

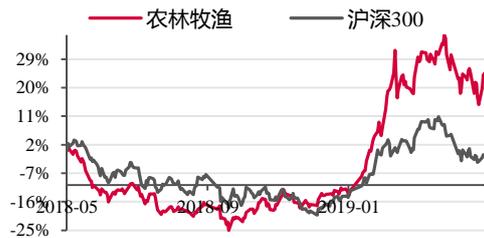
拥抱周期，坚守价值

2019年05月30日

评级 领先大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
农林牧渔	-4.45	18.85	24.37
沪深300	-6.37	-0.15	-1.60

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955776

相关报告

- 《农林牧渔：农业 2019 年 4 月行业跟踪：猪价上涨阶段将至，继续推荐畜禽养殖板块》
2019-05-14
- 《农林牧渔：农业 2019 年 3 月行业跟踪：猪价趋势性上涨有望开启，继续推荐畜禽养殖板块》
2019-04-09
- 《农林牧渔：农业 2019 年 2 月行业跟踪：猪周期拐点来临，继续推荐畜禽养殖板块》
2019-03-06

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
温氏股份	0.74	48.13	1.49	24.02	3.26	11.00	推荐
牧原股份	0.25	235.70	1.92	30.67	5.52	10.65	推荐
新希望	0.40	43.55	0.73	23.96	1.28	13.77	推荐
圣农发展	1.21	24.01	1.87	15.59	1.99	14.65	推荐
海大集团	0.91	33.56	1.15	26.50	1.61	18.95	谨慎推荐
正邦科技	0.08	218.15	0.68	25.98	2.30	7.73	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **盈利低点渐过，农业配置价值依旧。**目前猪周期底部已过，随着非洲猪瘟疫情导致的生猪供给缺口逐步显现，下半年猪价有望进入趋势性上涨阶段，养猪板块及加速布局养猪业务的饲料板块盈利有望明显改善，而禽养殖板块在自身供给偏紧以及替代性需求提升背景下，2019 年高景气度有望延续，因此畜禽养殖板块仍是下半年配置首选。
- **猪价趋势性上涨行情开启，养猪股迎配置第二阶段。**短期来看，随着两广地区猪源抛售结束以及屠宰场库存的不断下降，猪源供给短缺将日益显现，下半年猪价有望迎来趋势性上涨行情。中期来看，非洲猪瘟疫情扩散导致的产能去化情况仍将持续，在行业供给弹性不足的情况下，预计本轮周期的上行阶段持续时间将更长。估值方面，目前各养猪上市公司头均市值仍低于上一轮周期高点，且在此轮去产能幅度创近三轮猪周期之最的情况下，猪价高点大概率突破上一轮周期高点，生猪养殖上市公司头均市值仍有较大提升空间。
- **2019 年禽养殖高景气仍可持续。**供给端，在 2018 年整体引种量较低且行业强制换羽下降背景下，预计 2019 年下半年下游父母代、商品代鸡苗供给紧张仍将持续。需求端，非洲猪瘟疫情导致猪肉供给缺口不断扩大，而作为我国居民第二大动物蛋白摄入来源的鸡肉有望最先受益。随着三季度消费旺季的到来，我们认为下半年毛鸡和鸡肉产品价格有望呈现逐步上涨趋势，禽链上市公司高盈利有望延续。
- **后周期饲料短期承压，龙头企业长期优势稳固。**2019 年不同品类饲料销量出现分化，其中生猪存栏下降使得猪料销量承压；禽料有望受益于禽类存栏逐步回升而保持较高增速；水产料结构分化，中高端水产料有望受益于消费升级而维持较高增速。在饲料品类分化形势下，龙头企业有望凭借产品、服务、规模的综合优势实现市占率的不断提升。
- **投资建议：**畜禽养殖板块仍是下半年农业板块投资重心，周期上行以及较高的权重占比有望逐季提升行业盈利能力，维持对行业的“领先大市”评级。个股方面首推生猪养殖龙头温氏股份、牧原股份，同时推荐出栏量快速增长的正邦科技、新希望、唐人神等弹性品种；禽养殖板块推荐圣农发展，并建议关注益生股份、民和股份、仙坛股份；饲料板块推荐竞争优势明显的水产饲料龙头海大集团。
- **风险提示：**自然灾害、疫情风险、政策变化、农产品价格大幅下跌。

内容目录

1 2019 年上半年市场回顾：农业股跑赢多个指数	5
1.1 农林牧渔指数跑赢大盘	5
1.2 子行业情况	5
1.3 估值情况	6
1.4 业绩情况：18 年及 19Q1 营收实现正增长，畜养殖业绩大幅下滑拖累整体业绩	7
2 生猪养殖：迎接猪价上涨周期，拥抱优质成长个股	9
2.1 历史猪周期回顾	9
2.2 供给缺口逐步扩大，猪价上涨有望拉开序幕	11
2.2.1 母猪产能持续去化	11
2.2.2 补栏积极性有所提升但实际增量有限	12
2.3 进口猪肉增加影响有限	15
2.3.1 我国是世界第一大猪肉生产国和消费国	15
2.3.2 猪肉进口增量有限	17
2.4 产业变革阶段，上市公司成长属性不可忽视	18
2.4.1 上市公司成长性不容忽视	18
2.4.2 产业升级、生物安全和精细化管理成为企业生存关键	19
2.5 估值仍有提升空间	20
2.6 投资建议：生猪养殖板块迎配置第二阶段	22
3 白羽鸡：行业供给偏紧+下游替代性需求提升，预计 2019 年禽养殖延续高景气度	22
3.1 行业供给仍偏紧	22
3.2 换羽影响有限，商品代鸡苗价格有望创新高	23
3.3 消费替代需求提升是下半年禽链价格上涨的主要驱动力	24
3.4 白羽鸡行业展望：景气延续，周期可看更长	24
4 养殖后周期的饲料短期承压，龙头企业长期优势稳固	25
4.1 饲料：不同品类销量分化	25
4.1.1 猪料销量预计承压	25
4.1.2 禽链景气延续，禽料销量有望保持增长	25
4.1.3 水产料结构升级，龙头企业机遇大于挑战	26
4.2 投资策略：优选综合实力突出的稳健龙头	28
5 投资策略及重点公司介绍	28
5.1 温氏股份 (300498.SZ)：“公司+农户”养殖典范，产能稳步扩张	28
5.2 牧原股份 (002714.SZ)：出栏保持高增长，猪价反转有望带动业绩回升	29
5.3 正邦科技 (002157.SZ)：出栏快速增长，公司业绩弹性巨大	30
5.4 新希望 (000876.SZ)：一体化大型农牧企业，养猪业务有望贡献较大业绩增量	30
5.5 圣农发展 (002299.SZ)：白羽鸡景气行情延续，业绩高增有望持续	31
5.6 海大集团 (002311.SZ)：主业稳健增长，全品类竞争力持续提升	32
6 风险提示	32

图表目录

图 1：申万农林牧渔指数走势	5
----------------	---

图 2: 2019 年初至 5 月 31 日申万一级子行业涨跌幅 (%)	5
图 3: 2019 年初至 5 月 30 日农林牧渔子行业涨跌幅 (%)	6
图 4: 农林牧渔 PE 情况	6
图 5: 农林牧渔 PB 情况	7
图 6: 2018、2019Q1 农业板块营收及增速	7
图 7: 2018、2019Q1 农业板块归母净利润及增速	7
图 8: 2018、2019Q1 农业板块毛利率及净利率情况	8
图 9: 2018 年农林牧渔子行业营收及增速	8
图 10: 2018 年农林牧渔子行业归母净利润及增速	8
图 11: 2019Q1 年农林牧渔子行业营收及增速	9
图 12: 2019Q1 农林牧渔子行业归母净利润及增速	9
图 13: 生猪生长周期	9
图 14: 近几轮猪周期猪价走势	10
图 15: 自繁自养利润	11
图 16: 外购仔猪头均利润	11
图 17: 淘汰母猪屠宰量	12
图 18: 能繁母猪存栏大幅下滑	12
图 19: 母猪存栏指数显著下降	12
图 20: 二元母猪价格	13
图 21: 猪价走势延后二元母猪价格 14 个月	13
图 22: 仔猪价格走势	13
图 23: 全球猪肉产量分布	15
图 24: 全球猪肉消费量分布	15
图 25: 全球猪肉产消情况	16
图 26: 全球猪肉进出口数据	16
图 27: 猪肉主要进口国	16
图 28: 猪肉主要出口国	16
图 29: 我国生猪产品进口量	17
图 30: 我国冷鲜冻猪肉进口分布	17
图 31: 我国猪杂碎进口分布	17
图 32: 养猪股头均市值变化 (单位: 元/头)	21
图 33: 祖代鸡引种和更新量	23
图 34: 祖代种鸡总存栏量	23
图 35: 祖代鸡月度引种量	23
图 36: 父母代鸡苗价格	23
图 37: 父母代种鸡总存栏量: (单位: 万套)	24
图 38: 全国部分商品代鸡苗价格: (元/只)	24
图 39: 白羽肉鸡历年价格走势: (单位: 元/公斤)	24
图 40: 我国猪肉、鸡肉消费	24
图 42: 白羽鸡、毛鸭价格: (元/公斤)	25
图 43: 肉鸡苗、蛋鸡苗价格: (元/羽)	25
图 44: 我国水产饲料销量进入稳定发展阶段	26
图 45: 传统四大家鱼在我国淡水养殖结构中的占比不断下降	27
图 46: 中高档水产品价格持续走高	27
图 47: 特种水产配合饲料快速增长	28

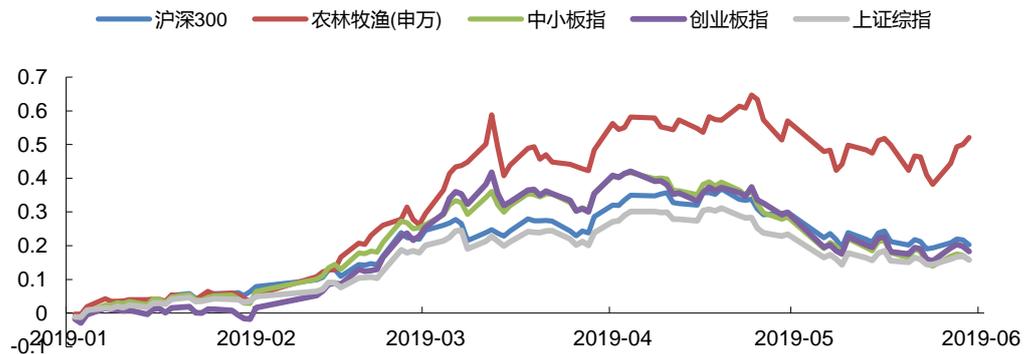
图 48: 温氏股份营收及归母净利润情况	29
图 49: 温氏股份生猪出栏量	29
图 50: 牧原股份营收及归母净利润	30
图 51: 牧原股份生猪出栏量	30
图 52: 正邦科技营收及归母净利润情况	30
图 53: 正邦科技生猪出栏量	30
图 54: 新希望营收及归母净利润情况	31
图 55: 新希望生猪出栏量	31
图 56: 圣农发展营收及增速	32
图 57: 圣农发展归母净利润及增速	32
图 58: 海大集团营收及增速	32
图 59: 海大集团归母净利润及增速	32
表 1: 2007 年国务院出台一系列政策扶持生猪生产发展	10
表 2: 2019 年 3 月农业农村部印发《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》	14
表 3: 高致病性蓝耳病与非洲猪瘟对比	14
表 4: 中美前十大养殖企业市占率对比	18
表 5: 不同出栏规模分布情况	20
表 6: 我国非洲猪瘟疫情情况	20
表 7: 养猪上市公司利润及估值分析	21
表 8: 2019 年 1-4 月份猪料销售情况 (180 家饲料企业)	25
表 9: 2019 年 1-4 月份禽料销售情况 (180 家饲料企业)	26

