

## 生猪供需缺口逐步显现，关注养殖产业链

### ——7月行业动态报告

#### 核心观点

##### ● 最新观点

1) 农产品价格上涨影响 CPI 同比扩大，农林牧渔景气度显著提升。2019年6月，我国CPI同比上涨2.7%，其中猪肉价格上涨21.1%，影响CPI上涨约0.45个百分点；1-6月农产品进口额同比+3.6%，其中食用植物油与水果进口增幅较为显著。综合来说，农林牧渔景气度在提升，主要得益于猪价反转，开启上行趋势，带动养殖产业链业绩向好；随着猪价的逐步上行，行业整体回报率及利润情况将显著好转。

2) 产能大幅下行，猪价重回增长，看好 19H2 猪价创新高。2019.7.23，我国部分省市生猪均价为 18.74 元/kg，环比+0.05%。当前猪价重回增长通道，随着消费旺季的到来，以及非洲猪瘟对产能去化的影响之大及其持续性，我们认为猪价或于 19H2 出现年内高点。对于上市公司来说，在猪价一致上行的背景下，月度出栏量稳增/超预期的公司表现将更好。

3) 白糖行业具备显著周期性，业绩上行依赖糖价上行。2018 年我国国内糖产量占总消费量的 66%，其余由进口或走私满足。美国农业部预测 19/20 榨季我国自产糖数量约 1070 万吨，同比+0.94%；自 16 年开始，我国自产糖产量已连续递增三年，推测 19 年是产量出现拐点的一年，2020-21 年蔗糖产量将处于减产周期，糖价开启上行趋势。

4) 疫苗企业受政策影响较大，竞争格局即将重塑。在当前产能去化严重的背景下，疫苗销量增速会受养殖量减少的影响。随着后期非洲猪瘟疫情稳定，猪价持续处于高位，养殖户补栏积极性将提升，利好养殖量提升，从而带动疫苗销量，即迎来疫苗后周期行情。另外，待非洲猪瘟疫苗研制成功，量产与销售是疫苗企业突围的一个机会，我们建议关注疫苗质量优秀、研发参与积极性高的企业。

5) 年初至今板块表现强于沪深 300，养殖产业链表现优异。年初至 7 月 23 日，农林牧渔板块整体上涨 47.79%，同期沪深 300、上证指数上涨 25.61%、15.76%。对比农林牧渔各子行业，饲料板块涨幅最大（+94.34%），畜禽养殖、农业综合、种植业次之，分别为+61.66%、+29.88%、+16.28%。

##### ● 投资建议

在生猪产能去化、猪价高位的确定性背景下，建议关注疫情防控优秀、月度出栏量稳增的个股，建议关注天康生物。疫苗在后周期逻辑以及非瘟疫苗的叠加下，建议关注具备增长潜力的中牧股份。饲料龙头海大集团的饲料业务逆势保持快速增长，且 19 年生猪预计出栏+71%，受益猪价高弹性。从周期规律、国内甘蔗种植预期、三大主产国产糖产量情况等多因素考虑，食糖 2019/20 榨季或进入减产周期，糖价触底后将开启上行趋势，建议关注中粮糖业。

##### ● 核心组合

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	002100	天康生物	22.22	34.6	99.52
	600195	中牧股份	11.10	21.93	91.15
	002311	海大集团	-9.58	30.3	442
	600737	中粮糖业	-0.69	51.3	184

● 风险提示：猪价不达预期风险，疫病风险，原材料价格波动风险等。

## 农林牧渔行业

### 推荐 维持评级

#### 分析师

谢芝优

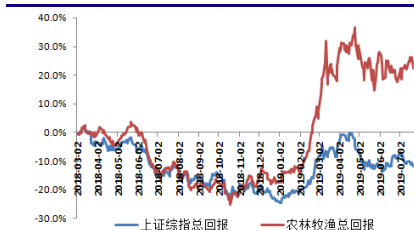
☎: 010-68597609

✉: xiezhiyou\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519020001

#### 行业数据

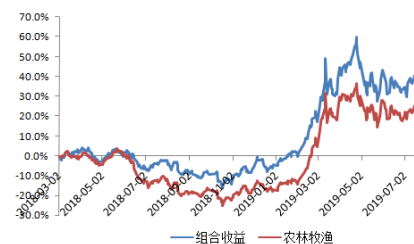
2019.07.23



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 核心组合表现

2019.07.23



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

- 2019.2.26 “读懂猪周期”系列深度报告一：在时间维度下看“硬”指标对生猪未来走势的预判
- 2019.3.1 “读懂猪周期”系列深度报告二：天康生物（002100）：享周期弹性与成长潜力的养殖全产业链企业
- 2019.3.28 “读懂猪周期”系列深度报告三：以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑
- 2019.5.28 “读懂糖周期”系列深度报告二之巴西篇：食糖出口全球第一，糖醇比或维持低位
- 2019.7.4 “读懂糖周期”系列深度报告三之印度篇：气候成产量最大变数，库存压力寻求释放

## 目 录

一、物价指标增长提速，农林牧渔业景气度显著提升 .....	2
(一) 农产品价格上涨影响 CPI 同比扩大 .....	2
(二) 农林牧渔基础地位稳健，四业产值持续增长 .....	3
(三) 农林牧渔业景气度提升，猪价带动养殖链业绩向好 .....	4
二、农林牧渔业处于成长与成熟交互期，精细化管理提升成长空间 .....	6
(一) 猪价上行带动股价趋势向上，未来持续增长看集中度提升 .....	6
1. 产能大幅下行，猪价重回增长，看好 19H2 猪价创新高 .....	6
2. 十年生猪规模化程度提高 33pct，规模化持续提升是趋势 .....	7
3. “大行业、小企业”特征显著，集中度提升创巨大成长红利 .....	7
(二) 白糖行业具备显著周期性，业绩上行依赖糖价上行 .....	8
1. 周期品价格变化看供需，内糖或将进入减产周期 .....	8
2. 外糖产量或趋势下行，内外糖价格或共振上行 .....	8
(三) 疫苗企业受政策影响较大，竞争格局即将重塑 .....	9
1. 政府疫苗招采目录调整，对疫苗企业业绩影响较大 .....	9
2. 疫苗市场化销售为行业发展核心，批文下发影响竞争格局 .....	9
(四) 饲料行业竞争白热化，养殖一体化模式已成趋势 .....	10
1. 饲料行业竞争激烈，产量增速放缓，企业淘汰增加 .....	10
2. 行业发展面临拐点，寻求养殖一体化发展模式 .....	10
(五) 从人工走向智能，技术升级推动智慧农业信息化、机械化、互联网化 .....	11
三、行业面临的问题及建议 .....	12
(一) 现存问题 .....	12
1. 生猪养殖行业中小散户占比高，养殖过程不规范 .....	12
2. 农业生产成本高企，生产效率有较大提升空间 .....	12
3. 农产品结构失衡问题，造成部分作物过剩或短缺 .....	12
(二) 建议及对策 .....	12
1. 养殖行业门槛逐步提升，大型养殖集团优势扩大 .....	12
2. 实施农业关键核心技术攻关行动，推动转基因育种产业化 .....	13
3. 调整优化农业结构，去库存与振兴计划相继实施 .....	13
四、农林牧渔在资本市场中的发展情况 .....	13
(一) 农林牧渔市值占比提升，畜禽养殖拉升行业估值 .....	13
(二) 年初至今板块表现强于沪深 300，养殖产业链表现优异 .....	13
五、投资建议及股票池 .....	14
六、风险提示 .....	15

