

农林牧渔行业 2018 年报及 2019 年 1 季报总结

非洲猪瘟疫情加剧短期业绩压力，猪周期开启上行通道

分析师：王乾



SAC 执证号: S0260517120002



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：钱浩



SAC 执证号: S0260517080014



SFC CE.no: BND274

021-60750607



shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 概况：猪周期下行拖累，2018 年行业 ROE 明显下滑

受猪周期下行以及部分公司资产减值因素影响，全行业上市公司盈利能力继续下行，2016-2018 年行业平均营业利润增速分别为 337%、-16%、-45.1%，行业 ROE 分别为 12.4%、7.3%、2.9%。ROE 拆分来看，ROE 水平下行主要由于销售净利率下降，行业整体杠杆率小幅上升。19Q1，各子板块分化明显，白羽肉鸡板块享受高景气，生猪产业链公司普遍承压，全行业上市公司收入同比增长 12.1%，营业利润同比下滑 54.3%。

● 畜禽养殖：非洲猪瘟加剧生猪养殖企业亏损，肉禽养殖享受高景气

受猪价下跌以及存货减值等因素影响，2016-18 年畜禽养殖行业上市公司的平均 ROE 持续下行，分别为 25.2%、11.9%、1.7%。2018 年畜禽养殖行业收入同比增长 8%，其中生猪行业收入增长较快主要来自于养殖规模扩大。经历持续多年低迷、过量引种消化以后，肉禽板块于 2018 年迎来复苏，18 年 4 季度起步入高景气阶段。19Q1，畜禽养殖行业收入同比增长 14.4%，营业利润同比下滑 107%，主要受生猪养殖企业拖累。

● 饲料：猪料企业养殖业务拖累，水产饲料、禽料增长稳健

2018 年饲料行业 ROE 明显下滑，2016-18 年行业 ROE 为 11.9%、11.8%和 8.5%，ROE 下滑主要由于部分企业养殖业务亏损以及下游低迷导致饲料利润率下降。受生猪行业景气低迷影响，猪料竞争激烈，整体销量增速与毛利率均承压；水产料受益消费升级等因素，2018 年继续维持稳定增长；禽料受益下游景气复苏，销量增速逐步加快。

● 动保：猪苗增长普遍承压，19Q1 禽苗销售相对受益

受非洲猪瘟疫情等影响，18 年动保行业收入增速继续低位，同比增长约 7.7%；16-18 年行业 ROE 分别为 12.4%、12.8%、11.2%。19 年疫情影响持续扩散，猪用市场苗销售承压，19Q1 行业营业利润同比下滑约 39.6%。禽用疫苗受益肉禽养殖量增长，相对受益。

● 种业：杂交水稻、玉米面临行业调整期，行业基本面触底

受水稻收购价下调、前期玉米去库存以及品种竞争加剧等因素影响下，种子企业短期面临较大压力。短期内缺乏革命性大品种，种业龙头面临增长动力缺乏。2016-18 年 ROE 分别为 5%、7.4%、6%，ROE 有所回落主要源于销售利润率下降。经过持续调整，行业基本面基本触底，后期重点关注龙头公司整合能力。

● 风险提示：原材料价格波动风险；疫病风险；食品安全；自然灾害风险；政策风险等

相关研究：

农林牧渔行业:本周猪价开始反弹，供需缺口将逐步体现	2019-04-28
雪峰生物(300511.SZ):国内工厂化金针菇龙头 充分受益行业产能出清	2019-04-26
农林牧渔行业:非洲猪瘟之巴西经验：养殖密度是重要影响因素，屠宰企业推动行业整合	2019-04-25

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
温氏股份	300498	人民币	41.21	2019/4/24	买入	52.15	1.49	3.45	27.7	11.9	22.8	10.1	21.3	43.4
牧原股份	002714	人民币	64.10	2019/4/14	买入	80.15	2.29	6.04	28.0	10.6	9.8	10.3	29.8	47.5
新希望	000876	人民币	17.31	2019/4/3	增持	15.39	0.71	0.95	24.4	18.2	10.1	7.8	12.7	15.5
生物股份	600201	人民币	16.08	2018/10/17	买入	-	1.06	1.28	15.2	12.6	14.3	11.7	18.4	18.3
中牧股份	600195	人民币	12.21	2018/4/20	买入	-	1.24	1.44	9.8	8.5	15.2	8.9	11.4	11.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

概况：猪周期下行拖累，2018 年行业 ROE 明显下滑	6
畜禽养殖：非洲猪瘟加剧生猪养殖企业亏损，肉禽养殖享受高景气.....	7
饲料：猪料企业养殖业务拖累，水产饲料、禽料增长稳健.....	12
动保：猪苗增长普遍承压，19Q1 禽苗销售相对受益	15
种业：杂交水稻、玉米面临行业调整期，行业基本面触底.....	17
投资建议	19
风险提示	20

