

# 农林牧渔行业

## 2019年行业中报总结：受益猪周期上行，养殖板块大幅改善

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：猪价大幅上涨，行业利润触底回升

非洲猪瘟疫情持续背景下，生猪存栏大幅下滑，猪料、疫苗等需求同步走低。19H1 行业收入实现增长 8.8%，其中猪饲料、动保行业收入端增长承压。2 季度猪价进入上行通道，带动行业利润回升，19H1 行业营业利润同比增长 66.6%，销售净利率 4.1%，环比上升 2.4 个百分点。替代需求激发，肉禽养殖产业链持续高景气，禽饲料及养殖板块业绩表现亮眼。受益于 2 季度盈利改善，行业资产负债率下降至 49.2%，其中养殖企业改善最为明显。

#### ● 畜禽养殖：19Q2 生猪行业性扭亏，肉禽维持高景气

上半年，畜禽养殖上市公司平均收入同比增长 24.4%，营业利润同比增长 565%。非洲猪瘟疫情背景下，生猪行业产能去化效应逐步显现，2 季度生猪养殖步入盈利区间。截至 19 年 6 月底，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 6.9%、增长 17.7%、下滑 8.5%和下滑 22.1%，牧原股份产能节奏领先。受替代需求激发以及前期引种受限，肉禽产品价格持续高位。上半年，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 16.8 亿元、9.03 亿元、8.69 亿元、4.25 亿元、0.64 亿元和 4.31 亿元。

#### ● 饲料：猪料面临行业性压力，禽料表现最靓丽

上半年，饲料行业营业收入同比下滑 3.1%，品种分化明显：猪料增长承压，禽料增长迅速，水产料相对稳健。整体而言，饲料行业销售净利率约 3%，同比下降 0.2 个百分点。上半年，新希望、唐人神分别实现饲料销量 876 万吨、224 万吨，同比分别增长 13.8%、1.5%，新希望增速领先源于其禽料销量同比增长 20.4%。

#### ● 动物保健：猪疫苗受累存栏下滑，禽疫苗受益产业链高景气

受生猪存栏下滑以及防疫需求变化等因素影响，上半年行业上市公司收入与利润均承压，行业收入同比下滑约 5.9%，营业利润同比下滑 33.2%。禽产业链持续高景气，禽苗收入占比高的公司相对受益。

#### ● 种子：杂交玉米种子去库存进行时，水稻种子毛利率下滑

上半年，种子行业上市公司营收同比增长 27.5%，营业利润同比下滑约 28.2%。尽管玉米价格温和回升，但去库存背景下，行业竞争加剧，杂交玉米种子企业继续面临压力。杂交水稻种子方面，受收购价格下调等因素影响，高价高毛利品种增速放缓。

#### ● 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：上市公司产能恢复优于行业，供给断档期猪价仍有上行压力

2019-09-01

农林牧渔行业：本周全国生猪均价加速上行，关注龙头企业出栏潜力

2019-08-25

农林牧渔行业：本周猪价加速上涨，重点关注非瘟疫苗临床批件时间节点

2019-08-18

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

**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.SZ	人民币	41.05	2019/08/20	买入	52.15	1.71	3.81	24.0	10.8	24.41	10.79	21.30	43.40
牧原股份	002714.SZ	人民币	80.27	2019/08/27	买入	80.15	2.63	7.25	30.5	11.1	28.21	9.78	34.90	61.60
普莱柯	603566.SH	人民币	17.86	2019/04/02	买入	16.83	0.51	0.67	35.0	26.7	28.41	19.80	0.09	0.11
雪榕生物	300511.SZ	人民币	8.01	2019/04/26	增持	11.13	0.53	0.70	15.1	11.4	23.26	16.09	0.13	0.14

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：猪价大幅上涨，行业利润触底回升 .....	6
畜禽养殖：19Q2 生猪行业性扭亏，肉禽维持高景气 .....	7
饲料：猪料面临行业性压力，禽料表现最靓丽 .....	11
动物保健：猪疫苗受累存栏下滑，禽疫苗受益产业链高景气 .....	13
种子：杂交玉米种子去库存进行时，水稻种子毛利率下滑 .....	15
风险提示 .....	17

