

## 农林牧渔

### 养殖兑现业绩动保顺势而上，白糖静待行业拐点

**养殖：高位生猪仍将保持，助推禽肉量价齐升。**猪：生猪存栏量为观察短期猪价的核心变量，考虑目前产能去化未止、存栏维持低位，叠加惜售、留种等市场情绪，生猪供需缺口较大，且恢复较长，猪价留有上涨空间，同时稳猪价政策侧重生产而非抑价，预计四季度猪价保持高位，相关上市公司迎来暴利时代。**鸡：1、供给端：**祖代鸡量增明显，常规在产比例提升、释放产能，驱动全链量增；父母代鸡需增价涨，为商品代预期量增奠定基础；商品代鸡增量已现，高鸡价推动养殖热情上扬。**2、需求端：**由于猪价的持续高温，动物蛋白缺口持续变大，禽肉需求的增速快于供给，供需关系利好鸡价继续走高。预计2020年白羽肉鸡供需同增，市场价格将保持高位运行。

**动保：猪周期推动疫苗量、率上行，疫苗板块拐点将至。**猪苗：短期内，强制免疫主要集中在疫病多发的春秋两季，眼下金秋已至，推动疫苗销售量进入上行期；同时猪周期推动疫苗量、率上行，疫苗板块拐点已至。长期看，沉重的动物灾难，预示着行业的显著扩容。防疫积极性的提高和养殖集中度的提升，利好龙头动保上市公司。**禽苗：**借助养殖量的提升，禽类疫苗销售量走高。由于猪肉供给缺口或将持续至明年，禽类养殖热情将延续较长时间，为禽苗带来较多利润空间；鸡价提高也让养殖户追加疫苗的投入，同时疫苗价格提高增厚行业空间。

**制糖：静待糖价拐点。**从短期来看，目前国内处于新糖放量前夕，供需趋紧下糖价上行；截至9月30日一级白糖经销价为每吨5,723.33元，同比增长4.52%；环比8月末上涨4.12%。短期内糖价推高，提振制糖板块业绩。从长期来看，国内“三年增、三年减”的糖周期下，18/19榨季食糖产量已触顶，19/20榨季的产量处于连增的尾端、减产的初期。随着产量的降低，糖价近期有望迎来拐点。叠加国外减产去库存为主趋势，出口量第一的巴西由于国内乙醇生产热情高涨，虽甘蔗生产量恢复，但糖出口量增幅有限；出口量第二的泰国由于取消了蔗农补贴政策，同时大面积的干旱使得甘蔗减产；出口量第三的印度同样受到厄尔尼诺现象糖产量下降。未来全球糖产量将大概率走低，同时高位库存也有望得到缓解，国际糖价迎来走高机会；未来国内糖价提振概率较大，为制糖板块公司拓宽利润空间。

**投资建议：**动保板块推荐关注生物股份。

**风险提示：**政策风险、疫苗研发不及预期、动物疫情风险。

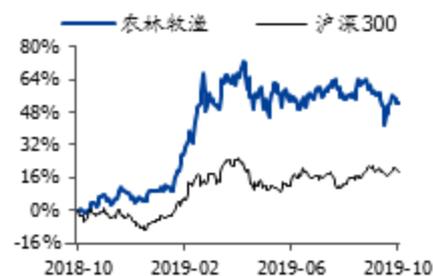
#### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600201	生物股份	买入	0.67	0.42	0.66	0.97	27.60	43.90	28.10	19.10

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 孟维肖

执业证书编号：S0680519060004

邮箱：mengweixiao@gszq.com

#### 相关研究

- 《农林牧渔：种植产业链乘通胀风起》2019-05-30
- 《农林牧渔：把握猪鸡共振，关注养殖后周期》2019-05-15
- 《农林牧渔：白糖进入减产周期，糖价反转可期》2019-04-12



## 内容目录

通胀乃板块之源 .....	4
非瘟开启通胀之门 .....	4
CPI破3%会可能持续到2020年中 .....	5
猪：生猪存栏持续降低，猪价高峰未至 .....	6
产能去化致使猪价大涨、疫病未除价格仍有空间 .....	6
三元留种已成趋势 .....	8
政策密集出台，存栏回升方显曙光 .....	10
投资建议 .....	12
禽：量价齐升兑现高景气周期 .....	12
供给端：量增在望 .....	12
需求端：价涨有力 .....	14
投资建议 .....	14
动保：养殖后周期叠加非疫扩容 .....	14
猪苗：短期疫苗需求见底 .....	14
禽苗：禽肉需求带动禽苗增量 .....	15
非洲猪瘟：动物灾难带来动保增量 .....	16
投资建议 .....	17
制糖：糖厂亏损严重 静待周期反转 .....	17
短期供需趋紧，长期静待价格拐点 .....	17
投资建议 .....	18
重点推荐标的 .....	19
风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1: 食品项 CPI 与农林牧渔指数对比 .....	4
图表 2: 食品与石油存在正相关 .....	4
图表 3: 食品项推升 9 月通胀 .....	5
图表 4: 9 月畜肉类价格均走高 .....	5
图表 5: 生猪和能繁母猪存栏同比继续下滑（%，元/千克） .....	5
图表 6: 生猪价格对 CPI 同比的影响估计结果 .....	6
图表 7: 国内肉类及猪肉消费量情况 .....	7
图表 8: 生猪养殖生产周期模型 .....	7
图表 9: 猪周期猪价情况 .....	7
图表 10: 生猪存栏量及同比变化 .....	8
图表 11: 能繁母猪存栏量及同比变化 .....	8
图表 12: 补栏流程 .....	9
图表 13: 生猪扩繁示意图 .....	9
图表 14: 三元补栏与二元补栏对比 .....	10
图表 15: 全国猪肉批发均价（元/公斤） .....	10
图表 16: 近一月全国外三元价格 .....	10
图表 17: 近期生猪相关政策梳理 .....	11

图表 18: 全国猪粮比价变动情况.....	12
图表 19: 养殖利润变动情况.....	12
图表 20: 祖代种鸡引种规模下降(万套).....	13
图表 21: 全国主要祖代蛋种鸡引种企业引种量.....	13
图表 22: 父母代种鸡养殖利润.....	13
图表 23: 商品代鸡价格波动情况.....	14
图表 24: 3 季度白羽鸡市场均价情况.....	14
图表 25: 口蹄疫政采苗市场占有情况.....	15
图表 26: 口蹄疫市场苗市场占有情况.....	15
图表 27: 我国动保行业规模预测.....	15
图表 28: 农业部首批指定用于紧急生产高致病性猪蓝耳疫苗的 12 家企业.....	16
图表 29: 哈兽研研发非洲猪瘟疫苗 2 个候选毒株的安全性.....	17
图表 30: 国内糖价波动情况.....	18
图表 31: 我国食糖产量变动情况.....	18
图表 32: 全球各榨季糖产量及出口情况.....	18
图表 34: 生物股份主要财务指标(截至 2019/10/13) .....	19

## 通胀乃板块之源

农林板块的走势与食品项 CPI 休戚相关。历史告诉我们在强通胀的背景下，农林牧渔板块往往有明显的超额收益。9月CPI同比上涨3.0%，涨幅较上月扩大0.2个百分点，连续6个月高于2.5%，其中食品价格影响CPI约2.21个百分点，主要受猪价大幅上涨提振；同期牛羊肉、禽类、鸡蛋等价格也存在不同程度的上涨，鲜果增幅回落，蔬菜价格下降。分项看，9月猪肉价格上涨69.3%，涨幅较8月大幅扩大22.6个百分点，拉动CPI同比1.65个百分点。

图表 1: 食品项 CPI 与农林牧渔指数对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 食品与石油存在正相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

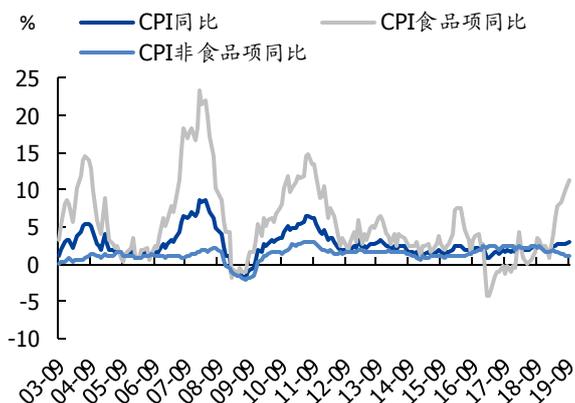
## 非瘟开启通胀之门

2018年5月，第四轮猪周期开启，8月非洲猪瘟疫情爆发，加速存栏去化，并抑制补栏意愿。猪肉供应偏紧持续推高2月以来的猪价。虽然8月以来，国家强调对猪肉供给的

保障，以稳定猪价，各地也在陆续推出调控政策，但截至目前效果甚微，生猪、能繁母猪存栏继续快速去化，猪肉供应偏紧持续推升猪价。当前看，预计猪价的持续上涨可能要维持到2020年6月左右，并带动CPI同比至2020年中持续维持高位。

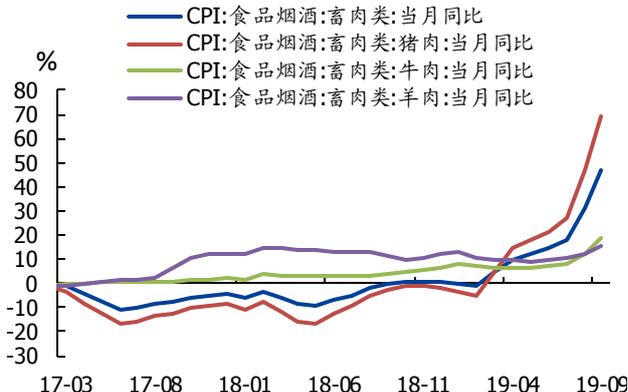
需要指出的是，食品中除猪肉之外，受天气转凉需求增加和消费替代的影响，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格也呈现了不同程度的上涨。同比看，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在9.4%—18.8%之间。往后看，随着秋冬季的来临以及猪价上涨之后替代效应的加强，牛羊肉价格可能迎来持续上涨，并同步推升CPI同比值。

图表 3: 食品项推升 9 月通胀



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 9 月畜肉类价格均走高

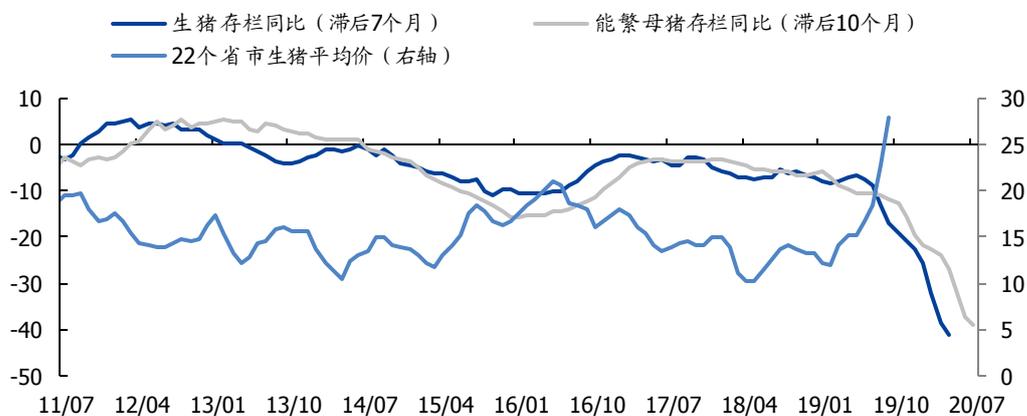


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### CPI 破 3% 会可能持续到 2020 年中

往后看，CPI 维持在 3% 以上的高位可能持续到 2020 年中。生猪存栏增速下行未现拐点，指向猪肉价格上涨压力仍高。截至 2019 年 9 月，生猪存栏同比降幅继续走阔至 -40.96%，连续 11 个月降幅走阔；能繁母猪存栏同比为 -39%，连续 12 个月降幅走阔。生猪存栏同比增速和能繁母猪存栏同比增速均与猪价呈负相关关系，二者分别领先猪价 7 个月、10 个月。意味着至 2020 年中猪价均存在较大的上行压力。如前期报告所述，短期内，国家通过扩大进口、投放储备肉等方式可部分补充猪肉供给，但难以真正抚平猪价涨幅。考虑到从能繁母猪存栏到生猪出栏约存在 10 个月时滞，猪价调控政策真正开始起作用可能要到 2020 年下半年。关键在于观察生猪和能繁母猪存栏同比何时见底，猪价整体走势将在存栏同比见底回升后开始回落。

图表 5: 生猪和能繁母猪存栏同比继续下滑 (%，元/千克)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

CPI猪肉分项同比对生猪价格同比的弹性系数约为0.51；假设CPI中猪肉分项占比约为2.2%（具体可见《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》），可推算出当生猪价格同比上涨20%、60%、100%时，其对CPI同比的拉动分别为0.2、0.7和1.1个百分点。

图表 6: 生猪价格对 CPI 同比的影响估计结果

生猪价格同比增速	CPI猪肉同比增速	对 CPI 同比的拉动
20%	10.20%	0.22%
40%	20.40%	0.45%
60%	30.60%	0.67%
80%	40.80%	0.90%
100%	51.00%	1.12%
140%	71.40%	1.57%
160%	81.60%	1.80%
200%	102.00%	2.24%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

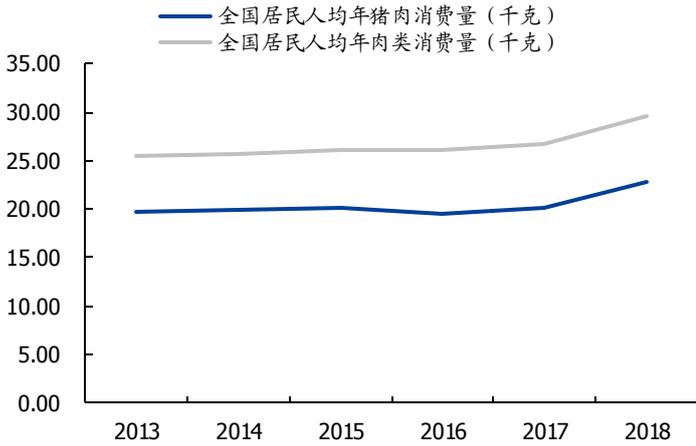
我们认为替代作用可能推升牛羊肉、鸡肉等其他肉类价格。与上一轮猪周期上行期（2014.04-2016.05）牛、羊肉 CPI 同比并无显著提升，反而趋于下行不同的是；2018年5月本轮猪周期上行期以来，牛、羊肉 CPI 同比已经连续4个月上行。反映了本轮猪周期其他畜肉的替代效应可能也将超过以往。温和通胀将是板块绝佳的助力。

## 猪：生猪存栏持续降低，猪价高峰未至

### 产能去化致使猪价大涨、疫病未除价格仍有空间

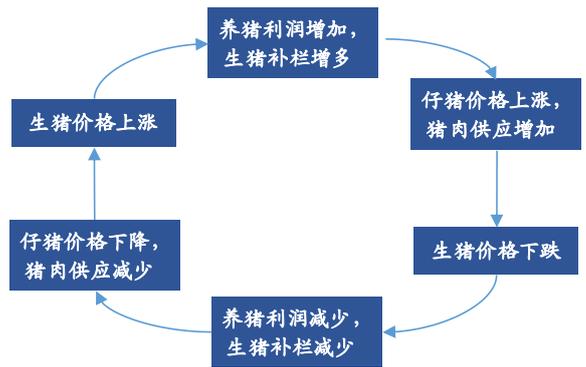
供给端周期性波动为猪周期本质，产出周期延长猪周期时长。鉴于我国肉类消费持续上升，而生猪作为我国肉类消费的中流砥柱，需求近两年小幅攀升；但总体需求稳定，供给成为影响猪价的关键力量。由于国内猪的供给呈现蛛网模型的特性，即前一期的价格会影响本期产量，导致猪价出现周期性的波动。考虑生猪的成长周期，母猪从出生、后备母猪培育到配种一般需要7-8个月，配种妊娠时长一般为114日，哺乳期一般需时25-28天左右，空怀期14天；仔猪再经过1-2个月的保育期和5-6个月的育肥期，生猪可出栏，至此母猪的生产周期为16-19个月。生猪的产出周期较长，导致每轮猪周期的持续时间较长。

图表 7: 国内肉类及猪肉消费量情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 生猪养殖生产周期模型



资料来源: PSY 研究院, 国盛证券研究所

回溯历史, 近 13 年内我国共经历了 3 轮完整的猪周期:

- 第一个周期: 2006 年 7 月到 2010 年 5 月, 历时 46 个月; 周期初由于猪价低迷、养殖热情减退, 导致生猪存栏量减少, 猪价开始回升; 叠加 2007 年的高致病性猪蓝耳病, 存栏量进一步减少、猪价持续高热, 猪价在经历 20 个月的上涨周期后触顶; 随后由于猪蓝耳疫苗的上市以及养殖热情的上扬, 存栏量增加、猪肉供给增加、猪价又经历了 26 个月的回落。
- 第二个周期: 2010 年 6 月至 2014 年 4 月, 历时 45 个月; 期初由于猪价下跌, 叠加 2010 年爆发猪瘟及蓝耳病、2011 年初爆发口蹄疫和仔猪腹泻, 导致国内能繁母猪存栏数继续降低, 供给减少、推动猪价上涨长达 15 月, 随后高价刺激存栏数反弹, 猪价经历 30 个月的回落期。
- 第三个周期: 2014 年 4 月到 2018 年 5 月, 历时 49 个月; 低猪价导致供给减少, 叠加 2014 年推行的环保禁养政策的推出、2015 年上半年的猪丹毒疫情, 猪价经历了 25 个月的推高, 随后供给过多、猪价反弹, 市场迎来 24 个月的猪价下行期。

几轮猪周期均与生猪存栏量有紧密关系, 而前一期的价格和疫病通过影响存栏量来间接推动后期价格走势。目前新一轮猪周期开始于 2018 年 5 月, 从历史趋势预测, 猪肉价格仍然处于价格高温阶段。

图表 9: 猪周期猪价情况



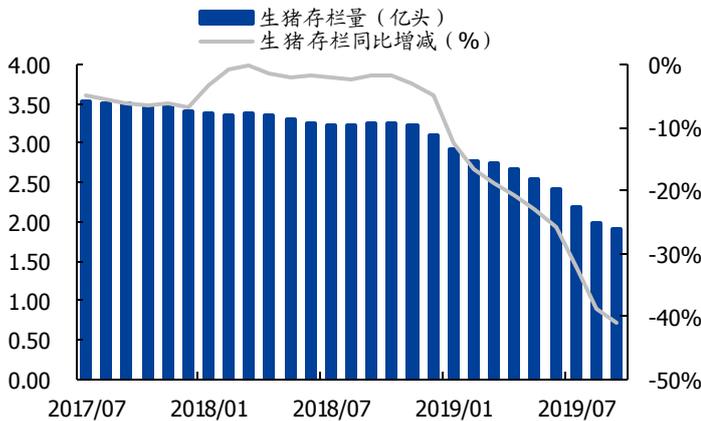
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

产能去化未止, 低位存栏推升猪价。截至 2019 年 9 月末, 我国生猪存栏量 1.92 亿头, 同比减少 40.96%, 环比降低 3.00%; 能繁母猪存栏量 1913 万头, 同比减少 39.00%。

环比降低 2.79%；全国年出栏 5000 头以上规模猪场 9 月份生猪存栏 4445.51 万头，环比增长 0.6%；能繁母猪存栏 610.47 万头，环比增长 3.7%。100 家重点种猪企业监测，9 月份后备母猪销量环比增长 70.7%。

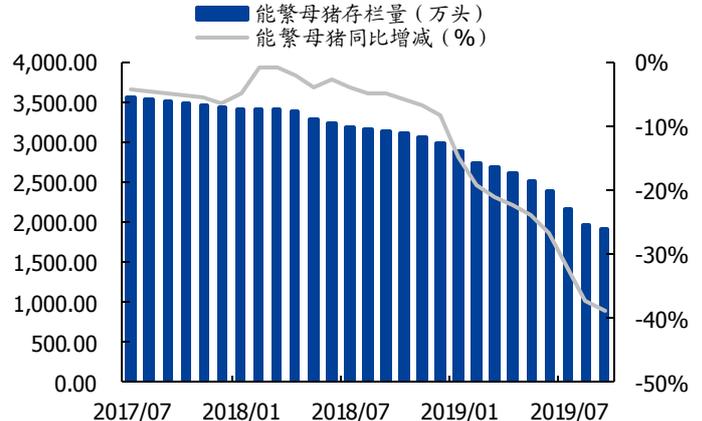
我们认为去年 8 月以来的非洲猪瘟导致了生猪产能的持续去化，支撑猪价持续上行。尽管全口径数据依然在下降，但代表我国头部的产能已呈现出恢复迹象。尽管行业还未找到控制疫情的方法，但是高猪价背景下，防控升级和补栏行为将向家庭农场及小散户扩散；同时短期三元母猪转种的增量难以纳入统计口径内，我们认为这一影响存在时滞。

图表 10: 生猪存栏量及同比变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 能繁母猪存栏量及同比变化



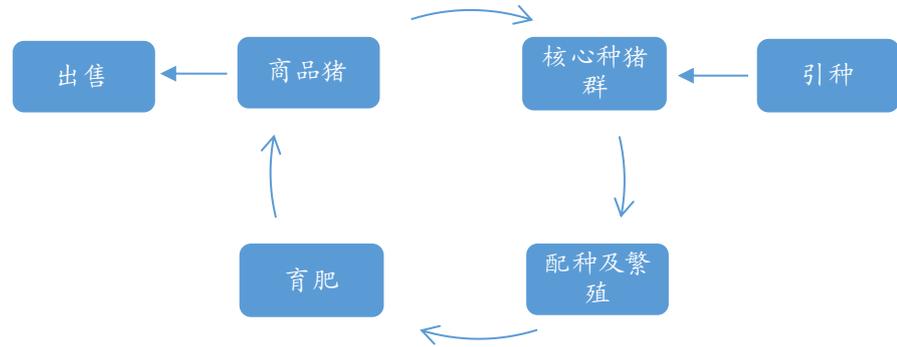
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

惜售、留种收紧供给，淡季不淡的猪价仍有上涨空间。目前猪价仍处于明显的增长的状态，部分养殖户惜售情绪加重；同时，为了保证明年的出栏量，部分养殖企业调整出栏节奏，选择三元商品猪回交的方式进行产能扩张，导致仔猪供应减少。惜售、压栏等使得本身供给增量不足的情况下，增加了短期的供需矛盾；考虑未来气温逐步下降，猪肉需求或有小幅增量，而生猪市场产能缩水，猪价具有上涨空间。根据猪易通数据，外三元猪价 10 月 15 日已达 35.9 元/公斤，环比涨幅为 27.99%，同比涨幅为 156.98%；猪价涨势有力。

### 三元留种已成趋势

我国截至 2019 年 9 月末，我国生猪存栏量 1.92 亿头，同比减少 40.96%，环比降低 3.00%；能繁母猪存栏量 1913 万头，同比减少 39.00%，环比降低 2.79%；我们认为，在此背景下我国明年猪肉的供需缺口有望在 1300 万吨以上。此次补栏将不同于历次周期，我们认为后非瘟时代，养猪人会更加注重安全生产和引种的成本控制，从而带来生产模式的改变，即由引种后备“散养”变成三元留种“闭环生产”。目前来看，“双高补栏难点”（后备 2 元种猪价格高和引种风险高）的现状一定会加速家庭农场生产模式的转变。本次疫情是从北向南，补栏亦是。从疫情演进的时间看，以东北、内蒙古为代表北方补栏先锋多于今年的 5-6 月份开始复产，因疫情导致我国祖代和繁衍种群下降较多；2 元母猪高昂的猪价，当前猪价高企行业不重视成本，带来了更多家庭农场多在用三元母猪配种；且在闭环生产的模式下，将三元母猪种用会更加安全和经济在当前的行情中拥有更好的风险收益比。我们认为当前行业还未找到稳定复产控制疫情的办法，复养养殖密度的上升出现了一定程度的 2 次疫情复发，补栏的斜率依然是一个不确定性的问题。但是我们认为当前的猪价已经对养殖风险带来了足够的补偿，补栏的趋势性回暖是确定的。

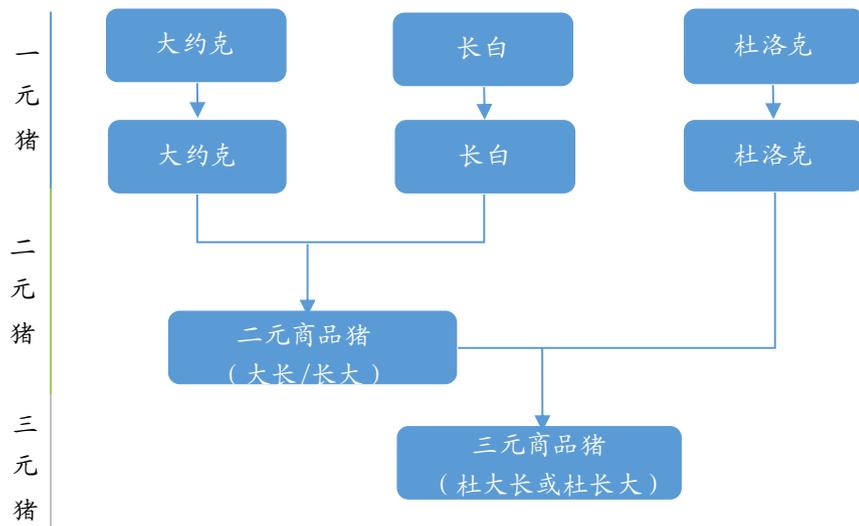
图表 12: 补栏流程



资料来源: PSY 研究院, 国盛证券研究所

一般情况下, 在自繁自养的家庭农场中, 猪场生产母猪和商品肥猪的存栏比例为 1: 9, 能繁母猪猪场的淘汰率为 30-40% 一年, 故每年需要引种 30-40 头/年, 如果将三元母猪种用, 则需要留种 36-48 头 (多 20%)。故从供种数量方面来看三元母猪供种存在良好的可操作性, 我们认为当前显著的仔猪公母价差代表了此项策略在行业应用的普遍性。

图表 13: 生猪繁育示意图



资料来源: PSY 研究院, 国盛证券研究所

我们认为在二元母猪紧缺的情况下, 猪场通过引进纯种来繁育并最终出栏商品猪的时间为 22 个月, 周期比较长; 而通过三元母猪来繁育并最终出栏商品猪的时间为 10 个月, 周期相对较短。

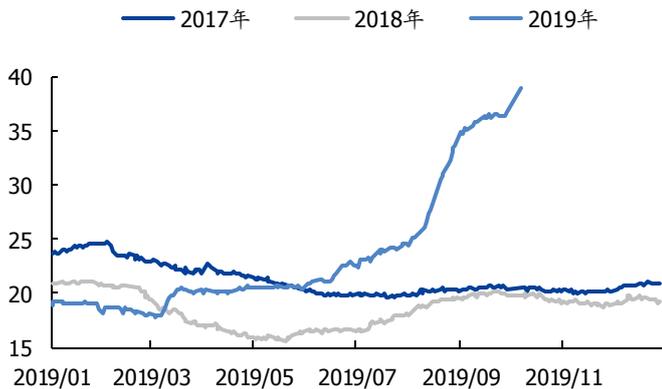
图表 14: 三元补栏与二元补栏对比



资料来源: PSY 研究院, 国盛证券研究所

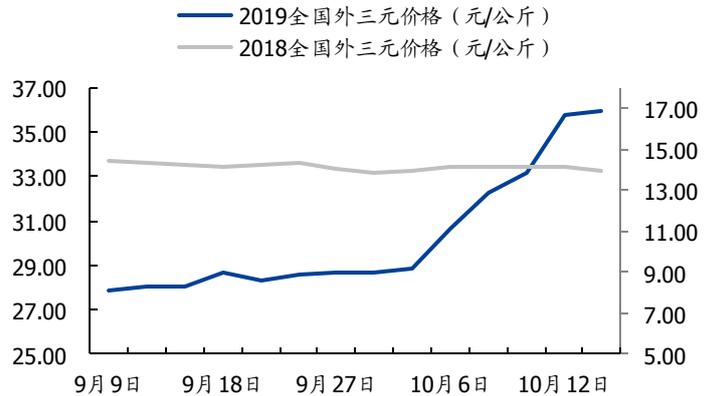
选择三元母猪恢复产能, 更易让猪场进入更好的盈利周期。博亚和讯观点预计: 7-10 月份将是北方地区留种高峰期, 而后会因可供留种的优质猪量减少而留种量下降, 9-12 月份南方地区则开始大范围留种, 到 2020 年底之前育肥留种将成为常态化。预计 2019 年底, 三元母猪留种占全国能繁母猪比重达 20%左右, 2020 年底存栏占比或达到 30%以上。从某种意义上讲, 三元母猪种用确实会是一种趋势。

图表 15: 全国猪肉批发均价 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 近一月全国外三元价格



资料来源: 猪易通, 国盛证券研究所

### 政策密集出台, 存栏回升方显曙光

稳猪价政策密集出台, 侧重生产而非短期抑价。为了未来保量稳价, 近期各项稳定生猪供应的措施开始密集出台, 主要有: 对种猪场、规模猪场流动资金和建设资金贷款贴息; 提高生猪、能繁母猪、育肥猪保险力度; 保障生猪养殖用地、对养殖场建设给予补助等。近期政策的目的是多偏重于促进生猪产能恢复, 而非抑制猪价上涨。在农业农村部的回函中也阐述了短期内猪价攀升调节确实存在一定的财政困难; 同时政策提出了生猪生产转型的要求, 利于推动行业规模化养殖的进程, 利好上市公司等大型养殖企业开拓市场。此外, 我国政府接连发布三次储备肉投放竞价通知, 地方政府也陆续向市场投放储备冻猪肉; 但市场供需缺口较大, 调控结果多聚焦于明后年, 猪价在十一期间仍然迎来较大涨幅。

图表 17: 近期生猪相关政策梳理

日期	来源	文件名称	要点
6月3日	农业农村部、财政部	《关于做好种猪场和规模猪场流动资金贷款贴息工作的通知》	各地对具有种畜禽生产经营许可证的种猪场(含地方猪保种场)及年出栏5000头以上的规模猪场给予比例不超过2%的短期贷款贴息支持,用于相关企业购买饲料和购买母猪、仔猪等方面的生产流动资金,贴息时间从2018年8月1日至2019年7月31日计算。
7月3日	国务院	《关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》	1、深入推进生猪标准化规模养殖,逐步降低散养比例;2、严格执行生猪定点屠宰制度;3、引导养猪场(户)增养补栏;4、加大对生猪生产发展的政策支持力度:省级财政提供生猪生产稳定专项补贴等实行临时性生产救助,简化流程、降低门槛,为规模养猪场(户)提供信贷担保支持。
9月2日	交通运输部、农业农村部	《关于对仔猪及冷鲜猪肉恢复执行鲜活农产品运输“绿色通道”政策的通知》	9月起运输仔猪及冷鲜猪肉恢复执行“绿色通道”政策;在今年9月至明年6月期间,对整车合法运输种猪及冷冻猪肉的车辆,免收车辆通行费。
9月5日	自然资源部	《关于保障生猪养殖用地有关问题的通知》	1、生猪养殖用地作为设施农用地,不需办理建设用地审批手续;允许生猪养殖用地使用一般耕地,作为养殖用途不需耕地占补平衡;2、生猪养殖圈舍、场区内通道及绿化隔离带等生产设施用地,根据养殖规模确定用地规模;增加附属设施用地规模,取消15亩上限规定,保障生猪养殖生产的废弃物处理等设施用地需要;3、鼓励利用荒山、荒沟、荒丘、荒滩和农村集体建设用地安排生猪养殖生产,鼓励利用原有养殖设施用地进行生猪养殖生产。
9月6日	农业农村部	《关于加大农机购置补贴力度支持生猪生产发展的通知》	1、优化补贴范围,实行应补尽补;2、加快试验鉴定,增加机具供给;3、深入摸底调查,全面梳理需求。
9月9日	发改委、农业农村部	《关于做好稳定生猪生产保障市场供应有关工作的通知》	1、落实非洲猪瘟强制扑杀补助政策;2、完善种猪场、规模猪场临时贷款贴息政策;3、适当增加生猪调出大县奖励资金规模;4、提高生猪保险保额;5、对使用良种猪精液开展人工授精的母猪养殖场(户)购买使用良种猪精液进行补贴,每头能繁母猪年补贴额不超过40元。
9月10日	国务院	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	1、发展目标:猪肉自给率保持在95%左右。到2022年,养殖规模化率达到58%左右,规模养猪场(户)粪污综合利用率达到78%以上。到2025年,养殖规模化率达到65%以上,规模养猪场(户)粪污综合利用率达到85%以上。2、促进生产加快恢复:种猪场和规模养猪场(户)贷款贴息政策期限延长至2020年12月31日,建设资金贷款纳入贴息范围;对受影响较大的生猪调出大县的规模养猪场(户)给予临时性生产补助;银行业金融机构、省级农业信贷担保对养猪场(户)提供支持。3、保障种猪、仔猪及生猪产品有序调运:简化实验室检测,降低调运成本;2020年6月30日前,对整车运输种猪及冷冻猪肉的车辆免收车辆通行费。
9月11日	国务院	-	加大力度做好“六稳”工作;表示会牵头制定重要时间节点的冻猪肉投放计划,在即将到来的中秋、国庆和明年的元旦、春节等重要节假日,能够为猪肉市场供应提供有力保障。

资料来源:农业农村部官网、国务院官网、交通部官网、发改委官网、国盛证券研究所

疫病未除,支撑高位猪价。虽然非洲猪瘟疫情已经得到控制,但是存在局部爆发的可能,养殖户补栏存在警惕性,导致补栏恢复缓慢,供给增量有限;近期10月13日,甘肃发生一起非瘟;过去的单3季度全国共发生11起疫情,非瘟发病以来全国共发生154起

疫情，已解封 151 起。鉴于目前非洲猪瘟疫苗即将进入临床试验阶段，尚未上市放量，行业养殖死亡率下降仍需观察。

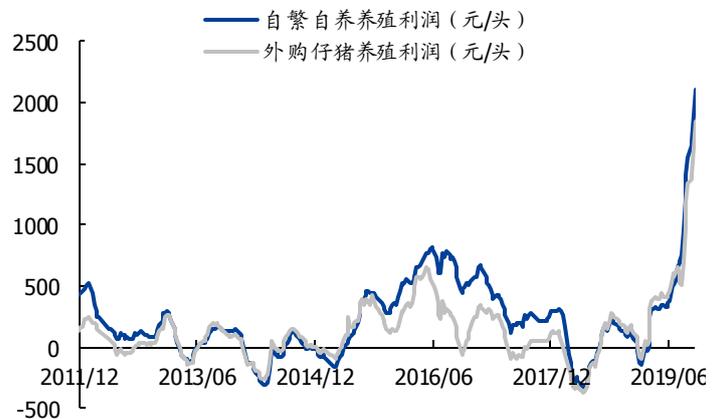
生猪养殖利润增加，提振公司业绩。基于生猪市场价格高温不退，生猪养殖利润转好，截至 10 月 11 日全国猪粮比价达 16.77，远高于盈亏平衡点（猪粮比价=6）；10 月 11 日，生猪自繁自养的利润为每头 2,113.49 元，相比于 2018 年同期的每头 198.10 元，同比增长 1092.51%；外购仔猪养殖利润为每头 1,847.19 元，同比增长 706.25%。由于仔猪价格处于不断推高的阶段，使得自繁自养的盈利能力于 2019 年 7 月开始优于仔猪外购。生猪养殖利润的推高利好市场补栏情绪，同时自繁自养的盈利能力提升为生猪养殖板块公司提供业绩增长支撑。同时，非瘟大幅抬高了行业门槛，逼迫行业朝着规模化转型升级的方向前进，利好规模化养殖企业开疆扩土。年出栏 5000 头以上规模猪场数据显示，9 月份生猪存栏 4445.51 万头，环比增长 0.6%；能繁母猪存栏 610.47 万头，环比增长 3.7%。全国饲料生产企业全口径统计，9 月份猪饲料产量环比增长 10%，其中仔猪料、母猪料、育肥猪料产量环比增长分别是 12.7%、8.7%和 9.1%。我们认为行业中的头部企业已经开始大面积补栏，存栏回升趋势奠定，但全行业回升斜率有待观察。

图表 18: 全国猪粮比价变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 养殖利润变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 投资建议

此次超高猪价和防疫优势正在演进，核心在于企业的盈利兑现能力和高猪价持续时间，淡季不淡，初显成效。头部企业具有成本优势及资本优势，不断提升市场集中度，推荐关注。

## 禽：量价齐升兑现高景气周期

### 供给端：量增在望

祖代鸡量增明显，常规在产比例提升、释放产能。2019 年以来，育成期祖代鸡存栏快速回升，虽 8-9 月份有小幅下降，但处于至 2015 年 1 月份以来的历史高位。博亚和讯数据显示，3 季度育成期祖代鸡存栏 49.6 万套，较 2018 年均值上涨 39.3%。祖代鸡总量上升的同时，祖代鸡中常规在产祖代鸡存栏占比持续回升，强制换羽在产种鸡存栏快速下降，使得产能进一步提升。据统计，3 季度常规在产祖代鸡平均存栏 74.5 万套，环比增加 9.4%，同比上涨 55.5%。我们认为 19 年全年引种量有望达到 110 万套。

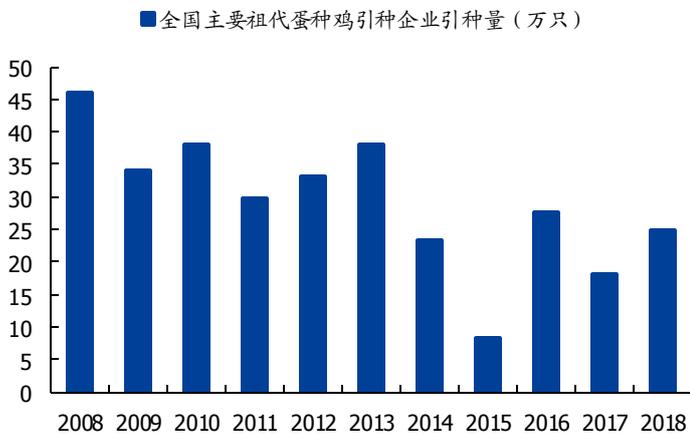
图表 20: 祖代种鸡引种规模下降(万套)



资料来源: 中国畜牧业协会, 国盛证券研究所

父母代鸡需增价涨, 为商品代预期量增提供基础。受益于禽类市场价格提升, 养殖热情上扬, 父母代鸡需求明显增加; 博亚和讯数据显示, 1 季度父母代鸡苗月均销量低于 350 万套; 5 月份父母代鸡苗销量回升至 400 万套以上, 9 月份销量继续增加至 460 万套, 达到 4 年来最高值。在井喷的需求面前, 商品代鸡苗仍然供给不足, 供需缺口下推动价格上涨; 3 季度白羽鸡父母代鸡均价为 70.00 元/套, 同比上涨 94.4%, 环比增幅为 4.5%。父母代鸡价涨推高养殖利润, 10 月 11 日养殖利润已至 8.00 元/羽, 同比增幅达 158.1%。养殖利润的提升也将带动父母代鸡供给量上涨。

图表 21: 全国主要祖代蛋种鸡引种企业引种量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 父母代种鸡养殖利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

商品代鸡增量已现, 猪价高位支撑鸡价增长。由于鸡产业链拥有 42 的极速出栏周期, 肉鸡出栏量的激增已有所显现。2019 年春节期间, 由于猪价处于较低价位, 叠加屠宰放假和春节后肉鸡出栏集中, 鸡价探底; 3 月份随着猪价走高, 鸡肉需求开始增长, 价格高涨、肉鸡供应增多; 直至 6 月份肉鸡供应增多效应显现, 鸡价迎来下跌行情; 8 月份, 鸡肉供应稍减, 但是猪肉开始飞涨, 导致需求大增, 鸡价再次高涨; 结合祖代及父母代鸡的供给增量, 商品代鸡供给量仍有较大上行趋势。预计后期受猪肉供需缺口持续, 活禽市场销售仍将活跃, 鸡价有增量空间。

图表 23: 商品代鸡价格波动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 需求端: 价涨有力

作为猪肉替代品的鸡肉, 由于猪肉价格持续走高, 推动替代供给增速加快。禽类尤其是白羽肉鸡得益于其高度标准化的产业链, 42 天极速出栏的高周转, 其量增趋势较为明显。但是由于猪价的持续高温, 禽肉需求的增速快于供给, 供需关系利好鸡价继续走高。预计 2020 年白羽肉鸡需求暴涨, 鸡肉产业链价格有望率创新高。

图表 24: 3 季度白羽鸡市场均价情况

项目	2019 年		2018 年	环比	同比
	3 季度	2 季度	3 季度		
父母代 (元/套)	70.00	67.00	36.00	4.5%	94.4%
白条鸡 (元/公斤)	13.48	13.20	13.10	2.1%	2.9%
肉毛鸡 (元/公斤)	9.38	10.04	8.70	-6.6%	7.8%
肉鸡苗 (元/羽)	6.83	7.88	3.80	-13.3%	79.7%
肉种蛋 (元/枚)	3.92	4.85	2.25	-19.2%	74.2%

资料来源: 博亚和讯, 国盛证券研究所

### 投资建议

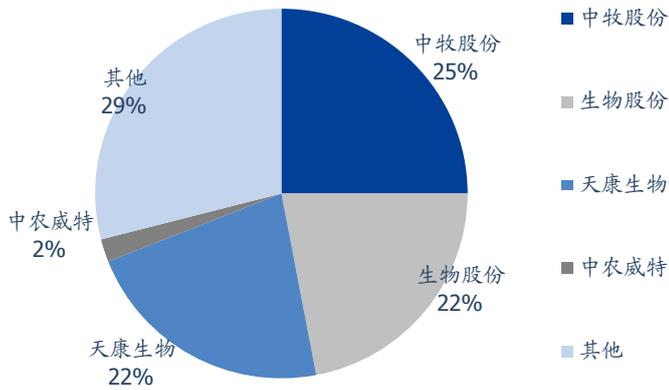
白羽鸡当前的主要逻辑是需求端替代效应、业绩释放和长期产业扩容。当前引种量、祖代种鸡存栏量恢复迅猛, 但仍不足以满足肉类蛋白需求。预计禽类产业高景气度至少维持至 2020 年三季度, 建议关注。

### 动保: 养殖后周期叠加非疫扩容

### 猪苗: 短期疫苗需求见底

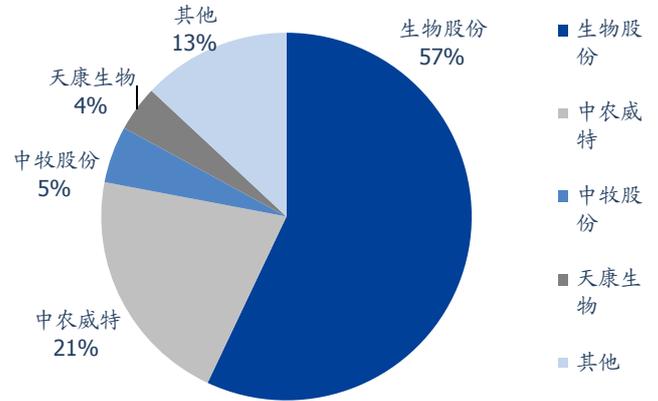
秋防已过，作为疫苗企业最为重要的季节。动保行业受非洲猪瘟影响，大部分疫苗品类多出现了明显的需求下降。行业正在度过最冷的一个秋天。其中口蹄疫等疫病实施强制免疫，相关疫苗由政府采购。目前的政策为“先打后补”，列入试点范围的养殖场需自主采购经农业部批准使用的强制免疫疫苗；受地方采购滞后的影响，其受损程度小于市场疫苗。养殖户多因防范非瘟和减少传播频次而减少了其他疫苗的使用量，故市场苗的下降幅度多于生猪存栏减少而导致的需求变小。

图表 25: 口蹄疫政采苗市场占有率情况



资料来源：中国兽药协会，国盛证券研究所

图表 26: 口蹄疫市场苗市场占有率情况



资料来源：中国兽药协会，国盛证券研究所

我们认为惯常的猪周期补栏时点多见于猪价启动后的一个季度，从而推动推动疫苗量、渗透率的上行，疫苗板块拐点到来。此次自我国 2 月以来猪价开始上涨，但受非瘟影响补栏迟迟未临，猪价上涨，猪、鸡养殖获增量预期。从总量看，高猪价助长生猪养殖的积极性，在疫情好转后拉动生猪存栏量上涨，为疫苗市场带来增量预期。从覆盖率看，非疫未除养殖警惕性提高，同时高猪价也会拉动养殖户疫苗使用的覆盖率；此外产业去化、消失的散户等也为生猪养殖业规模化发展提供了良好基础，进而在受众覆盖比率上提振猪苗销售。

图表 27: 我国动保行业规模预测



资料来源：中国兽药协会，国盛证券研究所

### 禽苗：禽肉需求带动禽苗增量

禽肉需求增加，禽苗量价齐升。受猪周期影响，生猪产能大幅去化，导致猪肉供给下行，从补栏情况来看短期内猪肉供给缺口仍将保持；由于禽肉生产周期较短，其成为短期补充肉类蛋白缺口的最快的手段。禽类短期的需求上升助力禽类产品价格上调，带动禽类养殖积极性。借助养殖量的提升，禽类疫苗销售量走高。同时，由于猪肉供给缺口或将持续至明年，禽类养殖热情将延续较长时间，为禽苗带来较多利润空间。

H5+H7 亚型二价灭活疫苗变更三价灭活疫苗，疫苗价格提高增厚利润空间。目前，家禽中流行的主要有 H5、H6、H7、H9 等亚型，其中 H5 和 H7 亚型的某些毒株具有较高的发病率和死亡率的特点，故此类亚型疫苗具有较大市场容量。我国动物疫病强制免疫计划一直对 H5 亚型高致病性禽流感免疫，2018 年新增 H7 亚型高致病性禽流感；2019 年二价灭活疫苗改为三价灭活疫苗，使得疫苗价格有所提升，为行业利润带来更多空间。我们预期禽 20 年苗市场有望增长 15%。市场规模有望达到 50 亿以上。

### 非洲猪瘟：动物灾难带来动保增量

借鉴 2006 年 5 月猪蓝耳疫情的历史经验，2007 年 5 月中牧股份得到农业部猪蓝耳灭活疫苗的生产许可后，为了及时控制疫情、短期内满足市场需求，符合条件、具备生产能力的疫苗企业获得疫苗生产许可，生物股份、普莱柯、海利生物等 12 家企业开始批量生产，推动相应企业业绩增长。如果后续非瘟疫苗成功推出，预计龙头上市公司有望成为成为首批非瘟疫苗生产商，利好相应公司业绩提升的同时，有望生猪疫苗市场容量实现大幅扩容。

图表 28: 农业部首批指定用于紧急生产高致病性猪蓝耳疫苗的 12 家企业

序号	企业名称
1	内蒙金宇保灵生物药品有限公司
2	洛阳普莱柯生物工程有限公司
3	上海海利生物药品有限公司
4	吉林正业生物制品有限责任公司
5	浙江易邦生物技术有限公司
6	中牧实业股份有限公司成都药械
7	齐鲁动物保健品有限公司
8	武汉中博生化有限公司
9	南京天邦生物科技有限公司
10	乾元浩生物股份有限公司
11	广东大华农动物保健品有限公司
12	福州大北农生物技术有限公司

资料来源：农业部，国盛证券研究所

非疫疫苗前锋中试进行中，减毒活疫苗居多评估严格。目前正处于研发阶段的非洲猪瘟疫苗估计有 11 种，在中国畜牧兽医学动物传染病学分会第 18 次全国学术研讨会上的报告获悉，哈兽研步志高团队取得业内最快进展。2019 年 4 月，哈兽研提交专利申请，团队获得“MGF360-505R 缺失”、“CD2V 与 MGF360-505R 联合缺失”这两种基因缺失病毒，且两种毒株均能提供对非洲猪瘟中国流行强毒株的 100% 免疫保护。青岛易邦 2019 年 5 月随即提出专利申请，提供了一种能够在 CHO 细胞株中高效表达的非洲猪瘟 CD2V 蛋白，可用于生产非洲猪瘟诊断试剂和非洲猪瘟亚单位疫苗。目前的疫苗研究类型多为减毒活疫苗，该类疫苗的评估程序较为严格，导致其上市可能面临一定的难度。

图表 29: 哈兽研研发非洲猪瘟疫苗 2 个候选毒株的安全性

构建单位	类型	毒株	研究阶段	效果
中国农业科学院哈尔滨兽医研究所	减毒活疫苗	Pig/CN/HLJ/2018	截至 8 月, 临床中试	能提供对非洲猪瘟中国流行强毒株的 100% 免疫保护, 可作为安全和有效的防控中国非洲猪瘟疫情的疫苗。
军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所	减毒活疫苗	SY18	安全有效评价	接种猪能够 100% 抵抗亲本毒株 SY18 株的攻击
青岛易邦生物工程有限公司 (2 个策略)	亚单位疫苗	SY18	构建完成, 具体不详	表达非洲猪瘟 CD2v 蛋白细胞株, 表达量高易于纯化, 可用于鉴别诊断
CSIC-UAM	减毒活疫苗	NH/P68	安全有效评价	不同的缺失突变体对 Arm07 毒株有一定程度的保护作用, 能够减少临床症状的程度
马德里动物健康研究中心; 马德里康普顿斯大学	减毒活疫苗	Lv17/WB/Rie1	安全有效评价	口服使用, 对野猪 Arm07 毒株的感染的预防保护力为 92%
美国农业部	减毒活疫苗	Georgia 2007	安全有效评价	在体内、甚至在相当高的剂量下对猪肌肉内施用也不会诱导疾病
皮尔布莱特研究所	减毒活疫苗	OURT88/3, 来自葡萄牙	安全有效评价	与肌肉内给药相比, 鼻内施用减毒的 ASF 病毒在较低的剂量下是有效的。疫苗可以在初免-加强方案后施用
越南国立农业大学	减毒活疫苗	不详	安全有效评价	在实验室和越南北部的三个农场使用效果良好
四川农业大学	核酸疫苗	不详	构建完成, 具体不详	不详
扬州大学	重组腺病毒	不详	构建完成, 具体不详	不详

资料来源: 中国知网, 中国兽医杂志, 国盛证券研究所

## 投资建议

动物保健行业有望受益于补栏和猪价升高后养猪户的防疫升级, 同时持续受益下游养殖行业规模化程度提高带来的市场苗渗透率提高。此外非洲猪瘟作为重大的动物灾难, 有望为动保市场带来扩容。动物保健行业受益养殖后周期的时点已至, 建议关注: 生物股份。

## 制糖: 糖厂亏损严重 静待周期反转

### 短期供需趋紧, 长期静待价格拐点

**短期:** 新糖放量前夕, 供需趋紧下糖价上行。制糖生产具有季节性, 我国的榨季为每年的 11 月至次年的 3 月。目前国内新糖尚未上市, 产区集团陆续开始清销库存, 推动糖价小幅攀升。截至 9 月 30 日一级白糖经销价为每吨 5,723.33 元, 同比增长 4.52%; 环比 8 月末上涨 4.12%。短期内糖价推高, 提振制糖板块业绩。

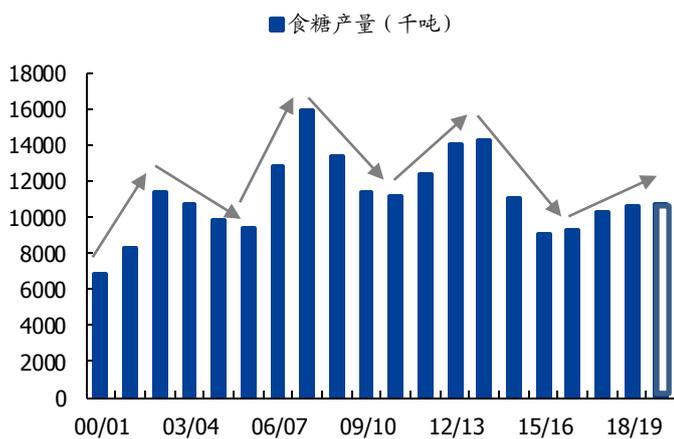
图表 30: 国内糖价波动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

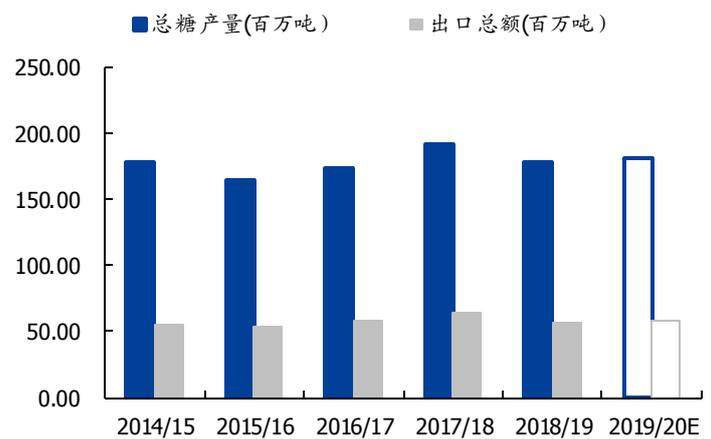
**长期:** 国内 19/20 榨季处于减产提价拐点, 国外减产去库存为主趋势。基于国内糖需求量保持稳定, 糖价取决于糖产量及库存量。我国甘蔗产量具有“三年增、三年减”的波动趋势, 同时我国食糖的主要原材料为甘蔗, 2018/19 榨季中甘蔗糖的比率为 87.73%; 因此食糖产量也随之呈现出“三年增、三年减”的周期趋势。最近的糖周期开始于 16/17 榨季, 此时为糖产量的谷底时期; 历经三年的增长, 至 18/19 榨季已到达 1076 万吨的产出水平。依据历史趋势来看, 食糖产量已触顶, 19/20 榨季的产量处于连增的尾端、减产的初期。随着产量的降低, 糖价近期有望迎来拐点。国外减产去库存为主趋势, 出口量第一的巴西由于国内乙醇生产热情高涨, 虽甘蔗生产量恢复, 但糖出口量增幅有限; 出口量第二的泰国由于取消了蔗农补贴政策, 同时大面积的干旱使得甘蔗减产; 出口量第三的印度同样受到厄尔尼诺现象糖产量下降。由此可得, 未来全球糖产量有望降低, 同时高位库存也有望得到缓解, 国际糖价迎来走高机会, 为制糖板块公司拓宽利润空间。

图表 31: 我国食糖产量变动情况



资料来源: USDA, 国盛证券研究所

图表 32: 全球各榨季糖产量及出口情况



资料来源: USDA, 国盛证券研究所

### 投资建议

我们认为国内工业库存偏低、走私下降、进口政策相对稳定, 外糖价格走势将是国内糖价的重要指引。我们估计, 随着国际糖价步入上升通道, 内糖价格有望向上, 建议关注。

## 重点推荐标的

### ➤ 生物股份 (600201.SH)

**公司猪苗：**口蹄疫疫苗领跑者，补栏确立利好销量回升。公司共拥有7大类产品，其中口蹄疫类疫苗占据主导地位，猪圆环近5年增速迅猛。公司口蹄疫疫苗市场份额位居国内动物疫苗行业第一，未来依托先进的生产技术和优秀的研发能力，公司口蹄疫市场苗占有率有望稳定在50%。2017年公司并入辽宁益康，猪用疫苗板块新增猪伪狂活疫苗、猪灭活疫苗、猪活疫苗三大类，我们认为公司猪苗有望受益于行业补栏的恢复及猪价上行带来的散户覆盖率提升，同时公司产品销量有望在未来2年随生猪存栏回升。

**公司禽苗：**并入老牌禽苗巨头，量价齐升拓宽利润空间。公司目前禽用疫苗的主要品种为禽苗灭活苗、禽苗活苗及禽流感疫苗。公司禽苗板块一直维持良好销量增速，并入辽宁益康后带来生产线扩容，产能实现翻倍发展。

**科技产业园：**园区竣工在即，静待产能释放。公司“生物制品智能化工厂新模式应用”项目将帮助公司持续领跑国内行业。目前产业园口蹄疫疫苗车间完成机电安装和内部施工，灭活疫苗、弱毒活疫苗、布鲁氏杆菌疫苗三个车间通过GMP静态验收。我们认为疫苗生产企业的核心竞争力取决于研发能力，未来公司有望持续领先国内同行一个身位，以过硬产品质量和成本护城河延续龙头优势，研发优势+叠加外延并购打造中国版“硕腾”。预计2019/20/21年营收分别为11.58\18.78\27.92亿元，归母净利润4.75\7.40\10.89亿元。当前市值对应PE 43.9/28.1/19.1x。

图表 33: 生物股份主要财务指标(截至 2019/10/13)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,901	1,897	1,158	1,878	2,792
增长率 YoY(%)	25.3	-0.2	-38.9	62.1	48.6
归母净利润(百万元)	870	754	475	740	1,089
增长率 YoY(%)	35.0	-13.3	-37.1	55.9	47.1
EPS(元)	0.77	0.67	0.42	0.66	0.97
净资产收益率(%)	19.4	14.4	8.9	13.2	17.4
P/E(倍)	23.9	27.6	43.9	28.1	19.1
P/B(倍)	4.7	4.1	4.1	3.9	3.4

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 风险提示

**动物疫情风险：**近年来国内外口蹄疫、禽流感、猪链球菌病、蓝耳病等对猪、鸡、鸭养殖业有较强破坏力的传染病疫情时有发生。今年的非洲猪瘟疫情，对行业影响较大，导致畜禽行业生产成本上升，影响市场供应，对未来期间市场供求和价格造成不确定影响。

**政策变动：**农业受到国家政策调整的影响较大，尤其是上游农产品价格。此外国家出台了一系列产业政策、环保法规，对畜禽养殖业的污染防治进行了规定。下游养殖规模结构和产能区域调整必将对饲料行业现有的产能布局、市场份额、定价能力、经营模式等都产生深刻影响。

**疫苗研发不及预期：**非洲猪瘟疫苗的研制历来是一个世界性难题；难点在于病原本身的基础研究薄弱以及生物安全条件的限制。非洲猪瘟病毒生物学特性复杂，其诱导的免疫保护及免疫逃逸机制研究十分有限；保护性抗原基因研究不足，已知基因的功能研究也十分薄弱。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com