图表索引

图 1: 18 年农林牧渔行业收入同比增长 11.1%	6
图 2: 19Q1 农林牧渔行业营业利润同比下滑 54.3%.....	6
图 3: 18 年农林牧渔行业 ROE 为 2.9%.....	6
图 4: 18 年农林牧渔行业的销售净利率为 2%.....	6
图 5: 18 年农林牧渔行业的总资产周转率为 0.82 次.....	7
图 6: 18 年农林牧渔行业的资产负债率升至 49.7%.....	7
图 7: 18 年畜禽养殖行业收入同比增长 8%	9
图 8: 19Q1 畜禽养殖行业营业利润同比下滑 107%.....	9
图 9: 18 年畜禽养殖行业 ROE 为 1.7%.....	9
图 10: 18 年畜禽养殖行业的销售净利率为 1.3%.....	9
图 11: 18 年畜禽养殖行业的总资产周转率为 0.73 次.....	9
图 12: 18 年畜禽养殖行业的资产负债率为 50%.....	9
图 13: 温氏股份的资产负债率上升幅度相对较小	11
图 14: 18 年饲料行业营业收入同比增长 13.7%	13
图 15: 19Q1 饲料行业营业利润同比下滑 32.7%.....	13
图 16: 18 年饲料行业 ROE 为 8.5%.....	13
图 17: 18 年饲料行业销售净利率为 3.4%	13
图 18: 18 年饲料行业的总资产周转率为 1.36 次	13
图 19: 18 年饲料行业的资产负债率升至 52.7%	13
图 20: 18 年动保行业营业收入同比增长 7.7%	15
图 21: 19Q1 动保行业营业利润同比下滑 39.6%.....	15
图 22: 18 年动保行业 ROE 为 11.2%	16
图 23: 18 年动保行业的销售净利率为 18.2%.....	16
图 24: 18 年动保行业的总资产周转率为 0.47 次	16
图 25: 18 年动保行业的资产负债率为 24.7%.....	16
图 26: 18 年种子行业的营业收入同比增长 13%.....	18
图 27: 19Q1 种子行业营业利润同比下滑 28%.....	18
图 28: 18 年种子行业 ROE 为 6%.....	18
图 29: 18 年种子行业的销售净利率 9.7%	18
图 30: 18 年种子行业的总资产周转率为 0.37 次	18
图 31: 18 年种子行业的资产负债率为 38.5%.....	18
表 1: 部分农业公司中报业绩预告区间	7
表 2: 17-18 年生猪养殖企业经营概况	9
表 3: 17-18 年生猪养殖公司收入增速及毛利率情况.....	10
表 4: 2018 年, 温氏股份的头均毛利处于行业领先.....	10
表 5: 单季度生猪公司生产性生物资产变化情况 (单位: 亿元)	10
表 6: 生猪养殖公司单季度收入与利润情况: 19Q1 均陷入亏损.....	11

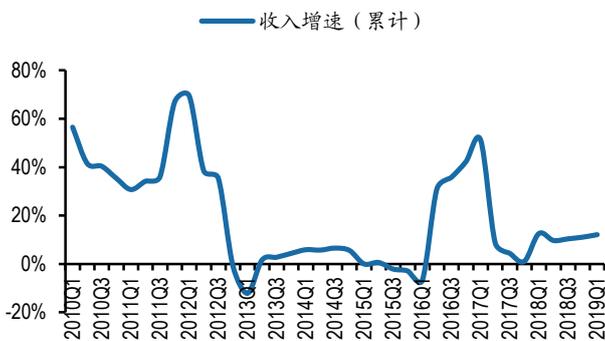
表 7: 17-18 年肉禽养殖企业经营概况	11
表 8: 17-18 年肉禽养殖公司收入增速及毛利率情况.....	11
表 9: 肉禽养殖公司单季度收入与利润情况: 19Q1 白羽鸡与黄羽鸡有所分化....	12
表 10: 17-18 年饲料公司经营概况.....	14
表 11: 17-18 年饲料公司收入增速、饲料业务毛利率以及吨毛利的情况.....	14
表 12: 饲料企业往下游养殖端延伸产业链.....	14
表 13: 饲料公司单季度收入与利润情况.....	14
表 14: 17-18 年动保公司经营概况.....	16
表 15: 17-18 年动保公司收入增速、疫苗业务毛利率情况	16
表 16: 动保公司单季度收入与利润情况.....	17
表 17: 17-18 年种子行业上市公司概况	18
表 18: 截至 2018 年底, 种子行业上市公司存货情况.....	19
表 19: 种子企业单季度收入与利润情况.....	19

概况：猪周期下行拖累，2018 年行业 ROE 明显下滑

受猪周期触底叠加部分公司资产减值因素影响，2018 年全行业上市公司盈利能力继续下行，2016-18 年平均营业利润增速分别为 337%、-16%、-45.1%，行业 ROE 分别为 12.4%、7.3%、2.9%。ROE 拆分来看，ROE 水平下行主要由于销售净利率下降，但行业整体杠杆率小幅上升。

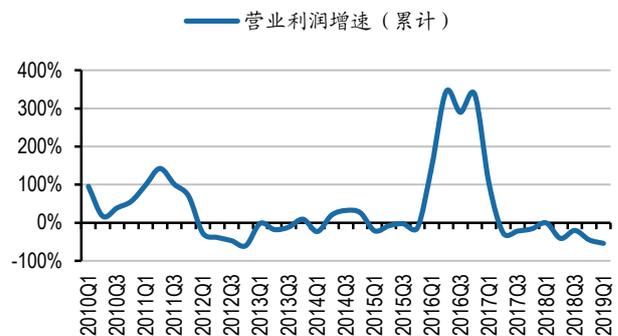
19Q1，各子板块进一步分化，白羽肉鸡板块享受高景气、但生猪产业链公司普遍承压，全行业上市公司收入同比增长 12.1%，营业利润同比下滑 54.3%。

图1：18年农林牧渔行业收入同比增长11.1%



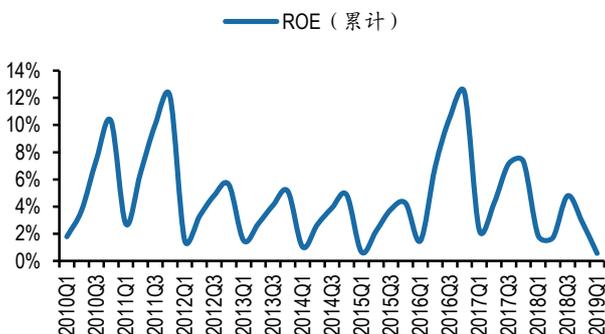
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：19Q1农林牧渔行业营业利润同比下滑54.3%



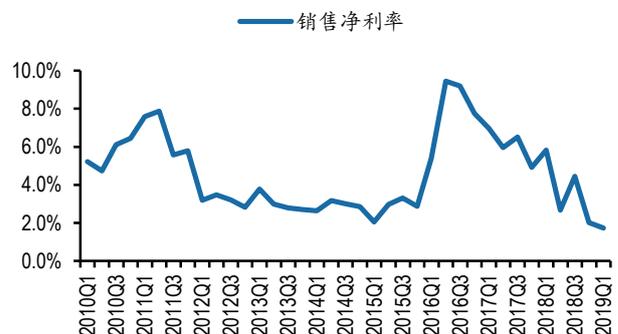
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：18年农林牧渔行业ROE为2.9%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：18年农林牧渔行业的销售净利率为2%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5: 18年农林牧渔行业的总资产周转率为0.82次