## 图表索引

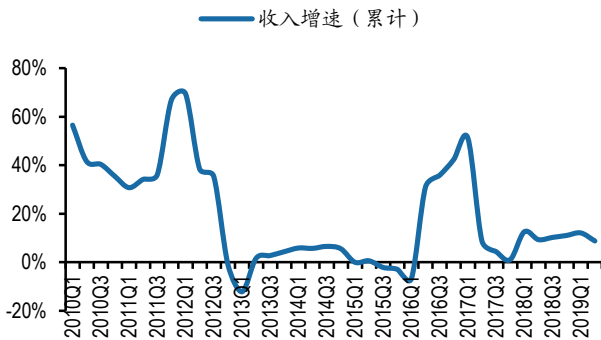
图 1: 19H1 农林牧渔行业收入同比增长 8.8% .....	6
图 2: 19H1 农林牧渔行业营业利润同比增长 66.6% .....	6
图 3: 19H1 农林牧渔行业的销售净利率回升至 4.1% .....	6
图 4: 19H1 农林牧渔行业的资产负债率降至 49.2% .....	6
图 5: 19H1 农林牧渔行业的 ROE 为 3.1% .....	7
图 6: 19H1 畜禽养殖行业收入同比增长 24.4% .....	8
图 7: 19H1 畜禽养殖行业营业利润同比增长 565% .....	8
图 8: 19H1 畜禽养殖行业的销售净利率回升至 6.5% .....	8
图 9: 19H1 畜禽养殖行业的资产负债率降至 48.5% .....	8
图 10: 19H1 饲料行业收入同比下滑 3.1% .....	11
图 11: 19H1 饲料行业营业利润同比下滑 7.7% .....	11
图 12: 19H1 饲料行业的销售净利率回升至 3% .....	12
图 13: 19H1 饲料行业的资产负债率降至 50.8% .....	12
图 14: 19H1 动保行业收入同比下滑 5.9% .....	14
图 15: 19H1 动保行业营业利润同比下滑 33.2% .....	14
图 16: 19H1 动保行业的销售净利率降至 15.6% .....	14
图 17: 19H1 动保行业的资产负债率达到 17.6% .....	14
图 18: 19H1 种子行业收入同比增长 27.5% .....	16
图 19: 19H1 种子行业营业利润同比下滑 28.2% .....	16
图 20: 19H1 种子行业的销售净利率降至 4.2% .....	16
图 21: 19H1 种子行业的资产负债率为 38.5% .....	16
表 1: 19H1 生猪养殖企业概况 .....	8
表 2: 19H1 温氏股份生猪业务毛利率领先 .....	9
表 3: 19H1 温氏股份头均毛利领先 .....	9
表 4: 生猪企业单季度收入与利润情况 .....	9
表 5: 生猪公司生产性生物资产变化情况 .....	9
表 6: 生猪公司消耗性生物资产变化情况 .....	10
表 7: 19H1 肉禽养殖企业概况 .....	10
表 8: 19H1 鸡苗类公司毛利率上升最多 .....	10
表 9: 肉禽企业单季度收入与利润情况 .....	10
表 10: 19H1 饲料企业概况 .....	12
表 11: 19H1 新希望饲料业务收入增速领先 .....	12
表 12: 饲料公司应收账款与预收账款情况 (单位: 亿元) .....	12
表 13: 饲料公司生产性生物资产情况 .....	13
表 14: 单季度饲料企业收入与利润情况 .....	13
表 15: 19H1 动保企业经营概况 .....	14
表 16: 瑞普生物疫苗业务毛利率提升领先 .....	15

表 17: 单季度动保企业收入与利润情况.....	15
表 18: 19H1 种子企业经营概况.....	16
表 19: 截至 19 年 6 月底, 种子企业存货情况.....	17
表 20: 单季度种子企业收入与利润情况.....	17

## 概况：猪价大幅上涨，行业利润触底回升

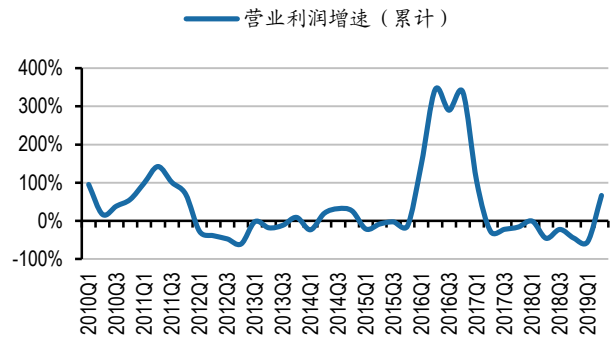
非洲猪瘟疫情持续背景下，生猪存栏大幅下滑，猪料、疫苗等需求同步走低。19H1行业收入实现增长8.8%，其中猪饲料、动保行业收入端增长承压。2季度猪价进入上行通道，带动行业利润回升，19H1行业营业利润同比增长66.6%，销售净利率4.1%，环比上升2.4个百分点。需求替代背景下，肉禽养殖产业链持续高景气，禽饲料及养殖板块业绩表现亮眼，圣农发展1-3季度业绩预告为24.5~25.5亿元，同比增长204.6%~217%。受益于2季度盈利改善，行业资产负债率下降至49.2%，其中养殖企业改善最为明显。

图1：19H1农林牧渔行业收入同比增长8.8%



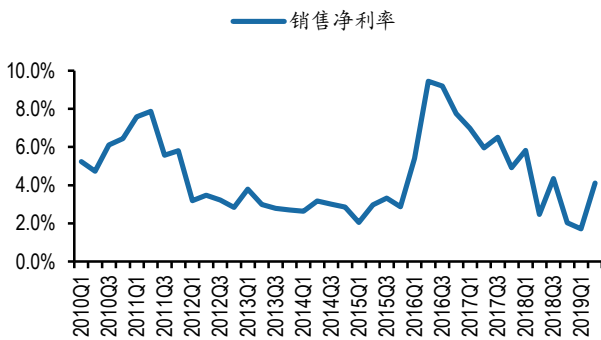
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：19H1农林牧渔行业营业利润同比增长66.6%



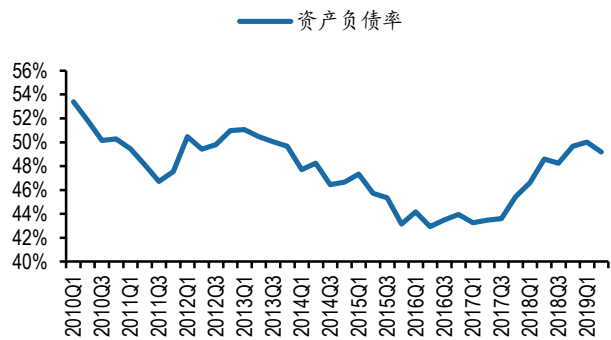
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：19H1农林牧渔行业的销售净利率回升至4.1%