1 2019 年上半年市场回顾：农业股跑赢多个指数

1.1 农林牧渔指数跑赢大盘

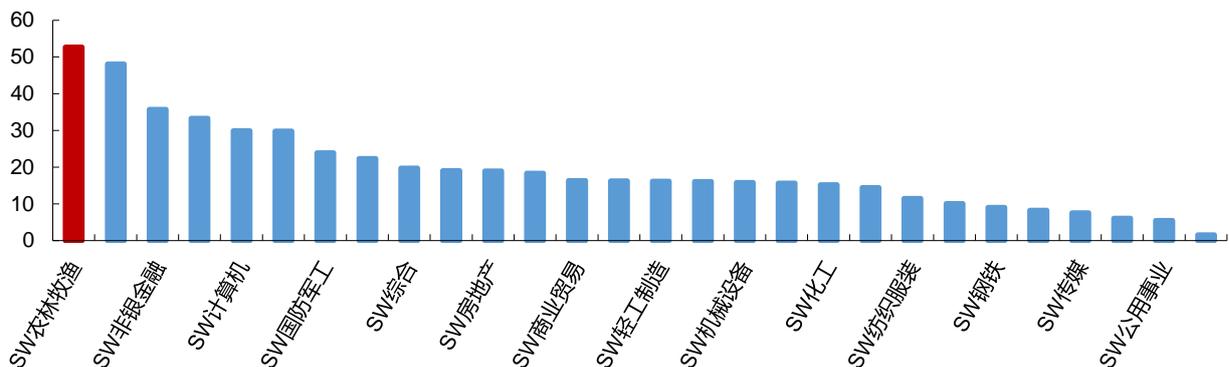
2019 年初至 5 月 30 日，农林牧渔（申万）指数、沪深 300、中小板指、创业板指分别上涨 50.08%、21.70%、17.13%、19.78%，农林牧渔指数大幅跑赢全部指数，在申万 28 个一级子行业中排名第 1 位。

图 1：申万农林牧渔指数走势



资料来源：wind，财富证券

图 2：2019 年初至 5 月 30 日申万一级子行业涨跌幅 (%)



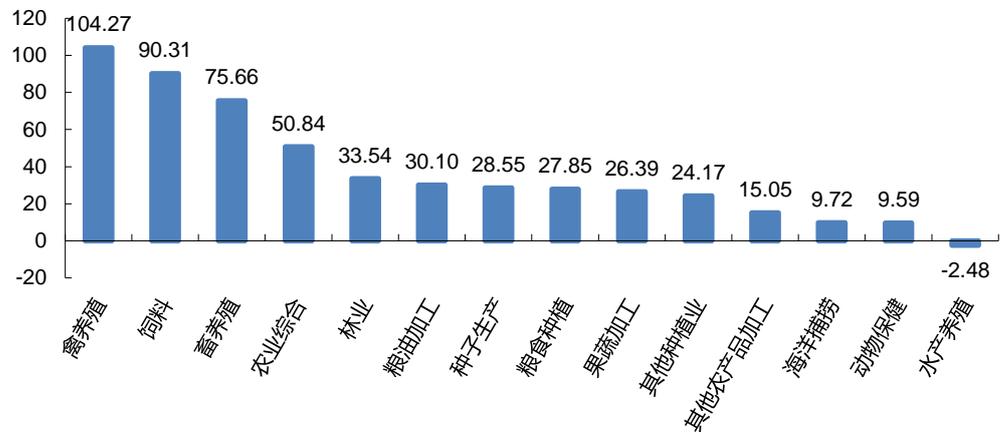
资料来源：wind，财富证券

1.2 子行业情况

年初至 5 月 30 日，农林牧渔三级子行业除水产养殖外均取得正收益。其中畜禽养殖板块投资热情持续提升，带动禽养殖、畜养殖分别取得 104.27%、75.66% 的涨幅；饲料板块上市公司产业链延伸、养猪业务快速发展而取得 90.31% 的收益。涨幅靠后的子行业

分别是动物保健、海洋捕捞和其他农产品加工，涨幅分别为 9.59%、9.72%和 15.05%。

图 3：2019 年初至 5 月 30 日农林牧渔子行业涨跌幅（%）

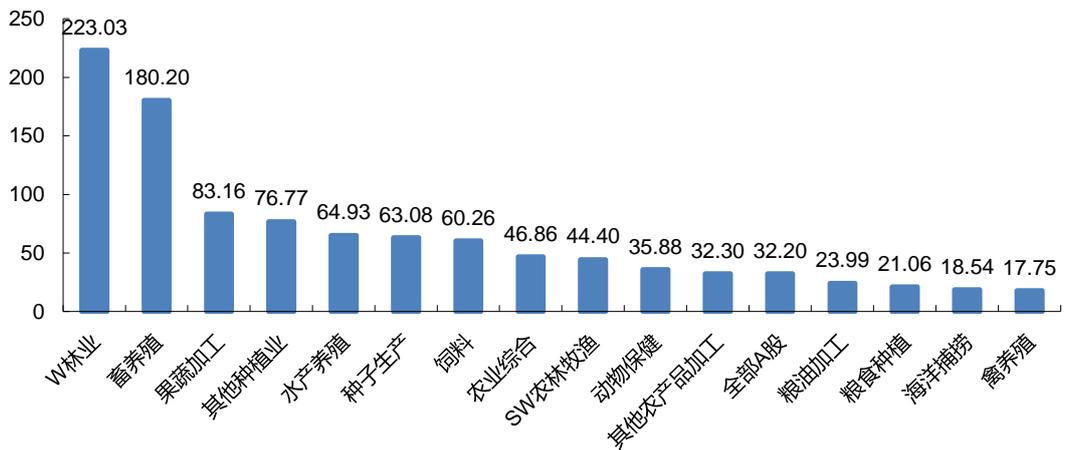


资料来源：wind，财富证券

1.3 估值情况

截至 2019 年 5 月 30 日农林牧渔板块 PE (TTM) 中值为 44.40 倍，相对 A 股估值溢价为 1.38 倍。比较而言，估值较低的子行业为禽养殖 (17.75X)、海洋捕捞(18.54X)和粮食种植(21.06X)。

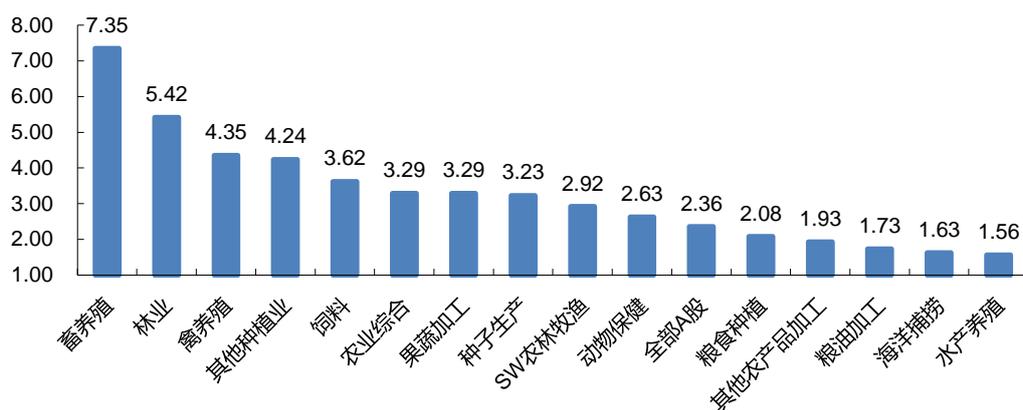
图 4：农林牧渔 PE 情况



资料来源：wind，财富证券

截至 2019 年 5 月 30 日农林牧渔板块 PB 中值为 2.92 倍，相对 A 股的估值溢价为 124 倍。比较而言，估值较低的子行业为水产养殖、海洋捕捞和粮油加工。

图 5：农林牧渔 PB 情况



资料来源：wind，财富证券

1.4 业绩情况：18 年及 19Q1 营收实现正增长，畜养殖业绩大幅下滑拖累整体业绩

2018 年农业板块实现营收 5145 亿元，同比增加 13.03%；实现归母净利润 123 亿元，同比下滑 46.35%（若剔除体量较大的温氏股份，则 2018 年行业营收及归母净利润增速分别为 14.45%和-32.64%），养猪板块业绩下滑是 2018 年农业板块业绩大幅下滑的主要原因。2018 年农业板块综合毛利率（整体法）为 15.19%，同比下降 1.80pct；销售净利率为 2.52%，同比下降 2.27pct。

2019 年一季度农业板块实现营收 1209 亿元，同比增长 13.74%；实现归母净利润 24.56 亿元，同比下滑 59.83%，净利润增速延续下滑态势（若剔除体量较大的温氏股份，则 2019Q1 行业营收及归母净利润增速分别为 14.80%和-37.02%）。盈利能力方面，2019Q1 农业板块综合毛利率（整体法）为 13.93%，同比下降 2.46pct，销售净利率为 2.39%，同比下降 3.81pct。

图 6：2018、2019Q1 农业板块营收及增速



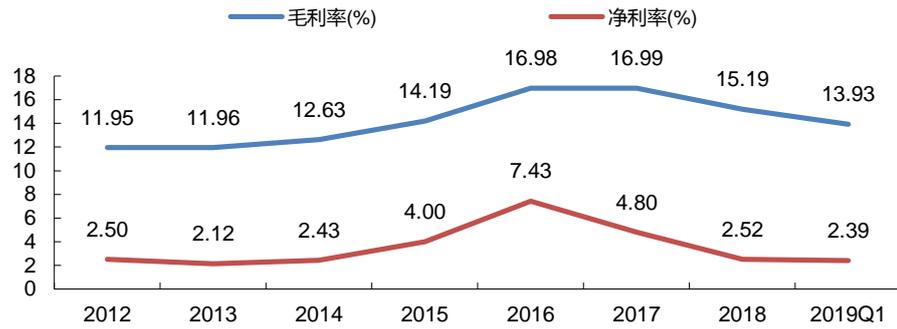
资料来源：wind，财富证券

图 7：2018、2019Q1 农业板块归母净利润及增速



资料来源：wind，财富证券

图 8：2018、2019Q1 农业板块毛利率及净利率情况

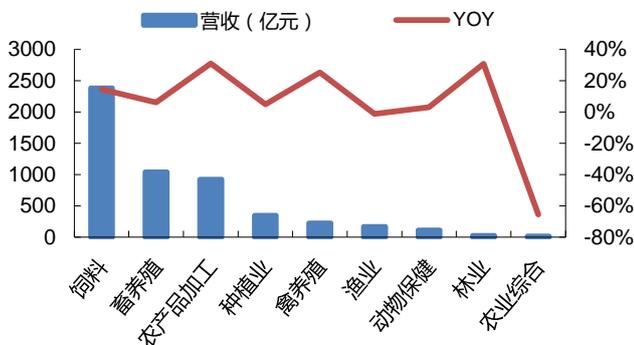


资料来源：wind、财富证券

从子行业看,2018 年营收增速最快的二级子行业分别是饲料、禽养殖和农产品加工,其次是种植业、禽养殖和渔业。归母净利润方面,禽养殖、农业综合均实现同比扭亏,林业、种植业同比实现正增长,畜养殖、饲料、渔业、农产品加工板块同比均有不同程度下滑。

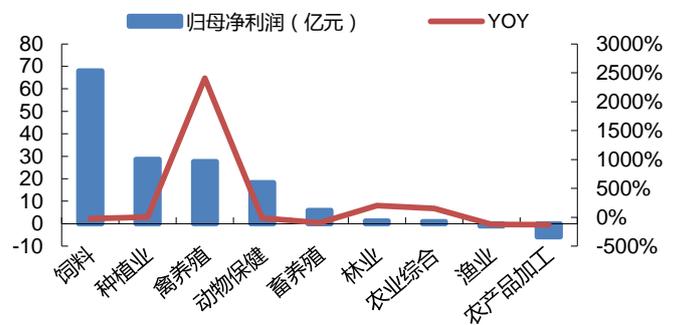
2019Q1 营收增速最快的二级子行业分别是禽养殖、农产品加工、种植业和饲料,其次是林业和畜养殖,渔业、动物保健和农业综合营收均有不同程度下滑。归母净利润方面,仅有禽养殖、农业综合和种植业实现正增长,其他二级子行业均有不同程度下滑。