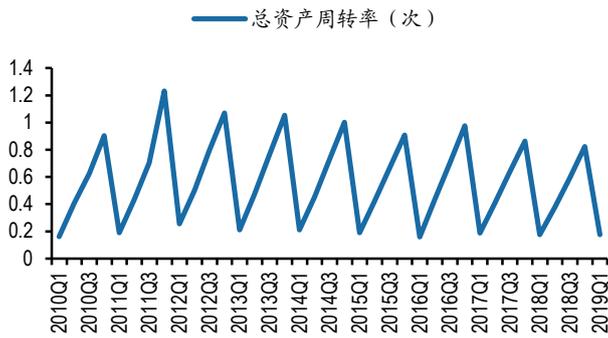


图6: 18年农林牧渔行业的资产负债率升至49.7%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表1: 部分农业公司中报业绩预告区间

证券代码	公司简称	预告净利润下限 (万元)	预告净利润上限 (万元)	预告净利润同比增长下限 (%)	预告净利润同比增长上限 (%)
002548.SZ	金新农	1,500	2,200	141.34	160.64
002746.SZ	仙坛股份	38,000	42,000	327.65	372.67
002234.SZ	民和股份	80,000	96,000	4,244.40	5,113.28
002299.SZ	圣农发展	135,000	150,000	302.98	347.75
002604.SZ	*ST 龙力	-22,224	-12,964	-46.65	14.45
002086.SZ	ST 东海洋	2,402	4,003	-70.00	-50.00

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

畜禽养殖: 非洲猪瘟加剧生猪养殖企业亏损, 肉禽养殖享受高景气

受猪价下跌以及存货减值等因素影响, 2016-18年畜禽养殖行业上市公司的平均ROE持续下行, 分别为25.2%、11.9%、1.7%。2018年畜禽养殖行业收入同比增长8%, 其中生猪行业收入增长较快主要来自于养殖规模扩大。经历2017年的低迷之后, 肉禽板块于2018年迎来复苏, 4季度起步入高景气阶段。19Q1, 畜禽养殖行业收入同比增长14.4%, 营业利润同比下滑107%, 主要受生猪养殖类企业拖累。

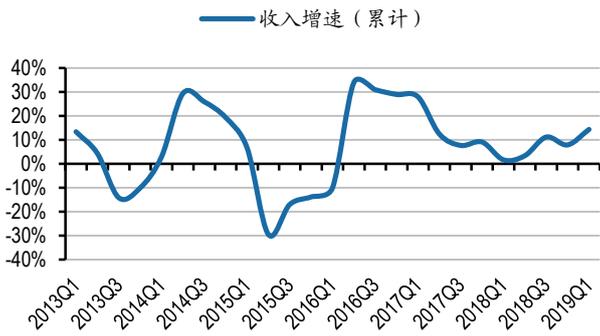
上市公司经营回顾:

- ✓ **生猪养殖: 猪价、疫情双重考验, 19Q1行业再陷亏损**
- **出栏量:** 2018年, 温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份分别销售生猪2229.7万头、1101.1万头、554万头和217万头, 同比分别增长17.1%、52.1%、61.9%和113.9%, 天邦股份、正邦科技增速领先。
- **收入增长:** 2018年, 温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份的生猪养殖业务收入同比分别-3.7%、+33.3%、+38.3%和+73%。

- 头均盈利：2018年，温氏股份、牧原股份、正邦科技、雏鹰农牧和天邦股份的头均毛利分别为187元、118元、109元和85元，同比分别下降270元、295元、123元和308元。由于产能布局以销区为主、成本控制优势，温氏股份的头均盈利处于行业领先。
- ROE：2018年，温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份的ROE分别为11.5%、4.2%、3%和-24%，同比分别下降9.3个百分点、14.3个百分点、5.3个百分点和32.7个百分点。
- 生产性生物资产：截至2019Q1，温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份的生产性生物资产同比分别下滑3.2%、18%、21.7%和3.5%。
- 资产负债率：截至2019Q1，温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份的资产负债率分别约33.2%、57.7%、69.9%和66.6%，较18年末分别下降0.9个百分点、上升3.7个百分点、上升1.9个百分点和上升5.1个百分点，温氏股份的财务杠杆情况最稳健。

- ✓ 肉禽养殖：18年行业景气逐步上行，19Q1白鸡与黄鸡有所分化
- 收入：2018年，圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份、华英农业和立华股份分别实现营收115.47亿元、14.73亿元、18.18亿元、25.78亿元、53.49亿元和72.14亿元，同比分别增长13.7%、124.4%、70.3%、19.1%、29.8%和21.6%，鸡苗类产品价格同比大幅上涨导致益生股份、民和股份收入增长明显。
- 盈利情况：2018年，圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份、华英农业和立华股份分别实现净利润15.51亿元、3.6亿元、3.8亿元、4.22亿元、1.92亿元和13亿元，同比分别上升12.85亿元、6.73亿元、6.71亿元、3.2亿元、0.88亿元和5.09亿元，盈利改善明显。
- 毛利率：2018年，圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份和立华股份的养鸡业务毛利率分别为18.9%、39.1%、51.9%、15.6%和25.5%，同比分别上升12.4个百分点、60.8个百分点、60.7个百分点、10.4个百分点和7.8个百分点。

图7: 18年畜禽养殖行业收入同比增长8%



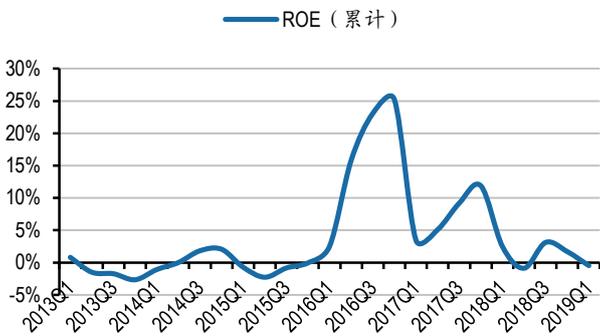
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 19Q1畜禽养殖行业营业利润同比下滑107%