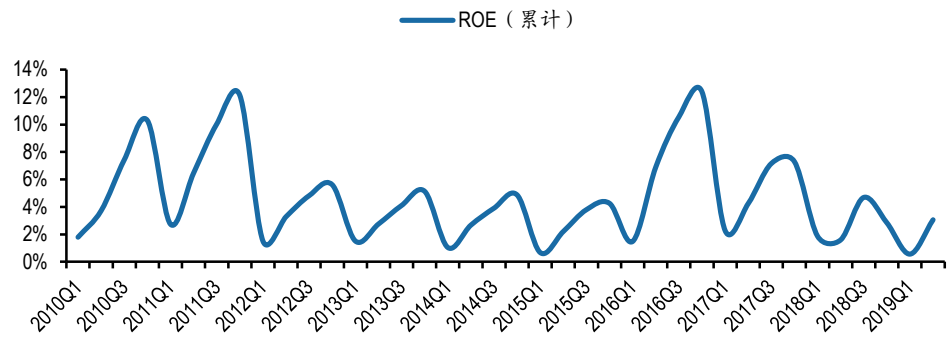
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：19H1农林牧渔行业的资产负债率降至49.2%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5: 19H1农林牧渔行业的ROE为3.1%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 畜禽养殖: 19Q2 生猪行业性扭亏, 肉禽维持高景气

上半年, 畜禽养殖上市公司平均收入同比增长24.4%, 营业利润同比增长565%, 猪价触底回升、鸡价创新高等因素导致行业利润大幅回升。非洲猪瘟疫情背景下, 生猪行业产能去化效应逐步显现, 2季度生猪养殖步入盈利区间。受替代需求激发以及前期引种受限, 肉禽产品价格持续高位。

### 上市公司经营回顾:

#### ✓ 生猪养殖: 2季度行业步入盈利, 上市公司表现优于行业

- 出栏量: 上半年, 温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份分别销售生猪1177万头、522万头、309万头和152万头, 同比分别增长13.7%、10%、28.2%和69%, 正邦科技和天邦股份出栏增长最迅速。
- 收入增长: 上半年, 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增长24.4%、24.2%、46%和102.2%。
- 头均盈利: 上半年, 温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份的头均毛利分别为105元、57元、32元和-38元, 同比分别上升59元、下降16元、上升105元和下降126元。受益南方猪价较高以及成本优势, 温氏股份的头均盈利领先。
- 生产性生物资产: 截至2019年6月底, 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6.9%、增长17.7%、下滑8.5%和下滑22.1%, 牧原股份产能节奏领先。

#### ✓ 肉禽养殖: 行业持续高景气, 上市公司盈利创历史最佳

- 收入: 上半年, 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65.54亿元、14.46亿元、15.63亿元、15.52亿元、



26.23亿元和35.91亿元，同比分别增长29.3%、188.1%、133.3%、43.2%、2.8%和8.1%，鸡苗类产品价格同比上涨导致益生股份、民和股份收入增长明显。

- 盈利情况：上半年，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16.8亿元、9.03亿元、8.69亿元、4.25亿元、0.64亿元和4.31亿元，同比分别上升13.49亿元、上升8.71亿元、上升8.5亿元、上升3.34亿元、下滑0.21亿元和下滑1.08亿元。鸡苗价格持续高位运行，上游鸡苗类公司（益生股份、民和股份）利润增长最多。
- 毛利率：上半年，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养鸡业务毛利率分别为30.6%、69%、74.4%、26.4%、32.4%和20.9%，同比分别上升19.6个百分点、上升46.7个百分点、上升43.8个百分点、上升18.5个百分点、下滑0.1个百分点和下滑2.1个百分点。

图6：19H1 畜禽养殖行业收入同比增长24.4%

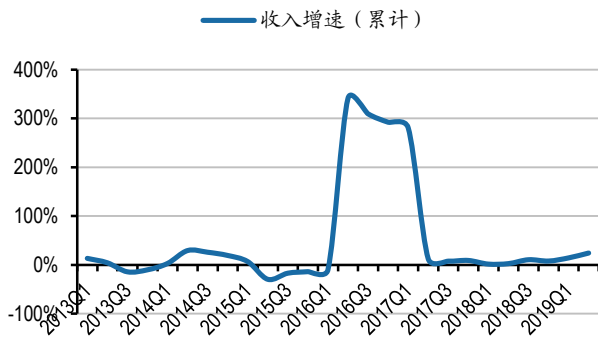
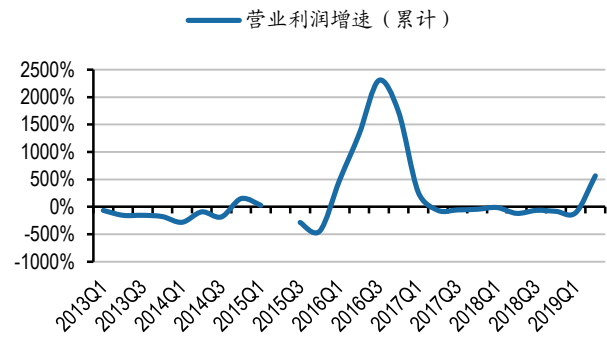


图7：19H1 畜禽养殖行业营业利润同比增长565%



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8：19H1 畜禽养殖行业的销售净利率回升至6.5%

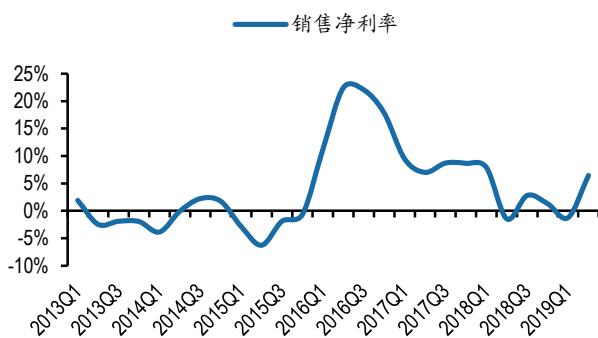
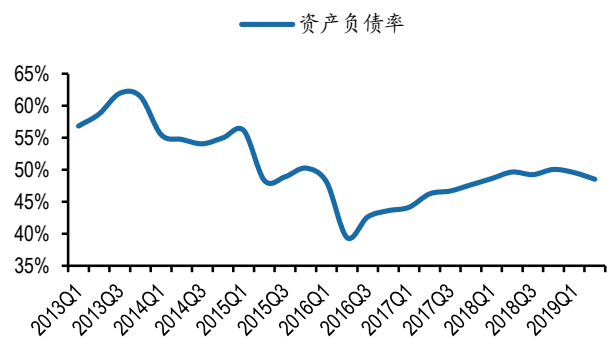


图9：19H1 畜禽养殖行业的资产负债率降至48.5%



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1：19H1生猪养殖企业概况

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H



牧原股份	55.13	71.60	-0.79	-1.50	-1.43%	-2.09%	-0.66%	-1.29%	-0.32%	-0.49%
正邦科技	122.22	113.77	-2.23	-2.42	-1.82%	-2.13%	-3.10%	-3.84%	-1.25%	-1.09%
天邦股份	18.62	29.41	0.79	-3.68	4.26%	-12.52%	2.66%	-18.25%	1.51%	-6.01%
温氏股份	253.17	304.22	10.10	14.42	3.99%	4.74%	2.89%	4.05%	2.09%	2.69%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表2: 19H1温氏股份生猪业务毛利率领先**

	营业收入增速		生猪业务收入增速		生猪业务毛利率	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H
牧原股份	79.14%	29.87%	29.57%	24.18%	6.32%	4.34%
正邦科技	35.21%	-6.91%	91.59%	45.96%	-5.38%	2.20%
天邦股份	38.35%	57.90%	44.53%	102.20%	7.23%	-2.63%
温氏股份	0.77%	20.16%	-14.43%	24.42%	3.18%	6.70%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表3: 19H1温氏股份头均毛利领先**

	出栏量 (万头)		头均毛利 (元/头)		养殖毛利 (万元)	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H
牧原股份	474.40	521.82	73	57	34,648	29,541
正邦科技	241.30	309.36	-73	32	-17,561	9,933
天邦股份	89.78	151.74	88	-38	7,865	-5,783
温氏股份	1,035.64	1,177.40	46	105	47,138	123,539

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表4: 生猪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)				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
牧原股份	27.57	36.68	42.07	30.48	41.12	-2.15	4.29	1.70	-5.41	3.85
正邦科技	72.63	53.63	45.28	51.94	61.83	-2.55	2.26	1.58	-4.14	1.39
天邦股份	10.19	13.17	13.40	12.45	16.95	0.48	0.40	-6.93	-3.35	-0.32
温氏股份	121.63	155.22	163.97	139.66	164.56	-4.91	19.83	10.58	-4.60	18.43

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表5: 生猪公司生产性生物资产变化情况**

生产性生物资产 (亿元)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
温氏股份	35.24	36.17	35.97	32.58	32.81
环比变化	4.7%	2.6%	-0.6%	-9.4%	0.7%
同比变化	7.0%	14.9%	12.2%	-3.2%	-6.9%
牧原股份	15.02	14.24	14.61	13.40	17.68
环比变化	-8.1%	-5.2%	2.6%	-8.3%	31.9%
同比变化	10.8%	13.5%	4.2%	-18.0%	17.7%

正邦科技	13.69	13.38	11.09	10.09	12.53
环比变化	6.3%	-2.3%	-17.1%	-9.0%	24.2%
同比变化	69.3%	28.8%	13.2%	-21.7%	-8.5%
天邦股份	4.85	5.28	5.15	4.02	3.78
环比变化	16.4%	8.8%	-2.5%	-21.9%	-6.0%
同比变化	92.1%	74.1%	43.3%	-3.5%	-22.1%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表6：生猪公司消耗性生物资产变化情况

报告期：19H1	单位：亿元	温氏股份	牧原股份	正邦科技	天邦股份
消耗性生物资产	期初余额	98.00	43.99	30.63	12.16
	期末余额	88.28	45.60	33.72	5.74
	变化幅度	-9.9%	3.7%	10.1%	-52.8%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表7：19H1肉禽养殖企业概况

	营业收入（亿元）		净利润（亿元）		净利率		ROE		ROA	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H
圣农发展	50.70	65.54	3.31	16.80	6.53%	25.63%	5.09%	20.36%	2.53%	11.79%
益生股份	5.02	14.46	0.31	9.03	6.19%	62.40%	2.59%	36.94%	1.41%	35.46%
民和股份	6.70	15.63	0.18	8.69	2.75%	55.58%	2.43%	43.53%	0.81%	31.88%
仙坛股份	10.84	15.52	0.91	4.25	8.39%	27.36%	4.16%	14.94%	3.43%	12.82%
华英农业	25.53	26.23	0.85	0.64	3.33%	2.46%	2.11%	2.16%	1.06%	0.74%
立华股份	33.22	35.91	5.38	4.31	16.20%	11.99%	15.89%	8.21%	12.13%	6.94%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表8：19H1鸡苗类公司毛利率上升最多

	营业收入增速		养殖收入增速		养殖业务毛利率	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H
圣农发展	17.17%	29.27%	-2.46%	21.85%	11.02%	30.64%
益生股份	60.34%	188.07%	75.99%	213.22%	22.24%	68.96%
民和股份	48.90%	133.31%	133.87%	242.47%	30.57%	74.40%
仙坛股份	4.28%	43.15%	6.32%	41.58%	7.90%	26.44%
华英农业	54.81%	2.75%	142.25%	20.05%	32.55%	32.41%
立华股份	-	8.12%	-	10.62%	23.00%	20.90%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表9：肉禽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）				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
圣农发展	27.18	29.86	34.91	30.84	34.70	2.08	4.69	7.01	6.53	10.00

益生股份	2.80	4.43	5.28	6.51	7.95	0.22	1.02	2.29	3.82	5.22
民和股份	3.76	4.74	6.73	7.31	8.32	0.34	1.21	2.42	3.86	4.83
仙坛股份	6.32	6.75	8.19	7.35	8.17	0.58	1.31	1.82	1.56	2.46
华英农业	14.07	15.99	11.97	11.85	14.38	0.40	0.36	0.30	0.18	0.38
立华股份	16.76	19.47	19.46	16.26	19.65	1.48	4.38	3.23	1.07	3.24

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 饲料: 猪料面临行业性压力, 禽料表现最靓丽

上半年, 饲料行业营业收入同比下滑3.1%, 品种分化明显: 猪料增长承压, 禽料增长迅速, 水产料相对稳健。整体而言, 饲料行业销售净利率约3%, 同比下降0.2个百分点。

### 上市公司经营回顾: 猪料企业增长承压, 禽料表现靓丽

- 收入增长: 上半年, 新希望、唐人神饲料业务收入同比分别增长7.8%、2.3%, 增速领先行业。
- 销量情况: 上半年, 新希望、唐人神分别实现饲料销量876万吨、224万吨, 同比分别增长13.8%、1.5%, 新希望增速领先源于其禽料销量同比增长20.4%。正邦科技、金新农、大北农饲料销量同比下滑23.4%、17%、6.1%。
- 毛利率: 上半年, 金新农、新希望和正邦科技的饲料业务毛利率同比分别上升5.7个百分点、1.1个百分点和0.5个百分点, 毛利率提升幅度领先行业。
- 吨毛利: 上半年, 金新农、新希望的单吨饲料毛利额分别为387元、160元, 同比分别上升95元、17元, 上升幅度最大; 傲农生物、大北农的单吨饲料毛利额分别为413、669元, 同比分别下降80、54元, 下降幅度较多。
- 生产性生物资产: 饲料企业纷纷向下游延伸、布局生猪养殖。截至19年6月底, 金新农、傲农生物和新希望的生产性生物资产分别达到0.82、1.22、5.92亿元, 同比分别增长154.1%、79.9%、12.1%, 增长最迅速。

图10: 19H1饲料行业收入同比下滑3.1%

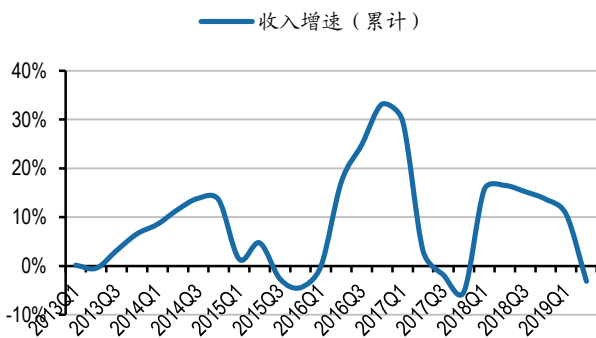
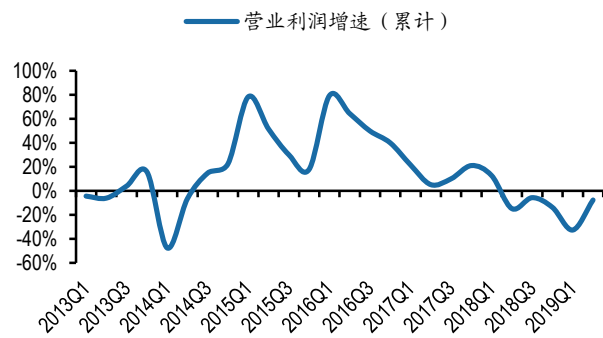


图11: 19H1饲料行业营业利润同比下滑7.7%



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

图12: 19H1饲料行业的销售净利率回升至3%

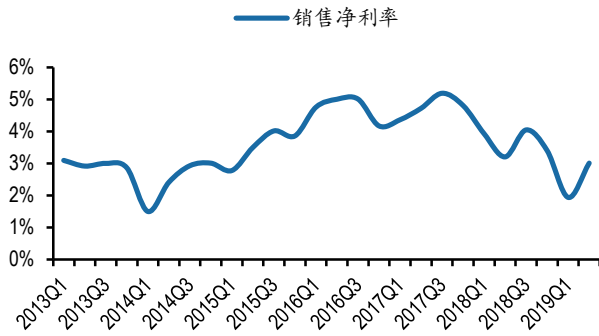
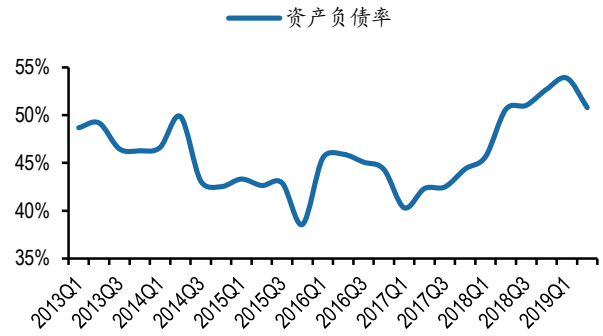


图13: 19H1饲料行业的资产负债率降至50.8%



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10: 19H1饲料企业概况

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H
新希望	316.43	352.94	14.12	20.79	4.46%	5.89%	4.08%	6.92%	3.19%	4.16%
正邦科技	122.22	113.77	-2.23	-2.42	-1.82%	-2.13%	-3.10%	-3.84%	-1.25%	-1.09%
大北农	90.73	81.42	0.85	0.18	0.93%	0.22%	1.05%	0.34%	0.44%	0.10%
金新农	14.11	12.65	-0.28	0.35	-1.98%	2.76%	-2.16%	1.02%	-0.72%	0.89%
唐人神	68.30	72.74	1.01	0.71	1.48%	0.97%	2.08%	1.30%	1.62%	1.05%
通威股份	124.61	161.24	9.32	14.60	7.48%	9.05%	6.75%	8.83%	3.26%	3.55%
傲农生物	27.37	27.11	0.01	0.41	0.04%	1.51%	2.10%	2.63%	0.04%	1.13%
天马科技	6.41	8.56	0.51	0.53	7.97%	6.24%	5.43%	4.53%	2.83%	2.40%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表11: 19H1新希望饲料业务收入增速领先

	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)	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H
新希望	6.22%	11.54%	10.61%	7.81%	6.20%	7.30%	770	876	144	160
正邦科技	35.21%	-6.91%	24.53%	-30.01%	9.96%	10.48%	278	213	306	295
大北农	8.21%	-10.26%	5.66%	-11.67%	19.85%	19.52%	212	199	723	669
金新农	-5.25%	-10.34%	6.25%	-29.32%	10.16%	15.82%	39	32	292	387
唐人神	4.59%	6.51%	4.72%	2.28%	8.75%	8.63%	221	224	249	248
傲农生物	20.90%	-0.95%	20.99%	-9.45%	14.89%	13.33%	77	74	493	413

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表12: 饲料公司应收账款与预收账款情况 (单位: 亿元)

	应收账款余额		预收账款	
	2018H	2019H	2018H	2019H
新希望	7.27	11.40	10.67	12.76

正邦科技	6.91	5.88	2.06	2.93
大北农	20.96	19.04	5.51	5.76
金新农	3.64	3.27	0.27	0.27
唐人神	2.34	2.29	1.50	2.08
通威股份	10.93	15.61	15.73	15.36
天马科技	4.09	4.89	0.33	0.29

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表13: 饲料公司生产性生物资产情况

	生产性生物资产 (亿元)		同比
	2018H	2019H	
新希望	5.28	5.92	12.10%
正邦科技	13.69	12.53	-8.48%
大北农	1.17	0.89	-23.38%
金新农	0.32	0.82	154.06%
唐人神	1.40	1.01	-28.20%
傲农生物	0.68	1.22	79.85%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表14: 单季度饲料企业收入与利润情况

	单季度收入 (亿元)					单季度归母净利 (亿元)				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
新希望	168.36	191.71	182.49	162.12	190.83	2.42	6.05	2.54	6.66	8.95
正邦科技	72.63	53.63	45.28	51.94	61.83	-2.55	2.26	1.58	-4.14	1.39
大北农	44.72	51.45	50.84	40.57	40.85	-0.77	3.37	0.66	-0.39	0.72
金新农	6.73	7.44	6.46	6.01	6.64	-0.55	-0.18	-2.32	-0.11	0.28
唐人神	35.47	42.42	43.34	33.55	39.19	0.26	0.57	0.10	0.05	0.40
傲农生物	13.81	14.93	15.31	13.40	13.72	0.03	0.15	-0.02	0.17	0.04

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 动物保健：猪疫苗受累存栏下滑，禽疫苗受益产业链高景气

受生猪存栏下滑以及防疫需求变化等因素影响，上半年行业上市公司收入与利润均承压，行业收入同比下滑约5.9%，营业利润同比下滑33.2%。禽产业链持续高景气，禽苗收入占比高的公司相对受益。

### 上市公司经营回顾：

- 收入增长：上半年，海利生物、普莱柯、瑞普生物、中牧股份、天康生物

和生物股份的疫苗业务收入同比分别+28.6%、+2%、+0.2%、-0.9%、-15.8%和-32.9%。海利生物收入增速最高，源于子公司杨凌金海和捷门生物产能释放。

- 毛利率:上半年,瑞普生物、天康生物疫苗业务毛利率分别为60.5%、65.1%,同比分别上升2个百分点、0.1个百分点。受益禽苗业务占比高,瑞普生物毛利率提升幅度领先。中牧股份、普莱柯、生物股份、海利生物疫苗业务毛利率同比分别下降约1.5个百分点、3.2个百分点、5.6个百分点、21.4个百分点。

图14: 19H1动保行业收入同比下滑5.9%

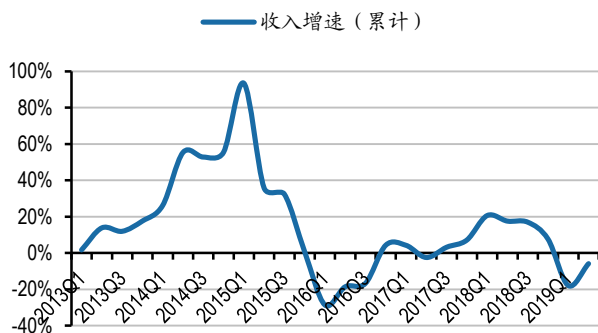
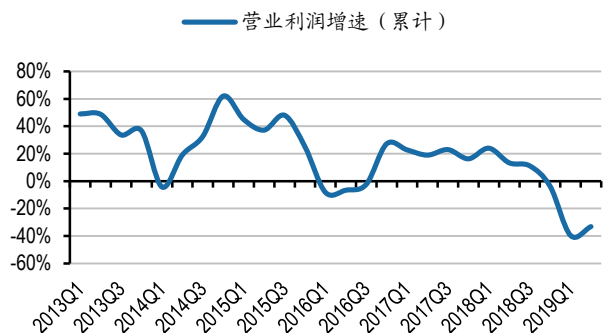


图15: 19H1动保行业营业利润同比下滑33.2%



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16: 19H1动保行业的销售净利率降至15.6%

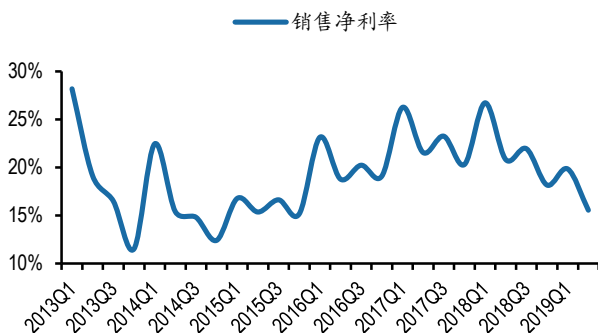
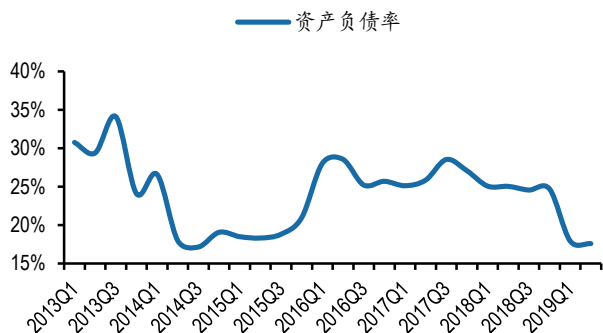


图17: 19H1动保行业的资产负债率达到17.6%



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

表15: 19H1动保企业经营概况

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H
天康生物	22.86	27.14	1.02	0.28	4.45%	1.05%	3.60%	2.26%	1.69%	0.32%
瑞普生物	5.83	6.53	0.81	1.05	13.93%	16.04%	3.50%	4.46%	2.81%	3.40%
中牧股份	18.96	18.35	2.17	1.76	11.43%	9.57%	4.95%	3.90%	3.35%	2.79%
生物股份	7.61	5.11	3.60	1.71	47.24%	33.38%	7.77%	3.33%	6.15%	2.79%
海利生物	1.08	1.39	0.24	0.07	22.53%	5.30%	2.91%	1.47%	1.41%	0.42%

普莱柯	2.85	3.20	0.76	0.65	26.79%	20.36%	4.83%	4.06%	4.22%	3.50%
-----	------	------	------	------	--------	--------	-------	-------	-------	-------

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表16: 瑞普生物疫苗业务毛利率提升领先**

	营业收入增速		疫苗收入增速		疫苗业务毛利率	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H
天康生物	0.73%	18.72%	-4.8%	-15.8%	65.03%	65.10%
瑞普生物	23.12%	12.05%	-1.7%	0.2%	58.44%	60.48%
中牧股份	25.29%	-3.21%	12.0%	-0.9%	56.48%	54.95%
生物股份	1.01%	-32.85%	0.8%	-32.9%	74.17%	68.55%
海利生物	-26.42%	28.55%	-26.4%	28.6%	67.68%	46.30%
普莱柯	10.46%	12.02%	18.2%	2.0%	67.99%	64.82%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表17: 单季度动保企业收入与利润情况**

	单季度收入 (亿元)					单季度归母净利润 (亿元)				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
天康生物	12.90	14.25	15.62	12.05	15.09	0.53	1.51	0.54	0.29	0.51
瑞普生物	2.89	2.93	3.13	3.07	3.46	0.30	0.37	0.13	0.43	0.43
中牧股份	9.57	12.97	12.41	8.00	10.35	0.68	1.46	0.78	0.88	0.74
生物股份	2.04	6.71	4.65	3.34	1.77	0.63	3.22	0.73	1.59	0.11
海利生物	0.46	0.88	0.59	0.81	0.58	0.11	0.14	-0.25	0.06	0.09
普莱柯	1.41	1.46	1.77	1.47	1.72	0.38	0.43	0.17	0.14	0.51

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 种子: 杂交玉米种子去库存进行时, 水稻种子毛利率下滑

上半年, 种子行业上市公司营收同比增长27.5%, 营业利润同比下滑约28.2%。尽管玉米价格温和回升, 但去库存背景下, 行业竞争加剧, 杂交玉米种子企业继续面临压力。杂交水稻种子方面, 受收购价格下调等因素影响, 高价高毛利品种增速放缓。

### 上市公司经营回顾:

- 收入增长: 上半年, 敦煌种业、农发种业、丰乐种业、万向德农、荃银高科、登海种业、隆平高科、神农科技分别实现营收4.56亿元、23.5亿元、11.87亿元、1.3亿元、2.15亿元、3.08亿元、12.44亿元和1.07亿元, 同比分别+121.1%、+59.1%、+48%、+6.6%、+6.3%、+3.8%、-7.8%、-79.1%。
- 净利率: 上半年, 万向德农、隆平高科、丰乐种业、农发种业、登海种业、



荃银高科、敦煌种业和神农科技的净利率分别为30.4%、10.7%、2.4%、-0.9%、-2.3%、-6.8%、-22.6%和-34%，同比分别上升34.8个百分点、下降6.4个百分点、上升2.1个百分点、上升1.1个百分点、下降6.7个百分点、上升5.5个百分点、上升27.6个百分点、下降32.6个百分点。

- 存货:截至2019年6月底,荃银高科、隆平高科的存货同比分别增长53.5%、31.6%。神农科技、敦煌种业、登海种业、农发种业、万向德农的存货有所下降,同比分别下降44%、22.4%、16.3%、12.5%、3.7%。

图18: 19H1种子行业收入同比增长27.5%

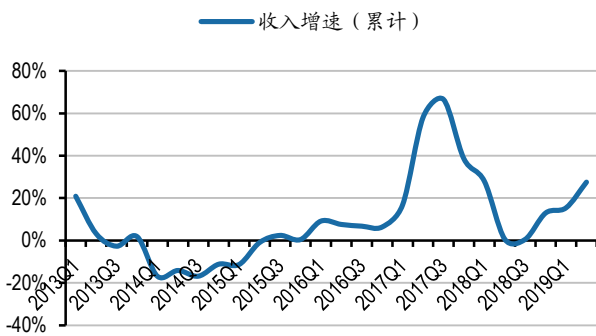
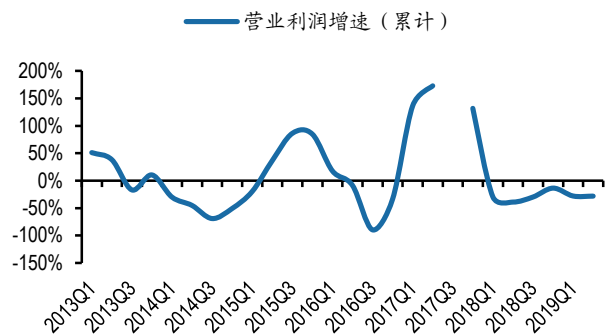


图19: 19H1种子行业营业利润同比下滑28.2%



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20: 19H1种子行业的销售净利率降至4.2%

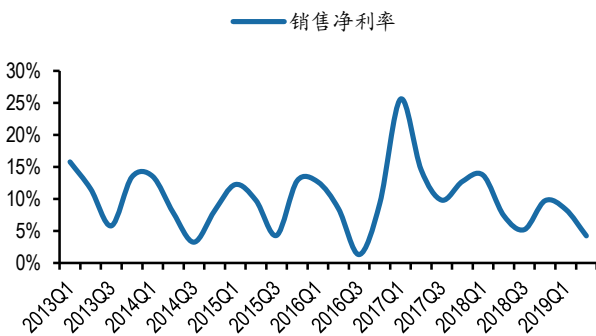
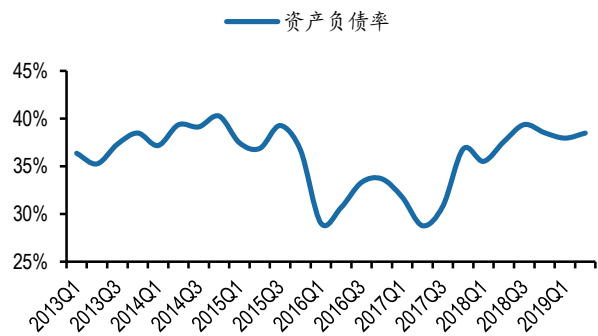


图21: 19H1种子行业的资产负债率为38.5%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表18: 19H1种子企业经营概况

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H	2018H	2019H
丰乐种业	8.02	11.87	0.02	0.28	0.26%	2.38%	0.15%	1.69%	0.10%	1.14%
隆平高科	13.49	12.44	2.32	1.34	17.17%	10.73%	2.84%	1.04%	1.79%	0.87%
登海种业	2.96	3.08	0.13	-0.07	4.46%	-2.26%	1.21%	1.10%	0.32%	-0.19%
荃银高科	2.02	2.15	-0.25	-0.15	-12.22%	-6.75%	-2.03%	-0.58%	-1.63%	-0.85%
神农科技	5.11	1.07	-0.07	-0.36	-1.39%	-33.99%	-0.20%	-2.67%	-0.34%	-2.46%
敦煌种业	2.06	4.56	-1.03	-1.03	-50.18%	-22.57%	-9.51%	-13.24%	-4.33%	-5.08%

万向德农	1.22	1.30	-0.05	0.40	-4.41%	30.42%	-1.08%	6.92%	-0.67%	4.94%
农发种业	14.77	23.50	-0.28	-0.20	-1.92%	-0.85%	-1.12%	-0.71%	-0.81%	-0.64%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表19: 截至19年6月底, 种子企业存货情况**

	存货 (亿元)	
	2018H	2019H
丰乐种业	7.33	7.05
隆平高科	21.88	28.79
登海种业	8.00	6.70
荃银高科	3.85	5.91
神农科技	2.13	1.19
敦煌种业	5.24	4.07
万向德农	0.92	0.85
农发种业	4.72	4.13

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表20: 单季度种子企业收入与利润情况**

	单季度收入 (亿元)					单季度归母净利润 (亿元)				
	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
丰乐种业	3.49	3.08	8.17	5.70	6.17	-0.13	-0.23	0.74	0.37	-0.10
隆平高科	5.35	1.08	21.23	7.40	5.04	-0.67	-0.80	7.14	1.34	-0.66
登海种业	1.57	0.34	4.31	1.36	1.72	0.14	-0.28	0.27	0.05	0.26
荃银高科	0.76	0.68	6.40	1.40	0.75	-0.22	-0.25	1.09	0.08	-0.12
神农科技	0.48	0.26	0.32	0.29	0.78	-0.16	0.37	-0.14	-0.12	-0.24
敦煌种业	1.20	1.60	4.01	1.91	2.65	-0.38	-0.44	-0.94	-0.35	-0.46
万向德农	0.56	0.54	0.87	0.70	0.61	-0.18	0.38	0.19	0.13	0.23
农发种业	8.72	8.06	11.63	8.99	14.51	-0.05	0.13	0.34	-0.08	-0.02

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 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。

## 广发证券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。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。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、宠物板块。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。