图 9：2018 年农林牧渔子行业营收及增速



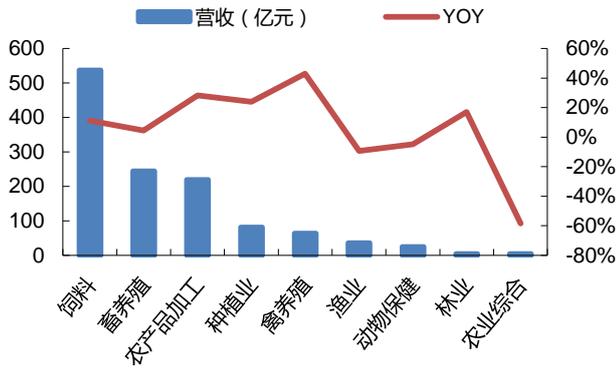
资料来源：wind，财富证券

图 10：2018 年农林牧渔子行业归母净利润及增速



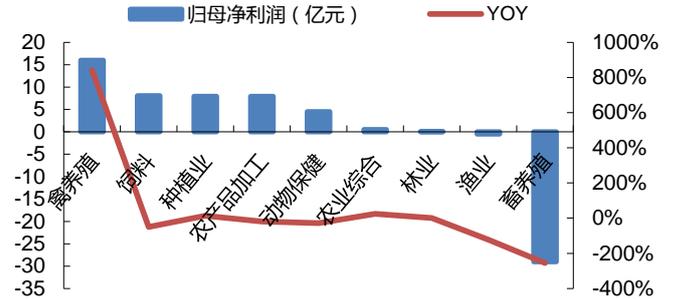
资料来源：wind，财富证券

图 11：2019Q1 年农林牧渔子行业营收及增速



资料来源：wind，财富证券

图 12：2019Q1 农林牧渔子行业归母净利润及增速



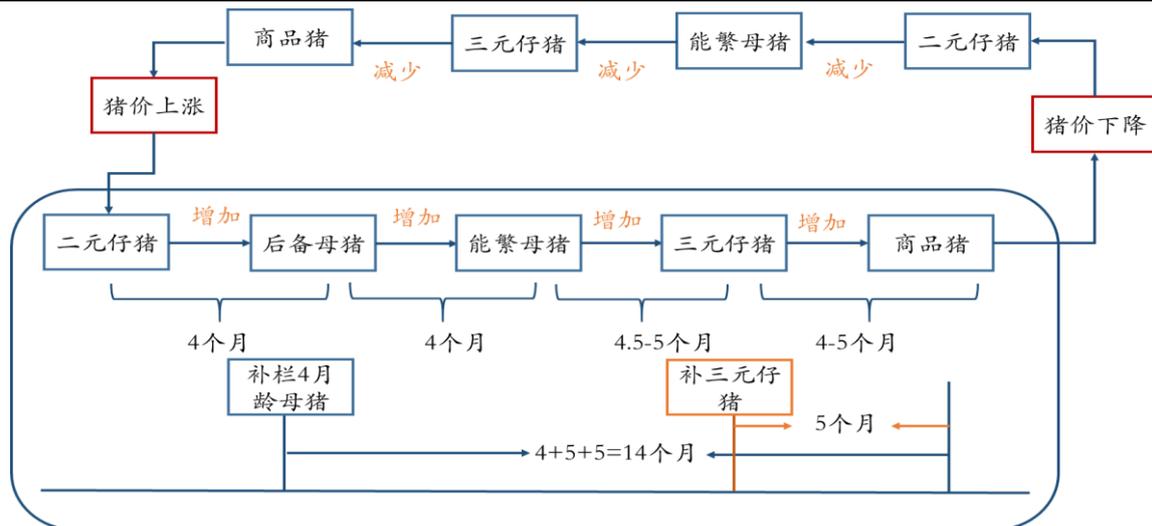
资料来源：wind，财富证券

2 生猪养殖：迎接猪价上涨周期，拥抱优质成长个股

2.1 历史猪周期回顾

我国生猪养殖结构中以小、散户为主，行业比较分散，养殖户往往缺少对未来猪价的合理判断，大多根据当期盈利安排下期生产，因而我国生猪价格变化呈现出明显的周期性，其本质是由“蛛网模型”理论所解释的产能超调引起的，而疫情的发生对产能调节也会起到助推作用。即：肉价上涨——母猪存栏量大增——生猪供应增加——肉价下跌——大量淘汰母猪——生猪供应减少——肉价上涨。生猪价格上涨刺激农民积极性造成供给增加，供给增加造成肉价下跌，肉价下跌打击了农民积极性造成供给短缺，供给短缺又使得肉价上涨，周而复始。

图 13：生猪生长周期



资料来源：财富证券

2006 年至今，我国经历了 3 轮完整的猪周期，分别为 2006.07-2010.06、2010.07-2015.02、2015.03-2019.02，每轮周期持续时间 3-5 年，其中猪价涨幅最大的一轮是 2006 年由蓝耳

病引发的猪周期。2006年6月份，高致病性蓝耳在全国各地爆发，母猪和仔猪大面积死亡以及行业前期的亏损导致产能大幅下降（2007年底母猪存栏同比下降幅度达10%），猪价开启趋势性上涨行情，由2006年5月的低点6.10元/公斤涨至最高2008年4月份的17.4元/公斤，涨幅高达185%，周期性上涨时间一共持续了23个月。由于疫情扩散导致生猪产能不断下滑，养殖户补栏积极性受挫，国家在2007年出台了一系列扶持生猪生产发展的政策，但是2007年生猪产能并未得到明显恢复，直到2007年11月我国成功研制出猪蓝耳病疫苗，养殖户的补栏热情才明显提升。之后，随着蓝耳疫情的消除、养殖高盈利带动补栏积极性的提升、以及2009年初的瘦肉精事件影响，猪价开始呈现震荡或下跌走势。

图 14：近几轮猪周期猪价走势



资料来源：wind、财富证券

表 1：2007 年国务院出台一系列政策扶持生猪生产发展

时间	文件	内容
2007.07	《关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》	实施能繁母猪补贴，启动母猪政策性保险，完善生猪良种繁育体系，支持标准化规模养殖场建设，给予生猪调出大县奖励，建立健全生猪疫病防控体系等。加大能繁母猪补贴政策支持力度：能繁母猪每头补贴 50 元上调为 100 元。继续扶持生猪规模养殖：坚持实施能繁母猪保险政策，对母猪保险实行单独核算，保额、保费和政府补助标准暂不调整。继续推进能繁母猪保险：2008 年，中央财政继续安排 25 亿元资金扶持一批生猪标准化规模饲养场（小区）基础设施特别是粪污处理设施建设，在资金分配上向生猪养殖重点地区倾斜。继续实行生猪良种补贴政策：对生猪良种场建设和开展人工授精所需的良种猪精液给予补贴，推进生猪品种改良。
2007.12	国务院办公厅关于进一步扶持生猪生产稳定市场供应的通知	继续对生猪调出大县给予奖励：完善对生猪调出大县奖励资金的分配和使用办法，切实发挥奖励资金的引导和带动作用。切实抓好生猪防疫工作：继续抓好生猪强制免疫和高致病性猪蓝耳病等疫病的防控工作；进一步完善生猪防疫扑杀政策。严格控制饲料价格上涨：要抓紧做好中央储备玉米对销区的调运和拍卖工作，

控制饲料价格上涨，降低生猪生产成本。

继续加大信贷支持力度：银行业金融机构要加强和改进对发展生猪生产的金融服务，加大生猪产业链各环节信贷资金的投放力度，切实解决贷款难问题。

继续落实规模化畜禽养殖用地政策：进一步明确促进规模化养殖用地的政策，切实解决发展规模化养殖用地需要。

资料来源：农业农村部、财富证券

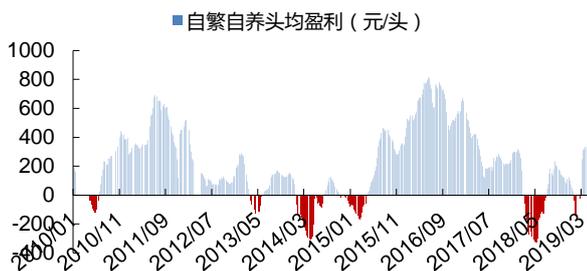
2.2 供给缺口逐步扩大，猪价上涨有望拉开序幕

自 2018 年 8 月份辽宁省沈阳辽宁沈北新区发生第一例非洲猪瘟疫情以来，我国已累计发生非洲猪瘟疫情 131 起（截至 2019 年 5 月 30 日），涉及 31 个省份、直辖市，捕杀生猪百余万头。我们认为疫情的存在和持续将导致产能增加的弹性和速度下降，主要有三方面原因：一是疫情严重地区养殖户不敢补栏，或者补栏谨慎；二是由于 2018 生猪养殖行业盈利下滑，部分地区养殖户出现资金困难，补栏意愿下降；三是目前行业复产成功率不高，养殖户即使补栏，但感染疫情的风险仍会使得产能增加的弹性下降。同时，参考 2006-2008 年由高致病性蓝耳病爆发引发的猪周期，我们认为此轮周期中非洲猪瘟对猪价带来的影响预计会更久。

2.2.1 母猪产能持续去化

2018 年 3-7 月份自繁自养及外购仔猪养殖户均为亏损状态，长达半年的盈利缩水使养殖户普遍面临现金流短缺现象，且疫情爆发导致的生猪禁运进一步降低了养殖户的补栏积极性。从农业部定点检测的淘汰母猪屠宰量和母猪价格数据发现，2018 年 3-7 月份母猪淘汰量同比大幅增加，尽管 8、9 月份猪价的反弹使得淘汰母猪屠宰量环比下降放缓，但随着疫情的进一步蔓延，行业母猪淘汰量仍在进一步增长。

图 15：自繁自养利润



资料来源：wind、财富证券

图 16：外购仔猪头均利润



资料来源：wind、财富证券

图 17: 淘汰母猪屠宰量

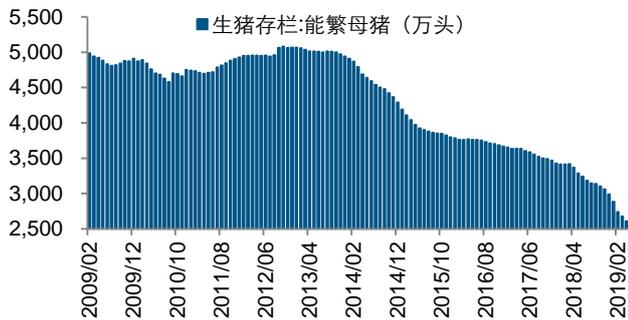


资料来源: 牧业监测预警信息网、财富证券

备注: 淘汰母猪屠宰量监测地点为山东临沂、河南商丘、江西上高、湖南湘潭等4个淘汰母猪集中屠宰地

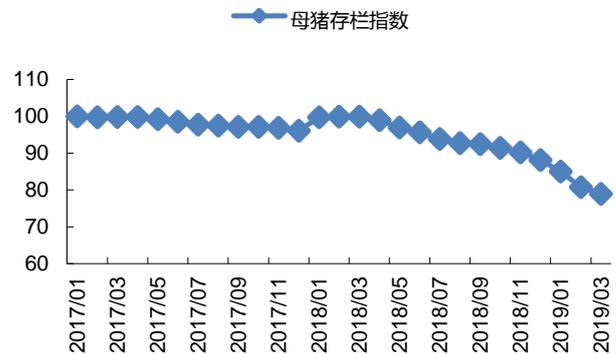
从产能去化情况来看, 根据中国政府网数据, 2019年4月全国能繁母猪存栏 2608 万头, 同比大幅下降 22.30%, 环比继续下降 2.5%; 农业农村部畜牧业司监测母猪存栏指数同比下降幅度达 20.99%, 而在疫情常态化背景下, 我们预计后期产能去化仍将持续。

图 18: 能繁母猪存栏大幅下滑



资料来源: 中国政府网、财富证券

图 19: 母猪存栏指数显著下降



资料来源: 农业农村部畜牧业司、财富证券

2.2.2 补栏积极性有所提升但实际增量有限

从母猪价格层面分析, 二元母猪价格反映养殖户补栏积极性, 2015年开始的猪周期母猪补栏高峰期自 2015 年底开始, 由于正常母猪使用年限一般为 3-4 年, 因此正常的母猪集中淘汰时间应该自 2018 年底至 2019 年开始, 但非洲猪瘟疫情的爆发促使行业提前去产能, 供给短缺逐步显现导致的猪价上涨带动养殖户补栏积极性提升。截至目前, 全国二元母猪均价约为 32 元/公斤, 自 2 月初的价格底部连续上涨, 说明养殖户对后市猪价看好, 补栏积极性相对有所提升。

按照养殖传导周期, 二元母猪价格变化可以对未来一段时期内能繁母猪存栏和生猪价格走势产生滞后影响。对于自繁自养养殖户, 一般会购买 4 月龄的后备母猪, 饲养 4 个月成为能繁母猪, 再进行配种、产仔、出栏, 时间周期是 13-14 个月。因此即使考

考虑现在补栏二元母猪，传导到生猪供给端也将在 2020 年下半年。

图 20: 二元母猪价格



资料来源: wind、财富证券

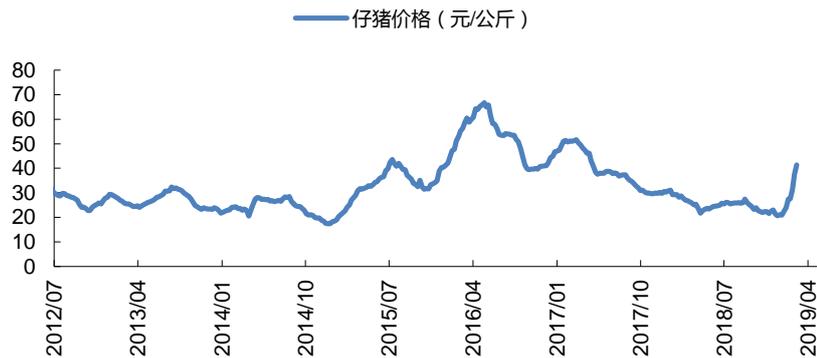
图 21: 猪价走势延后二元母猪价格 14 个月



资料来源: wind、财富证券

从反映养殖户对短期猪价走势预期的重要指标-仔猪价格走势分析,2018 年 5 月-2019 年 2 月份,全国 22 省市仔猪价格维持在 21-27 元/公斤区间,处于 2014 年以来的较低水平,3 月份以来随着生猪价格快速上涨,仔猪价格也不断走高。截至 2019 年 5 月底,全国 22 省市仔猪平均价格已经超过 40 元/公斤,15 公斤的仔猪报价普遍在 600 元/头以上。仔猪价格的快速上涨一方面反映养殖户对后市生猪价格的普遍看好,但更重要的原因是能繁母猪存栏大幅下降导致的仔猪供给短缺,尤其是优质仔猪短缺更为严重。同时,据草根调研反馈,在非洲猪瘟疫情影响下,散户对于补栏观望态度依旧较浓,专业育肥的补栏热情普遍不高,主要是外购仔猪的大型养殖集团在积极补栏,但由于仔猪供给较为有限,因此实际增量并不多,2019 年下半年生猪供给紧张形势仍将持续。

图 22: 仔猪价格走势



资料来源: wind、财富证券

政策方面,针对此次非洲猪瘟疫情造成的能繁母猪、生猪存栏大幅下滑的形势,国家也出台了相应的促进产能提升的政策,2019 年 3 月 22 日农业农村部印发《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》,提出了七项政策措施稳定生产,包括加快落实稳定生猪生产发展、加强生产和市场监测预警、深入推进标准化规模养殖、调整优化生猪产业布局等具体措施,在各项保障措施的利好因素下,养殖户恢复产能或者扩产的意愿或有增加,

但由于目前非洲猪瘟并没有有效的防疫及治疗手段，因此现阶段补栏的风险程度依然较高，政策对产能恢复的积极作用仍有待观察。我们预计行业或在较长时间内面临一边补栏一边因为疫情去产能的情况，因此在整体供给弹性不足的情况下，此轮周期的上行阶段持续时间将更长，猪价高点有望突破上一轮周期高点。

表 2：2019 年 3 月农业农村部印发《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》

举措	内容
1 加快落实稳定生猪生产发展的政策措施	要求地方落实好非洲猪瘟强制扑杀补助、生猪调出大县奖励、能繁母猪和育肥猪保险等政策资金，支持生猪养殖场户尽快恢复生产。
2 加强生产和市场监测预警	加快部省政务信息资源整合，推进生猪产业链监管监测信息一体化建设。加快推进龙头企业、规模养殖场数据直联直报。加大权威数据信息发布力度，促进增养补栏。
3 优化疫情处置和调运监管	保障符合条件的种猪和仔猪调运，支持规模养殖场和屠宰场“点对点”生猪及产品调运，不得层层加码禁运限运。科学划定禁养区，对于超范围划定禁养区、随意扩大禁养限养范围等问题，要限期整改，不能一禁了之。
4 深入推进标准化规模养殖	推动中央、省、市、县四级联创，高标准创建生猪标准化示范场。鼓励和支持有条件的小农户稳步扩大规模，发展规模适度、生产集约、管理先进、效益明显的现代家庭牧场。
5 调整优化生猪产业布局	生猪自给率低的销区要积极扩大生猪生产，逐步提高生猪自给率。因客观条件限制，确实无法满足自给率要求的省份，要主动对接周边省份，合作建立养殖基地，提升就近保供能力。
6 加强实用技术推广应用	总结推广适合本地区实际的生猪生物安全防护、清洗消毒等实用技术。加大生猪良种推广力度，切实提高母猪繁殖率和仔猪成活率。要加强实用技术培训，特别加大对种猪场和规模猪场的培训力度，切实提高防疫能力。
7 强化组织保障	落实“菜篮子”市长负责制，压实生猪市场保供稳价的主体责任，提高生猪生产、市场流通、质量安全监管和调控保障能力。在稳定生猪生产发展的同时，统筹抓好牛羊肉和禽肉等畜产品供给，多渠道满足市场消费。

资料来源：农业农村部、财富证券

表 3：高致病性蓝耳病与非洲猪瘟对比

	高致病性蓝耳病	非洲猪瘟
病原体	由猪繁殖与呼吸障碍综合征病毒（单股正链 RNA 病毒）引起	由非 ASFV 感染家猪和各种野猪引起一种急性、出血性、烈性传染病，病毒基因组为双股线状 DNA
发病机理	可通过血液循环穿过胎盘使胎猪受到感染，从而引起妊娠后期母猪流产等繁殖障碍	可经过口和上呼吸道系统进入猪体，在鼻咽部或是扁桃体发生感染，病毒迅速蔓延到下颌淋巴结，通过淋巴和血液遍布全身
传播途径	接触感染、空气传播和精液传播，也可通过胎盘垂直传播。易感猪可经口、鼻腔、肌肉、腹腔、静脉及子宫内接种等多种途径而感染病毒，猪感染病毒后 2~14 周均可通过接触将病毒传播给其他易感猪	一般认为，ASFV 传入无病地区都与来自国际机场和港口的未经煮过的感染猪制品或残羹喂猪有关，或由于接触了感染的家猪的污染物，胎儿，粪便，病猪组织，并喂了污染饲料而发生
发病率&致死率	临诊上可分为急性型、慢性型、亚临诊型：急性型母猪流产率可达 50%~70%，死产率可达 35% 以上，断奶前仔猪死亡率可达 80%~100%；慢性型猪群表现为生产性能下降，生长缓慢；亚临诊型感染猪不发病	发病率通常在 40%-85% 之间，死亡率因感染的毒株不同而有所差异。高致病性毒株死亡率可高达 90-100%；中等致病性毒株在成年动物的死亡率在 20%-40% 之间，在幼年动物的死亡率在 70%-80% 之间；低致病性毒株死亡率在 10%-30% 之间

潜伏期&死亡期	本病的潜伏期差异较大，引入感染后易感猪群发生 PRRS 的潜伏期，最短为 3 天，最长为 37 天；低毒株可引起猪群无临床症状的流行，而强毒株能够引起严重的临诊疾病	感染潜伏期 5~9 天，临床实验感染则为 2~5 天，发病时体温升高至 41℃，约持续四天，直到死前四十八小时
环境抵抗力	在 4℃ 下仅存活一个月，37℃ 存活 18h，56℃ 存活 15min 以内，干燥可很快使病毒失活	非洲猪瘟病毒可分为几个抗原型，对外界环境抵抗力很强，在低温暗室内存在血液中的病毒可生存 6 年，室温中可存活数周，在 23℃ 的土壤内可存活 120 天，在热带的污染圈内能存活 2 周以上，在温带的污染圈须停用 3 个月才失去传染性。
防疫措施	2007 年我国研制出蓝耳病疫苗，实验室免疫保护率为 80%	尚无有效疫苗或兽药
国内第一例感染时间	2016 年 06 月首次在江西省发现	2018 年 8 月 3 日沈阳确诊首例非洲猪瘟疫情
捕杀量	2016 年因“高热病”发病生猪 379.88 万头，死亡 99.2 万头	截至 2019 年 1 月 14 日，曾有 24 个省份发生过家猪和野猪疫情，累计扑杀生猪 91.6 万头

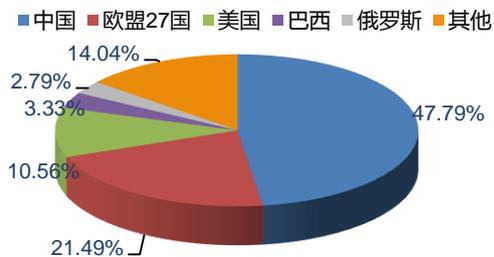
资料来源：中国动物保健、财富证券

2.3 进口猪肉增加影响有限

2.3.1 我国是世界第一大猪肉生产国和消费国

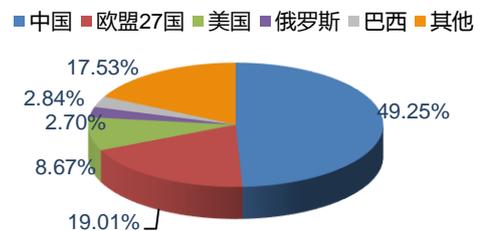
据 USDA 数据统计，2018 年全球猪肉产量约 1.13 亿吨，近五年年均复合增速为 0.56%，增速相对平稳。从产量分布来看，2018 年全球猪肉前五大生产国分别为中国、欧盟 27 国、美国、巴西、俄罗斯，猪肉产量和占比分别为 5404 万吨（占比 47.79%）、2430 万吨（占比 21.49%）、1194 万吨（占比 10.56%）、376 万吨（占比 3.33%）、316 万吨（占比 2.79%），前五大猪肉生产国产量占全球总产量比重接近 86%。从消费端来看，2018 年全球猪肉总消费量为 1.12 亿吨，消费总量较为稳定。前五大主产国亦是主要消费国，其中中国、欧盟 27 国、美国、巴西、俄罗斯猪肉国内消费量分别为 5540 万吨（占比 49.25%）、2138 万吨（占比 19.01%）、975 万吨（占比 8.67%）、304 万吨（占比 2.70%）和 320 万吨（占比 2.84%）。

图 23：全球猪肉产量分布



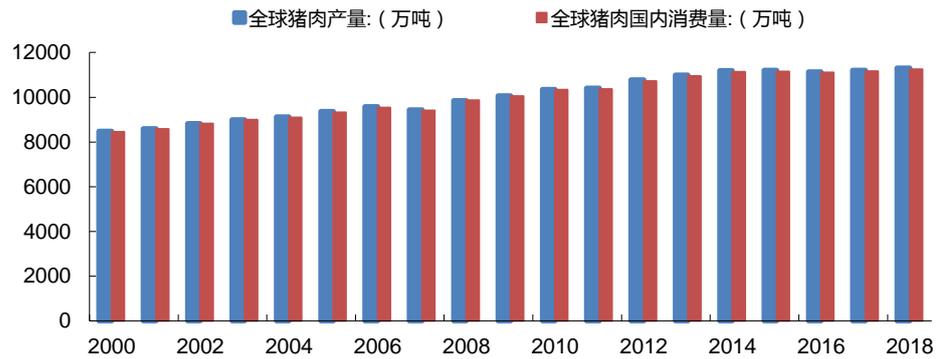
资料来源：USDA、财富证券

图 24：全球猪肉消费量分布



资料来源：USDA、财富证券

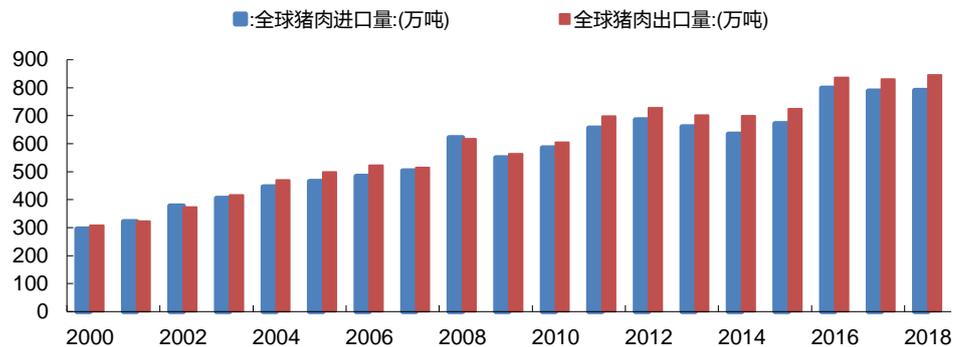
图 25: 全球猪肉产消情况



资料来源: USDA、财富证券

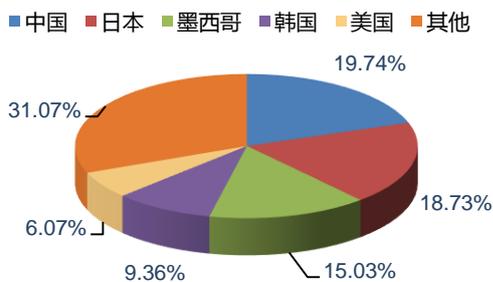
从全球猪肉贸易来看,根据 USDA 数据显示,2018 年全球猪肉进、出口总量分别为 791、844 万吨,其中猪肉前三大进口国分别为中国(156 万吨,占比 19.74%)、日本(148 万吨,占比 18.73%)、墨西哥(119 万吨,占比 15.03%);前三大出口国分别为欧盟 27 国(293 万吨,占比 34.74%)、美国(266 万吨,占比 31.53%)、加拿大(133 万吨,占比 15.75%)。