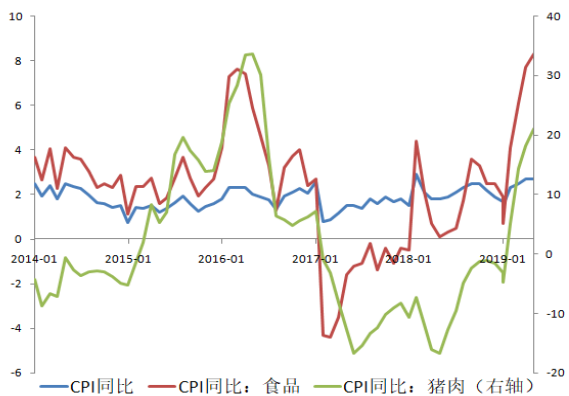
## 一、物价指标增长提速，农林牧渔业景气度显著提升

### (一) 农产品价格上涨影响 CPI 同比扩大

2019年6月，我国CPI同比上涨2.7%，其中食品价格上涨是拉动CPI同比扩大的重要原因，猪肉价格上涨21.1%，影响CPI上涨约0.45个百分点。从环比来看，物料消费有所回升，而猪肉价格在6月处于持续上行态势，影响CPI上涨约0.09个百分点。

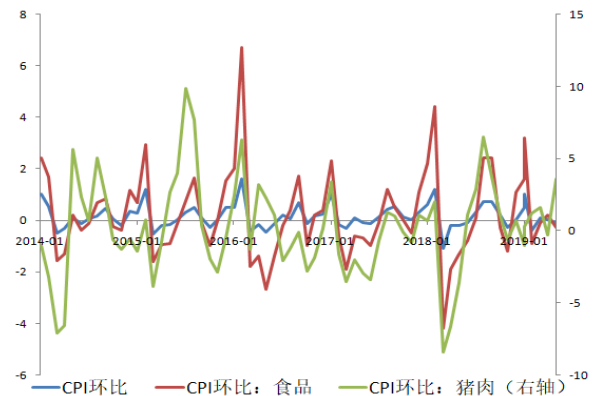
2019年1-6月，我国农产品进口金额为713.2亿美元，同比+3.6%，出口365亿美元，同比-2.7%，贸易逆差347.9亿美元，同比+11.16%。其中食用植物油与水果进口增幅较为显著，食用植物油进口399.4万吨，同比+44.1%。

图 1：2019 年 6 月我国 CPI 同比+2.7%



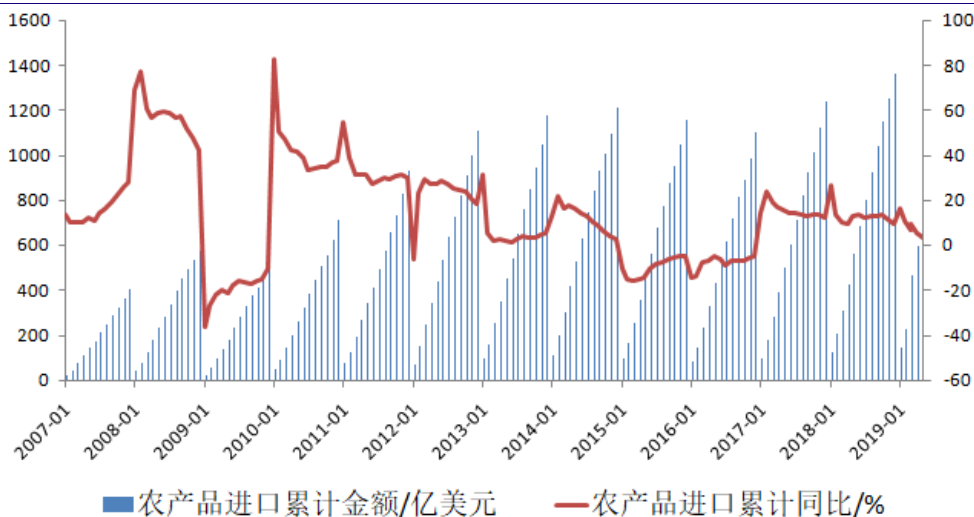
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 2：2019 年 6 月我国 CPI 环比-0.1%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 3：2019 年 1-6 月我国农产品进口额累计为 713.2 亿美元，同比+3.6%



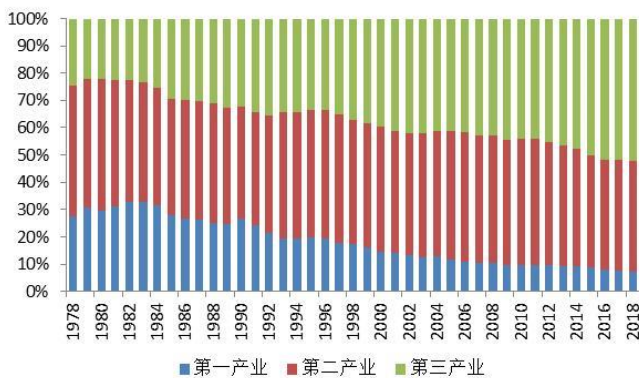
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