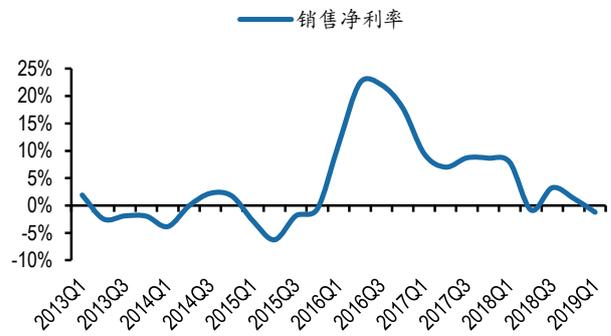
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 18年畜禽养殖行业ROE为1.7%



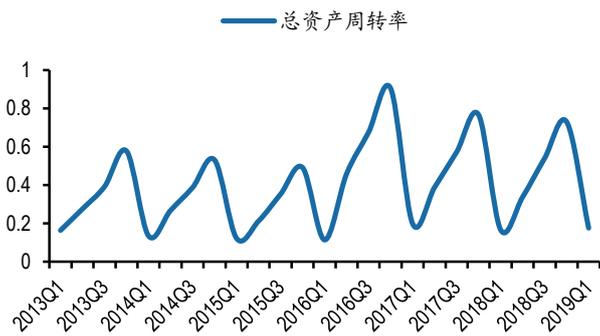
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图10: 18年畜禽养殖行业的销售净利率为1.3%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图11: 18年畜禽养殖行业的总资产周转率为0.73次



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图12: 18年畜禽养殖行业的资产负债率为50%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表2: 17-18年生猪养殖企业经营概况

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
牧原股份	100.42	133.88	23.66	5.28	23.56%	3.94%	18.57%	4.23%	12.80%	1.96%
正邦科技	206.15	221.13	5.57	1.93	2.70%	0.87%	8.32%	2.99%	3.85%	1.02%

天邦股份	30.61	45.19	2.59	-5.75	8.47%	-12.73%	8.65%	-24.03%	7.48%	-10.78%
温氏股份	556.57	572.36	69.99	42.56	12.58%	7.44%	20.70%	11.45%	15.47%	8.27%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表3：17-18年生猪养殖公司收入增速及毛利率情况

	营业收入增速		生猪业务收入增速		生猪业务毛利率	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
牧原股份	79.14%	33.32%	77.74%	33.32%	30.03%	9.83%
正邦科技	8.96%	7.27%	63.26%	38.33%	14.41%	7.93%
天邦股份	29.13%	47.63%	10.33%	73.03%	23.46%	6.57%
温氏股份	-6.23%	2.84%	-6.89%	-3.66%	24.80%	12.32%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表4：2018年，温氏股份的头均毛利处于行业领先

	出栏量（万头）		头均毛利（元/头）		生猪业务毛利（万元）	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
牧原股份	723.74	1,101.10	413	118	299,094	130,362
正邦科技	342.25	553.99	232	109	79,443	60,500
天邦股份	101.42	216.97	393	85	39,882	18,411
温氏股份	1,904.17	2,229.70	456	187	869,227	415,994

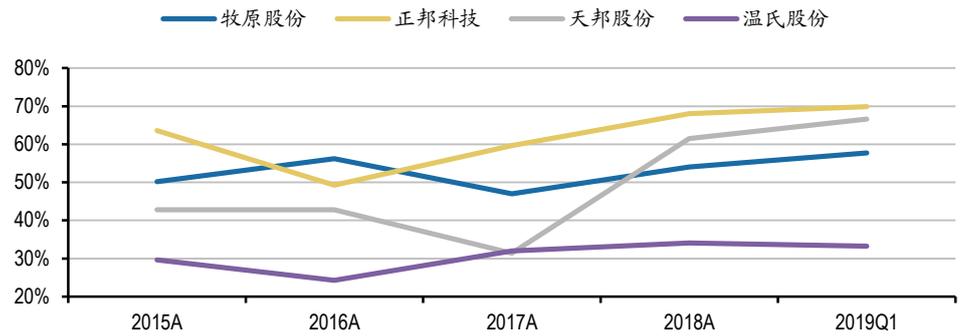
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表5：单季度生猪公司生产性生物资产变化情况（单位：亿元）

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
温氏股份	33.66	35.24	36.17	35.97	32.58
环比变化	5.02%	4.68%	2.65%	-0.56%	-9.43%
同比变化	2.06%	7.05%	14.95%	12.22%	-3.23%
牧原股份	16.34	15.02	14.24	14.61	13.40
环比变化	16.54%	-8.07%	-5.21%	2.64%	-8.30%
同比变化	22.77%	10.81%	13.46%	4.23%	-17.98%
正邦科技	12.88	13.69	13.38	11.09	10.09
环比变化	31.49%	6.28%	-2.29%	-17.11%	-9.02%
同比变化	97.82%	69.27%	28.81%	13.18%	-21.69%
天邦股份	4.17	4.85	5.28	5.15	4.02
环比变化	16.00%	16.39%	8.79%	-2.47%	-21.86%
同比变化	96.32%	92.09%	74.12%	43.25%	-3.51%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图13: 温氏股份的资产负债率上升幅度相对较小



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表6: 生猪养殖公司单季度收入与利润情况: 19Q1均陷入亏损

	单季度收入 (亿元)					单季度归母净利润 (亿元)				
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
牧原股份	27.56	27.57	36.68	42.07	30.48	1.36	-2.15	4.29	1.70	-5.41
正邦科技	49.59	72.63	53.63	45.28	51.94	0.64	-2.55	2.26	1.58	-4.14
天邦股份	8.43	10.19	13.17	13.40	12.45	0.32	0.48	0.40	-6.93	-3.35
温氏股份	131.54	121.63	155.22	163.97	139.66	14.08	-4.91	19.83	10.58	-4.60

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表7: 17-18年肉禽养殖企业经营概况

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
圣农发展	101.59	115.47	2.66	15.51	2.62%	13.43%	5.04%	19.42%	2.16%	11.14%
益生股份	6.56	14.73	-3.13	3.60	-47.73%	24.42%	-25.60%	22.75%	-15.35%	16.15%
民和股份	10.68	18.18	-2.91	3.80	-27.22%	20.93%	-39.27%	33.97%	-13.05%	15.53%
仙坛股份	21.64	25.78	1.02	4.22	4.71%	16.38%	4.81%	16.42%	4.02%	14.87%
华英农业	41.22	53.49	1.04	1.92	2.52%	3.58%	2.46%	4.60%	1.46%	2.24%
立华股份	59.32	72.14	7.91	13.00	13.33%	18.02%	27.75%	31.33%	20.91%	26.46%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表8: 17-18年肉禽养殖公司收入增速及毛利率情况

	营业收入增速		养鸡业务收入增速		养鸡业务毛利率	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
圣农发展	10.87%	13.67%	3.14%	7.57%	6.49%	18.85%
益生股份	-59.26%	124.42%	-64.51%	157.83%	-21.71%	39.08%
民和股份	-24.22%	70.28%	-47.21%	144.43%	-8.71%	51.94%
仙坛股份	3.29%	19.12%	0.93%	20.99%	5.23%	15.61%
华英农业	63.91%	29.77%	63.91%	29.77%	7.32%	0.09%

立华股份	14.18%	21.62%	13.55%	27.32%	17.66%	25.45%
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表9：肉禽养殖公司单季度收入与利润情况：19Q1白羽鸡与黄羽鸡有所分化

	单季度收入（亿元）					单季度归母净利润（亿元）				
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
圣农发展	23.51	27.18	29.86	34.91	30.84	1.27	2.08	4.69	7.01	6.53
益生股份	2.22	2.80	4.43	5.28	6.51	0.11	0.22	1.02	2.29	3.82
民和股份	2.94	3.76	4.74	6.73	7.31	-0.16	0.34	1.21	2.42	3.86
仙坛股份	4.52	6.32	6.75	8.19	7.35	0.31	0.58	1.31	1.82	1.56
华美农业	11.46	14.07	15.99	11.97	11.85	0.13	0.40	0.36	0.30	0.18
立华股份	16.46	16.76	19.47	19.46	16.26	3.90	1.48	4.38	3.23	1.07

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

饲料：猪料企业养殖业务拖累，水产饲料、禽料增长稳健

2018年行业ROE明显下滑，2016-18年行业ROE为11.9%、11.8%和8.5%，ROE下滑主要由于下游低迷导致饲料利润率下降、部分企业的养殖业务拖累。行业内分化明显，受生猪行业景气低迷影响，猪饲料竞争激烈，整体销量增速与毛利率均承压；水产料方面，受益消费升级等因素，2018年水产饲料继续维持稳定增长；禽料方面，受益下游景气复苏，整体销量增速逐步加快。

环保趋严、客户群体萎缩以及非洲猪瘟疫情影响，本轮周期中饲料企业下游布局养殖步伐明显加快，大北农、唐人神、金新农等发力生猪养殖。

上市公司经营回顾：猪饲料毛利率下降明显，水产料表现最稳定

- 收入增长：2018年，傲农生物、唐人神、新希望饲料业务收入同比分别增长16.7%、13.7%、10.8%，增速领先行业。
- 销量情况：2018年，傲农生物、新希望、大北农分别实现饲料销量162万吨、1704万吨、460万吨，同比分别增长16.7%、8.4%、3.6%，傲农生物增长最为迅速。
- 毛利率：受生猪行业景气低迷影响、猪饲料竞争激烈等因素影响，猪饲料企业的毛利率整体下降。2018年，大北农、金新农、唐人神和傲农生物的饲料业务毛利率同比分别下降3个百分点、1.2个百分点、1.3个百分点和4个百分点。水产料毛利率基本稳定，通威股份2018年饲料业务毛利率同比下降0.1个百分点。
- 吨毛利：2018年，通威股份、正邦科技的单吨饲料毛利额分别为525元、280元，同比分别上升10元、9元；傲农生物、大北农、金新农的单吨饲料毛利额分别为481元、701元、386元，同比分别下降133元、124元、24元。

图14: 18年饲料行业营业收入同比增长13.7%



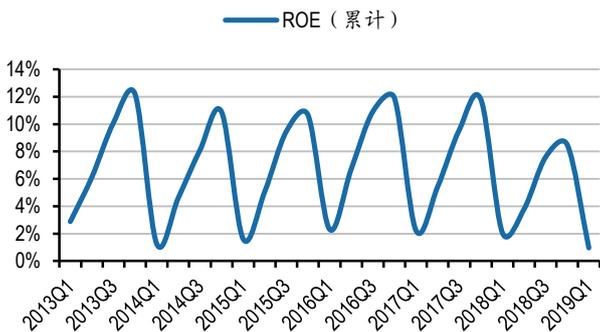
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 19Q1饲料行业营业利润同比下滑32.7%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 18年饲料行业ROE为8.5%



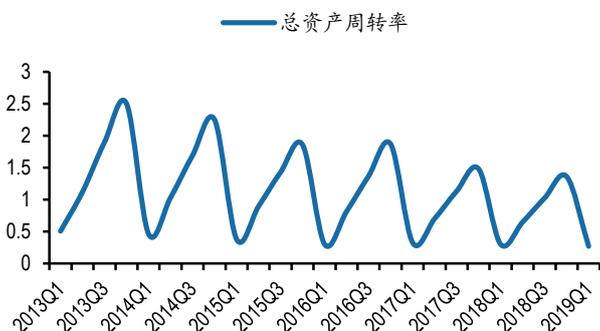
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图17: 18年饲料行业销售净利率为3.4%



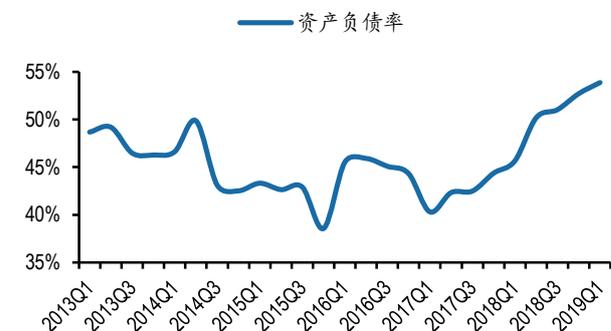
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图18: 18年饲料行业的总资产周转率为1.36次



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 18年饲料行业的资产负债率升至52.7%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表10: 17-18年饲料公司经营概况

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
新希望	625.67	690.63	29.32	27.22	4.69%	3.94%	10.94%	7.90%	7.35%	6.02%
正邦科技	206.15	221.13	5.57	1.93	2.70%	0.87%	8.32%	2.99%	3.85%	1.02%
大北农	187.42	193.02	13.18	4.86	7.03%	2.52%	12.38%	5.18%	7.64%	2.60%
金新农	30.61	28.01	1.06	-2.62	3.47%	-9.34%	4.14%	-22.22%	3.07%	-6.91%
唐人神	137.23	154.06	3.86	1.95	2.81%	1.27%	9.04%	4.02%	7.18%	3.10%
通威股份	260.89	275.35	20.41	20.31	7.82%	7.38%	15.08%	13.70%	8.70%	6.34%
傲农生物	49.03	57.62	1.22	0.10	2.49%	0.18%	13.37%	3.70%	5.75%	0.35%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表11: 17-18年饲料公司收入增速、饲料业务毛利率以及吨毛利的情况

	营业收入增速		饲料业务收入增速		饲料业务毛利率		销量 (万吨)		吨毛利 (元/吨)	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
新希望	2.77%	10.38%	11.80%	10.83%	6.18%	7.62%	1572	1704	180	176
正邦科技	8.96%	7.27%	-3.29%	-5.41%	9.27%	10.11%	479	480	271	280
大北农	11.29%	2.99%	10.87%	1.66%	22.46%	19.45%	444	460	830	705
金新农	10.08%	-8.52%	-6.59%	-1.05%	13.02%	11.77%	70	66	410	386
唐人神	26.12%	12.26%	24.89%	13.71%	9.55%	8.32%	467	481	257	247
通威股份	24.92%	5.54%	8.45%	1.17%	14.67%	14.60%	426	423	515	525
傲农生物	-1.52%	17.53%	-2.96%	16.53%	18.61%	14.61%	139	162	614	481

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表12: 饲料企业往下游养殖端延伸产业链

	生产性生物资产 (亿元)		同比
	2017A	2018A	
新希望	4.78	5.18	8.36%
正邦科技	9.80	11.09	13.18%
大北农	1.38	0.95	-30.77%
金新农	0.29	0.39	35.01%
唐人神	1.26	1.18	-6.44%
傲农生物	0.59	0.84	41.63%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表13: 饲料公司单季度收入与利润情况

	单季度收入 (亿元)					单季度归母净利润 (亿元)				
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
新希望	148.07	168.36	191.71	182.49	162.12	6.04	2.42	6.05	2.54	6.66
正邦科技	49.59	72.63	53.63	45.28	51.94	0.64	-2.55	2.26	1.58	-4.14
大北农	46.01	44.72	51.45	50.84	40.57	1.81	-0.77	3.37	0.66	-0.39

金新农	7.38	6.73	7.44	6.46	6.01	0.19	-0.55	-0.18	-2.32	-0.11
唐人神	32.83	35.47	42.42	43.34	33.55	0.44	0.26	0.57	0.10	0.05
傲农生物	13.56	13.81	14.93	15.31	13.40	0.14	0.03	0.15	-0.02	0.17

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

动保：猪苗增长普遍承压，19Q1 禽苗销售相对受益

受非洲猪瘟疫情等因素影响，2018年动保行业收入增速继续低位，行业上市公司收入同比增长约7.7%；2016-18年行业ROE分别为12.4%、12.8%、11.2%，整体相对稳定。19年疫情影响持续扩散，猪用市场苗销售承压，19Q1行业营业利润同比下滑约39.6%。

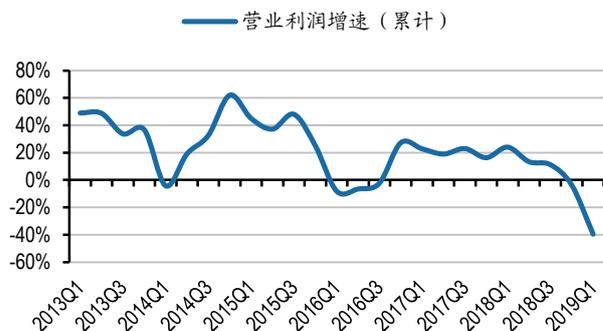
上市公司经营回顾：

- 收入增长：2018年，普莱柯、天康生物、中牧股份、生物股份、瑞普生物和海利生物的疫苗业务收入同比分别增长17.6%、10.9%、7.1%、-0.5%、-4.1%和-31.6%。普莱柯收入增速最高，源于公司新品上市以及营销力度加大。
- 毛利率：2018年，受行业去库存、竞争加剧等因素影响，市场苗销售普遍承压，海利生物、天康生物、生物股份瑞普生物疫苗业务毛利率同比分别下降约19.3个百分点、7.2个百分点、6.7个百分点和1.1个百分点；由于市场苗销售占比较低且受益招标苗竞争缓和，中牧股份的疫苗业务毛利率同比上升4.8个百分点。
- ROE：2018年，生物股份、中牧股份、天康生物、普莱柯、瑞普生物和海利生物的ROE分别为15%、10.4%、9.8%、8.3%、5.9%和2%，同比分别下降4.5个百分点、下降0.5个百分点、下降3.9个百分点、上升1个百分点、上升0.5个百分点和下降8.6个百分点。

图20：18年动保行业营业收入同比增长7.7%



图21：19Q1动保行业营业利润同比下滑39.6%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图22: 18年动保行业ROE为11.2%

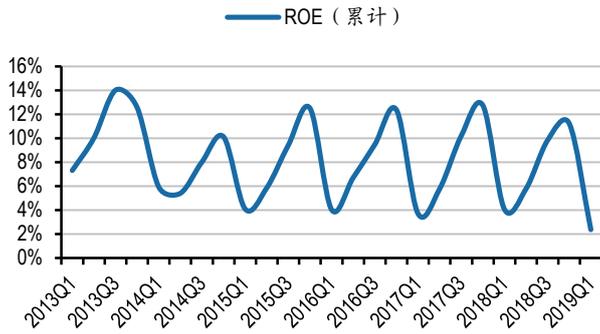


图23: 18年动保行业的销售净利率为18.2%



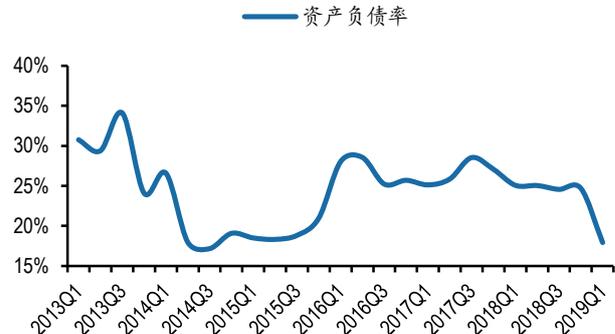
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 18年动保行业的总资产周转率为0.47次



图25: 18年动保行业的资产负债率为24.7%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表14: 17-18年动保公司经营概况

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
天康生物	46.30	52.73	4.04	3.01	8.72%	5.71%	13.64%	9.77%	7.79%	4.19%
瑞普生物	10.47	11.90	1.25	1.41	11.91%	11.85%	5.37%	5.92%	4.41%	4.76%
中牧股份	40.70	44.34	4.26	4.50	10.46%	10.15%	10.87%	10.40%	6.91%	6.86%
生物股份	19.01	18.97	8.68	7.50	45.67%	39.52%	19.46%	15.00%	17.31%	12.50%
海利生物	3.04	2.55	0.95	-0.14	31.38%	-5.38%	10.63%	2.02%	6.18%	-0.82%
普莱柯	5.30	6.08	1.14	1.36	21.55%	22.30%	7.28%	8.29%	6.45%	7.31%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表15: 17-18年动保公司收入增速、疫苗业务毛利率情况

	营业收入增速		疫苗收入增速		疫苗业务毛利率	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
天康生物	4.18%	13.89%	-10.1%	10.9%	66.20%	58.96%
瑞普生物	7.99%	13.61%	-4.2%	-4.1%	57.08%	55.98%

中牧股份	2.41%	8.96%	-10.0%	7.1%	52.01%	56.86%
生物股份	25.31%	-0.23%	28.1%	-0.5%	80.33%	73.62%
海利生物	-11.56%	-16.16%	-11.7%	-31.6%	77.32%	57.99%
普莱柯	-9.12%	14.75%	-14.2%	17.55%	69.11%	69.16%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表16: 动保公司单季度收入与利润情况

	单季度收入 (亿元)					单季度归母净利 (亿元)				
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
天康生物	9.96	12.90	14.25	15.62	12.05	0.55	0.53	1.51	0.54	0.29
瑞普生物	2.94	2.89	2.93	3.13	3.07	0.38	0.30	0.37	0.13	0.43
中牧股份	9.39	9.57	12.97	12.41	8.00	1.25	0.68	1.46	0.78	0.88
生物股份	5.57	2.04	6.71	4.65	3.34	2.96	0.63	3.22	0.73	1.59
海利生物	0.62	0.46	0.88	0.59	0.81	0.21	0.11	0.14	-0.25	0.06
普莱柯	1.44	1.41	1.46	1.77	1.47	0.39	0.38	0.43	0.17	0.14

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

种业：杂交水稻、玉米面临行业调整期，行业基本面触底

水稻收购价下调、品种竞争加剧等因素影响下，种子企业短期面临较大压力。2016-18年ROE分别为5%、7.4%、6%，ROE有所回落主要源于销售利润率下降。经过持续调整，行业基本面基本触底，后期重点关注龙头公司整合能力。

上市公司经营回顾：

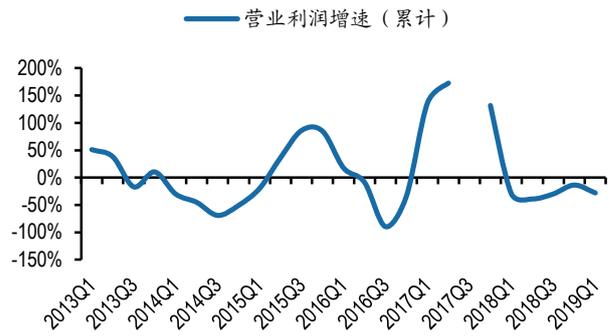
- 收入增长：2018年，隆平高科、农发种业、丰乐种业、荃银高科、敦煌种业、登海种业、万向德农和神农基因分别实现营收35.8亿元、34.46亿元、19.27亿元、9.1亿元、7.67亿元、7.61亿元、2.64亿元和1.72亿元，同比分别+12.2%、-10.9%、+33.2%、-3.9%、+58.2%、-5.3%、+2.4%、-66.4%。
- 净利率：2018年，隆平高科、万向德农、荃银高科、神农基因、丰乐种业、农发种业、登海种业和敦煌种业的净利率分别为25.2%、22.1%、10.2%、9.9%、3%、1.6%、-3.2%和-34.5%，同比分别下降2.8个百分点、下降2.2个百分点、下降0.1个百分点、上升9.7个百分点、上升2个百分点、上升11.9个百分点、下降20.2个百分点和下降16.9个百分点。
- 存货：截至2018年底，荃银高科、隆平高科、农发种业的存货同比分别增长34.8%、32.5%、16.6%。神农基因、敦煌种业、登海种业、丰乐种业、万向德农的存货有所下降，同比分别下降55.2%、20.8%、13%、3.4%、1.6%。

图26: 18年种子行业的营业收入同比增长13%



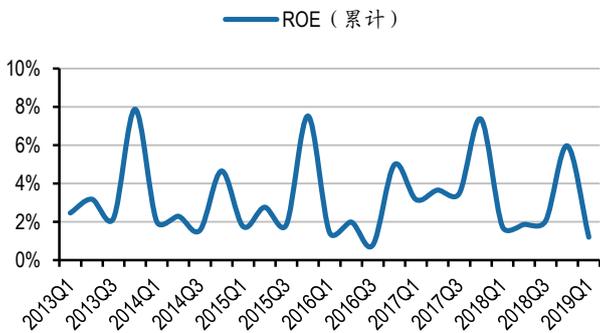
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 19Q1种子行业营业利润同比下滑28%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图28: 18年种子行业ROE为6%



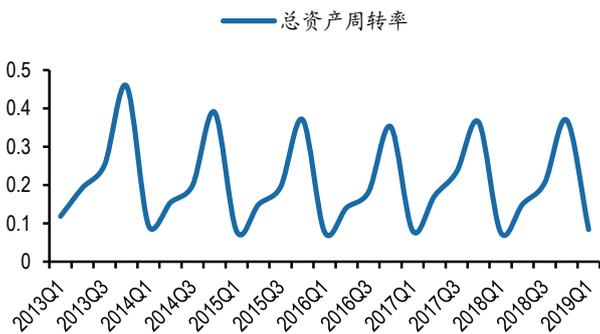
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 18年种子行业的销售净利率9.7%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 18年种子行业的总资产周转率为0.37次



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 18年种子行业的资产负债率为38.5%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表17: 17-18年种子行业上市公司概况

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
丰乐种业	14.47	19.27	0.15	0.57	1.01%	2.98%	0.87%	3.37%	0.69%	2.48%
隆平高科	31.90	35.80	8.92	9.03	27.98%	25.23%	13.02%	11.54%	8.53%	6.37%

登海种业	8.04	7.61	1.36	-0.25	16.97%	-3.24%	5.94%	1.17%	3.06%	-0.60%
荃银高科	9.47	9.10	0.97	0.93	10.23%	10.18%	8.48%	8.53%	6.42%	5.30%
神农基因	5.11	1.72	0.01	0.17	0.25%	9.91%	-1.16%	1.46%	0.04%	0.85%
敦煌种业	4.85	7.67	-0.85	-2.65	-17.56%	-34.49%	2.79%	-31.14%	-2.94%	-10.82%
万向德农	2.58	2.64	0.62	0.58	24.23%	22.05%	12.28%	10.92%	8.24%	7.48%
农发种业	38.67	34.46	-3.96	0.55	-10.25%	1.60%	-20.52%	2.23%	-10.34%	1.65%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表18：截至2018年底，种子行业上市公司存货情况

	存货（亿元）		同比
	2017A	2018A	
丰乐种业	7.77	7.51	-3.36%
隆平高科	21.96	29.10	32.52%
登海种业	9.09	7.91	-13.00%
荃银高科	4.91	6.62	34.82%
神农基因	2.29	1.02	-55.23%
敦煌种业	5.80	4.59	-20.84%
万向德农	1.44	1.42	-1.59%
农发种业	3.72	4.34	16.63%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表19：种子企业单季度收入与利润情况

	单季度收入（亿元）					单季度归母净利润（亿元）				
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
丰乐种业	4.53	3.49	3.08	8.17	5.70	0.15	-0.13	-0.23	0.74	0.37
隆平高科	8.14	5.35	1.08	21.23	7.40	2.25	-0.67	-0.80	7.14	1.34
登海种业	1.39	1.57	0.34	4.31	1.36	0.19	0.14	-0.28	0.27	0.05
荃银高科	1.26	0.76	0.68	6.40	1.40	0.06	-0.22	-0.25	1.09	0.08
神农基因	0.66	0.48	0.26	0.32	0.29	0.13	-0.16	0.37	-0.14	-0.12
敦煌种业	0.86	1.20	1.60	4.01	1.91	-0.41	-0.38	-0.44	-0.94	-0.35
万向德农	0.66	0.56	0.54	0.87	0.70	0.13	-0.18	0.38	0.19	0.13
农发种业	6.05	8.72	8.06	11.63	8.99	-0.11	-0.05	0.13	0.34	-0.08

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议

2019年迎来新一轮猪周期的起点，伴随前期行业库存去化，供需缺口将逐步体现，猪价将正式开启上涨趋势。当前行业供给偏紧的核心矛盾在于疫情防控以及母猪存栏下滑，疫情形势未见减缓的背景下，建议仍重点配置行业龙头企业，牧原股份、温氏股份、天康生物、天邦股份、新五丰、正邦科技等受益；新希望、唐人神

等饲料龙头生猪养殖扩张速度迅速，建议关注。

2019年生猪供给整体受限的背景下，替代类产品需求有望提振，建议重点关注黄羽肉鸡、白羽肉鸡养殖，关注温氏股份、圣农发展等。

饲料板块：预计禽料受益于下游养殖规模扩张继续维持高速增长，水产饲料平稳增长延续，猪料增速由于下游存栏收缩承压，继续看好行业综合龙头企业份额扩张。

风险提示

原材料价格波动风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

疫病风险：若发生类似于“H7N9”流感的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

食品安全：农业生产环节众多，若食品安全防范措施不到位，易引发食品安全问题，对行业和企业均会造成较大的负面影响。

自然灾害风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

政策风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

广发农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士。2017 年新财富农林牧渔行业入围；2016 年新财富农林牧渔行业第四名，新财富最具潜力分析师第一名，金牛奖农林牧渔行业第一名。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，主要覆盖畜禽养殖、农产品加工和宠物行业。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 张斌梅：资深分析师，复旦大学管理学硕士，主要覆盖饲料、种植业、大宗农产品和宠物行业。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：联系人，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，主要覆盖动物保健、水产板块。2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。