图 26: 全球猪肉进出口数据



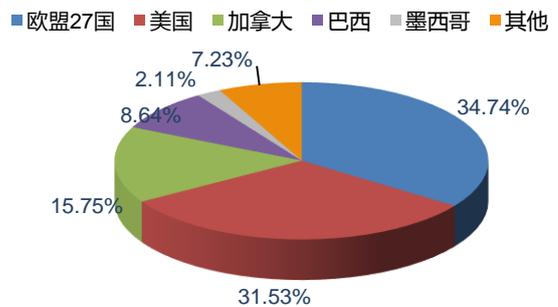
资料来源: USDA、财富证券

图 27: 猪肉主要进口国



资料来源: USDA、财富证券

图 28: 猪肉主要出口国

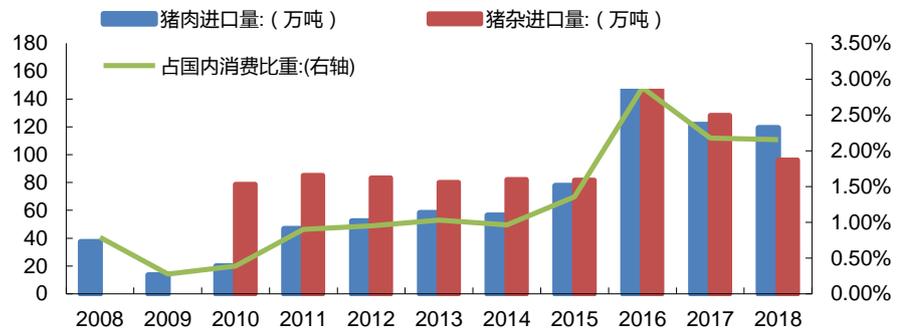


资料来源: USDA、财富证券

2.3.2 猪肉进口增量有限

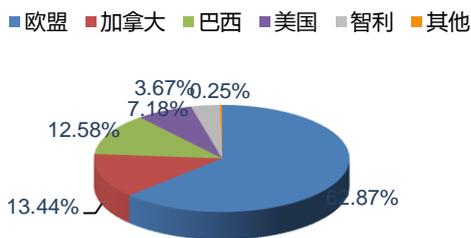
作为生猪产品生产、消费以及进口大国，我国每年需要进口的猪肉产品数量呈现波动性增长趋势，进口绝对值受国内外价差及关税政策影响。从进口种类来看，冷鲜冻猪肉和猪杂碎是主要进口品种。据海关数据统计，2018年我国冷鲜冻猪肉进口量119.28万吨(占国内猪肉消费比重为2.15%)，主要进口国分别为欧盟(74.99万吨、占比62.93%)、加拿大(16.03万吨、占比13.45%)、巴西(15.01万吨、占比12.6%)、美国(8.57万吨、占比7.19%)和智利(4.38万吨、占比3.68%)；猪杂碎进口量96.1万吨，主要进口国分别为欧盟(62万吨、占比65.49%)、美国(17.7万吨、占比18.7%)、加拿大(11.91万吨、占比12.58%)、智利(2.99万吨、占比3.16%)和墨西哥(0.06万吨、占比0.06%)。

图 29：我国生猪产品进口量



资料来源：海关总署、财富证券

图 30：我国冷鲜冻猪肉进口分布



资料来源：海关总署、财富证券

图 31：我国猪杂碎进口分布



资料来源：海关总署、财富证券

从我国猪肉进口国产量来看，欧盟、美国、加拿大及巴西是影响进口量的主要因素，其中欧盟进口量占我国总进口量比重在60%左右。USDA预计2019年欧盟27国猪肉产量同比有所下滑，供需结余323万吨左右，但考虑到欧盟部分国家发生非洲猪瘟疫情，我们预计欧盟能为我国提供的进口猪肉有限，参照上一轮猪周期高点时我国从欧盟进口110万公斤猪肉，预计2019年即使考虑增加从欧盟进口110万吨左右。

美国方面，由于中美贸易摩擦持续，我国进口美国猪肉意愿下降，预计 2019 年进口量相比 2018 年难有较大提升。

加拿大占我国猪肉进口量比重为 16.03%，根据 USDA 预测 2019 年加拿大猪肉产量基本与 2018 年持平，但通过 2019 前三个月对我国出口情形来看（3 月份加拿大向我国出口 3.35 万吨，同比增长 80%），后续继续通过进口美国猪肉进而加大对我国猪肉出口量的可能性较大，预计 2019 年加拿大对我国猪肉出口量有望增长 50% 以上至 25 万吨。

巴西占我国猪肉进口量比重为 15.01%，USDA 预测 2019 年巴西猪肉产量基本与 2018 年持平，预计 2019 年出口我国的猪肉增加至 20 万吨左右。

综上，考虑到我国猪肉主要进口国的增量，预计 2019 年猪肉进口量在 170 万吨水平，仍难以弥补国内巨大的供给缺口。

2.4 产业变革阶段，上市公司成长属性不可忽视

2.4.1 上市公司成长性不容忽视

虽然我国的生猪价格呈现一定的周期性，但生猪产业却正处于规模化和市场集中度快速提升的关键时期。2018 年我国前十大养猪企业市占率仅为 8.10% 左右，行业规模最大的企业温氏股份出栏量 2018 年预计生猪出栏 2230 万头左右，市占率仅为 3.2%，第二大企业牧原股份出栏 1101 万头左右，市占率仅 1.6%。对比生猪产业成熟度较高的美国市场发现，2015 年美国前十大生猪养殖企业市占率高达 41.2%，其中前五大市占率为 30.9%，市占率最高的 Smithfield Foods 达到 14.5%。目前，我国生猪养殖产业正处于结构性调整的过程中，行业集中度和养殖规模化的快速提升都将是必然趋势，而从生猪产业市场空间和集中度提升来看，养猪企业的成长空间都是十分巨大的。而在非洲猪瘟疫情的常态化背景下，生产管理粗放，资金实力不足的中小养殖户将加速淘汰，大型养殖集团虽然也有感染疫情的风险，但由于产能布局较为分散且防疫措施更加严格，即使短期产能有缩减的可能，长期仍有望凭借资金、管理、规模及完善的产业链布局优势实现市占率的快速提升。因此在产业变革阶段，养殖上市公司产能扩张带来的成长属性不容忽视。

表 4：中美前十大养殖企业市占率对比

中国（2018 年）			美国（2015 年）	
排名	企业	占比	企业	占比
1	温氏股份	3.2%	Smithfield Foods	14.50%
2	牧原股份	1.6%	Triumph Foods	6.50%
3	正邦科技	0.8%	Seaboard Crop	3.70%
4	新希望六和	0.4%	The Maschhoffs	3.30%
5	正大集团	0.4%	Preatage Farms	2.90%
6	中粮肉食	0.4%	Iowa Select Farms	2.80%
7	雏鹰农牧	0.3%	The Pipestone Farms	2.40%
8	襄大农牧	0.3%	Cargill	2.10%
9	天邦股份	0.3%	The Carthage System	1.60%

10	广西扬翔	0.3%	AMVC Management Services	1.40%
	合计（前十）	8.1%	合计（前十）	41.20%

资料来源：公司财报、财富证券

根据养殖类上市公司数据显示：温氏股份生猪出栏量从 2011 年的 664 万头增加至 2018 年的 2230 万头，预计 2019/2020 年将分别达到 2350/2500 万头，年均复合增速达到 15.8%；牧原股份生猪出栏量由 2013 的 130 万头增加到 2018 年的 1011 万头，预计 2019/2020 年将达到 1300/1650 万头，年均复合增速高达 43%；正邦科技和天邦股份 2019/2020 年预计生猪出栏量分别为 700/900 万头和 300/500 万头，同比分别增长 35.4%/33.3%、38.3%/66.7%。上市公司产能扩张叠加猪价上涨周期的来临，量价齐增将带动企业业绩显著提升。

2.4.2 产业升级、生物安全和精细化管理成为企业生存关键

非洲猪瘟自 1921 年在肯尼亚发现以来已经存在近百年，全世界范围内仍没有研制成功有效的疫苗，主要因非洲猪瘟病毒基因类型多，数量庞大，免疫逃逸机制复杂多样，可逃避宿主免疫细胞的清除，导致现有疫苗效果很差，无法达到有效防控非洲猪瘟的目的，出现疫情唯一的方法只能是扑杀。我国自 2018 年 12 月份启动对非洲猪瘟疫苗的研究，参考当年猪蓝耳病疫苗的研制成功是在疫情爆发的一年半之后，并结合目前的研究进展，我们预计非洲猪瘟疫苗到市场阶段可能至少需要两年时间。在非洲猪瘟疫情持续扩散的背景下，生猪产业的生物安全及精细化管理将是决定企业生存的关键，生猪产业结构亦将不断升级。

非洲猪瘟在没有有效疫苗防控形势下，养殖企业的生物安全和精细化管理措施将是影响企业生存的关键因素。以非洲猪瘟防疫失败的俄罗斯为例，其疫情发展多年仍未得到彻底根除，与其生猪产业规模化集约化水平有直接关系。俄罗斯主要以小规模农场为主，存在大量的养殖散户，小规模饲养户一方面饲养密度高、生物防疫措施不到位，另一方面主要是泔水喂养，这种养殖体系是极易引发并感染非洲猪瘟疫情。

虽然我国生猪产业规模化程度在不断提升，但小规模散养户的比重仍较大，2017 年我国生猪出栏量在 1-49 头、50-99 头、100-499 头的养殖户数量占比分别为 94.36%、3.35%、1.69%，出栏规模在 50000 头以上的养殖户仅有 311 个。而以中小型养殖户为主的养殖模式在疫情发生时往往首当其冲，从我国非洲猪瘟确诊病例便可看出。截至到 2019 年 5 月 30 日，农业农村部公布的 131 例非洲猪瘟疫情中，养殖规模在 1-499 头的养殖户发生疫情占比为 64.1%；养殖规模在 1000-4999、5000-9999 头的养殖场发生疫情分别为 17 起、8 起，占比分别为 13.0%、6.1%；万头以上的大型养殖场仅发生 6 起，占比 4.6%。虽然大型养殖场也有发生的情况，但因其生物安全及管理较为完善，因此相对小型养殖户及中小型养殖场更具优势。

表 5: 不同出栏规模分布情况

	养殖户/场数量 (个)	养殖户数占比
1-44	40,205,599	94.3584%
50-99	1,428,631	3.3529%
100-499	718,590	1.6865%
500-999	167,224	0.3925%
1000-2999	64,436	0.1512%
3000-4999	13,301	0.0312%
5000-9999	7,079	0.0166%
10000-49999	4,261	0.0100%
≥50000	311	0.0007%

资料来源: 中国畜牧业年鉴、财富证券

表 6: 我国非洲猪瘟疫情情况

养殖规模: (头)	数量: (起)	占比
1-499	84	64.1%
500-999	9	6.9%
1000-4999	17	13.0%
5000-9999	8	6.1%
≥10000	6	4.6%
屠宰场、野猪、运载车	7	
合计	131	100.00%

资料来源: 农业农村部、财富证券

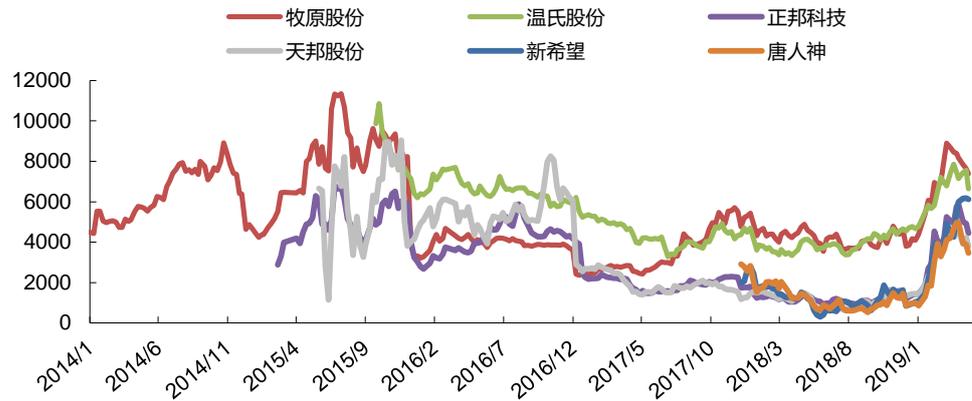
2.5 估值仍有提升空间

对于养猪股估值, 我们分别采用市场较为认可的头均市值、PE 指标进行分析。

头均市值估值法: 头均市值法是通过测算一轮完整猪周期中上市公司平均每头出栏所创造的利润 (头均利润), 然后给予周期股 10-15XPE 计算出的头均市值。一般头均市值法在周期底部用来评估公司资产是否被低估, 也成周期底部合理市值。头均市值会随着周期上行而逐步抬升, 并在猪价景气高点时达到最高。

我们选取养猪类上市公司的温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份来计算头均市值的变化规律。上一轮周期中最高头均市值分别为 10854 元/头 (2015 年 11 月)、11352 元/头 (2015 年 8 月)、6792 元/头 (2015 年 7 月)、9042 元/头 (2015 年 12 月)。相比历史最高头均市值, 当前各上市公司的头均市值仍有一定提升空间。

图 32: 养猪股头均市值变化 (单位: 元/头)



资料来源: wind、财富证券

备注: 头均市值=总市值/下一年度生猪出栏量; 温氏股份剔除 300 亿黄羽鸡业务市值; 正邦科技剔除 20 亿饲料业务; 天邦股份剔除 30 亿动保及饲料业务; 新希望剔除 300 亿非养猪业务; 唐人神剔除 30 亿饲料业务。

PE 估值法: 周期上行阶段以及周期高点采用 PE 估值法。基于谨慎性原则, 我们对 2019、2020 年猪价进行中性假设, 假设 2019、2020 年生猪均价分别为 16.00 元/公斤(+25%)、19.00 元/公斤 (+18%), 那么几家主要养猪上市公司利润情况如下图。

表 7: 养猪上市公司利润及估值分析

公司	项目	2015	2016	2017	2018A	2019E	2020E
温氏股份	出栏量 (万头)	1535	1713	1904	2230	2350	2500
	净利润 (亿元)		117.90	67.51	39.62	79.31	173.23
	PE				47	24	11
牧原股份	出栏量 (万头)	192	311	724	1111	1300	1650
	净利润 (亿元)		23.21	23.65	5.2	39.9	115
	PE				233	30	10
正邦科技	出栏量 (万头)	158	226	342	554	700	900
	净利润 (亿元)		10.46	5.26	1.82	16.24	54.58
	PE				218	26	8
天邦股份	出栏量 (万头)	42	58	101	227	300	450
	净利润 (亿元)		3.73	2.62	-5.70	8.70	23.15
	PE				-35	35	9
新希望	出栏量 (万头)		117	240	255	350	800
	净利润 (亿元)		24.69	22.8	17.04	30.98	53.91
	PE(亿元)				43	24	13
唐人神	出栏量 (万头)				68.1	120	220
	净利润 (亿元)				1.37	4.83	11.11
	PE				80	23	10

资料来源: 公司公告、财富证券

截至 2019 年 5 月 30 日，温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份股价对应 2019 年 PE 分别为 24X/30X/26X/35X，对应 2020 年 PE 分别为 11X/10X/8X/9X。而在上一轮周期中温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份头均市值最高时对应的第二年 PE 基本在 13-20X 区间，因此 PE 估值法下养猪上市公司估值仍有提升空间。

2.6 投资建议：生猪养殖板块迎配置第二阶段

短期来看，随着两广地区猪源抛售结束以及屠宰场库存的不断下降，猪源供给短缺将日益显现，下半年猪价有望迎来趋势性上涨行情，养猪板块上市公司也将在经历 2018、2019Q1 业绩低谷后迎来利润表修复阶段。中期来看，非洲猪瘟疫情扩散导致的产能去化情况仍将持续，虽然国家出台一系列促进产能恢复的政策，但疫情的不确定性导致的现阶段补栏风险程度依旧较高，政策对产能恢复的积极作用仍有待观察。预计行业或在较长时间内面临一边补栏一边因为疫情去产能的情况，因此在行业供给弹性不足的情况下，预计本轮周期的上行阶段持续时间将更长，猪价高点有望突破上一轮周期高点，生猪养殖板块有望迎来量价齐升。继续推荐生猪养殖龙头温氏股份、牧原股份，同时推荐关注出栏量快速增长的正邦科技、新希望、唐人神、天邦股份等。

3 白羽鸡：行业供给偏紧+下游替代性需求提升，预计 2019 年禽养殖延续高景气度

3.1 行业供给仍偏紧

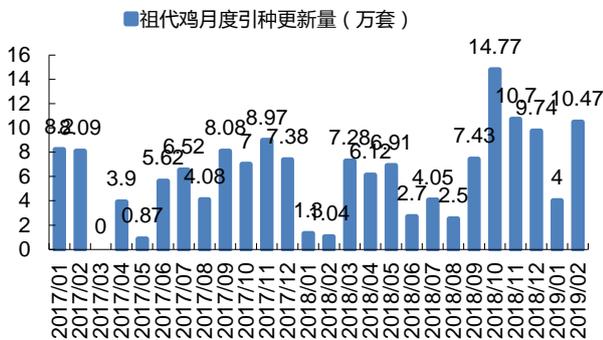
根据白羽鸡养殖周期，祖代鸡引种量决定 6 个月（28 周）后父母代鸡苗供给量、并影响 12 个月（54 周）后商品代鸡苗供给。从引种端来看，2018 年下半年至 2019 年上半年祖代鸡引种量将决定 2019 年全年父母代鸡苗供给量。根据中国畜牧业协会统计，2018 年 1-12 月全国祖代鸡引种和更新量 74.54 万套，其中 6-12 月份引种量共计 49.2 万套，同比略增长 3.23%，但由于下游需求旺盛，父母代鸡苗价格始终维持高位。截至 2019 年 5 月 30 日，全国父母代鸡苗均价 66 元/套左右，创近两年新高。预计 2019 年全年引种和更新量不超过 100 万套，引种仍处于合理水平。考虑到 2018 年有月度引种量不均的情况，我们预计 2019 年上半年父母代鸡苗高价位有望维持，2019 年下半年或有小幅回落，全年有望在 40-50 元/套水平。

图 33: 祖代鸡引种和更新量



资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

图 35: 祖代鸡月度引种量



资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

图 34: 祖代种鸡总存栏量



资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

图 36: 父母代鸡苗价格



资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

3.2 换羽影响有限, 商品代鸡苗价格有望创新高

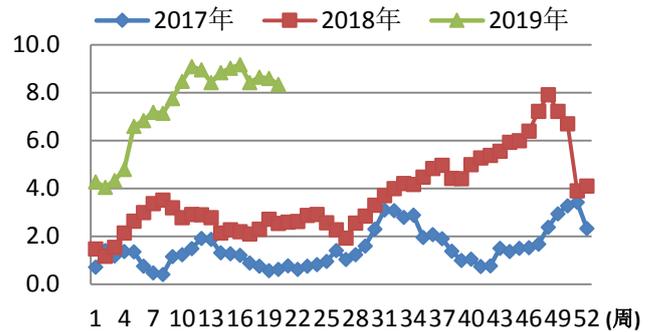
2019 年商品代鸡苗的供给情况主要受 2018 年引种量决定, 在 2018 年整体引种量较低情况下, 预计 2019 年全年商品代鸡苗供给短缺仍将持续。另外, 行业普遍关注的父母代换羽问题并不是普遍现象, 一方面因换羽后种鸡生产性能下滑严重, 对于企业来说不利于长期效益最大化; 二是父母代配系中公鸡短缺较为严重, 以往正常 13-15 父系配 100 母系, 现在下降到 10 配 100, 公鸡短缺导致目前行业做换羽比较困难。因此从供给端来讲, 2019 年全年商品代鸡苗供给都将处于短缺状态, 且随着三季度下游需求端的回升, 鸡苗价格有望持续创新高, 预计全年商品代鸡苗价格 6 元/羽左右。

图 37: 父母代种鸡总存栏量: (单位: 万套)



资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

图 38: 全国部分商品代鸡苗价格: (元/只)



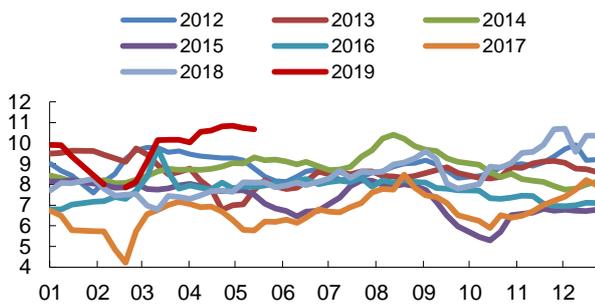
资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

3.3 消费替代需求提升是下半年禽链价格上涨的主要驱动力

非洲猪瘟疫情扩散导致生猪产能大幅去化的背景下, 作为我国居民第二大动物蛋白摄入来源的鸡肉有望最先受益, 主要体现为鸡肉消费比重的提升以及猪肉价格上涨对鸡肉价格的支撑两方面。据 USDA 数据统计, 2018 年我国猪肉消费量达到 5500 余万吨, 鸡肉总消费量为 1200 万吨, 即使考虑能繁母猪存栏下滑 20%, 1100 万吨的猪肉供给缺口对于鸡肉市场来说已经是很大的驱动力。

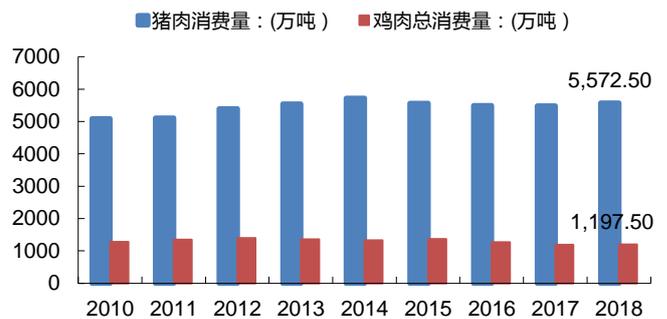
截至 2019 年 5 月 30 日, 主产区白羽肉鸡均价达到 10.6 元/公斤左右, 上涨势头持续。随着消费旺季的到来以及对猪肉替代需求的体现, 我们认为下半年毛鸡和鸡肉产品价格有望呈现稳步上涨趋势。

图 39: 白羽肉鸡历年价格走势: (单位: 元/公斤)



资料来源: wind、财富证券

图 40: 我国猪肉、鸡肉消费



资料来源: wind、财富证券

3.4 白羽鸡行业展望: 景气延续, 周期可看更长

随着法国禽流感疫情禁令解除, 预计下半年可恢复从法国引种, 2019 年祖代引种量将高于 2018 年。但从白羽鸡养殖周期来看, 祖代鸡引种量的增加传导到商品鸡市场也将在 2020 年下半年, 因此 2019 年国内商品代鸡苗、毛鸡价格都将维持供给偏紧状态。考虑到非洲猪瘟疫情扩散使得鸡肉的替代性需求增加, 我们预计白羽鸡行业供给端收缩带

来的行业景气度有望延续，相关上市公司将持续受益。首推龙头企业圣农发展，同时建议关注益生股份、民和股份、仙坛股份。

4 养殖后周期的饲料短期承压，龙头企业长期优势稳固

4.1 饲料：不同品类销量分化

4.1.1 猪料销量预计承压

存栏量的变化以及养殖户盈利水平是饲料销量波动的主要驱动力。从饲料品种来看，猪料仍占据饲料板块的主导地位，根据饲料工业协会追踪的 180 家饲料企业数据显示，2019 年 1-4 月份猪料销量同比下滑 13.3%，其中母猪料、仔猪料同比分别下滑 25.5%、23.3%。目前非洲猪瘟疫情导致的行业去产能仍在持续，在整体存栏下滑背景下，我们预计 2019 年猪料企业销量承压

表 8：2019 年 1-4 月份猪料销售情况（180 家饲料企业）

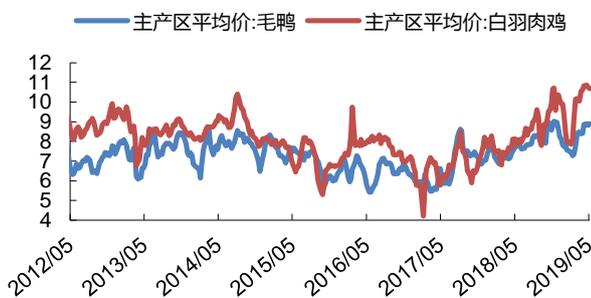
项目	猪饲料	仔猪料	母猪料
环比 (%)	-1.9	-0.1	0.6
同比 (%)	-10.6	-21.9	-23
2019 年 1-4 月累计同比 (%)	-13.3	-23.3	-25.5

资料来源：中国饲料工业协会、财富证券

4.1.2 禽链景气延续，禽料销量有望保持增长

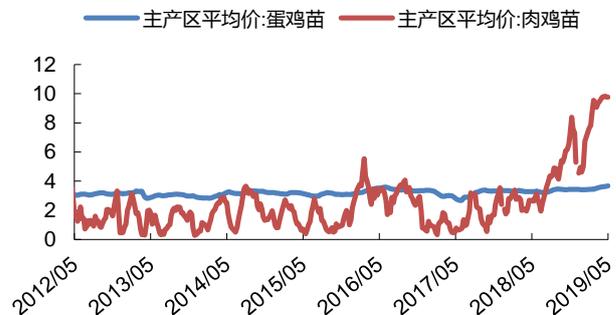
禽料销量主要依赖于行业存栏以及养殖利润水平。2018 年以来禽养殖行业去产能效果明显，禽链价格持续上涨。在禽养殖行业盈利丰厚带动行业补栏积极性提升的背景下，我们预计 2019 年禽类存栏有望逐步回升，禽料销量有望保持较高增速。根据饲料工业协会追踪的 180 家饲料企业数据显示，2019 年 1-4 月份肉禽、蛋禽料销量同比分别增长 11.2% 和 10.4%。

图 41：白羽鸡、毛鸭价格：（元/公斤）



资料来源：wind，财富证券

图 42：肉鸡苗、蛋鸡苗价格：（元/羽）



资料来源：wind，财富证券

表 9：2019 年 1-4 月份禽料销售情况（180 家饲料企业）

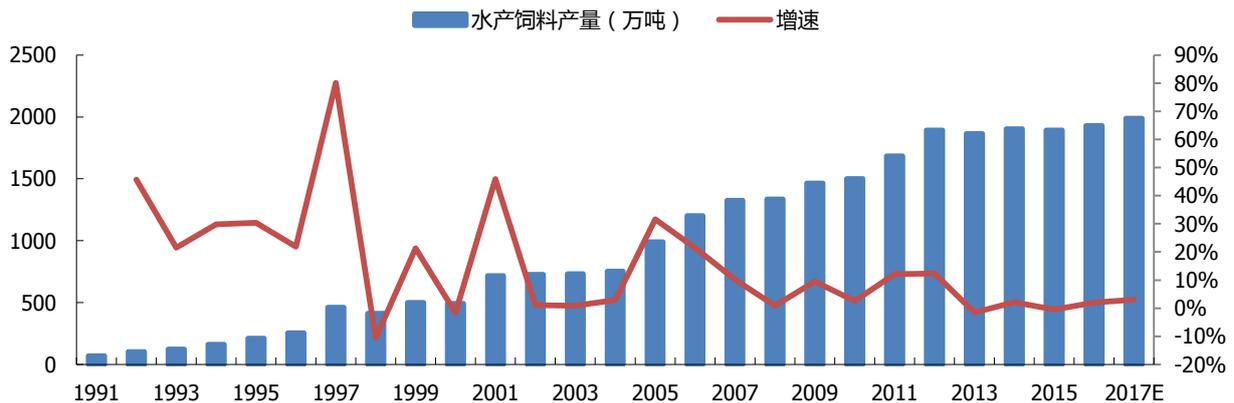
项目	肉禽饲料	肉鸡料	肉鸭料	蛋禽饲料	蛋鸡料	蛋鸭料
环比 (%)	5.3	3.6	7.7	2	1.8	2.2
同比 (%)	11.6	8.9	15.7	10.1	1.3	29.8
2019 年 1-4 月累计同比 (%)	11.2	9.8	12.9	10.4	6	30.7

资料来源：中国饲料工业协会、财富证券

4.1.3 水产料结构升级，龙头企业机遇大于挑战

目前我国水产饲料行业已由“快速增长”进入“稳定发展”阶段。2007-2016 年间我国水产饲料年均复合增速为 3.82%，随着水产养殖总量增速放缓，水产饲料行业进入稳定发展阶段，我们预计未来几年水产饲料销量整体增速有望在 3% 左右，而水产饲料市场空间的增长则主要来自于三个方面：水产配合饲料覆盖率提升、养殖经济效益更高的膨化料对普通颗粒料的替代性空间以及水产品消费升级带动的中高档、特种水产料销量的增长。

图 43：我国水产饲料销量进入稳定发展阶段



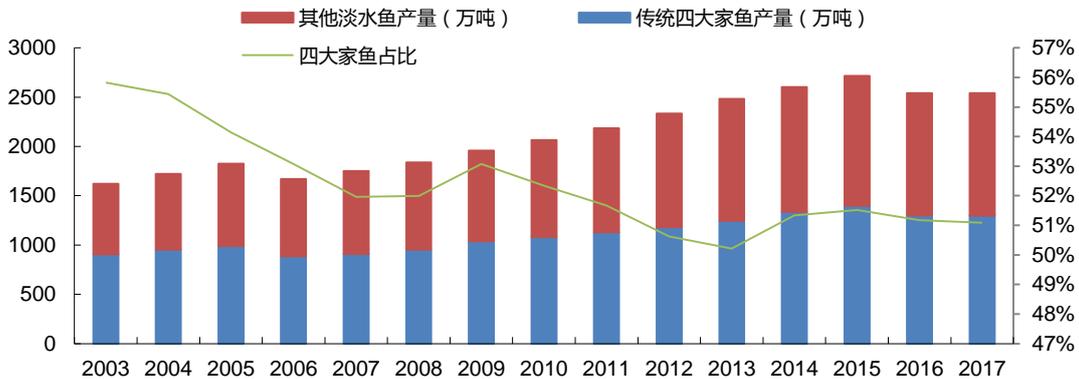
资料来源：wind，财富证券

水产饲料覆盖率仍有空间。2017 年我国水产配合饲料覆盖率仅为 40%，距离农业部制定的《饲料工业“十二五”计划和 2015 年远景目标规划》中水产配合饲料目标普及率为 45% 仍有一定差距。造成这种现象的原因一方面是仍由大量的水产养殖使用传统、效率较低、技术水平较低的原料粮粗放养殖模式，另一方面是海水养殖中仍大量使用冰鲜鱼作为饲料。随着国家大力推进水产养殖方式由传统、粗放型向资源节约型、环境友好型、质量型现代养殖方式的转变，我们认为水产饲料覆盖率以及市场容量仍有一定的提升空间。

水产饲料消费升级明显，中高档、特种料空间巨大。近年来，我国水产品消费升级趋势明显，中高档水产品及特种水产在我国水产养殖结构中的占比持续提升。根据中国渔业年鉴数据统计，2017 年四大传统家鱼（草鱼、青鱼、鲢鱼、鳙鱼）在淡水鱼类养殖中的比例由 2003 年的 55.8% 下降至 2017 年的 51.1%。同时，以石斑鱼、罗非鱼、黄颡鱼

等为代表的特种、中高档经济鱼类产量增速明显。根据 2016 年 12 月农业部发布的《全国渔业发展第十三个五年规划》，明确指出优化养殖品种结构，调减结构性过剩品种，发展适销对路的名特优品种、高附加值品种。我们认为在水产品消费升级带动中高档、特种水产养殖量快速增长背景下，高效益膨化料以及特种水产料的增长空间有望进一步扩容。

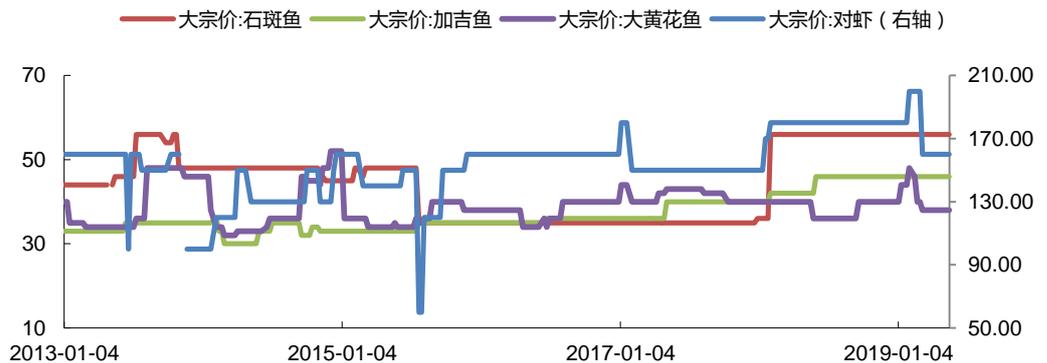
图 44：传统四大家鱼在我国淡水养殖结构中的占比不断下降



资料来源：中国渔业统计年鉴，wind，财富证券

膨化料需求提升。水产饲料对鱼价具有高需求弹性，一是鱼价高位推动养殖户提高养殖面积、养殖密度以及饲料投喂量；二是为了加快出塘速度而使用效益更高的膨化料，进而推动水产饲料结构中高毛利率饲料销量的提升。2018 年以来中高档水产品价格持续上涨，2019 年 1-5 月鲈鱼、石斑鱼价格同比分别上涨 6.1%、54%，对虾价格同比上涨 16.9%。在中高档水产养殖持续景气、养殖户盈利丰厚情况下，高效益的膨化料需求空间有望进一步提升。

图 45：中高档水产品价格持续走高

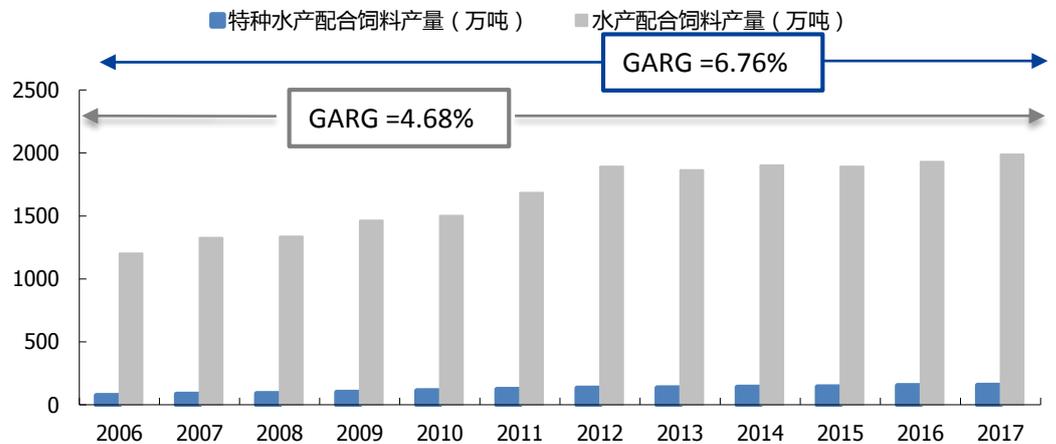


资料来源：wind，财富证券

特种水产料市场空间广阔。根据中国饲料工业协会数据，我国特种水产配合饲料产量从 2006 年的 75 万吨增长至 2017 年的 154 万吨，年均增幅 6.8%，高于水产配合饲料行业同期 4.7% 的平均增速。特种水产饲料占水产饲料产量比例由 2006 年的 6.23% 提升至

2017 年的 7.74%。随着特种水产品需求的增长、特种海水鱼的供给由捕捞向养殖过渡以及特种水产配合饲料的普及率的提升，特种水产配合饲料的空间十分广阔，这也为特种料生产企业提供良好的机会。

图 46：特种水产配合饲料快速增长



资料来源：wind，财富证券

4.2 投资策略：优选综合实力突出的稳健龙头

在 2019 年猪料偏弱、禽料回暖、水产料增速稳健背景下，我们建议关注综合实力突出的龙头企业。一方面，在行业竞争激励情况下，龙头企业有望凭借产品、服务、规模的综合优势快速抢占新增市场份额以及逐步蚕食中小型饲料企业的市场份额。另一方面，目前我国饲料产品结构不断升级，饲料需求的转变不仅是产品形式的转变，更是对饲料企业研发技术、原料采购、配方设计、销售管理、服务水平以及管理团队等综合实力的重新评估，综合实力较强的龙头企业竞争力将愈加凸显。

5 投资策略及重点公司介绍

随着非洲猪瘟疫情导致的生猪供给缺口逐步显现，下半年猪价有望进入趋势性上涨阶段，养猪板块及加速布局养猪业务的饲料板块盈利有望明显改善，而禽养殖板块在自身供给仍偏紧以及替代性需求提升背景下，2019 年高景气度有望延续。因此从利润表情况来看，我们预计农业板块业绩有望呈现逐季改善的情况，故维持对行业的“领先大市”评级。投资策略上，仍然建议重点关注畜禽养殖板块投资机会，并择优布局业绩稳健增长个股。

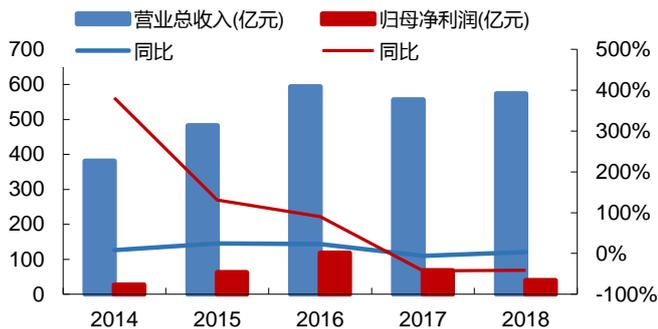
5.1 温氏股份 (300498.SZ)：“公司+农户”养殖典范，产能稳步扩张

公司是“公司+农户（或家庭农场）”的养殖模式的典范，已形成完整的畜禽养殖一体化产业链模式，其在原料采购、育种技术、信息技术等方面具备的核心竞争力使其生产成本远低于行业平均水平。预计公司 2019-2020 年生猪产能分别为 2350/2500 万头，

非洲猪瘟疫情扩散形势下公司出栏量保持稳健增长，公司养殖模式较为分散，相比自繁自养更具防疫优势，未来有望充分受益于猪价上涨。同时，公司亦是国内最大的黄羽鸡饲养企业，随着猪肉供给缺口逐步显现，作为替代品的黄鸡需求将提升，黄鸡价格有望跟随猪价快速上涨，公司养禽业务的盈利能力也将进一步提升。预计公司 2019/2020 年营收分别为 662.06/774.51 亿元，净利润分别为 79.31/173.24 亿元，EPS 分别为 1.49/3.26 元，目前股价对应 2019、2020 年 PE 分别为 24.0/11.0 倍，维持公司“推荐”评级。

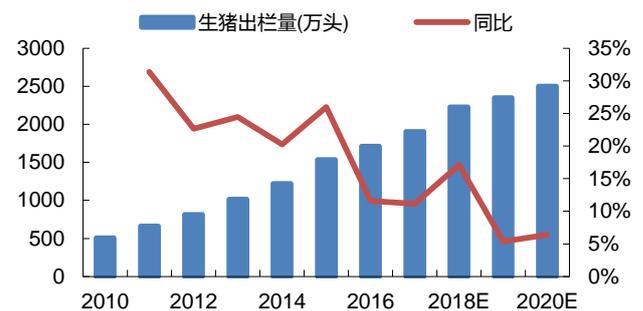
风险提示：猪价大幅下跌、疫情风险、产能扩张不及预期等。

图 47：温氏股份营收及归母净利润情况



资料来源：wind、财富证券

图 48：温氏股份生猪出栏量



资料来源：公司年报、wind、财富证券

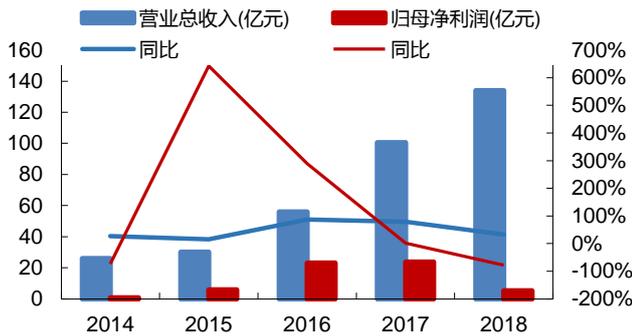
5.2 牧原股份 (002714.SZ)：出栏保持高增长，猪价反转有望带动业绩回升

公司拥有集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，技术、管理、防疫等方面的综合优势使得公司完全养殖成本低于行业平均水平。在非洲猪瘟疫情影响下，行业大部分公司产能扩建步伐放缓，公司 2018 年资本开支虽同比下滑 19.5%，但单四季度仍环比增长约 100%，在公司土地储备充裕、融资渠道较为丰富情况下，预计后期建设仍将顺利推进。预计公司 2019-2020 年生猪出栏规模为 1300/1650 万头，同比分别增长 18%/27%。

目前公司生猪产能约 64% 位于河南地区，四川、湖北、山东分别为 7%、7%、4%、4%。由于河南、山东地区受非洲猪瘟疫情较为严重，产能去化程度高于全国水平，公司有望充分受益于产能供给缺口带来的高猪价行情。预计公司 2019/2020 年营收分别为 216.27/330.42 亿元，净利润分别为 39.98/115.16 亿元，EPS 分别为 1.92/5.52 元，目前股价对应 2019-2020 年 PE 分别为 30.7/10.6 倍，维持“推荐”评级。

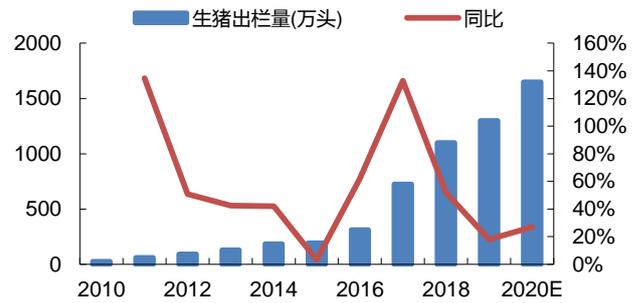
风险提示：猪价大幅下跌、疫情风险、产能扩张不及预期等。

图 49：牧原股份营收及归母净利润



资料来源：wind、财富证券

图 50：牧原股份生猪出栏量



资料来源：公司年报、wind、财富证券

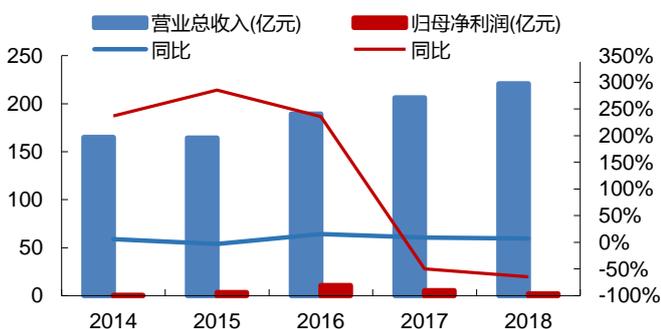
5.3 正邦科技（002157.SZ）：出栏快速增长，公司业绩弹性巨大

公司是国内大型生猪养殖企业，已构建了从“饲料→兽药→种猪繁育→商品猪养殖”的一体化农牧产业链。2018 年公司生猪出栏量为 554 万头，同比增长 61.9%，出栏规模在 A 股生猪养殖类上市公司中排名第三。资本开支方面，2019Q1 公司资本开支同比增长 22%，预计 2019 年资本开支仍维持较高水平，未来两年较高的出栏量具备保障。成本方面，由于防疫费用的增加，2019Q1 公司完全成本上升至 13.5 元/公斤左右，而随着自建产能的释放以及内部服务管理水平的提升，养殖成本预计仍有一定改善空间。

根据公司规划，2019 年公司预计生猪出栏 650-800 万头，伴随着猪价上涨周期的开始，公司养猪板块有望贡献较大的业绩弹性。预计公司 2019/2020 年营收分别为 283.64/353.82 亿元，净利润分别为 16.24/54.58 亿元，EPS 分别为 0.68/2.30 元，目前股价对应 2019-2020 年 PE 分别为 26.0/7.7 倍，维持公司“推荐”评级

风险提示：猪价大幅下跌、疫情风险、产能扩张不及预期。

图 51：正邦科技营收及归母净利润情况



资料来源：wind、财富证券

图 52：正邦科技生猪出栏量



资料来源：公司年报、wind、财富证券

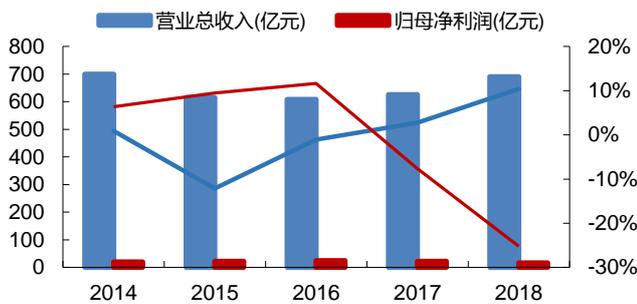
5.4 新希望（000876.SZ）：一体化大型农牧企业，养猪业务有望贡献较大业绩

增量

公司是国内少有的集“饲料-养殖-屠宰-肉制品”为一体的大型农牧企业，2016年公司提出88亿元生猪养殖战略规划，采用“公司+规模农户”等方式大力发展养猪业务。近几年公司养殖量出现快速增长，由2015年的87万头增长至2018年的255万头左右（调整后口径），年均复合增速高达43%，随着公司在建以及筹建项目的完工，公司生猪量将继续保持高速增长。根据公司规划，预计2019-2020年出栏量分别为350、800万头，随着猪价进一步上涨，生猪养殖业务将成为公司业绩的主要增长点。其他业务方面，我们判断2019年禽链景气度将好于2018年，公司禽养殖有望一定业绩增量；饲料业务有望维持小幅增长；屠宰及肉制品加工业务有望随着产品结构和渠道结构上的持续优化而保持稳健增长。预计公司2019/2020年营收分别为778.90/888.56亿元，净利润分别为30.98/53.91亿元，EPS分别为0.73/1.28元，目前股价对应2019-2020年PE分别为24.0/13.6倍，维持公司“推荐”评级。

风险提示：猪价大幅下跌、疫情风险、产能扩张不及预期、饲料销量不及预期。

图 53：新希望营收及归母净利润情况



资料来源：wind、财富证券

图 54：新希望生猪出栏量



资料来源：公司年报、wind、财富证券

5.5 圣农发展 (002299.SZ)：白羽鸡景气行情延续，业绩高增有望持续

公司是国内最大的自养自宰白羽肉鸡专业生产企业，以肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售为主业。受益于2015年以来祖代鸡引种持续短缺影响，禽链价格持续回暖。根据中国畜牧业协会统计，截至2019年5月20日，全国部分在产父母代种鸡存栏1483.10万套，周环比增加2.01%；后备+在产父母代存栏2343.75万套，周环比下降0.04%；商品代鸡苗价格8.34元/羽，处于历史相对高位；主产区白羽肉鸡均价为10.85元/公斤，3月份以来呈现持续上涨态势。伴随着下游消费端季节性恢复以及猪肉供给缺口导致的鸡肉替代性需求增加，我们认为禽链价格具备持续上涨动力，公司作为白羽肉鸡一体化龙头，有望充分受益禽链价格高位。预计公司2019/2020年营业收入分别为145.70/160.80亿元，实现净利润23.18/24.67亿元，EPS每股1.87/1.99元，目前股价对应PE分别为15.6/14.6倍，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情风险、鸡价大幅下跌、产业政策变化、食品安全风险等。

图 55：圣农发展营收及增速



资料来源：wind，财富证券

图 56：圣农发展归母净利润及增速



资料来源：wind，财富证券

5.6 海大集团 (002311.SZ)：主业稳健增长，全品类竞争力持续提升

作为水产饲料龙头，公司凭借技术和规模居于国内行业前列。公司第 4 个 5 年规划中饲料销量的目标是到 2022 年饲料总销量达到 2000 万吨。在水产品消费升级，水产饲料尤其是高端、特种水产料市场扩容的背景下，公司有望凭借产品及服务的综合优势实现水产饲料份额的持续提升；猪料随着品牌建设的逐步完成、销售人员效率的提升以及新建产能的释放，未来几年猪业务将是公司业绩增长的重要来源；禽料受益于行业存栏量上升有望保持较高增速。同时，养殖业务稳步推进，产能规划是 2022 年出栏 400 万头，并计划在 2020 开始放量，届时养猪业务将贡献较大的业绩增量。预计 2019/2020 年营业收入分别为 50.16/60.33 亿元，归母净利润分别为 18.20/25.45 亿元，EPS 为每股 1.61/1.91 元，目前股价对应 2019/2020 年 PE 分别为 26.7/19.1 倍，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：饲料销量不及预期、疫情风险、自然灾害风险等。

图 57：海大集团营收及增速



资料来源：wind，财富证券

图 58：海大集团归母净利润及增速



资料来源：wind，财富证券

6 风险提示

农产品价格大幅波动：畜禽养殖业受市场供求关系、产品价格波动等因素影响，其产品价格会产生较大的周期性波动。同时，大宗农产品极易受天气因素影响，若发生较

大自然灾害，会影响其产量、销售情况及价格走势。

自然灾害风险：台风、地震、水灾、雪灾等各种不可预测的自然灾害，可能造成养殖场建筑设施损坏、畜禽死亡，并进一步影响到企业正常经营；种植业对气候条件较为敏感，若在制种或生产的关键时期遭遇严重自然灾害或重大突发性病虫害，将直接影响产品的产量和质量。

疫情风险：畜禽疫病是畜禽养殖行业经营过程中面临的主要风险之一，一旦发生畜禽疫病，引起市场消费心理恐慌、需求下降。如果畜禽疫病发生期间带来产品价格的大幅下行，则会造成企业销售价格、销售量下降，给企业经营效益带来下滑风险。

政策变化：国家对农业大力支持且产业政策呈现出一定的连续性，如果政策发生调整，则可能对企业经营产生一定的影响

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438