.1 产品价格回暖促进高端产品销售	19
5.2.2 下游低景气叠加政策因素降低盈利能力	20
6. 投资策略	21
7. 风险提示	22

插图目录

图 1：2018 年农林牧渔行情走势	4
图 2：2018 年申万 28 个行业涨跌幅	4
图 3：2018 年农林牧渔 8 个子行业涨跌幅	4
图 4：2018 年 SW 农林牧渔市盈率	5
图 5：2018 年 SW 农林牧渔 8 个子行业市盈率	5
图 6：生猪价格变化	9
图 7：二元能繁母猪存栏变化率	9
图 8：22 个省市仔猪平均价	9
图 9：二元能繁母猪价格	9
图 10：生猪养殖行业走向规模化	10
图 11：口蹄疫疫情爆发情况	12
图 12：口蹄疫疫情爆发处理情况	12
图 13：中国接受口蹄疫免疫动物数量	12
图 14：规模养殖场与散户医疗防疫费用对比	14
图 15：中国祖代鸡引种量	15
图 16：中国在产祖代鸡存栏量	15

图 17: 父母代鸡苗的销售量	16
图 18: 中国鸡肉消费量	16
图 19: 中国鸡肉相关数据变化情况	16
图 20: 主产区白羽肉鸡价格同比	17
图 21: 主产区肉鸡苗价格同比	17
图 22: 鸡肉价格同比	17
图 23: 2018 年畜禽养殖业前三季度营业收入增速	18
图 24: 2018 年畜禽养殖业前三季度归母净利润增速	18
图 25: 2018 年畜禽养殖业前三季度毛利率与净利率	19
图 26: 2018 年畜禽养殖业前三季度期间费用率	19
图 27: 2018 年动物保健业前三季度营业收入增速	19
图 28: 2018 年动物保健业前三季度归母净利润增速	19
图 29: 2018 年动物保健业前三季度毛利率与净利率	20
图 30: 2018 年动物保健业前三季度期间费用率	20
图 31: 农业子版块走势走势	22

表格目录

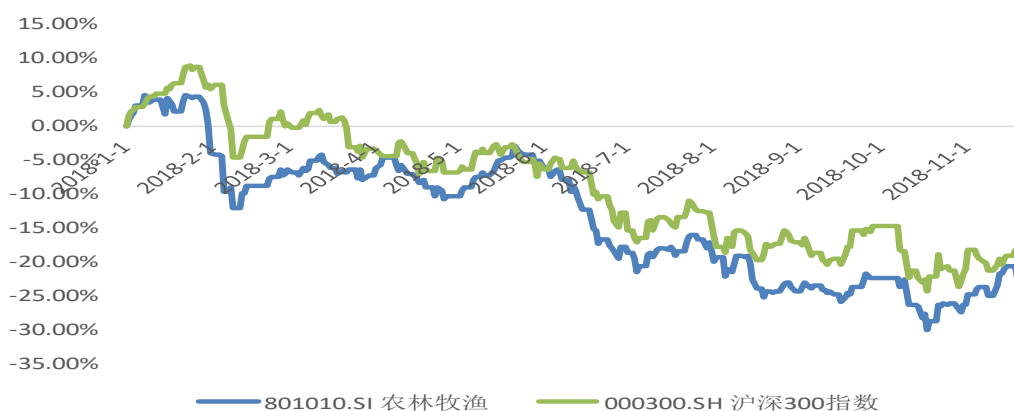
表 1: 《环保税法》	5
表 2: 非洲猪瘟疫情	6
表 3: 国家关于动物疫病政策	8
表 4: 生猪养殖龙头出栏情况	10
表 5: 生猪产能测算	11
表 6: 国家关于动物疫病政策	13
表 7: 国家关于动物疫病政策	14
表 8: 预计 2020 年口蹄疫市场苗市场规模	14
表 9: 重点公司盈利预测 (截止 2018/11/30)	22

1、2018 年农林牧渔行情

1.1 行情回顾

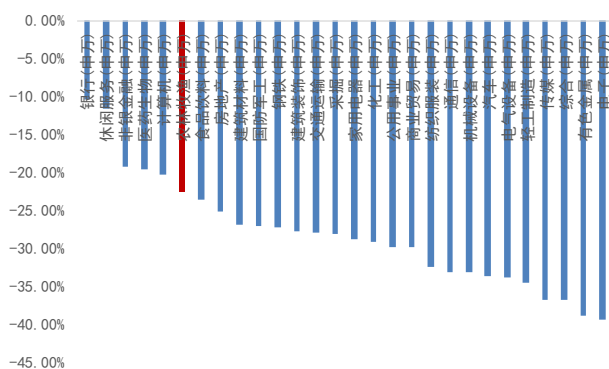
2018 年农林牧渔行情走势回顾：整体在低位振荡。2018 年（统计时间 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 11 月 29 日，下同）沪深 300 指数、SW 农林牧渔指数累计分别下跌 22.16%、22.59%。SW 农林牧渔指数跑输沪深 300 指数 0.43 个百分点。2018 年，农林牧渔涨跌幅在申万 28 个行业中排名第 6。SW 农林牧渔 8 个子行业全部下跌，其中畜禽养殖下跌幅度最小，下跌 5.78%；饲料业下跌 20.80%、动物保健业下跌 25.20%、种植业下跌 34.38%。

图 1：2018 年农林牧渔行情走势



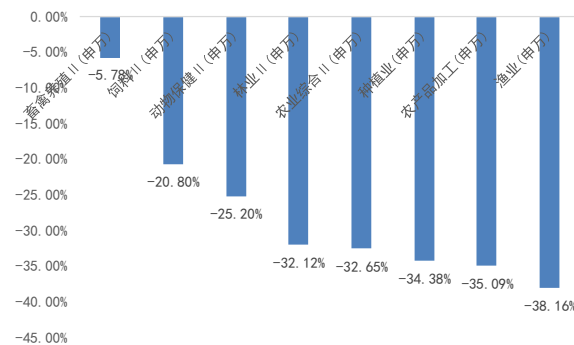
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：2018 年申万 28 个行业涨跌幅



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 3：2018 年农林牧渔 8 个子行业涨跌幅



资料来源：wind，东莞证券研究所

1.2 行业估值情况

当前农林牧渔行业市盈率接近历史底部。截至 2018 年 11 月 29 日，SW 农林牧渔市盈率为 25 倍，低于近五年农林牧渔平均市盈率，接近历史市盈率最小值（农林牧渔近五年历史平均市盈率为 46 倍，近五年历史最低市盈率为 23 倍）。农林牧渔 8 个子行业均低

于近五年历史平均水平，其中动物保健业、农业综合、农产品加工已经到达历史市盈率最低点。

图 4：2018 年 SW 农林牧渔市盈率

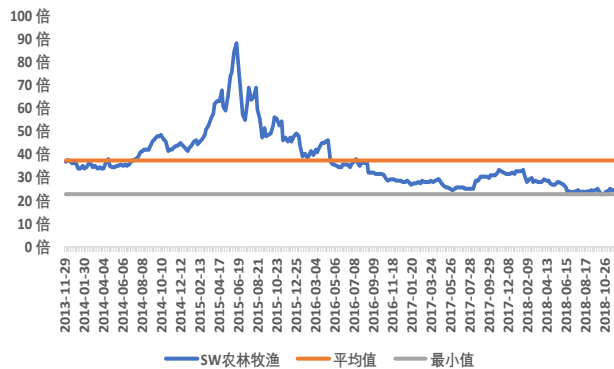
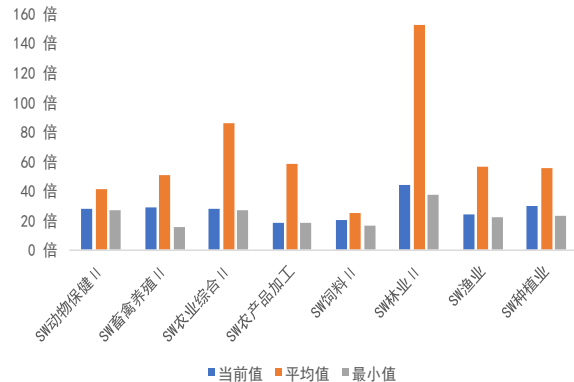


图 5：2018 年 SW 农林牧渔 8 个子行业市盈率



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 非洲猪瘟加速产能出清，行业集中度继续提升

2.1 环保力度不断增强，养殖散户逐步退出市场

养殖环保势在必行。一直以来，生猪养殖行业集中度低，在全国范围内存在这大量的养殖散户。大部分散户存在效益较低以及缺乏环保意识等问题，对养殖过程中产生的废弃物，污染物缺乏处理，造成严重的生态问题。养殖环保问题严重威胁着生态问题，政府决心整治养殖环保问题。政府先通过发布《水十条》和《畜禽养殖禁养区划定技术指南》明确划定了畜禽养殖禁养区，再通过《“十三五”生态环境保护规划》明确禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户在要 2017 年底完成拆迁。