## （二）农林牧渔基础地位稳健，四业产值持续增长

2018年，我国GDP总量为900309.5亿元（+9.7%），其中第一、第二、第三产业贡献产值分别为64734亿元（+4.2%）、366000.9亿元（+10%）、469574.6亿元（+10.3%）。从结构层面来看，第一、第二、第三产业产值占比分别为7.2%、40.7%、52.2%。1985年开始，第三产业产值占比超越第一产业，第一产业产值占比逐年下行至个位数。总结来说，我国GDP增长从主要由第一、二产业带动转为主要由第二、三产业带动。

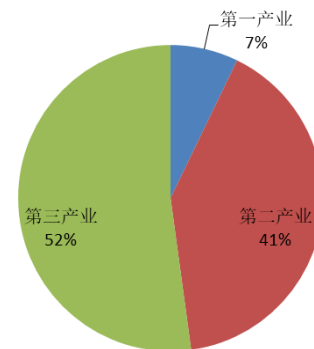
从数据的客观角度来看，农林牧渔业作为第一产业在国民经济中占比持续下降，但其作为国民经济基础，其重要性和基础地位不变。对标发达国家情况，2017年美国GDP总量为19485.4亿美元，其中农林牧渔产业贡献产值为169.2亿美元，占比很低并且最近五年也呈下降趋势。根据发达国家经验，第一产业增加值低于10%的阶段为农业现代化发展阶段。

图4：第一产业产值占GDP总量呈逐年下降趋势



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院（注：第一产业是指农业、林业、畜牧业、渔业和农林牧渔服务业）

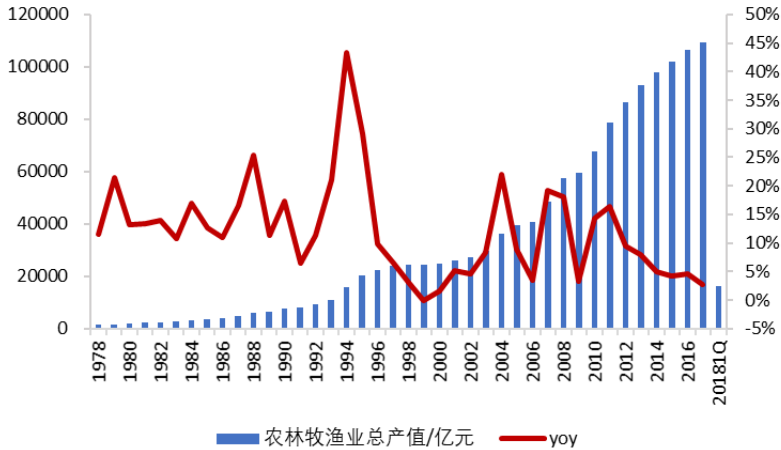
图5：2018年我国第一、二、三产业分别占比7%、41%、52%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

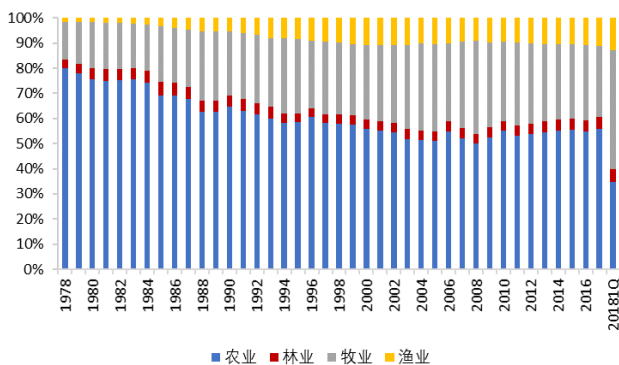
根据国家统计局数据，2017年我国农林牧渔业总产值为10.93万亿元（+2.7%），近五年复合增速约为4.1%，增长相对平缓；但相比于1978年（1397亿元）增长约78倍。我国农林牧渔业主要包括四个子行业，分别为农业、林业、牧业和渔业，17年产值占比对应为53.1%、4.6%、26.9%、10.6%，结构基本稳定。2018年3月，我国农林牧渔业总产值为1.64万亿元，其中农业、林业、牧业和渔业四个子板块产值分别为0.54万亿元，0.08万亿元，0.73万亿元以及0.20万亿元，占比分别为33%、5%、45%以及12%，在2018年第一季度中，牧业比例显著提升。

图 6：2018 年 Q1 我国农林牧渔总产值为 1.64 亿元



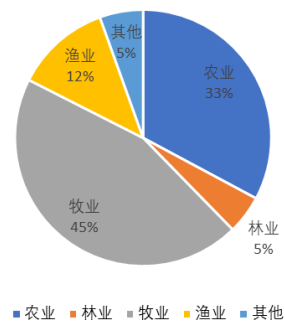
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院（注：农林牧渔总产值的计算方法通常是按农、林、牧、渔业产品及其副产品的产量分别乘以各自单位产品价格求得；少数生产周期较长，当年没有产品或产品产量不易统计的，则采用间接方法匡算其产值；然后将四个子行业产品产值及农林牧渔服务业产值相加即可。）

图 7：2018Q1 牧业比例显著提升



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 8：2018Q1 农、林、牧、渔业占比 33%、5%、45%、12%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

### （三）农林牧渔业景气度提升，猪价带动养殖链业绩向好

农业行业主要包括种植产业链与养殖产业链两大子产业，其中种植产业链涉及种业、农产品种植与加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、水产养殖、饲料、疫苗等子行业。从竞争力、盈利能力、管理能力等方面考虑，养殖产业链具备更大的优势。结合当前非洲猪瘟对产能去化的影响以及猪周期的运行规律，猪价上行趋势成为确定性较大的预判，带动整体养殖产业链业绩向好。

受非洲猪瘟影响，产能去化更加彻底，猪价高点将创新高。对于生猪养殖企业来说，2019、



2020 年将享受猪价高企行情，业绩弹性巨大。同时，养殖后周期行业（饲料、疫苗）将逐步受益，随着养殖利润的提高、养殖量的逐步增加，饲料与疫苗消费将逐步提升，利好业绩增加。

从杜邦分析以及相关财务指标来看，2016-2018 年我国农林牧渔行业 ROE 呈现下行趋势，主要原因是生猪养殖产业链上的企业均从 2016 年高点逐渐下行至 2018 年低点，影响整体 ROE 水平。如上文分析，我们认为上一轮猪周期在 2018 年 5 月结束，之后开启新一轮周期；2019 年 3 月 1 日，据博亚和讯数据来看，猪价二次探底为 12.06 元/kg，随后开启猪价上行阶段；截至 7 月 23 日，猪价涨幅达 55.39%。随着猪价的逐步上行，行业整体回报率及利润情况将显著好转。

图 9：我国猪价自 19 年 3 月开启上行趋势后，4-6 月处于震荡期，6-7 月持续上行



资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

表 4：2016-2018 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业杜邦分析

指标	时间	农林牧渔			畜禽养殖		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
ROE/%	一季报	2.90	2.47	2.05	7.07	3.52	2.47
	中报	7.44	4.49	2.14	17.19	5.06	-0.87
	三季报	11.61	7.53	5.39	25.84	9.37	3.13
	年报	13.74	8.23	4.16	28.64	12.54	1.69
销售净利率/%	一季报	8.99	6.52	6.18	19.19	9.58	7.85
	中报	9.49	5.51	3.23	22.38	7.04	-0.84
	三季报	9.19	6.69	4.75	22.05	8.76	3.26
	年报	7.70	5.33	2.71	17.87	8.70	1.30
资产周转率/次	一季报	0.19	0.21	0.19	0.22	0.20	0.17
	中报	0.44	0.45	0.39	0.45	0.39	0.33
	三季报	0.71	0.65	0.61	0.66	0.58	0.52
	年报	0.97	0.89	0.83	0.87	0.78	0.71
权益乘数	一季报	1.72	1.77	1.83	1.65	1.79	1.94

中报	1.73	1.79	1.89	1.65	1.86	1.98
三季报	1.74	1.76	1.90	1.74	1.88	1.97
年报	1.76	1.82	1.95	1.77	1.91	2.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**表 5: 2016-2019 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况**

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05			
畜禽养殖	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17			

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、农林牧渔业处于成长与成熟交互期，精细化管理提升成长空间

农林牧渔行业可分为两大产业链，包括种植产业链和养殖产业链，其中种植产业链包括种业、种植业、农产品加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、饲料、疫苗、渔业等子行业。

目前，种植产业链主要围绕技术升级、土地改革、效率提升等几方面进行发展。我国农产品（如玉米、大豆等）成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率，提升成长空间。

在养殖产业链层面，其发展水平高于种植产业链，行业增长较为迅速。从规模化程度、企业集中度、研发实力以及生产效率来说，我国养殖业均处于高速发展时期。在此过程中，行业规范性也在逐步形成，以白羽鸡行业为例，各企业自发形成白羽肉鸡联盟，以期实现供需平衡，产能调节，行业自我治理。在行业快速发展至成熟阶段期间，养殖产业链涌现出一批优质企业，从研发端发力，到管理标准化、精细化，看好未来养殖产业链相关优质企业的长远发展。

### （一）猪价上行带动股价趋势向上，未来持续增长看集中度提升

#### 1. 产能大幅下行，猪价重回增长，看好 19H2 猪价创新高

2019 年 6 月我国能繁母猪与生猪存栏同比-26.70%和-25.80%。能繁母猪存栏量创下历史新低，跌幅持续扩大。根据养殖规律，母猪到生猪出栏需经历 13 个月，意味着 13 个月以后的生猪存栏量将受当前母猪存栏影响。能繁母猪的大幅下降表明产能去化的幅度之大，供给收缩

显著，生猪价格反弹将超越以往历次周期高点，持续时间也将更长。

2019.7.23，我国部分省市生猪均价为 18.74 元/kg，环比+0.05%。当前猪价重回增长通道，随着消费旺季的到来，以及非洲猪瘟对产能去化的影响之大及其持续性，我们认为猪价或于 19H2 出现年内高点。对于上市公司来说，在猪价一致上行的背景下，月度出栏量超预期的公司表现将更好。

## 2. 十年生猪规模化程度提高 33pct，规模化持续提升是趋势

我国生猪养殖以散户为主，2007 年年出栏 500 头以下的养殖户比例为 78.2%，至 2017 年该指标下降为 45%。受环保政策、城镇化以及理性补栏等因素，中小养殖户补栏进程较为缓慢，而大型养殖户具备完善的环保解决办法、融资方式多样化等优势，养殖规模持续扩大，抢占市场份额，因此在过去两年中，我国生猪规模化程度快速提高。

对标美国生猪养殖行业规模化发展过程来看，在其规模化程度快速提升的二十年中（1980-1999 年），养殖户数量持续下降，1997 年美国存栏 1000 头以上的养殖场占比达 71%（有部分州高达 98%）。相比之下，我国生猪规模化程度依旧有较大提升空间（至少 20pct）。如前文所述，16-17 年受环保政策影响，散养户大量退出或放缓补栏，直接利好规模化提升。18 年 8 月非洲猪瘟在我国蔓延，成为散户加速退出的又一因素。我们认为，非洲猪瘟的发生将加速我国规模化程度的提升，待疫情相对稳定后，规模化速度将区域放缓，但趋势不变。

## 3. “大行业、小企业”特征显著，集中度提升创巨大成长红利

2017 年我国生猪出栏量为 6.89 亿头，前 22 家生猪养殖企业合计出栏生猪 5224 万头，CR22 约 7.59%；前 10 家合计出栏 4850 万头，CR10 约 7.04%；前 5 家合计出栏 3920 万头，CR5 约 5.69%。我国生猪养殖业集中度极低，集中度提升是未来行业成长的关键点。

目前，我国生猪养殖行业呈现金字塔型，即头部小、底部大。随着散养户的加速退出，以及大规模养殖场的加速扩张，未来将呈现倒金字塔型。2017 年，前 22 家生猪养殖企业出栏量增速达 36%。以 30% 的复合增速计算，2020 年我国前 22 家生猪养殖企业合计出栏量将达到 1.2 亿头，CR22 达 17%。以我国生猪出栏量第一第二的温氏股份、牧原股份为例，2017-2019E 出栏量分别为 1904/724 万头、2223/1101 万头、2400/1400 万头，增速分别为 11.2%/132.4%、17.1%/52.2%、7.96%/27.16%，均保持快速增长状态。

生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征，也就意味着行业空间广阔，企业未来发展空间巨大。在这个过程中，集中度逐步提升，龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。

表 6：生猪养殖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
生猪养殖上游为饲料、疫苗、种猪企业，我国大型养殖企业数量较	生猪养殖下游为屠宰企业，受猪价以及供应量影响，屠宰企业议价	生猪养殖为重资产行业，新进入者需要投入大量资金以此来打造	生猪养殖替代品可理解为养殖牛羊，但考虑到我国为猪肉消费大	生猪养殖行业呈现大行业、小企业特征，未来发展趋势为大型养



少，而服务企业众多，能力有变化，一般来说，议价能力较弱。大规模养殖场，同时要具备养殖技术、管理等方面的要求，新进入者威胁较小。国，对牛羊的食用接受程度以及价格接受度有一定差距，因此替代品威胁较小。殖集团的产能扩张，目前来说现有竞争存在于各企业成本控制方面，相互的竞争程度较低。

资料来源：中国银河证券研究院

## （二）白糖行业具备显著周期性，业绩上行依赖糖价上行

### 1. 周期品价格变化看供需，内糖或将进入减产周期

供需分析始终贯穿于周期品分析中，以 5-6 年为一周期的白糖产业具备显著的周期特征，供需缺口为正则价跌，供需缺口为负则价涨。自 2003 年以来，我国白糖已经历两个完整糖周期，分别是 2003.7 至 2008.10、2008.10 至 2014.9，其中上行期均保持 30 个月以上，涨幅分别达 165.2%、191.4%。目前，周期三正处于下行期，根据广西糖网数据，2019.7.23 柳州食糖现货价为 5360 元/吨，相比于 2016.12 高点 7020 元/吨降幅为 23.65%。根据历史周期规律，我们粗略估算，自 2016.12 达到高点以来，大约经历 30 个月本轮周期结束，随后开启新一轮周期。

2018 年我国内糖产量占总消费量的 66%，其余由进口或走私满足。美国农业部预测 19 年我国自产糖数量约 1080 万吨，同比+4.85%；自 16 年开始，我国自产糖产量已连续递增三年。我们认为 19 年是产量出现拐点的一年，2020-21 年蔗糖产量将处于减产周期，糖价开启上行趋势。1) 糖料蔗影响糖产量变化，种植收益下滑（甘蔗政府定价取消、甘蔗收益下滑或亏损、竞争作物收益有优势）带动内糖进入减产周期；2) 库销比与糖价呈显著反向关系。忽略进口量变化，2017-19 实际库销比呈上行，我们预计全年食糖价格呈现下行趋势。

我国糖进口量约占糖消费量的 25%。2018 年 9 月开始，配额外进口糖估算价与柳糖现货价价差持续出现负值；对于 2020 年 5 月 21 日保障关税措施取消后，配额外进口糖成本约下降 1000 元/吨，而前述价差负值的持续可为税率取消提供一定安全边际。另外，考虑到行业自律因素以及国际糖价可能反转的预期，关税保护取消后的影响将得到部分对冲，我们认为 2019/20 榨季我国糖进口量依旧保持稳中下行趋势。

### 2. 外糖产量或趋势下行，内外糖价格或共振上行

从总量关系上来看，全球糖价与全球产需情况相关。观察历年原糖价格变动与全球产区差额变动关系，发现两者呈反向关系。2019 年全球产需差额变动值为-1140.1 万吨，呈负向变动，供需格局改善显著，则对应原糖价格变动呈正向，即全球糖价实现反转，开启上行趋势。1) 糖价与原油价格正向联动，巴西糖产量稳中下行；2) 气候因素成糖产量最大变量，厄尔尼诺助力糖价回升；3) 国家政策影响种植意愿，印泰受压增产不可持续。

我们认为内外糖产量或将同期步入减产周期，价格实现联动，开启糖价上行趋势。

**表 8：白糖行业五力模型分析**

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
制糖企业上游为甘蔗种植户，甘蔗收购价主要由政府制定，因此对于制糖企业来说，其自身议价能力不强。	制糖企业下游为各类消费品加工企业，且糖价受全球糖价影响较大，公司对下游的议价能力不强。	制糖企业盈利能力均不高，且政策要求新设立企业需达到一定规模才可进入，因此新进入者较少，威胁不大。	食糖替代品如淀粉糖确实存在部分替代性，但替代比例有上限，综合来说威胁中等。	制糖企业分布在糖料作物周边，竞争程度中等。

资料来源：中国银河证券研究院

### （三）疫苗企业受政策影响较大，竞争格局即将重塑

#### 1. 政府疫苗招采目录调整，对疫苗企业业绩影响较大

2017 年以前，我国动物疫苗政府招采主要包括四类：口蹄疫疫苗、禽流感疫苗、猪瘟疫苗、蓝耳病疫苗，以上四类招采苗成为部分企业的稳定销售产品，年均销售收入以 5% 左右的速度增长。以往招采苗具备低价、质量一般的特征，后期随着政府对疫苗质量的重视，有采取优质优价策略的趋势，招采价格有缓慢提升迹象。

2016 年 7 月，农业部发文调整完善动物疫病防控政策，对猪瘟和高致病性猪蓝耳并暂不实施国家强制免疫政策，对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现自主采购、财政直补。以上政策意味着政府取消猪瘟与蓝耳病疫苗的招标采购，不再免费发放疫苗给养殖户，需要养殖户自己采购疫苗予以防控。对于企业来说，招采收入作为稳定现金流被取消，业绩影响很大。政策中提到针对部分养殖户可自行采购口蹄疫与禽流感疫苗，政府予以相应补贴。这部分影响相对较小，招采苗数量只是轻微减少，无法构成较大影响。

2018 年 1 月，农业部公告自 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。从疫情统计数据看，自 2011 年 6 月开始口蹄疫亚洲 I 型未发生疫情，A 型疫情呈上升趋势。今年三季度以来，亚洲 I 型完全退出市场，猪口蹄疫 O、A、Asia-I 三价苗停止生产与销售。2018H1，口蹄疫疫苗企业将口蹄疫 O、A、Asia-I 三价苗集中降价销售，叠加猪价极低、深度亏损状态，疫苗企业业绩受到显著影响。

综合来说，疫苗政策的变化对疫苗企业有较大的影响，尤其是依赖政府招采为生的企业，政策风险较大。

#### 2. 疫苗市场化销售为行业发展核心，批文下发影响竞争格局

猪瘟与蓝耳病疫苗退出政府招采目录、“先打后补”政策实施都表明疫苗市场化的趋势，如前文所述，政府招采苗存在质量、浪费等方面的问题，养殖户按需购买市场苗，政府予以一定的补贴，在一定程度上杜绝了浪费问题以及防疫效率问题。

从企业发展角度来看，市场苗定价是政府招采苗的 5-10 倍，毛利率高 10-20pct。大力发展市场苗，将扩大疫苗整体市场规模。以生物股份为例，于 2013 年进入口蹄疫市场苗领域，收入从 2013 年的 6.71 亿元增长到 2017 年的 19.01 亿元，归母净利润从 2.51 亿元增长到 8.7 亿元，实现快速增长，并成为口蹄疫疫苗龙头企业。未来，市场苗的增长是企业业绩增长的核心。

心。

产品批文是企业加入市场竞争的门槛。口蹄疫 O、A、Asia-I 三价苗被停售以后，由口蹄疫 OA 二价苗替代，目前市场上只有生物股份与中农威特可以生产销售，即 2018.7.1-2019.3 期间是以上两家公司寡头垄断的窗口期，市占率快速提高。2019 年 2 月 26 日，天康生物获得猪口蹄疫 OA 二价苗批文，已实现生产与销售。随后，我们预计中牧股份、海利生物也将获得批文，竞争格局将激烈化。对于公司来说，批文是未来业绩增长的基础；对于行业来说，批文是强化竞争程度的因素。

**表 8：疫苗行业五力模型分析**

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
疫苗行业上游为病原微生物生产企业，议价能力较弱。	疫苗行业下游为畜禽养殖行业以及政府，对应产品为市场苗以及招采苗。疫苗企业均努力争取大型养殖集团订单，且通过招投标拿到政府招采苗订单，因此下游议价能力强。	疫苗行业新进入者可理解为新产品批文下发，企业可以生产销售某疫苗产品，对现有竞争格局影响较大，即新进入者威胁大。	市场上一种疫病有对应多种疫苗产品，且随着多联苗、多价苗的上市，对单一产品的替代效应较大。	疫苗行业产品差异较大，以口蹄疫为例，目前有 8 家公司参与竞争，而猪瘟疫苗公司达 20 家以上，综合来说，竞争程度中等。

资料来源：中国银河证券研究院

## （四）饲料行业竞争白热化，养殖一体化模式已成趋势

### 1. 饲料行业竞争激烈，产量增速放缓，企业淘汰增加

根据中国饲料工业协会数据，2016 年我国饲料产量为 2.09 亿吨（+4.54%），相比于 1996 年的 5610 万吨，二十年复合增速为 6.8%。2013 年以前我国饲料行业保持快速增长，之后进入缓慢增长阶段（5%以内）。在此期间，我国小规模饲料企业加速退出，饲料加工企业数急剧下降，2009 年至 2016 年我国饲料企业由 12291 家下降为 7047 家。

在产量增速放缓、竞争激烈的背景下，饲料企业积极寻求并购整合机会，并逐步向一体化模式发展。如上文所述，饲料企业数量显著减少，但单位饲料企业产量显著提升，由 2009 年的 1.21 万吨提升到 2016 年的 2.97 万吨，这意味着饲料企业间的横向并购整合加速，单个企业的产能显著提高。2016 年，年产 5 万吨以上的企业有 51 家，产量占比达 63%，年产 100 万吨以上的企业有 34 家，产量占比达 57%，行业集中度较高。我们认为当前我国饲料行业处于微利状态，竞争十分白热化，而横向并购整合是饲料行业转型的第一步。

### 2. 行业发展面临拐点，寻求养殖一体化发展模式

饲料行业经历快速增长时期，已经进入成熟整合阶段，横向并购整合是企业实现转型升级的第一步，之后纵向整合成为大规模企业的转型方向，打造养殖一体化企业，包括上游原材料贸易、饲料加工、下游生猪/肉鸡养殖、屠宰分割与销售。其中，以饲料企业作为投资主体参

与养猪成为市场主流趋势，海大集团 2014 年进入生猪养殖领域，结合自身的原料贸易、饲料生产、微生态制剂，打造养殖一体化业务模式，公司业绩增长稳健；金新农以猪料的前端料为优势产品，显著受益于养殖后周期，之后进入种猪领域，致力于成为养殖产业链服务商；天康生物具备原料、饲料、养殖、疫苗、屠宰的完整养殖产业链，成为西北地区的龙头公司，具备周期与成长双重属性。

**表 7：饲料行业五力模型分析**

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
饲料企业上游为原材料贸易商，包括玉米、豆粕等。原料价格受宏观供需情况决定，议价空间不大。	饲料企业下游为畜禽养殖企业。饲料同质化程度较高，生产企业较多，且下游大型养殖场有能力实现向上一体化，使得下游议价能力较强。	饲料企业处于产能过剩阶段，行业面临去产能、淘汰阶段，新进入者威胁不大。	饲料产品目前不存在替代品，可替代的主要是原料中玉米、豆粕等组合成分，因此，替代品威胁不大。	饲料企业内部竞争白热化，目前处于并购整合阶段。未来随着整合进入新阶段，现有企业数量大幅下降后，竞争程度将相对减小。

资料来源：中国银河证券研究院

## （五）从人工走向智能，技术升级推动智慧农业信息化、机械化、互联网化

智慧农业是集成运用先进的信息技术与农业装备产品，结合管理者的知识、经验和智慧，实现对农业生产环境和生长信息的智能感知、分析、调控与智慧管理决策、为农业生产提供精细化种植、可视化管理、智能化决策的农业生产经营管理新业态。

从技术升级角度来看，未来智慧农业的发展趋势是信息化、机械化、互联网化，并且会有更多创新科技融入。历年来的中央 1 号文件都涉足农业，但值得注意的是信息化、机械化、互联网化、创新科技等等始终贯穿着 1 号文件精神。

随着技术升级，智慧农业发展趋势是从人工走向智能，提供精确、动态、科学的全方位信息服务。在种植、养殖生产作业环节，需要摆脱人力依赖，构建集环境生理监控、作物模型分析和精准调节为一体的农业生产自动化系统和平台，根据自然生态条件改进农业生产工艺，进行农产品差异化生产；在黑龙江等地区，基于北斗的农机调度服务系统已经试点应用；同时，云计算、大数据等技术也推进农业管理数字化和现代化

我国推进智慧农业发展实践仍需要克服很多技术层面困境，相关技术和设备依旧受限。因此，在推动智慧农业发展研究与实践中，要加强新一代技术升级，加强相关创新研究公共服务平台建设。



## 三、行业面临的问题及建议

### (一) 现存问题

#### 1. 生猪养殖行业中小散户占比高，养殖过程不规范

目前，我国生猪年出栏 500 头以下的养殖户约占 45%，占比依旧较高。散养户养殖规范程度不高，疫情防控管理不到位，更易受到疫情的感染，造成较大损失。自 18 年 8 月非洲猪瘟疫情出现后，散养户退出被加速。非洲猪瘟的传播途径主要通过接触非洲猪瘟病毒感染猪或非洲猪瘟病毒污染物（泔水、饲料、垫草、车辆等）传播，目前没有明确的防疫途径，预计短期内该疫情无法消除。

#### 2. 农业生产成本高企，生产效率有较大提升空间

近些年，我国农业生产成本持续上升，劳动力成本显著增加，农产品价格高企。以玉米为例，2018 年年底，中美玉米价格分别为 1945.57 元/吨、949.28 元/吨，价格相差巨大。发达国家农业机械化、智能化程度远高于我国，在科技水平、生物技术方面的差距使得我国农产品生产效率较低。从玉米单产水平来看，根据美国农业部统计，中美玉米单产分别为 5.97 吨/公顷、10.96 吨/公顷，相差近一倍。我国在优良品种、化学肥料、生物技术等方面依旧需要较大提升。

#### 3. 农产品结构失衡问题，造成部分作物过剩或短缺

在国内种植层面，我国粮食战略首先保证谷物、小麦两大主粮的完全自给，其次稳定玉米生产。自 2007 年我国实施玉米收储制度以来，玉米种植面积增长迅速，库存压力逐步加大。总结来说，我国玉米产量过剩，大豆国内产量急剧减少，粮食种植的品种结构愈发不平衡。

在国际进出口层面，部分农产品极度依赖进口。2018 年我国国内大豆产量为 1570 万吨，进口量为 10150 万吨，总消费量为 10813 万吨，产量/进口量比值约为 0.15；目前，我国大豆极度依赖进口。根据海关总署统计，2017、2018 年我国从美国进口大豆数量分别为 3285.54 万吨、1664.01 万吨，占我国总进口量的 38.1%、18.6%。若美国对外出口大豆紧缩，我国大豆供给或将短缺。

### (二) 建议及对策

#### 1. 养殖行业门槛逐步提升，大型养殖集团优势扩大

2016 年 12 月，国务院印发《“十三五”生态环境保护规划》，强调“2017 年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户”。我们认为在政策的催化下，小型养殖场面临生存难问题，一部分将被关停，而一部分成为大型养殖场的体外养殖模式（即公司-家庭养殖）。可见，在环保要求提高的背景下，散养户退出将是常态。叠加此次非洲猪瘟疫情的严峻形势，散养户防疫管控薄弱，现金流不充裕，加剧其退出市场。综合来看，养殖行业的门槛在逐步提升，对于大型养殖集团来说是较大利好，依赖自身的高效管理、成本控制、融资多样化等优势，出栏规模扩张将保持快速增长，利好行业层面的集中度提升。



## 2. 实施农业关键核心技术攻关行动，推动转基因育种产业化

2019 年一号文提到“强化创新驱动发展，实施农业关键核心技术攻关行动，培育一批农业战略科技创新力量，推动生物种业、重型农机、智慧农业、绿色投入品等领域自主创新”、“继续组织试试水稻、小麦、玉米、大豆和畜禽良种联合攻关”。2017 年，我国转基因植物种植面积为 280 万公顷，主要种植棉花、木瓜杨树、番茄等，但小麦、玉米、水稻、大豆等主要粮食作物未种植转基因品种。我国转基因相关研究与工作自 2007 年一号文提出以来，发展相对缓慢；2016 年《“十三五”国家科技创新规划》明确提出推进转基因大豆、玉米（饲用）产业化，2017 年国际种业巨头被收购，此次文件提到生物种业。从以上一系列政策、措施、并购等行为中，我们看到国家对转基因商业化进程的重视，将促进种业的产业升级，并带来更多的投资机会。

## 3. 调整优化农业结构，去库存与振兴计划相继实施

2016 年初，国家对玉米停止收购，调整为“市场化收购+补贴”，以此打开我国玉米供给侧改革序列。2019 年一号文强调“实施大豆振兴计划，多途径扩大种植面积”，在政策层面，我国首次提出实施大豆振兴计划，通过完善补贴等方式扩大种植面积，从而减少国内大豆对进口的依赖。基于上述政策的逐步落地，我国农业结构将逐步得到调整与优化。

# 四、农林牧渔在资本市场中的发展情况

## （一）农林牧渔市值占比提升，畜禽养殖拉升行业估值

据申万行业分类，截至 2019 年 7 月 23 日，农林牧渔板块含上市公司 87 家，总市值为 10698.43 亿元人民币，占全部 A 股市值的 1.86%；其中农产品加工、种植业、饲料、畜禽养殖、动物保健分别包含 20 家、18 家、15 家和 8 家，对应市值 1134.05 亿元、1154.65 亿元、2775.54 亿元、4709.90 亿元和 520.70 亿元。从市值占比角度来看，畜禽养殖和饲料板块居前，分别为 44.02%、25.94%。

从板块 PE 来看，截至 2019 年 7 月 23 日，农林牧渔板块 PE 为 75.08 倍，而整体 A 股 PE 为 17.16 倍。相比于一年前，农林牧渔板块 PE 为 39.29 倍，整体板块估值呈现大幅提升趋势。根据申万行业分类，28 个行业 PE 中位数为 29.97 倍，农林牧渔板块 PE 高出约 152%。从农林牧渔板块内子行业 PE 来看，除负值板块以外，动物保健、种植业子行业 PE 较低，分别为 29.46 倍、40.35 倍，而林业 PE 最高，达到 165.98 倍。

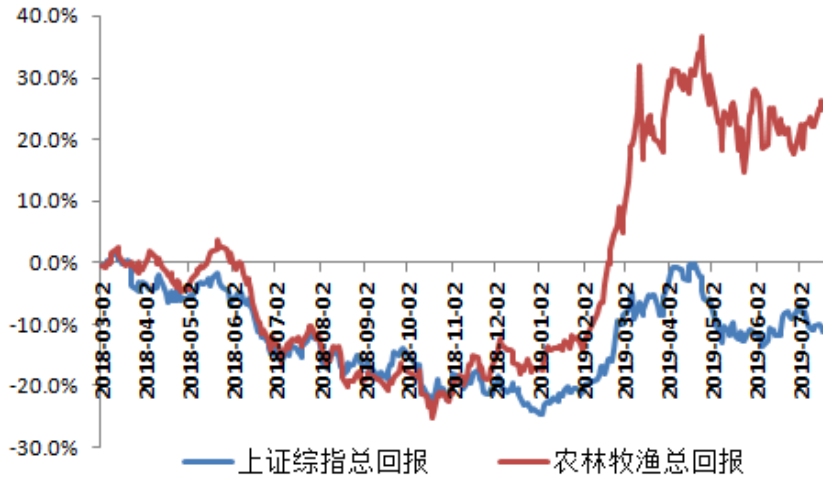
## （二）年初至今板块表现强于沪深 300，养殖产业链表现优异

年初至 7 月 23 日，农林牧渔板块整体上涨 47.49%，同期沪深 300、上证指数上涨 25.61%、15.76%。对比农林牧渔各子行业，饲料板块涨幅最大（+94.34%），畜禽养殖、农业综合、种植业次之，分别为+61.66%、+29.88%、+16.28%。

综合来看，A 股表现为普涨状态，农林牧渔涨幅表现优于沪深 300 及上证指数，其中饲料、畜禽养殖、农业综合板块表现尤为突出。受益于猪价预期向上、鸡价处于高位，养殖产业链表现优异。目前，猪价重回增长通道，随着后期消费旺季的到来，猪价将创新高；受非洲猪瘟疫

情对产能去化的持续影响，未来生猪短缺形势确定，猪价新高势在必行，持续看好后市板块表现。饲料板块部分企业进入生猪养殖领域，开启纵向一体化扩张，亦受益于猪价上行。

图 10：农林牧渔总回报具备相对优势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 9：重点公司相关财务指标（收盘价为 2019 年 7 月 23 日）

公司名称	代码	收盘价/元	EPS		PE		ROE
			2019E	2020E	2019E	2020E	
海大集团	002311.SZ	27.94	1.17	1.53	23.88	18.26	1.56
温氏股份	300498.SZ	39.95	2.48	4.22	16.11	9.47	-1.33
牧原股份	002714.SZ	70.28	1.24	3.91	56.68	17.97	-4.50
天康生物	002100.SZ	9.90	0.54	0.69	18.33	14.35	0.90
天邦股份	002124.SZ	15.67	0.4	1.2	39.18	13.06	-15.15
正邦科技	002157.SZ	19.75	0.73	2.09	27.05	9.45	-6.60
中粮糖业	600737.SH	8.62	0.36	0.57	23.94	15.12	2.63
粤桂股份	000833.SZ	5.50	0.18	0.45	30.56	12.22	0.19
中牧股份	600195.SH	10.82	0.52	0.58	20.81	18.66	2.19
生物股份	600201.SH	14.64	1.16	1.42	12.62	10.31	3.12
普莱柯	603566.SH	12.30	0.56	0.65	21.96	18.92	0.88
圣农发展	002299.SZ	26.40	1.85	2.37	14.27	11.14	8.10
益生股份	002458.SZ	25.05	1.41	1.67	17.77	15.00	21.78

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、投资建议及股票池

在非洲猪瘟的影响下，我国许多省份能繁母猪产能均出现大幅下跌，其中河南、山西、吉林、江苏、辽宁等省份母猪产能下跌幅度预计超过 30%。目前来说，疫情防控主要依靠扑杀

与物理隔绝，对产能的影响依旧存在。另外，北方复养比例在 20-30%，但 19 年下半年基本无法贡献出栏量。我们认为产能加速去化、需求持续上行将导致未来生猪供需缺口扩大，猪价创新高势在必行。从国内生产情况、进口情况、需求变化情况来看，保守预计总体供需缺口仍维持在 1000 万吨以上，供给的主要下滑点集中在 2019 年 5 月-2020 年 6 月。价格方面，预计 2019 年 8 月突破 20 元/公斤；年内价格高点将达到或者突破 25 元/公斤。股价方面，已经入第二阶段，未来股价将随着猪价的上升而上升；个股方面，建议关注出栏量稳定增长的天康生物。

在养殖产业链后端，饲料与疫苗板块可选择性的关注。海大集团依赖优秀的管理和渠道建设，饲料销量持续保持快速增长，在饲料行业中表现亮眼。同时，公司稳健布局生猪养殖，19 年预计出栏量 120 万头，将显著受益于猪价上行。基于饲料龙头、快增长以及生猪弹性，我们建议可以重点关注海大集团。疫苗方面，在当前产能去化严重的背景下，疫苗销量增速会受养殖量减少的影响。随着后期非洲猪瘟疫情稳定，猪价持续处于高位，养殖户补栏积极性将提升，利好养殖量提升，从而带动疫苗销量，即迎来疫苗后周期行情。另外，待非洲猪瘟疫苗研制成功，量产与销售是疫苗企业突围的一个机会，我们建议关注疫苗质量优秀、研发参与积极性高的企业。

食糖行业是显著的周期行业，从历史数据、糖料种植、进口、国际产量等多方面的分析，我们认为 2019/20 年榨季将进入减产周期，糖价开启反转行情。从股价与糖价的变化时点来看，当前为优势配置时点，建议关注中粮糖业。

表 11：核心组合推荐（收盘价为 2019 年 7 月 23 日）

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
天康生物	002100	8.39	0.33	0.54	0.69	30.00	18.33	14.35	推荐
中牧股份	600195	10.82	0.49	0.52	0.58	22.08	20.81	18.66	推荐
海大集团	002311	30.32	0.91	1.17	1.53	30.70	23.88	18.26	推荐
中粮糖业	600737	8.83	0.24	0.36	0.57	35.92	23.94	15.12	推荐

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 六、风险提示

**猪价不达预期风险：**若猪价低于预期，养殖企业利润将受到较大影响。

**疫病风险：**若企业遭受非洲猪瘟病毒，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降；另外，若发生类似于 H7N9“禽流感”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。

**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。

**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。

**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。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**谢芝优，农林牧渔行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn