

投资评级：优于大市

证券分析师

王涪涪

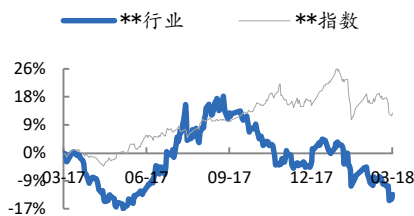
 资格编号：S0120518110001
电话：021-68761616
邮箱：wangtt@Tebon.com.cn

联系人

刘敏

 电话：021-68761616-6214
邮箱：liumin@Tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

农林牧渔行业年报和一季度业绩综述

行业逆市扩张 等待业绩反转

投资要点：

- 板块增收不增利现金流情况良好。**农林牧渔板块 2018 年收入总额 5145 亿元，同比增长 8.87%，2019 年第一季度收入 1208.5 亿元，同比增长 7.58%。2018 年归母净利润总额 123 亿元，同比降低 46.29%，2019 年第一季度归母净利润总额 24.6 亿元，同比降低 61.99%。2018 年经营活动净现金流总额 384.8 亿元，同比增长 15.95%，2019 年第一季度经营活动净现金流总额 46.3 亿元，同比增长 61.08%。
- 生猪市场低迷拖累行业业绩。**2018 年多数农产品稳中有升，但是猪价低迷，全年价格平均仅为 12.96 元/kg，同比下降 16%，养猪行业今年利润同比大幅下滑，同时拖累整个产业链业绩下滑。因此，横向来看，整个养殖板块利润损失最为惨重，子版块归母净利润从 2017 年 91.1 亿元下降到 2018 年 12.9 亿元，是利润绝对额下降最为严重的板块。饲料方面也出现了结构分化，禽类饲料则随着禽价经历了一波反转，猪饲料则因为生猪市场的低迷，导致业务毛利率进一步下跌，水产料因为市场渗透率低，产品供需格局较好，处于价量双涨阶段。
- 板块费用管控良好运营效率有所下滑。**虽然 2018 年整个板块业绩下滑明显，但是主要是终端产品价格下跌带来的毛利率下降。整个板块在成本控制方面依然稳健，费用率方面行业在管理费用率有所下滑，销售费用率和财务费用微升。运营效率方面，整个板块去年运营效率有所下降，存货周转率下降 12.47%，应收账款周转率下降 4.13%。2019Q1 情况来看，总资产周转率几乎持平，固定资产周转率下降明显。
- 行业仍在逆市扩张但有效产能增长有限。**行业固定资产等现金支持基本同去年持平，但是固定资产形成速度明显慢于去年，主要原因是生产性生物资产的增速创下历史新低，较多的新增养殖场无法引入能繁母猪从而形成有效产能。研发支出方面，行业仍在加速投入，同比增长近 20%，尤其是行业龙头研发支出增速远超平均水平。
- 风险提示。**非洲猪瘟疫情进一步恶化，影响上市公司养殖场，导致出栏不及预期；猪肉消费受到疫情影响快速下滑，导致猪价不及预期。

目 录

1. 板块增收不增利现金流情况良好	4
2. 终端产品价格拖累行业业绩	4
3. 板块费用管控良好运营效率有所下滑	6
4. 行业仍在逆市扩张但有效产能增长有限	8

图表目录

图 1 鸡、玉米、海产品价格有所上涨.....	4
图 2 生猪和大豆价格持续下跌.....	4
图 3 固定资产等现金支出增速放缓.....	8
图 4 生物性资产增速近 10 年最低.....	8
图 5 所有子版块生产性生物性资产增速情况.....	8
图 6 整个行业研发支出逆市增长.....	9
图 7 行业龙头研发投入增速更快.....	9
表 1 农林牧渔行业基础财务情况.....	4
表 2 畜禽养殖板块财务情况.....	5
表 3 饲料板块公司财务情况.....	5
表 4 行业费用率情况.....	6
表 5 行业现金流情况.....	7
表 6 行业营运效率指标.....	7

1. 板块增收不增利现金流情况良好

农林牧渔板块 2018 年收入总额 5145 亿元，同比增长 8.87%，2019 年第一季度收入 1208.5 亿元，同比增长 7.58%。2018 年归母净利润总额 123 亿元，同比降低 46.29%，2019 年第一季度归母净利润总额 24.6 亿元，同比降低 61.99%。2018 年扣非归母净利润总额 87.8 亿元，同比降低 56.86%，2019 年第一季度扣非归母净利润总额 16 亿元，同比降低 63.86%。2018 年经营活动净现金流总额 384.8 亿元，同比增长 15.95%，2019 年第一季度经营活动净现金流总额 46.3 亿元，同比增长 61.08%。

表 1 农林牧渔行业基础财务情况

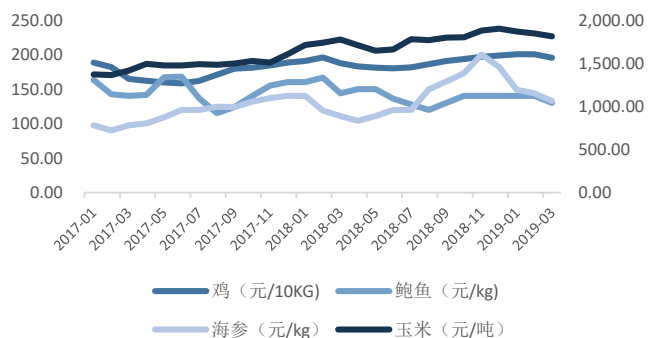
	2018 营业收入	2019Q1 营业收入	2018 营收同比	2019Q1 营收同比	2018 归母净利润	2019Q1 归母净利润	2018 归母利润同比	2019Q1 归母净利润
农林牧渔	514.5	120.85	8.87	7.58	12.3	2.46	-46.29	-61.99
农业综合 II	1.78	0.4	38.55	11.15	0.1	0.05	4.99	10.38
农产品加工	92.64	21.96	4.36	1.54	-0.59	0.79	-315.51	-25.19
动物保健 II	11.34	2.52	3.06	-10.94	1.83	0.45	-11.29	-28.91
畜禽养殖 II	115.77	30.09	7.95	7.69	1.29	-0.39	-85.81	-116.61
饲料 II	238.26	53.67	13.82	10.51	6.8	0.81	-24.84	-50.11
种植业	34.73	8.13	-5.25	15.73	2.86	0.79	22.12	21.42
林业 II	2.77	0.48	30.91	18.99	0.12	0.01	187.11	-35.93
渔业	17.21	3.61	6.55	0.33	-0.1	-0.05	-1224.16	-151.15

资料来源：德邦研究

2. 终端产品价格拖累行业业绩

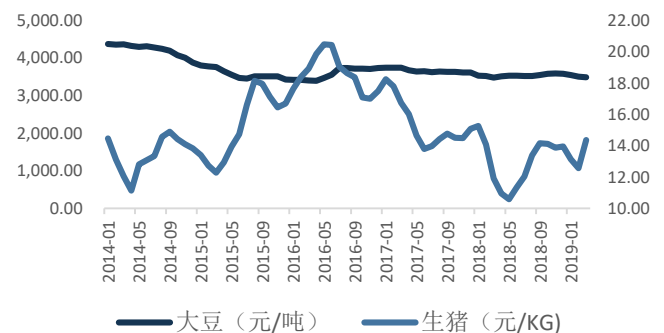
从终端产品价格来看，过去 1 年主要农产品的价格表现不一，玉米、禽类、牛羊和部分海产品景气度回升，生猪和豆类则处于价格下跌阶段。因为生猪市场规模超过万亿，其产业占比整个第一产业产值超过 20%，2018 年猪价低迷，全年价格平均仅为 12.96 元/kg，同比下降 16%，养猪行业今年利润同比大幅下滑，同时拖累整个产业链业绩下滑。

图 1 鸡、玉米、海产品价格有所上涨



资料来源：Wind，德邦研究

图 2 生猪和大豆价格持续下跌



资料来源：Wind，德邦研究

横向来看，整个养殖板块利润损失最为惨重，子版块归母净利润从 2017 年 91.1 亿元下降到 2018 年 12.9 亿元，是利润绝对额下降最为严重的板块。今年一季度生猪价格在 3 月份始有所回暖，所以 2019Q1 生猪养殖板块仍然亏损，但是预计猪价将在 5 月开始继续走高，盈利情况还将改善，并拉动其他养殖板块景气度。禽业板块（民和、益生）在 2018 年下半年业绩反转后，行业景气度保持在高位，今年 Q1 表现依然亮眼，预计还将持续景气。

表 2 畜禽养殖板块财务情况

证券简称	2018 总营收	2019Q1 总营收	2018 营收增长率	2019Q1 营收增长率	2018 归母净利润	2019Q1 归母净利润	2018 归母净利润增速	2019Q1 归母净利润增速	2017 毛利率	2018 毛利率	2019Q1 毛利率
温氏股份	572.44	139.72	2.85	6.22	39.57	-4.60	-41.38	-132.69	20.06	16.85	4.95
大康农业	133.95	34.81	8.21	-4.64	-6.85	0.25	-2,981.90	35.06	7.47	7.98	8.41
牧原股份	133.88	30.48	33.32	10.62	5.20	-5.41	-78.01	-497.64	29.81	9.82	-10.22
圣农发展	115.47	30.84	13.67	31.17	15.05	6.53	377.79	414.14	10.88	20.53	28.69
立华股份	72.14	16.26	21.62	-1.20	13.00	1.07	64.41	-72.67	18.72	23.49	10.76
华英农业	53.49	11.85	29.77	3.38	1.19	0.18	94.06	45.91	11.21	11.08	7.84
*ST 雏鹰	35.56	3.96	-37.60	-65.10	-38.64	-11.03	-8,650.78	-997.43	19.49	-16.17	-107.15
仙坛股份	25.78	7.35	19.12	62.44	4.02	1.57	294.20	407.73	6.28	17.09	23.86
新五丰	20.41	3.93	18.41	-1.45	-0.36	-0.29	-179.80	-521.24	9.33	3.39	-0.18
民和股份	18.18	7.31	70.31	149.05	3.81	3.86	231.01	2,567.86	-0.98	34.31	58.75
益生股份	14.73	6.51	124.42	193.55	3.63	3.82	216.91	3,503.70	-12.32	37.05	62.00
福成股份	14.54	3.63	6.85	2.66	1.60	0.39	2.45	6.95	36.57	34.51	33.24
罗牛山	11.49	2.19	-13.61	7.79	3.89	-0.13	154.11	-104.06	30.65	24.74	13.44
西部牧业	6.78	1.71	-2.13	16.13	0.20	0.01	105.37	103.37	4.61	7.70	12.45
天山生物	1.05	0.29	-46.12	6.52	-19.46	-0.08	-26,237.26	-59.04	41.05	25.33	27.24

资料来源: Wind, 德邦研究

饲料板块同样业绩下滑较多主要是受到其养殖业务的拖累。就饲料业务本身而言,作为上游板块因为下游产品表现不一,体现出结构性差异。我国饲料行业整体格局呈现为总产能过剩部分产品产能不足的状态,竞争格局上,去产能引导中小饲料厂关闭,行业集中度不断提高。虽然过去 3 年,在去杠杆政策的引导下,总产能不断下降,但是最为过剩的猪饲料价格尚无回升,反而因为 2018 年生猪市场的低迷,导致业务毛利率进一步下跌。反观水产料因为市场渗透率低,产品供需格局较好,处于价量双涨阶段。禽类饲料则随着禽价经历了一波反转。从上市公司来看,也呈现同样的格局。以水产饲料为主的海大集团取得了超过 20% 的营收增长和近 20% 的利润增长;以禽料为主的新希望取得了 10% 的营收增长;以近 10% 的利润增长;以猪料为主的傲农生物、正邦科技、唐人神仅取得营收个位数增长,毛利率则有所下滑。

表 3 饲料板块公司财务情况

证券简称	2018 总营收	2019Q1 总营收	2018 营收增长率	2019Q1 营收增长率	2018 归母净利润	2019Q1 归母净利润	2018 归母净利润增速	2019Q1 归母净利润增速	2017 毛利率	2018 毛利率	2019Q1 毛利率
新希望	690.63	162.12	10.38	17.05	6.66	9.49	-25.23	10.38	8.15	8.73	9.31
海大集团	421.57	88.75	29.49	14.37	1.22	22.25	19.06	21.81	10.99	10.77	9.98
通威股份	275.35	61.69	5.53	20.19	4.91	18.14	0.51	53.36	19.42	18.92	22.25
正邦科技	221.13	51.94	7.27	1.93	-4.14	4.74	-63.21	-743.42	11.63	10.23	2.28

大北农	193.02	40.57	2.99	5.07	-0.39	-11.82	-59.93	-121.48	24.17	18.70	16.96
禾丰牧业	157.51	35.12	15.00	5.52	1.41	12.23	17.18	53.65	8.57	8.44	9.11
唐人神	154.22	33.58	12.28	1.37	0.05	2.21	-55.87	-87.85	10.38	8.34	7.76
傲农生物	57.62	13.40	17.53	0.30	0.17	-1.21	-72.14	23.62	18.86	13.70	14.72
天康生物	52.73	12.05	13.89	3.14	0.29	20.92	-22.95	-47.66	23.40	21.04	18.20
天邦股份	45.19	12.45	47.63	-5.72	-3.35	47.64	-318.19	-1141.95	24.43	11.69	-6.12
*ST康达	34.37	7.20	121.79	4.37	1.11	110.85	381.22	1031.85	15.25	42.86	41.30
金新农	28.01	6.01	-8.52	-2.87	-0.11	-18.56	-524.46	-158.86	18.46	14.75	17.81
天马科技	15.06	3.55	32.55	0.74	0.14	16.41	-19.06	-18.26	20.21	17.44	15.71
中宠股份	14.12	3.81	39.09	0.56	0.07	37.45	-23.39	-45.75	24.81	23.31	20.69
正虹科技	13.42	2.85	-0.48	0.56	-0.05	0.68	246.07	-112.46	10.56	8.35	7.03
佩蒂股份	8.69	1.62	37.55	1.40	0.06	0.91	31.42	-79.50	37.27	34.76	32.46

资料来源: Wind, 德邦研究

3. 板块费用管控良好运营效率有所下滑

虽然 2018 年整个板块业绩下滑明显, 但是主要是终端产品价格下跌带来的毛利率下降。整个板块在成本控制方面依然稳健, 费用率方面行业在管理费用率有所下滑, 销售费用率和财务费用微升。整个板块 2018 年毛利率仅为 15.78%, 比 2017 年 17.19% 的毛利率下滑了 1.42 个百分点, 2019Q1 进一步下滑至 13.92%; 板块 2018 年管理费用率仅为 4.84%, 比 2017 年 5.57% 的毛利率下滑了 0.73 个百分点, 2019Q1 微升至 5.03%; 板块 2018 年销售费用率为 4.17%, 比 2017 年 4.11% 的毛利率微升了 0.73 个百分点, 2019Q1 微将至 4.04%; 板块 2018 年财务费用率为 1.54%, 比 2017 年 1.41% 的毛利率下滑了 0.13 个百分点, 2019Q1 继续升至 1.72%。

表 4 行业费用率情况

	2017 销售费用率	2018 销售费用率	2019Q1 销售费用率	2017 管理费用率	2018 管理费用率	2019Q1 管理费用率	2017 财务费用率	2018 财务费用率	2019Q1 财务费用率
农林牧渔	4.11	4.18	4.04	5.57	4.84	5.03	1.41	1.54	1.72
农业综合 II	3.09	3.89	4.08	5.22	8.74	6.19	0.95	3.59	3.39
农产品加工	5.99	6.49	7.16	4.84	4.42	4.21	2.91	2.24	2.31
动物保健 II	12.79	12.51	11.06	12.99	8.82	9.42	1.27	0.67	2.04
畜禽养殖 II	1.94	1.96	1.86	5.23	5.60	6.00	1.81	2.18	2.19
饲料 II	3.79	3.55	3.34	4.38	3.23	3.67	0.55	0.79	1.17
种植业	4.67	5.09	4.27	12.56	12.04	9.99	1.29	2.42	1.32
林业 II	8.55	7.76	14.51	13.24	11.44	13.98	5.46	3.85	-5.13
渔业	6.86	7.34	6.85	6.04	5.66	6.63	3.00	2.18	3.70

资料来源: Wind, 德邦研究

2018 整个行业的经营性净现金流仍然为正向增长, 说明利润下滑并未击穿公司现金成本线, 农牧公司从现金角度而言还有不错的收益。分板块看, 现金流的增长主要得益于种植业、农产品加工、畜牧养殖经营现金流的持续改善。2019Q1 的情况, 饲料、农产品加工和渔业现金流情况大幅改善, 整个动保行业账期拉长叠加收入利润下降, 动

保行业现金流情况继续恶化。

表 5 行业现金流情况

	2018 经营 现金流净 额	2019Q1 经 营现金流 净额	2018 经营净 现金流同 比	2019Q1 经 营净现金流 同比	2018 经营 收到现金 /营收	2019Q1 经 营收到现 金/营收	2018 经营活 动净额/经营 净利	2019Q1 经营 活动净额/ 经营净利
SW 农林牧 渔	384.79	46.28	15.95	61.08	101.71	102.01	440.92	284.87
SW 种植业	35.32	22.27	58.25	6.57	104.90	116.01	7,738.53	334.53
SW 渔业	1.18	5.74	-86.60	2,286.86	98.34	106.69		
SW 林业 II	-3.44	-1.14	-194.88	15.47	87.24	94.39	-802.12	
SW 饲料 II	114.99	1.51	7.93	109.59	99.25	100.17	179.69	19.54
SW 农产品 加工	87.48	11.91	34.24	16.66	110.30	110.53	1,144.14	174.37
SW 农业综 合 II	7.98	-0.09	5,768.13	95.79	117.78	100.11	543.93	-14.42
SW 畜禽养 殖 II	131.74	13.01	20.70	-34.99	100.19	96.78	4,838.49	
SW 动物保 健 II	9.54	-6.95	-41.80	-130.89	94.79	79.19	62.21	-182.58

资料来源: Wind, 德邦研究

整个板块去年运营效率有所下降, 存货周转率下降 12.47%, 应收账款周转率下降 4.13%。总资产周转率几乎持平, 固定资产周转率下降明显, 而在建工程和固定资产净值增速较快, 说明行业公司看好未来发展, 加快产能投入。分板块看, 固定资产的增长主要来自于饲料板块和畜禽养殖板块, 两个板块贡献了 75% 的新增量, 其中畜禽养殖固定资产净值 2018 年增长 71 亿元, 同比增长 14%; 饲料板块固定资产净值 2018 年增长 109 亿元, 同比增长 24%。结合财报其他信息来看, 主要是饲料企业和畜禽养殖企业加大对于生猪养殖的固定资产投入。

表 6 行业营运效率指标

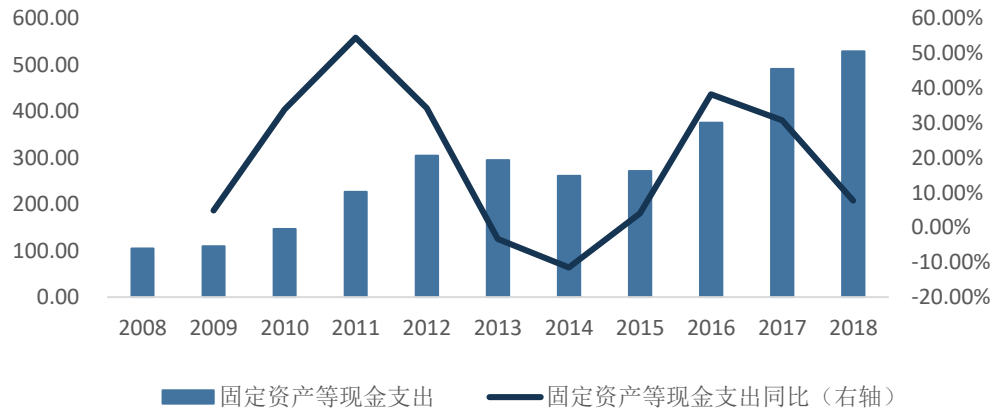
	2018 存货 周转率同 比	2019Q1 存 货周转率 同比	2018 应收 账款周 转率同 比	2019Q1 应 收账款周 转率同 比	2018 固定 资产周 转率同 比	2019Q1 固 定资产周 转率同 比	2018 总资 产周转 率同 比	2019Q1 总 资产周 转率同 比
SW 农林 牧渔	-12.47%	3.26%	-4.13%	-0.61%	-3.55%	-19.48%	-0.67%	1.20%
SW 种植 业	-16.92%	27.97%	-11.96%	14.92%	-4.54%	17.62%	-3.45%	18.50%
SW 渔业	15.63%	-3.87%	1.41%	8.52%	15.84%	-2.01%	15.76%	6.08%
SW 林业 II	65.21%	-4.41%	43.28%	47.71%	-3.09%	10.01%	16.51%	16.41%
SW 饲料 II	-18.41%	-4.91%	-9.69%	-11.17%	-9.09%	-42.74%	-8.19%	-10.47%
SW 农产 品加工	34.48%	6.42%	9.79%	0.49%	11.96%	0.43%	10.12%	3.97%
SW 农业 综合 II	-27.64%	-44.02%	-50.87%	-100.00%	16.52%	29.16%	-33.17%	-27.30%
SW 畜禽 养殖 II	-16.55%	11.86%	-12.28%	-5.09%	-12.06%	-1.57%	-3.94%	6.27%
SW 动物 保健 II	-4.57%	-21.88%	-23.52%	-24.99%	-1.29%	-17.06%	-8.40%	-10.09%

资料来源: Wind, 德邦研究

4. 行业仍在逆市扩张但有效产能增长有限

行业资产投入仍在增加，但是整体增速下降。2018 年行业投入固定资产和长期资产总现金支出 529 亿元，高于去年 491 亿元，但是增速明显放缓，从 2017 年的 30.8% 骤降至 7.76%。从投向来看，去年现金投入基本和固定资产净值增量匹配，今年投入有近 30% 还在在建工程阶段，结合市场情况来看，应该是有大量新建猪场因为无法匹配能繁母猪，所以无法投入使用。

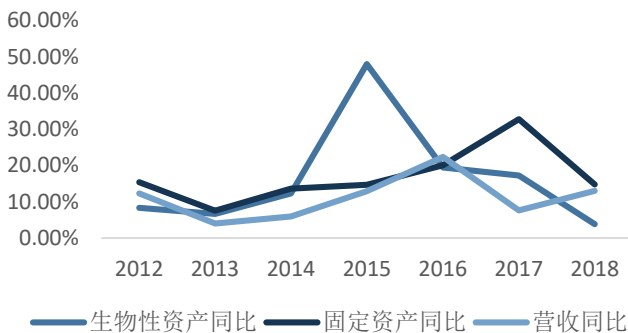
图 3 固定资产等现金支出增速放缓



资料来源: Wind, 德邦研究

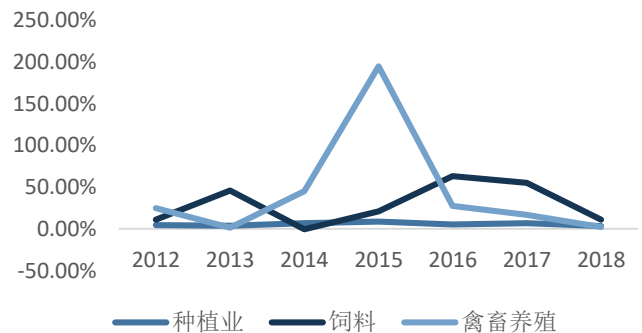
生产性生物性资产增速为近 10 年最低，落后固定资产增速。2018 年度行业固定资产同比增长 14.77%，生产性生物性资产同比增长 3.85%，收入增长 13.03%，如果刨除 2012 年后上市公司的影响，2018 年行业固定资产同比增长 12.13%，生物性资产增长 1.85%，收入增长 10.85%。2018 年的固定资产增速同过去 10 年均值相当，而生产性生物性资产增速是近 10 年来最低的增速，说明整个行业扩张增速放缓。分子行业来看，畜禽养殖是下滑最多的板块，生物性资产增速从 17% 骤降至 2%，饲料板块则从 55% 下降至 11%，种植业下滑最少，仅从 6.93% 下降至 3.43%。历史上看，生物性资产投资增速领先收入 1 年，明年预期上市公司产量增速不高，主要看价格弹性。

图 4 生物性资产增速近 10 年最低



资料来源: Wind, 德邦研究

图 5 所有子版块生产性生物性资产增速情况

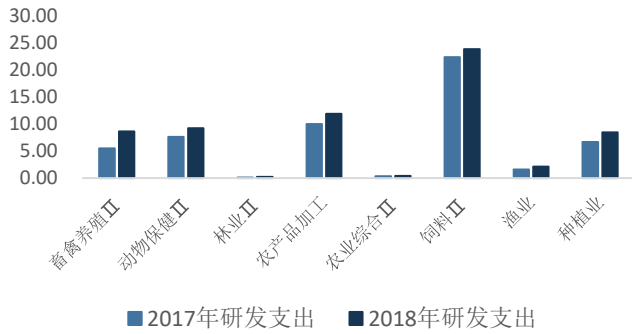


资料来源: Wind, 德邦研究

行业研发支出较快，畜禽养殖、动物保健板块逆市投入，行业龙头投入增速尤大。全行业 2018 年研发投入 64.86 亿元高于 2017 年 54.20 亿元，同比增长 19.68%；增速最快的是畜禽养殖板块，从 2017 年 5.47 亿元激增至 8.65 亿元，同比上升 58%；种植

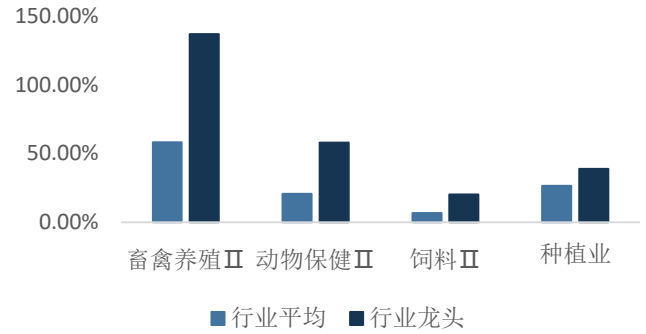
板块研发投入 8.44 亿元，同比上升 26.57%，是增速第二的子版块；动物保健板块尽管去年业绩较差，但是研发支出依然达到了 20.67% 的增长，2018 年研发支出达到 9.23 亿元。具体来看，行业龙头都保持研发支持增长态势，温氏研发支出达到 5.52 亿元，同比增长 137%；隆平高科研发支出 4.49 亿元，同比增长 38.9%；海大集团研发支出 3.1 亿元，同比增长 20%；中牧股份研发支出 2.8 亿元，同比增长 58%。

图 6 整个行业研发支出逆市增长



资料来源：Wind，德邦研究

图 7 行业龙头研发投入增速更快



资料来源：Wind，德邦研究

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦研究书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦研究所并获得许可，并需注明出处为德邦研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。