2017 年已经过去了，禁养区拆迁期限已过，对环境造成威胁的养殖场大部分都进行了处理。然而，环保力度不减，从 2018 年 1 月 1 日起，《环保税法》开始执行。根据《环保税法》，大气污染税额为每污染当量 1.2 元；水污染物为 1.4 元；固体废物按不同种类，税额为每吨 5 元至 1000 元；噪声按超标分贝数，税额每月 350 元至 11200 元。假如我们以畜禽养殖仅收取大气污染物、水污染物的环保税来算，一家 500 头猪存栏的猪场，应缴税额为 500 头猪×1 当量×（1.2+1.4）元=1300 元，如果加上固体废物以及噪声超标分贝税计算，每头猪至少交：（1300+5+350）÷500=3.31 元。

表 1 《环保税法》

类型	污染当量值	备注
禽畜养殖场	牛	仅对存栏规模大于 50 头牛、500 头猪、5000 羽鸡、鸭等的禽畜养殖场需缴纳环保税
	猪	
	鸡、鸭等家禽	

资料来源：政府公告，东莞证券研究所

2018 年，政府继续出台《畜禽规模养殖场粪污资源化利用设施建设规范（试行）》以及

《畜禽粪污土地承载力测算技术指南》，旨在要求养殖户加强对畜禽污染物的处理，减少畜禽污染物对环境的污染。禁养区养殖场的关闭拆迁，使不合规的散户退出市场；《环保税法》的实施，增加了养殖户的运营成本。在当前猪周期下行阶段，低效益的养殖户只能退出，生猪养殖行业开始走向高产能，高效益的规模化发展。

2.2 非洲猪瘟首次在我国出现

非洲猪瘟是一种危害性极大的兽病。自8月初我国首次发现非洲猪瘟以来，截至11月22日，全国有20个省份47个市（区、盟）发生73起家猪疫情、1起野猪疫情。非洲猪瘟(African Swine fever, East African Swine fever, ASF)是由非洲猪瘟病毒引起的家猪、野猪的一种急性、热性、高度接触性动物传染病，所有品种和年龄的猪均可感染，发病率和死亡率最高可达100%。非洲猪瘟对生猪生产危害重大。世界动物卫生组织将其列为法定报告动物疫病，我国将其列为一类动物疫病。健康猪与患病猪或污染物直接接触是非洲猪瘟最主要的传播途径，猪被带毒的蜚等媒介昆虫叮咬也存在感染非洲猪瘟的可能性。需要说明的一点是：非洲猪瘟对人不致病，不是人畜共患传染病，也就是说该病毒不会感染人。

表 2：非洲猪瘟疫情

时间	省份/直辖市	地点	存栏量	发病数	死亡数	状态	解禁时间
20181103	重庆	重庆市丰都县兴义镇	309	3	3	解禁	20180929
20180824	浙江	浙江省温州市乐清市		430	340	解禁	20181001
20181021	浙江	浙江省台州市三门县	2280	56	56	解禁	20181004
20181020	云南	云南省昭通市镇雄县牛场镇	804	298	298	解禁	20181010
20181020	云南	云南省昭通市镇雄县母享镇	353	247	247	解禁	20181018
20181116	云南	云南省昭通市威信县	1	1	1	解禁	20181017
20181117	云南	云南省昆明市呈贡区	348			解禁	20181017
20181012	天津	天津市蓟州区侯家营镇	639	292	189	解禁	20181017
20181115	四川	四川省宜宾市高县	40	16	10	解禁	20181017
20181117	四川	四川省成都市新津县	110	27	13	解禁	20181102
20181117	上海	上海市金山区	314	50	11	解禁	20181020
20181017	山西	山西省大同市左云县	15	7	4	解禁	20181020
20181103	山西	山西省太原市阳曲县西凌井乡	47	25	7	解禁	20181020
20180912	内蒙古	内蒙古自治区畜牧兽医部门发现锡林郭勒盟阿巴嘎旗		16	16	解禁	20181102
20180917	内蒙古	内蒙古自治区锡林郭勒盟正蓝旗	159	14	8	解禁	20181024
20180920	内蒙古	内蒙古自治区兴安盟科尔沁右翼中旗	138	23	22		
20180803	辽宁	辽宁省沈阳市沈北新区	384	47	37	解禁	20181031
20180928	辽宁	辽宁省营口市大石桥市、老边区的五户养殖户	378		102	解禁	20181123

20181008	辽宁	辽宁省大石桥市高坎镇革家村、旗口镇宿东村、王围村、新兴村和老边区路南镇新立村、边城镇北于杨村	3358	334	93	解禁	20181101
20181009	辽宁	辽宁省鞍山市台安县	460	160	160		
20181011	辽宁	辽宁省大连市普兰店区	1353	20	11		
20181012	辽宁	辽宁省鞍山市台安县新台镇	120	88	72	解禁	20181109
20181015	辽宁	锦州市北镇市	19938	221	221		
20181015	辽宁	盘锦市大洼区王家街道曙光村	1571	109	109		
20181015	辽宁	盘锦市大洼区王家街道王家村	270	129	129		
20181015	辽宁	鞍山市台安县桑林镇	180	14	14		
20181016	辽宁	铁岭市开原市庆云堡镇	6640	50	14		
20181016	辽宁	盘锦市大洼区清水镇	4323	1030	1030		
20181016	辽宁	盘锦市大洼区王家街道	3223	31	20		
20181017	辽宁	辽宁省盘锦市大洼区西安镇	161	43	43		
20181108	江西	江西省上饶市万年县	154	49	49		
20181117	江西	江西省上饶市鄱阳县	150	10	10		
20180819	江苏	江苏省连云港市海州区		615	88		
20180903	江苏	江苏省无锡市宜兴市	97	12	9		
20180920	吉林	吉林省公主岭市南崴子镇	484		56		
20180928	吉林	吉林省松原市长岭县	44	8	3		
20181108	吉林	吉林省延边朝鲜族自治州龙井市	930	144	144		
20181023	湖南	湖南省益阳市桃江县	546	44	17		
20181023	湖南	湖南省常德市桃源县	268	208	31		
20181028	湖南	湖南省常德市桃源县	7684	106	99		
20181105	湖南	湖南省湘西土家族苗族自治州保靖县	119	11	4		
20181108	湖南	湖南省娄底市涟源市	9	4	1		
20181121	湖南	湖南省怀化市鹤城区	73	61	55		
20181107	湖北	湖北省罗田县	821	22	4		
20181113	湖北	湖北省武穴市	147	7	6		
20181115	湖北	湖北省黄冈市浠水县	636	24	13		
20180905	黑龙江	黑龙江省佳木斯市郊区长青乡	87	39	12		
20180906	黑龙江	黑龙江省佳木斯市向阳区	203	26	10		
20181119	黑龙江	黑龙江省哈尔滨市道外区两养殖户	900	269	269		
20180816	河南	河南省郑州市经济开发区	260	30	30		
20180914	河南	河南省新乡市获嘉县		148	64		
20181026	贵州	贵州省毕节市七星关区三个养殖户	49	25	25		
20181108	福建	福建省莆田市城厢区	4521	85	85		
20180830	安徽	安徽省芜湖市南陵县	459	185	80		
20180902	安徽	安徽省宣城市宣州区古泉镇	285		40		
20180902	安徽	安徽省宣城市宣州区五星乡	440		94		
20180903	安徽	安徽省宣城市宣州区金坝办事处	308	152	83		

20180906	安徽	安徽滁州市凤阳县	886	62	22
20180906	安徽	安徽省芜湖市南陵县许镇镇	30	13	4
20180906	安徽	安徽省宣城市宣州区天湖街道办事处	52	15	15
20180909	安徽	安徽省铜陵市义安区	219	63	23
20181109	安徽	安徽省青阳县	8339	96	47

资料来源：政府公告，东莞证券研究所

非洲猪瘟对养殖户造成较大的经济损失。由于所有品种和年龄的猪均可感染非洲猪瘟，发病率和死亡率最高可达 100%，健康猪与患病猪或污染物直接接触是非洲猪瘟最主要的传播途径，因此，一旦发现疫情就必须果断采取扑杀措施。根据《非洲猪瘟防治技术规范（试行）》指示，疫点是发病家猪或野猪所在的地点；疫区是由疫点边缘向外延伸 3 公里的区域。受威胁区是由疫区边缘向外延伸 10 公里的区域。对有野猪活动地区，受威胁区应为疫区边缘向外延伸 50 公里的区域。在疫点及疫区内，扑杀并销毁疫点内的所有猪只，并对所有病死猪、被扑杀猪及其产品进行无害化处理。对受威胁区采取禁止易感动物出入和相关产品调出，相关产品调入必须进行严格检疫，关闭生猪交易市场等措施。目前，因为非洲猪瘟累计扑杀生猪 60 万头。当前对非洲猪瘟已经纳入我国强制扑杀补助范围，并对此次强制扑杀的生猪平均给予 1200/头的补助。目前散养生猪的养殖总成本约为 2000 元/头、规模生猪的养殖总成本约为 1800 元/头。因此，即使有一定补助，被强制扑杀生猪养殖户也是受到一定的经济损失。此外，在受威胁区内关闭生猪交易市场也会造成养殖户的经济损失。

政府积极应对控制疫情。由于深知非洲猪瘟疫情的危害性，当我国出现非洲猪瘟疫情后，农村农业部以及相关部门迅速做出反应，对疫点以及疫区内的生猪、病猪、死猪进行妥善处理，并对疫情进行了研究分析。经分析，当前非洲猪瘟传播途径主要有三种：（1）生猪及其产品跨区域调运。（2）餐厨剩余物喂猪。（3）人员与车辆带毒传播。为有效控制疫情，国务院以及农村农业部对生猪调运发布了相关政策与法规。其中，《关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》要求，出现 2 起及以上疫情的省市，暂停生猪调出；《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》要求，与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省；《关于进一步做好非洲猪瘟防控工作的通知》要求，全国范围内全面机制用餐厨剩余饲喂生猪。通过以上措施，由餐厨剩余物喂猪引发的疫情由 50% 下降到 34.3%，由生猪调运引发的疫情由 35.3% 下降到 19.4%。限制生猪及其产品跨区域调运确实对部分企业生产周转造成了影响。对此，政府做了相应安排。一是进一步完善调运监管方案，在确保疫情有效控制的前提下，尽量方便仔猪调运。二是合理调配、充分利用现有屠宰能力，引导就近就地屠宰，减轻疫区压栏压力。三是积极协调有关部门，加强主产省区和主销省区“点对点”调运，稳定市场价格。

表 3：国家关于动物疫病政策

时间	部门	政策
20180803	海关总署	《关于加强非洲猪瘟疫情防控工作的警示通报》
20180808	农村农业部	《关于防治非洲猪瘟加强生猪移动监管的通知》

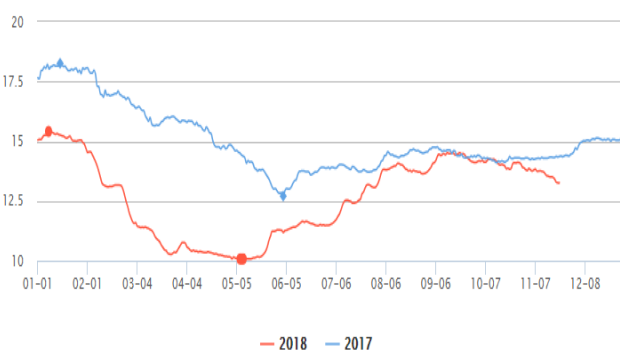
20180831	农村农业部	《关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》
20180831	国务院办公厅	《国务院办公厅关于做好非洲猪瘟等动物疫病防控工作的通知》
20180911	农村农业部	《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》
20180913	农村农业部	中华人民共和国农村农业部公告第 64 号
20181013	农村农业部	《关于做好非洲猪瘟强制扑杀补助工作的通知》
20181024	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步做好非洲猪瘟防控工作的通知》
20181026	农村农业部	《关于做好非洲猪瘟实验室检测工作的通知》
20181030	农村农业部	《打击生猪屠宰领域违法行为 做好非洲猪瘟防控专项行动方案》
20181031	农村农业部	中华人民共和国农业农村部公告第 79 号
20181121	农村农业部	《非洲猪瘟疫情防控八条禁令》

资料来源：政府公告，东莞证券研究所

2.3 行业产能出清加速，行业集中度提升

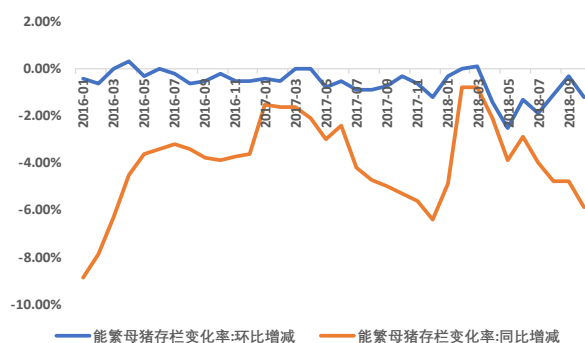
行业产能加速出清。2018 年上半年，生猪价格出现大幅下跌，最大跌幅为同比下降 36.67%，并在今年 5 月份创下年内最低价。2018 年生猪价格的大幅下跌，导致猪粮比一度低至 5.13 倍（行业盈亏平衡线为 5.50 倍），行业出现亏损。部分养殖户因亏损淘汰落后母猪，甚至出现淘汰能繁母猪与仔猪。今年上半年，二元能繁母猪存栏量最大环比下降为 2.5%，最大同比下降为 3.90%。2018 年 5 月下旬开始，因市场上大猪阶段性出清，生猪价格有所回升，能繁母猪存栏量下降幅度有所收窄。然而，自八月开始，非洲猪瘟疫情在我国多个地区出现。因非洲猪瘟疫情，生猪调运受到限制。主产区养猪散户担心经济效益受损，开始加速抛售仔猪与能繁母猪，补栏意愿下降，退出生猪养殖市场。其中，能繁母猪存栏量在 10 月份同比下降 5.90%，环比下降 1.20%。此外，仔猪和能繁母猪的价格走势从 2017 年下半年开始，呈现一个下降的趋势。仔猪与能繁母猪价格的下降趋势可以反映出当前存在一定数量的养殖户正在加紧抛售仔猪与能繁母猪，退出生猪市场。仔猪与能繁母猪是商品猪的根本，生猪养殖市场的仔猪与能繁母猪价格不断下跌，能繁母猪的存栏加速下降，都意味着市场上仔猪与能繁母猪的数量在下降，市场上生猪产能在加速出清。

图 6：生猪价格变化



资料来源：行情宝，东莞证券研究所

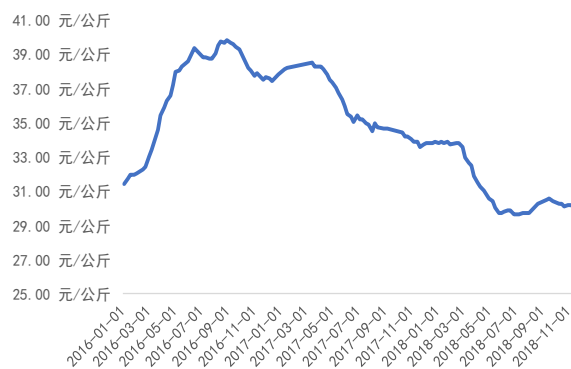
图 7：二元能繁母猪存栏变化率



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：22 个省市仔猪平均价

图 9：二元能繁母猪价格

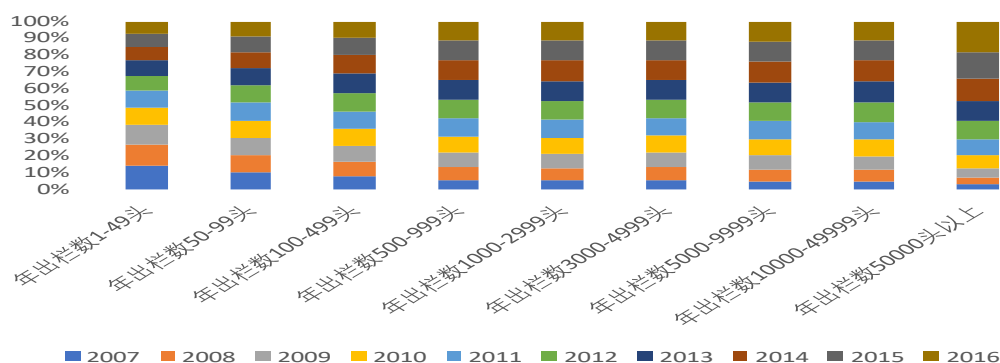


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

行业走向规模化。事实上,国家对养殖业的环保问题的治理从2013年就已经开始。生猪养殖行业在经历了两轮猪周期以及一些列环保政策后,生猪养殖业已经出现了变化。低效益的养殖散户不断退出生猪养殖市场,生猪养殖行业逐步走向规模化。中国的养殖场规模按年出栏数可以分为九个级别:1-49头,50-99头,100-499头,500-999头,1000-2999头,3000-4999头,5000-9999,10000-49999头,50000头以上。从2008年到2016年间,年出栏数越多的养殖场的比例逐步增加。从大型养殖场的比例变化可以知道,生猪养殖市场走向规模化是行业发展的趋势。

图 10: 生猪养殖行业走向规模化



资料来源: wind, 东莞证券研究所

行业集中度不断提升。中国是生猪生产大国。2017年,中国生猪出栏量为68,861万头,四大生猪养殖公司的生猪出栏量总计3071.54万头,占全国生猪出栏量为4.46%。2018年前三季度,全国生猪出栏量为49579万头,四大生猪养殖公司生猪出栏量为2918.25万头,占全国生猪出栏量5.89%。生猪散户退出市场为规模生猪养殖场的扩张带来了空间。大型生猪养殖公司加速扩张,生猪养殖行业集中度不断提高。

表 4: 生猪养殖龙头出栏情况

公司	2017年商品猪出栏量(万头)	同比增长率	2018年9月份累计出栏量(万头)	同比增长率
温氏股份	1904.17	11.18%	1618.24	18.76%
牧原股份	723.70	132.41%	764.60	45.86%
正邦科技	342.25	51.14%	391.56	94.10%

天邦股份	101.42	74.86%	143.85	99.85%
------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2.4 对 2019 年猪价猜想

2019 年猪周期有望反转。从 8 月份开始，由于非洲猪瘟疫情问题，主产区仔猪无法跨省调运，导致主产区生猪产能或出现短缺。同时，部分养殖场出现压栏严重、抛售能繁母猪、仔猪死亡率较高等现象，导致部分养殖场无猪可育，影响 4 个月后的生猪供应。因此，春节前猪价或出现上涨，2019 年二季度猪价淡季不淡。由于种猪调运受阻、受疫情影响低价区养殖户淘汰母猪以及养殖企业资金流偏紧，补栏意愿下降，导致生猪产能下降。根据目前能繁母猪存栏量，MSY 值、以及头均重等相关指标测算，2019 年下半年供给有可能出现偏紧的局面，猪价或将进入新一轮上涨周期。

表 5：生猪产能测算

时间	能繁母猪期初存栏量(万头)	肉猪出栏量 (万头)	猪肉产量(万吨)	均重(千克/头)	MSY(头)
2018 年一月	3414.00	65,890.20	5,122.44	122.49	20.00
2018 年二月	3414.00	68,280.00	5,854.53	122.49	20.00
2018 年三月	3417.00	68,340.00	5,859.68	122.49	20.00
2018 年四月	3369.00	67,380.00	5,777.36	122.49	20.00
2018 年五月	3285.00	65,700.00	5,633.32	122.49	20.00
2018 年六月	3242.00	64,840.00	5,559.58	122.49	20.00
2018 年七月	3180.00	63,600.00	5,453.25	122.49	20.00
2018 年八月	3145.00	62,900.00	5,393.23	122.49	20.00
2018 年九月	3136.00	62,720.00	5,377.80	122.49	20.00

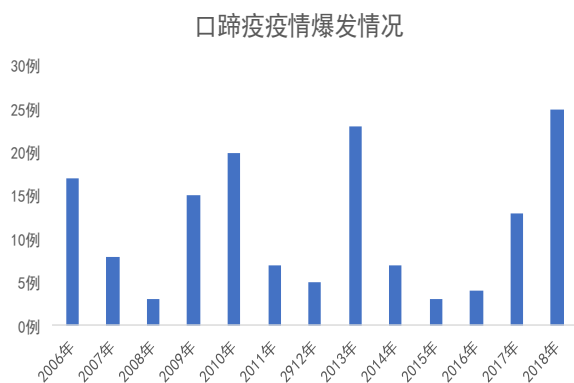
资料来源：wind、东莞证券研究所

3.新政出台加速口蹄疫市场苗发展

3.1 政策急速推动口蹄疫市场苗发展

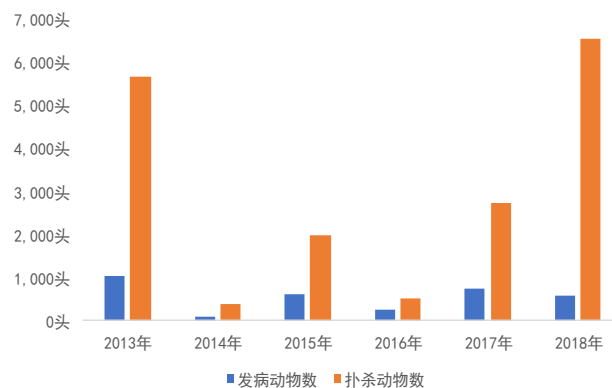
口蹄疫爆发对养殖户造成巨大的经济损失。口蹄疫是人和牲畜共患的急性接触性传染病，是由口蹄疫病毒所引起的偶蹄动物的一种急性、热性、高度接触性传染病。主要侵害偶蹄兽，偶见于人和其他动物。口蹄疫一旦爆发，情况严重，养殖场采取扑杀措施。口蹄疫给养殖户带来严重的经济损失，严重危害畜牧业的发展。今年以来，截止 2018 年 11 月 29 日，我国口蹄疫爆发疫情有 27 例，口蹄疫病毒发病 1036 头，扑杀动物数为 7353 头。从发病数量与扑杀数量之间的比例可以看出，一旦出现口蹄疫，并不仅对发病动物采取扑杀措施，而是对相关动物采取措施。虽然出现口蹄疫疫情后，对扑杀动物会有一定补贴，然而补贴金额小于动物的养殖成本。因此，一旦出现疫情，对养殖户会造成严重的经济损失。

图 11：口蹄疫疫情爆发情况



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

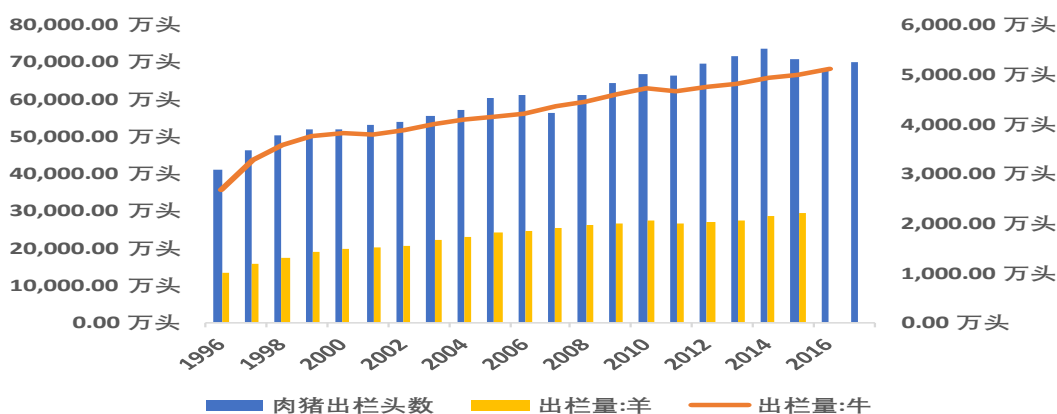
图 12：口蹄疫疫情爆发处理情况



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

中国口蹄疫市场存在发展机会。在我国，一般接受口蹄疫免疫的动物主要是生猪，牛、羊。根据目前的政策，以及行业的发展状况，近年来，我国需接受口蹄疫免疫的动物总数量保持相对稳定。生猪需接受口蹄疫免疫数量约为 7 亿头、牛约为 5 千万头、羊约为 2.8 亿头。虽然数量上总体上维持稳定，但是这并不代表口蹄疫疫苗市场的发展会停滞不前。当前，口蹄疫疫苗目前存在政策苗以及市场苗。政策苗是指由政府同一采购并免费发放给养殖户，市场苗是指符合规定的养殖户自行购买，并可受到财政补贴的疫苗。因为市场苗的防疫性能高，对多种型号的口蹄疫具有防疫效用，能更大程度地减少养殖过程因口蹄疫病爆发造成经济损失的风险，因此，市场苗价格会高于政策苗。但是也因为市场苗的价格高于政策苗，当前口蹄疫市场苗的渗透率仍然处于较低，2017 年，口蹄疫市场苗渗透率约为 24%。因此，口蹄疫市场苗的渗透率有待大提高。综上所述，口蹄疫疫苗市场的发展机会在于口蹄疫市场苗的发展与渗透。

图 13：中国接受口蹄疫免疫动物数量



资料来源：wind，东莞证券研究所

政策推动口蹄疫发展。由于口蹄疫情爆发的危害巨大，为保护养殖户的经济效益，保证中国畜牧业的健康发展。政府推出了多项政策措施，其中以《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020）》与《农业部、财政部关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》最为重要。在《防治规划》提到：“完善强制免疫政策和疫苗招标采购制度，明确免疫

责任主体，逐步建立强制免疫推出机制”。其中免疫病种包括高致病性禽流感、口蹄疫、小反刍兽疫、布鲁氏菌病、包虫病。在《通知》中提到“国家继续对口蹄疫、高致病性禽流感和小反刍兽疫实施强制免疫和强制扑杀……进一步强化畜禽养殖经营者的强制免疫主体责任，对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现养殖场户自主采购、财政直补。”“强制免疫”与“先打后补”两个措施降低了口蹄疫苗使用的成本，极大地推动口蹄疫苗的使用，提高了口蹄疫苗的渗透率。

表 6：国家关于动物疫病政策

时间	政策
2012年5月	《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020年）》
2013年2月	《2013年国家动物疫病强制免疫计划》
2013年6月	《关于做好口蹄疫疫苗质量标准提升工作的通知》
2014年1月	《2014年兽医工作要点》
2014年2月	《农业部与财政部会商全国强制免疫补贴改革方案》
2015年1月	《2015年兽医工作要点》
2016年1月	《2016年兽医工作要点》
2016年7月	《农业部、财政部关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》
2016年8月	《国家口蹄疫防治计划（2016-2020年）》
2016年10月	《全国兽医卫生事业发展规划（2016—2020年）》
2017年1月	《2017年兽医工作要点》
2018年1月	《2018年兽医工作要点》

资料来源：政府公告，东莞证券研究所

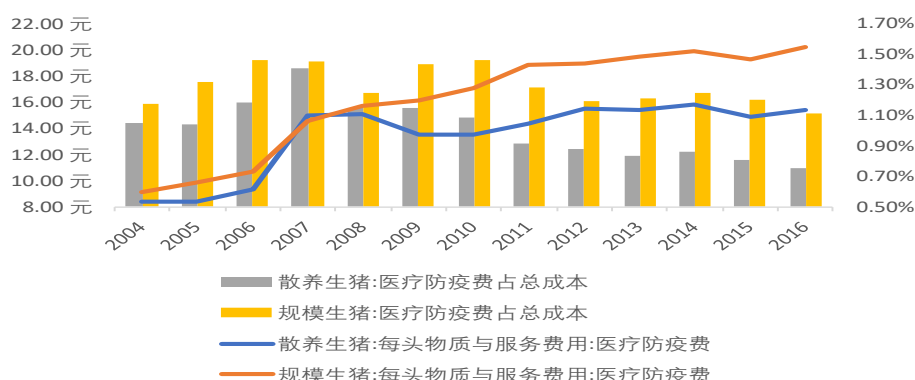
新政加速口蹄疫苗渗透。2018年2月。农村农业部发出公告，在全国范围内停止亚洲 I 型口蹄疫免疫，停止生产销售含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗。在过去，我国的口蹄疫苗主要有五种：“O-A-亚洲 I 三价苗”、“O-亚洲 I 型”、“牛 O-A 二价苗”、“猪 O 型单价苗”、以及“A 型单价苗”。当亚洲 I 型口蹄疫苗被取消后，市面上就剩下“O 型单价苗”、“牛 O-A 二价苗”、“猪 O 型单价苗”、以及“A 型单价苗”，并且“O-A 双价苗”将会成为养殖户的消费重点疫苗。然而，我国此前是没有猪用的 A 型口蹄疫苗，生猪养殖户只能用牛羊用的“O-A 双价苗”作为替代品，但是因其不是专苗专用，所以其效用性大打折扣。今年以来，随着中农威特以及生物股份等企业陆续推出猪 O-A 双价口蹄疫苗后，生猪养殖户可以选择专苗专用，提升对疫病的预防能力。同时，由于猪 O-A 双价苗因其“专苗专用”符合“先打后补”的要求，有利于猪 O-A 双价口蹄疫苗的加速渗透。

3.2 口蹄疫市场苗乘规模化养殖东风

规模化养殖发展带动口蹄疫苗发展。近年来，散户逐步退出养殖市场，大型养殖公司开始加紧扩展的步伐，大型养殖场的比例逐步增加，行业集中度不断上升。在大型养殖场中，由于生猪数量巨大，一旦爆发，造成的损失也是数以倍计。因此，大型养殖场更加明白防疫的重要性。当前，规模养殖场每头生猪医疗费用占总成本为 1.12%，散养生猪仅为 0.75%。规模养殖场每头生猪的医疗防疫费是 20.21 元，高于散养生猪的 15.38 元。

从以上数据可见，规模养殖场的防疫意识更加强，也意味着，口蹄疫疫苗市场会跟随规模化养殖的发展逐步扩大。

图 14：规模养殖场与散户医疗防疫费用对比



资料来源：wind，东莞证券研究所

规模化养殖场推动口蹄疫市场苗发展空间扩增。由于口蹄疫疫苗市场苗的防疫效果好，因此规模化养殖场基于经济效益等因素，会更加青睐口蹄疫市场苗。此外，得益于“先打后补”的政策红利，规模养殖场在使用口蹄疫市场苗的时候，成本压力将会下降，这使得口蹄疫市场苗的在规模养殖场中的渗透率会不断提高。当前口蹄疫市场苗的渗透率仍然处于较低。根据免疫动物的存栏及疫苗价格计算，2017 年的口蹄疫市场面的市场规模在 20-25 亿元之间。当前随着规模养殖进程的推进，在“先打后补”与新药上市的助力下，口蹄疫市场规模将会不断地扩大，预计到 2020 年口蹄疫市场苗的市场规模约为 73 亿元，远大于当前的市场规模。

表 7：国家关于动物疫病政策

	政策苗	市场苗
市场渗透率	90%	10%
性能	低	高
抗原浓度	低	是政策苗 5-10 倍
免疫率	对特定类型	对多种型号的口蹄疫
价格	低	是政策苗 8-10 倍
使用群体	散户	大型养殖场

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 8：预计 2020 年口蹄疫市场苗市场规模

免疫动物	数量 (亿头)	年平均免疫次数	免疫覆盖率	总需求量 (亿头份)	单价 (元/每头)	预计市场规模 (亿元)
生猪出栏	6.8	2.0	0.4	5.4	9.8	53.3
能繁母猪存栏	0.3	3.0	0.8	0.7	9.8	7.3
牛出栏	0.5	2.5	0.3	0.4	10.0	3.8
奶牛存栏	0.1	2.5	0.6	0.2	10.0	2.0
羊出栏	3.0	2.0	0.3	1.8	4.0	7.1
总计						73.5

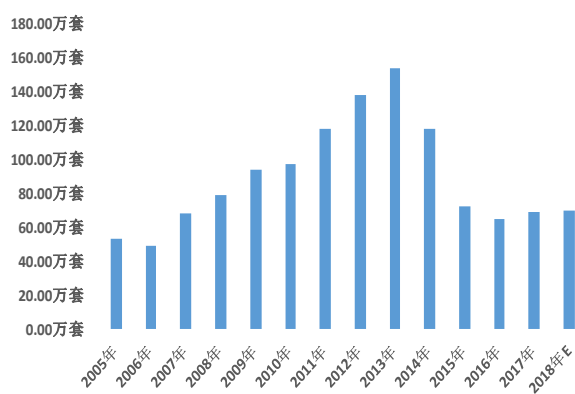
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

4. 禽业景气度有望持续

4.1 上游供给收缩

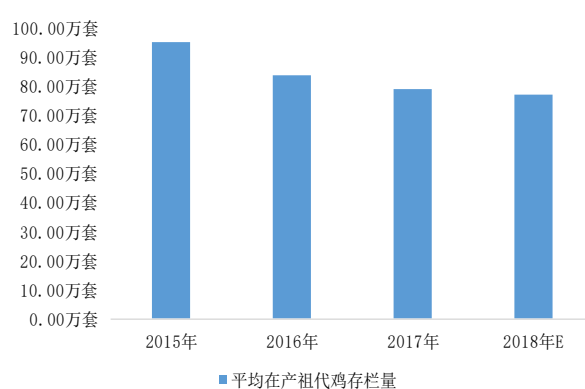
中国连续三年祖代鸡引种处于低位。在中国,白羽肉鸡的产业链是:引种曾祖代鸡,育肥并孵化出祖代鸡,然后育肥孵化出父母代鸡,然后是育肥孵化出商品代鸡,最后是屠宰成鸡肉。2017年,全世界白羽肉鸡祖代鸡产能约为700万套。在过去,中国白羽肉鸡的引种过包括:美国,英国,荷兰、西班牙、波兰、法国、新西兰。2014-2015年,美国、英国、加拿大、荷兰相继爆发较大范围的禽流感疫情,中国对以上国家的白羽肉鸡实施封关措施。2016年-2017年,欧洲多个国家爆发大规模禽流感,中国对欧洲多国也采取了白羽肉鸡封关的措施。由于对多个国家的白羽肉鸡实施封关,中国当前白羽肉鸡的引种国主要是新西兰与波兰。对多个国家实施封关也导致我国白羽肉鸡祖代鸡引种量的持续下降。2015年-2017年,中国白羽肉鸡祖代鸡引种量分别约为72、65、69万套,相比于2013年的154万套的高位,均下将超过50%,预计2018年祖代鸡引种量不超过70万套。引种量的不足直接导致在产祖代鸡存栏量的下降。一般而言,中国每年需要45亿只商品代鸡苗,按照1只祖代鸡扩张45只父母代鸡,1只父母代鸡扩张125只商品代鸡苗分析,中国每年至少需要在产祖代鸡存栏量为: $450000/(45*125)=80$ 万套。如果按照当前的引种量,全部投入到在产当中,所能提供的商品代鸡苗为: $69*45*125=39$ 亿只,因此,存在较大的缺口。

图 15: 中国祖代鸡引种量



资料来源: 中国产业信息网, 东莞证券研究所

图 16: 中国在产祖代鸡存栏量



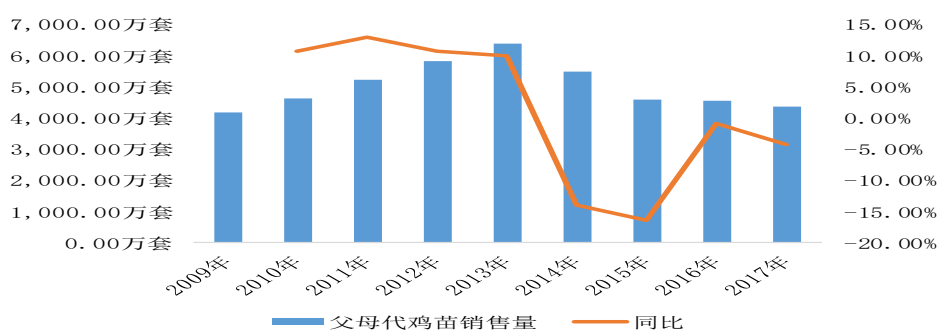
资料来源: 中国产业信息网, 东莞证券研究所

4.2 引种不足影响下游供应

父母代种鸡与商品代鸡苗销售遭受影响。由于祖代鸡引种量的不断下降,传递到父母代种鸡时,也受到了影响。自2014年开始,中国白羽肉鸡祖代鸡引种量持续下降,父母代种鸡的销售量也出现下降。2014-2017年父母代种鸡的销售量分别同比下降:13.38%、16.41%、0.74%、4.20%。从总存栏量来看,2015年-2016年,祖代鸡引种量分别同比下

降 38.98%、9.72%，然而 2016 年，父母代鸡销售量仅下降 0.74%，这是由于，2016 年肉鸡价格上涨，禽业行情回暖，养殖户换羽意愿增强，因此 2016 年，全国在产父母代种鸡与后备父母代种鸡存栏量增加，因此 2016 年父母代种鸡销售量同比下滑幅度较小。2017 年，因环保政策与禽流感的影响，市场对鸡肉的需求减少，鸡价持续下跌，禽业行情跌米，市场抓紧出清。因此，2017 年全国父母代总存栏量出现明显下降。2016 年，全国父母代鸡平均每月在产存栏量约为 3000 万套，2017 年全国父母代平均存栏量约在产 2700 万套。通过测算，要实现年提供 45 亿只商品代鸡苗，则平均每月需要的在产父母代种鸡约为 2800 万套，需要的父母代种鸡的供给量大概为 4400 万套。截止 2018 年 4 月份，我国监测在产父母代种鸡存栏量约为 1308 万套，样本数据约占全国统计量的 68.20%，因此全国在产父母代种鸡的数量约为 1917 万套，低于要求的 2800 万套。由于祖代鸡引种量不足，导致后备祖代鸡存栏下降，截止到 2018 年 9 月，白羽肉鸡祖代种鸡和父母代种鸡存栏量同比分别 5%和 10%以上。考虑到前几年的强制换羽，以及种鸡淘汰等因素，预计 2018 年全年父母代种鸡存栏量还是会保持下降的趋势。

图 17：父母代鸡苗的销售量



资料来源：wind，东莞证券研究所

4.3 供给不足叠加非洲猪瘟，禽业景气度有望持续

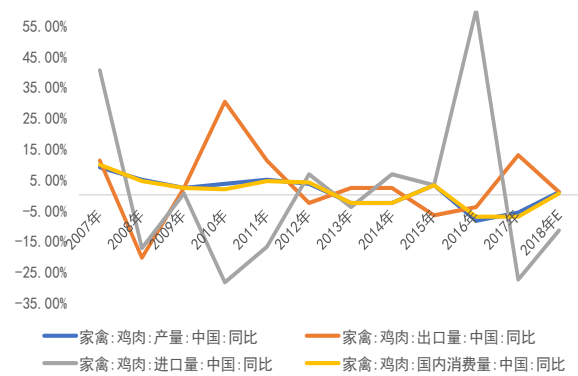
国内鸡肉供给或进一步收缩。2010 年中国鸡肉产量是 12550 千吨，国内鸡肉消费量是 12457 千吨，国内产量与国内消费量的差额是 93 千吨。2016 年中国鸡肉产量是 12330 千吨，国内鸡肉消费量是 12344 千吨，国内产量与国内消费量的差额是-44 千吨。因此，中国国内鸡肉产量与国内消费量均衡值大约是在 12400 千吨左右。2017 年国内鸡肉产量是 11600 千吨，消费量是 11475 千吨，但是考虑到禽流感问题，因此消费量是有所下降的。2018 年，禽流感影响相对减弱，预计鸡肉的消费量较 2017 年同比上升 0.52%，达到 11535 千吨，鸡肉产量为 11700 千吨，同比上升 0.86%。虽然从以上数据看到鸡肉产量同比上升，并且上升的幅度大于鸡肉消费增长幅度，然而，从总体供给上来看，中国鸡肉的进口数量在 2017 年和 2018 年都出现同比下降的情况，同时鸡肉出口的数量同比呈现上升的。在当前状况下，中国对多个白羽肉鸡引种国封关措施尚未解除，国内产能有限，出口数量增加，进口数量减少，因此，国内鸡肉供给将有可能进一步收缩。

图 18：中国鸡肉消费量

图 19：中国鸡肉相关数据变化情况



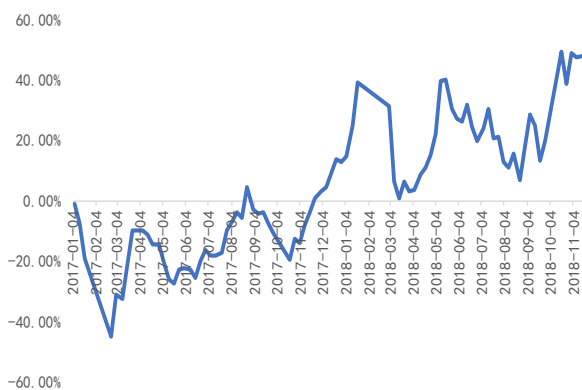
资料来源: wind, 东莞证券研究所



资料来源: wind, 东莞证券研究所

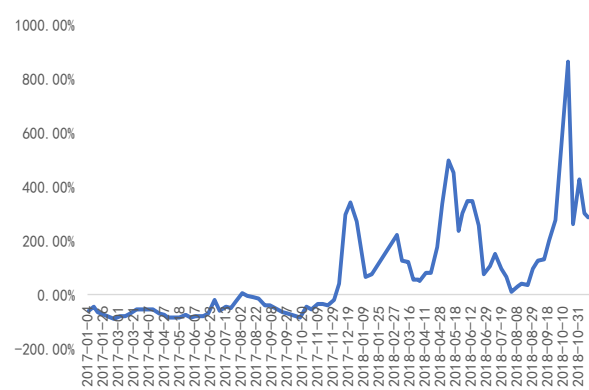
鸡价上涨，禽业行情回暖。由于当前的鸡肉供给处于紧平衡，甚至在未来会出现较大的缺口，因此当前鸡价处于上涨阶段。截至2018年11月29日，主产区白羽肉鸡平均价同比上涨52.21%，主产区肉鸡苗平均价同比上升331.55%，鸡肉价格同比上升6.04%。鸡价持续上涨，禽业景气度不断回升，禽业公司业绩也会较2017年有所好转。自今年八月份起，在中国多个的地区陆续出现非洲猪瘟疫情。虽然政府相关公告已经明确表示非洲猪瘟不会对人传染，全球范围内没有出现人感染非洲猪瘟的情况，人们可以放心地消费食用经过检疫的猪肉。但是，对于非洲猪瘟疫情人们或会产生一定程度上的恐慌，造成对禽肉等猪肉替代品消费需求的增加。因此，禽肉景气度有望持续。

图 20: 主产区白羽肉鸡价格同比



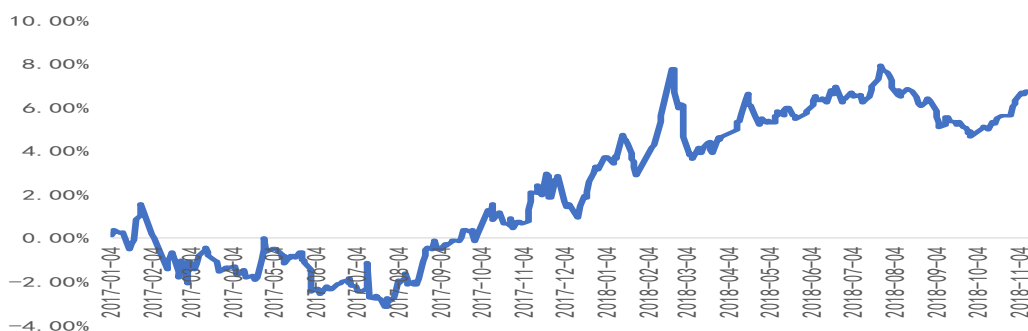
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 21: 主产区肉鸡苗价格同比



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 22: 鸡肉价格同比



资料来源: wind, 东莞证券研究所

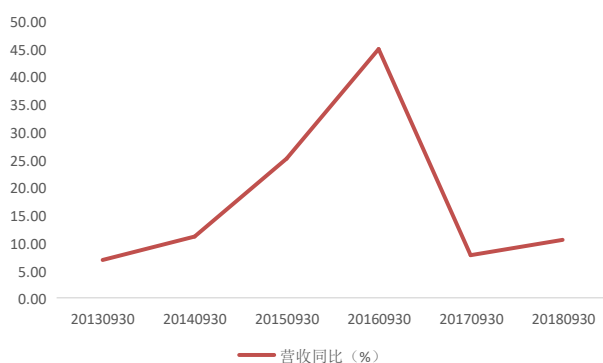
5. 行业业绩情况

5.1 2018 年前三季度畜禽养殖业情况

5.1.1 禽业景气度持续回暖，猪价反弹改善业绩

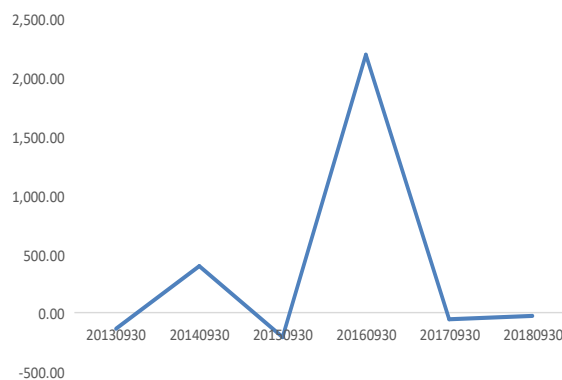
2018 年前三季度，畜禽养殖业（SW 畜禽养殖业共 16 家样本公司，下同）营业收入同比增长 10.48%，归母净利润同比下滑 28.16%。第三季度营收同比增长 27.41%，环比增长 25.82%；归母净利润同比增长 3.09%，归母净利润环比增长 365.15%。2018 年前三季度，生猪价格同比下跌 17.93%，白羽肉鸡价格同比上升 19.77%，肉鸡苗价格同比上升 162.55%，鸡肉价格同比增长 5.59%。2018 年第三季度，生猪价格同比下跌 5.44%，环比上升 14.82%；鸡肉价格同比上升 6.24%，环比上升 1.80%；白羽肉鸡价格同比上升 18.99%，环比上升 12.45%；肉鸡苗价格同比上升 105.63%，环比上升 50.80%。从以上产品价格变化数据可以知道，畜禽养殖业受猪价变化影响较大。2018 年，生猪价格的大幅下跌，但是生猪出栏量保持增长；同时，近几年禽业因上游引种数量不足，传导至下游父母代鸡与商品代鸡产能有所收缩，禽业景气度回暖。因此，总体上，畜禽养殖业在 2018 年前三季度保持营收增长。然而，由于生猪价格大幅下跌，原材料（猪饲料与禽饲料）价格上涨，因此行业归母净利润有所下滑。从 2018 年 5 月开始，生猪价格出现季节性反弹，生猪养殖行业业绩有所改善。因此 2018 年第三季度的行业营收与归母净利润都明显出现好转。

图 23：2018 年畜禽养殖业前三季度营业收入增速



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 24：2018 年畜禽养殖业前三季度归母净利润增速



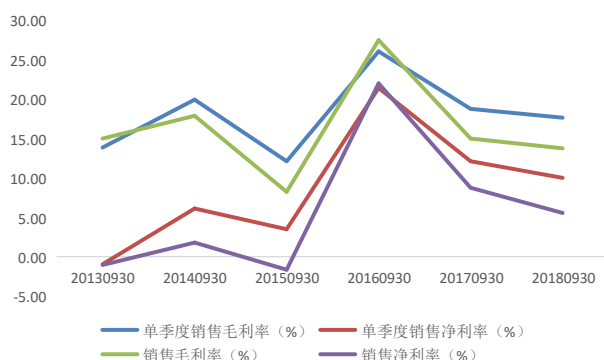
资料来源: wind, 东莞证券研究所

5.1.2 产品价格上涨提升盈利能力

2018 年前三季度，畜禽养殖业销售毛利率为 13.78%，同比下降 1.25 个百分点；销售净利率为 5.55%，同比下降 3.21 个百分点；期间费用率同比上升 1.61 个百分点，为 9.52%。其中管理费用率同比增加 0.77 个百分点，财务费用率同比增加 0.74 个百分点，销售费用率同比增加 0.09 个百分点。2018 年第三季度，畜禽养殖业销售毛利率为 17.68%，同比下降 1.12 个百分点，环比上升 10.88 个百分点。销售净利率为 10.02%，同比下降 2.12 个百分点，环比上升 14.37 个百分点。2018 年，生猪价格经历了第一季度的大幅下跌后，

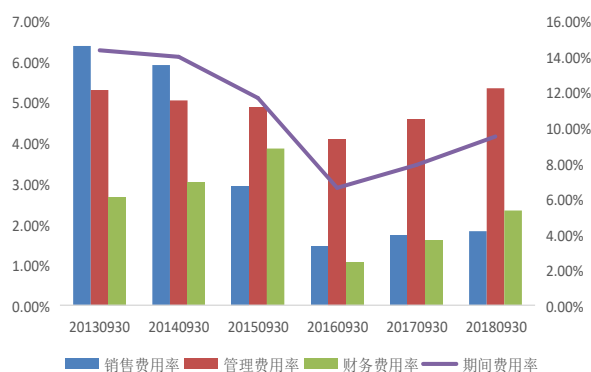
在第二季度末开始反弹。第三季度生猪价格保持在一个年内高位的水平。同时，禽业前三季度景气度保持较好。因此，第三季度畜禽养殖业的盈利能力出现好转。畜禽养殖业的财务费用率与管理费用率在2018年前三季度呈现增长是因为生产规模扩大引起的。

图 25：2018 年畜禽养殖业前三季度毛利率与净利率



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 26：2018 年畜禽养殖业前三季度期间费用率



资料来源：wind，东莞证券研究所

5.2 .2018 年前三季度动物保健业情况

5.2.1 产品价格回暖促进高端产品销售

2018 年前三季度，动物保健行业（SW 动物保健业合计 8 家样本公司，下同）实现营业收入同比增长 8.66%，归母净利润同比增长 4.79%。2018 年第三季度实现营业收入同比增长 12.22%，环比增长 35.81%；实现归母净利润同比增长 10.27%，环比增长 86.39%。2018 年，动物保健行业延续了 2017 年的增长趋势。然而，2018 年上半年，由于生猪价格的大幅下跌，养殖户利润收到严重压缩，因此，动保行业的高端兽用市场销售受到一定程度的影响。同时，自 2018 年 7 月 1 日起，在全国范围内停止亚洲 I 型口蹄疫免疫，停止生产销售含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗。因此，亚洲 I 型的口蹄疫苗的生产商或实施“去库存”，口蹄疫苗市场出现激烈的竞争。所以，2018 年上半年，动物保健行业营收增长为 6.49%，归母净利润同比增长 4.79%。2018 年第三季度，经历了上半年的激励竞争，含亚洲 I 型口蹄疫苗的存货或已经大幅下降；生猪价格从 2018 年 5 月中旬开始进入季节性反弹，禽业景气持续，行业高端兽用产品销售情况或好转。此外，8 月开始，多个省份陆续出现非洲猪瘟疫情，引起相关部门和养殖户的高度重视。因此，动物保健产品销售或有所收益。因此，2018 年第三季度的业绩出现明显好转。

图 27：2018 年动物保健业前三季度营业收入增速

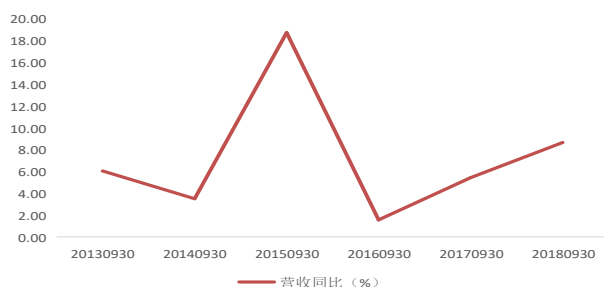


图 28：2018 年动物保健业前三季度归母净利润增速



资料来源: wind, 东莞证券研究所

资料来源: wind, 东莞证券研究所

5.2.2 下游低景气叠加政策因素降低盈利能力

2018 年前三季度, 动物保健业销售毛利率为 44.36%, 同比下滑 0.33 个百分点; 销售净利率为 21.21%, 同比下降 0.74 个百分点; 期间费用率同比上升 5.24 个百分点, 为 25.48%。其中, 管理费用率同比上升 4.02 个百分点, 财务费用率同比上升 0.81 个百分点, 销售费用率同比上升 0.41 个百分点。2018 年第三季度, 动物保健行业销售毛利率 44.43%, 同比下降 1.48 个百分点, 环比上升 4.37 个百分点; 销售净利率同比下降 0.59 个百分点, 环比上升 5.64 个百分点。动物保健行业前三季度盈利能力下降主要包括两方面原因: (1) 下游产业产品价格下跌以及政策原因影响行业高端动保产品销售 (2) 由于政策原因, 行业加紧研发新产品, 导致研发投入增加。

图 29: 2018 年动物保健业前三季度毛利率与净利率

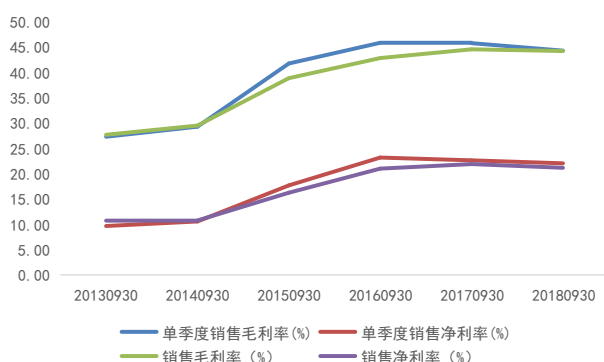
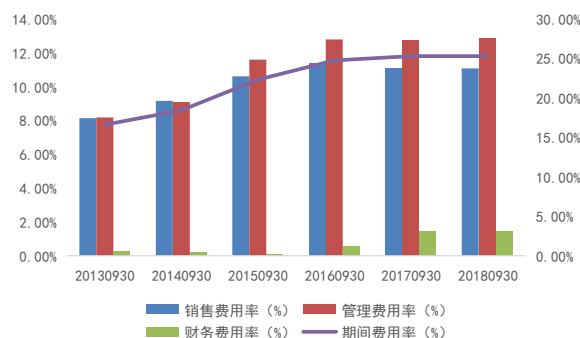


图 30: 2018 年动物保健业前三季度期间费用率



资料来源: wind, 东莞证券研究所

资料来源: wind, 东莞证券研究所

总结: 畜禽养殖方面, 2018 年前三季度, 生猪价格的大幅下跌, 但由于生猪出栏量保持增长; 同时, 近几年禽业因上游引种数量不足, 导致行业供给收缩, 禽业景气度回暖。因此, 总体上, 畜禽养殖业在 2018 年前三季度保持营收增长。然而, 由于生猪价格大幅下跌, 原材料 (猪饲料与禽饲料) 价格上涨, 因此行业归母净利润, 以及盈利能力都出现有所下滑。动物保健方面, 由于生猪价格同比出现下降, 同时由于新政, 动保市场上出现激烈竞争, 但是由于下游生猪出栏维持上升, 以及“强制免疫”以及“先打后补”等政策提升相关动保产品的销售, 因此动保行业业绩整体维持上升状态。然而, 由于上半年生猪价格的大幅下降, 以及市场上的“去库存”, 行业在 2018 年前三季度的盈利能力有所下降。**展望:** 2019 年上半年, 因非洲猪瘟疫情, 行业仔猪与能繁母猪存栏正不断下降, 生猪养殖行业加速去产能。2019 年上半年, 生猪养殖行业或因季节性需求增加, 以及产能供给收缩, 猪价在春节或有一波反弹, 2019 年第二季度生猪价格淡季不淡。行业加速去产能的同时, 生猪养殖龙头企业正加速扩展。因此生猪养殖业 2019 年上半年业绩应该会好于 2018 年同期水平。禽肉方面, 上游引种不足, 下游供给不收缩, 叠加非洲猪瘟问题, 需求或有所增加, 禽类产品价格在 2019 年上半年或维持高位振荡。禽业龙头禽业因掌握较多资源, 加紧扩展。因此, 禽业公司业绩在 2019 年上半年稳步提升。总体来看, 畜禽养殖业业绩在 2019 年上半年应该会好于 2018 年同期。动物保健业

方面，若 2019 年生猪价格出现淡季不淡的情况，则 2019 年生猪价格会高于 2018 年同期，生猪养殖户获得较多利润，有利于高端兽用产品销售。同时，因为新药上市符合政策要求，加速口蹄疫苗的渗透，此外，当前疫情形势严峻，规模养殖户对疫病防控要求提升，增加对相关产品的需求。因此，预计 2019 年上半年，动物保健行业的业绩会有所好转。

6. 投资策略

行情：2018 年，农林牧渔板块整体走势偏弱，但是子板块中仍存机会。截止 2018 年 11 月 29 日，农林牧渔四大子板块中，畜禽养殖板块较年初下跌 5.78%，动物保健下跌 25.20%，种植业下跌 34.38%，饲料业下跌 20.80%。可以看到的是，畜禽养殖业下跌幅度最小。在畜禽养殖板块中，以禽产业下跌幅度最小，为 8.55%，猪产业下跌幅度为 20.13%。

行业环境：种植业，国内稻米供给充裕，预计后期国内米价仍将弱势运行，稻米的供给充裕以及价格弱势对杂交水稻种子需求拉动作用不强。预计玉米在 2018/2019 年度播种面积继续调减，但是预计单产继续提升。供给侧改革的过程，因播种面积的下降，为维持国内玉米供应，优质杂交玉米种子是当前市场需求。但目前市场仍然存在较多低价质量偏差的玉米种子，优质杂交玉米种子销售或将受到一定造成冲击。

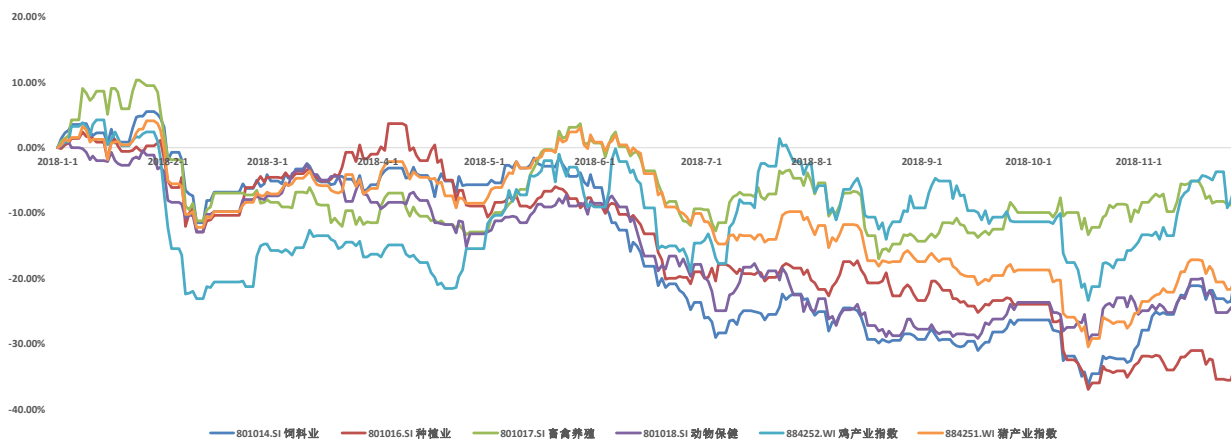
畜禽养殖业：由于非洲猪瘟疫情持续，各地采取不同程度的生猪禁运措施，生猪调运受到严重阻碍，主销区因生猪供不应求，生猪价格或出现上涨；主产区因为疫情问题，补栏意愿下降，价格或有轻微上升。因此，预计春节前猪价或出现一波上涨。自 8 月以来，疫情出现导致仔猪无法调运，繁育场压栏严重、仔猪死亡率较高，而育肥场无猪可育，后期生猪供应或受到影响，预计 2019 年二季度猪价因产能供应收缩导致淡季不淡。疫情的持续出现导致种猪调运受阻、补栏意愿下降以及养殖户淘汰母猪，2019 年下半年供给有可能出现偏紧的局面，猪价或将进入新一轮上涨周期。禽业因上游引种不足，下游相关产品供应收缩。非洲猪瘟的出现或使禽肉成为猪肉代替品，从而增加需求。因此，预计禽肉价格维持高位震荡，禽业景气度维持。

饲料业：非洲猪瘟疫情导致生猪养殖市场加速淘汰母猪，降低补栏意愿，导致生猪养殖行业产能下降。下游生猪存栏下降，将降低饲料的需求。禽业因近几年引种不足，行业产能收缩。水产养殖方面，虽然当前提倡增加人工养殖在水产业供应占比，但水产料在饲料中占比较小。总体来看，下游对饲料业需求的拉动作用不足。

动物保健业：非洲猪瘟疫情虽然会导致行业的产能下降，但是导致产能下降的主要原因是养殖规模较小的养殖户退出养殖市场，因此，从另一角度可以看到，生猪养殖行业的规模化进程再加速。从目前对因疫情被扑杀的动物补贴力度来看，加强疫病防控将有更大的经济收益。因此，大型规模养殖户会更加关注中高端兽用产品。其中以口蹄疫最受关注。动物保健的发展看点在口蹄疫市场苗的渗透情况。在新药与政策的红利下，口蹄疫市场苗的渗透率会逐渐提高，市场规模会逐步加大。

综上所述：**维持谨慎推荐评级**。因猪周期尚未开始反转，对相关产业链拉动作用还有提升空间。因此，对农林牧渔维持谨慎推荐评级。**投资策略包括三条主线：**（1）受益于价格维持高位振荡，业绩持续提升禽业公司，如圣农发展（002299），益生股份（002458），民和股份（002234）等（2）关注受益于养殖规模化加速，口蹄疫市场苗渗透率提升的动保公司，如生物股份（600201），中牧股份（600195）等（3）受益于非洲猪瘟加速行业产能出清，提升自身市占率的养猪公司，如温氏股份（300498），牧原股份（002714）等。

图 31：农业子版块走势走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

7.风险提示

产品价格波动、出现大规模疫情导致公司产能不及预期、政策问题等。

表 9：重点公司盈利预测（截止 2018/11/30）

代码	名称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级变动
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
000876	新希望	7.06	0.54	0.46	0.58	14	15	12	谨慎推荐	维持
000998	隆平高科	13.51	0.61	0.75	0.94	42	18	14	谨慎推荐	维持
002157	正邦科技	5.11	0.23	0.04	0.13	25	144	41	谨慎推荐	维持
002234	民和股份	12.35	-0.96	0.74	1.01	-12	17	12	谨慎推荐	维持
002299	圣农发展	17.30	0.26	0.91	1.16	57	19	15	谨慎推荐	维持
002311	海大集团	22.60	0.78	0.92	1.16	31	25	19	谨慎推荐	维持
002458	益生股份	16.75	-0.92	0.99	1.23	-25	17	14	谨慎推荐	维持
002714	牧原股份	27.01	2.12	0.49	0.79	26	55	34	谨慎推荐	维持
300498	温氏股份	25.57	1.29	0.89	1.09	18	29	23	谨慎推荐	维持
600195	中牧股份	11.19	0.93	0.78	0.95	21	14	12	谨慎推荐	维持
600201	生物股份	17.53	1.00	0.85	1.04	33	21	17	谨慎推荐	维持
002124	天邦股份	6.35	0.34	0.18	0.34	25	35	19	谨慎推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn