

独领风骚的养殖产业链

——“不一样的财报解读”系列之2019年三季度报

2019年11月04日

看好/维持

农林牧渔

行业报告

分析师	程诗月 电话：010-66554018 邮箱：chengsy_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050006
-----	--	-----------------------

生猪养殖：成本优势强化，龙头强者恒强

防疫及种源不断强化成本优势。我们认为，生猪养殖企业的长期护城河依然是成本优势。但是同以往周期不同，因为非洲猪瘟疫情的影响，影响养殖成本的核心要素发生了变化，由传统的饲料成本控制，精细化管理，养殖效率提升，转变成成为防疫能力的提升带来的死亡率的下降，以及由种源优势带来的可控的仔猪成本。通过三季度披露数据可以看出，由于体量的原因，龙头企业在增量上不如部分第二梯队的养殖企业弹性大，但盈利能力持续领先，并且与其他规模企业的差距还在扩大。我们认为，随着产能缺口逐渐传导到育肥阶段，外购仔猪成本继续抬升，龙头企业的成本优势将会越发强化。

龙头产能具备显著优势，行业集中度不断提升。我国生猪养殖行业呈现“大行业，小公司”的竞争格局，行业集中度还很低，龙头企业存在广阔成长空间。自2018年8月非洲猪瘟疫情爆发，生猪存出栏均受到较大影响，能繁母猪产能及可供出栏生猪量均出现了大幅下滑。在此背景下，龙头企业表现出了极强的韧性，在初期的应对期过后，物理防护的不断完善，自身具备的种源优势和先进的管理经验和技术开始发挥作用，在行业产能下滑40%的情况下，龙头企业生产性生物资产已经率先实现筑底回升。经此非洲猪瘟疫情，行业集中度必将实现大幅跃升，龙头企业强者恒强。

动物保健：周期起拐点至，边际改善与长期成长并存

目前我国动保行业的主要产品还是针对经济动物，因此动保企业在现阶段的收入与利润与下游养殖行业周期属性具有较强相关性。三季度动保企业呈现禽苗景气猪苗下滑的分化趋势。短期来看，目前行业性能繁母猪存栏降幅已经收窄，特别是龙头企业能繁母猪存栏已经率先实现企稳回升，带动产品需求改善，以猪用疫苗产品为主营的企业收入业绩边际改善具备极高的确定性。禽苗产品景气程度与禽产品替代需求情况相关性较高，预计至少持续至20年下半年。中长期来看，三重驱动推动行业长期成长，养殖规模化程度深化推动防疫密度提升，市场苗替代招采苗带动防疫深度提升，新疫病新疫苗导入带来市场扩容。非洲猪瘟疫情之后的规模化程度提升以及非瘟疫苗作为疫苗新的大单品未来商用落地都将显著推动行业中长期成长。而具备平台优势的企业将充分受益于周期改善与行业成长，实现加速成长与超额收益。

投资建议：我们长期看好养殖产业链特别是生猪养殖产业链的发展。首推下游存栏筑底，业绩边际改善确定性强，叠加非瘟疫苗大单品落地预期的动保板块，重点推荐生物股份、中牧股份、普莱柯；其次看好行业集中度提升，成本优势强化，盈利持续兑现的生猪养殖龙头，重点推荐温氏股份、牧原股份、新希望。

风险提示：非洲猪瘟疫情风险，生猪产能恢复不及预期，畜禽价格波动风险等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
生物股份	0.67	0.33	0.51	0.73	31.76	63.93	42.09	29.02	4.29	强烈推荐
温氏股份	0.75	2.37	5.56	4.11	53.06	16.84	7.17	9.70	5.23	强烈推荐
牧原股份	0.17	2.26	10.83	9.04	556.76	41.90	8.74	10.47	14.81	强烈推荐

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

目 录

1. 生猪养殖：成本优势强化，龙头强者恒强	3
1.1 防疫及种源不断强化成本优势	3
1.2 龙头产能具备显著优势，行业集中度不断提升	4
2. 动物保健：周期起拐点至，边际改善与长期成长并存	5
3. 投资建议	6
4. 风险提示	6

插图目录

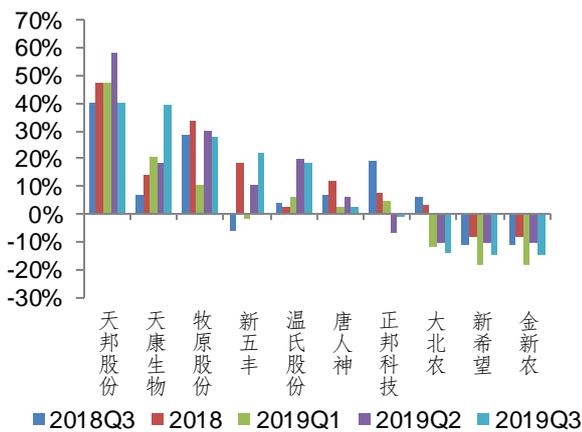
图 1：生猪养殖企业营业收入同比变动	3
图 2：生猪养殖企业归母净利润同比变动	3
图 3：生猪养殖企业销售净利率	3
图 4：生猪养殖企业 ROE	3
图 5：生猪定点屠宰量大幅下滑	4
图 6：能繁母猪存栏同比下滑近 40%	4
图 7：上市企业生产性生物资产企稳回升	4
图 8：动保企业营业收入同比变动	5
图 9：动保企业归母净利润同比变动	5
图 10：全国部分商品代鸡苗销售量（万只）	6

1. 生猪养殖：成本优势强化，龙头强者恒强

1.1 防疫及种源不断强化成本优势

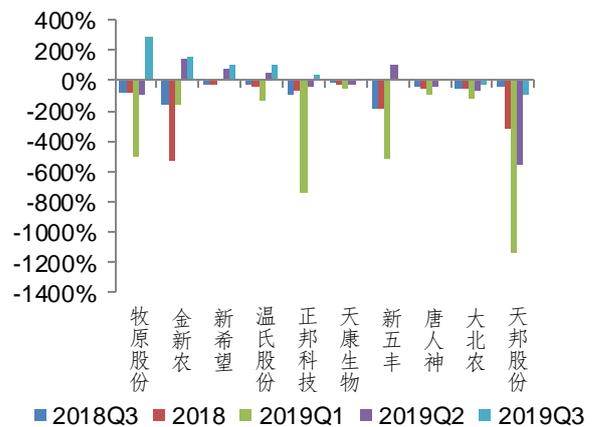
我们认为，生猪养殖企业的长期护城河依然是成本优势。但是同以往周期不同，因为非洲猪瘟疫情的影响，影响养殖成本的核心要素发生了变化，由传统的饲料成本控制，精细化管理，养殖效率提升，转变成为防疫能力的提升带来的死亡率的下降，以及由种源优势带来的可控的仔猪成本。通过三季报披露数据可以看出，由于体量的原因，龙头企业在增量上不如部分第二梯队的养殖企业弹性大，造成收入增速略微逊色，然而落在归母净利层面，龙头的优势明显体现。

图 1：生猪养殖企业营业收入同比变动



资料来源：Wind，东兴证券研究所

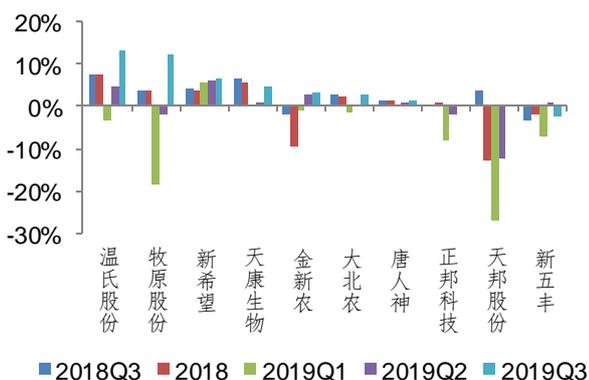
图 2：生猪养殖企业归母净利润同比变动



资料来源：Wind，东兴证券研究所

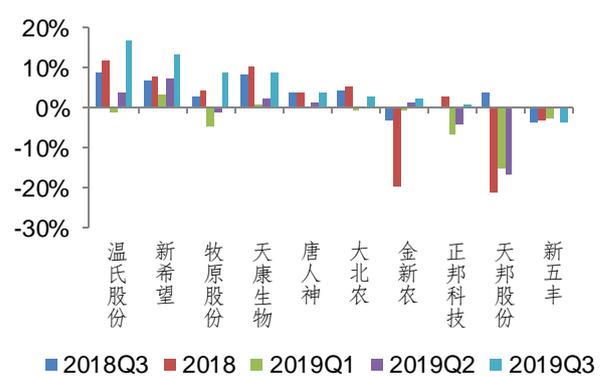
从净利率和 ROE 的角度，龙头企业温氏股份、牧原股份和新希望盈利能力持续领先，并且与其他规模企业的差距还在扩大。我们认为，随着产能缺口逐渐传导到育肥阶段，外购仔猪成本继续抬升，龙头企业的成本优势将会越发强化。

图 3：生猪养殖企业销售净利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：生猪养殖企业 ROE



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 龙头产能具备显著优势，行业集中度不断提升

我国生猪养殖行业呈现“大行业，小公司”的竞争格局，行业集中度还很低，龙头企业存在广阔成长空间，2018年出栏量最大的温氏股份年出栏2229.72万头，市占率仅为3.26%。自2018年8月非洲猪瘟疫情爆发，生猪存出栏均受到较大影响，能繁母猪产能及可供出栏生猪量均出现了大幅下滑。2019年9月全国生猪定点存栏量同比下降35.84%，生猪存栏量同比下滑41.10%，能繁母猪存栏同比下滑38.90%。

图 5: 生猪定点屠宰量大幅下滑

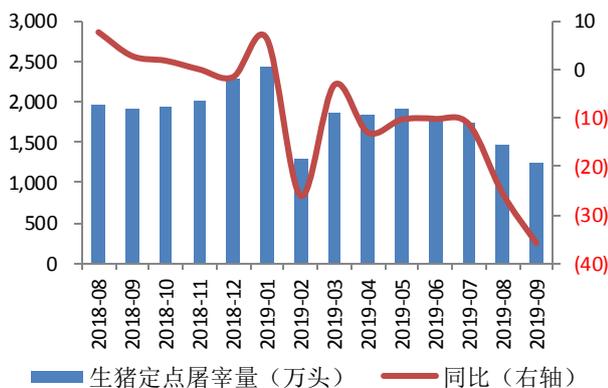
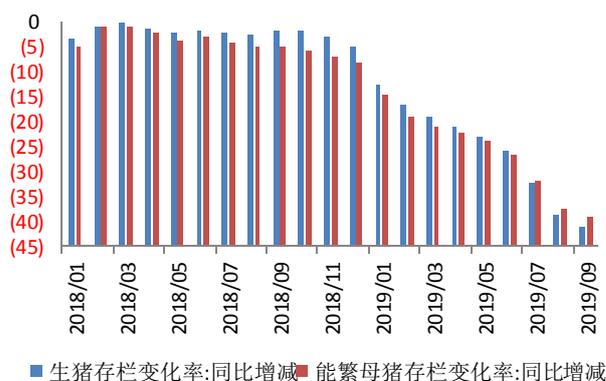


图 6: 能繁母猪存栏同比下滑近 40%

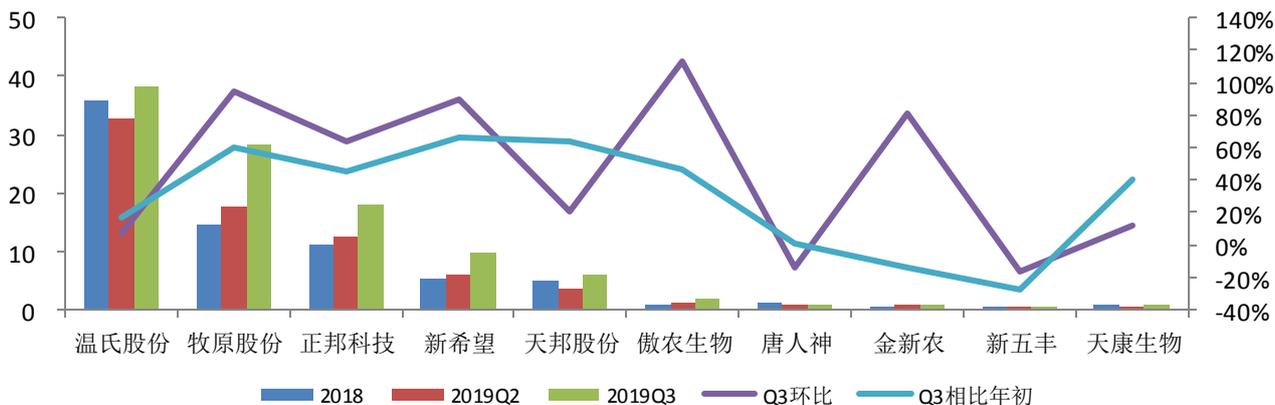


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

在行业面临严峻挑战的今年，龙头企业表现出了极强的韧性，在初期的应对期过后，物理防护的不断完善，自身具备的种源优势和先进的管理经验和技術开始发挥作用，在行业性产能下滑40%的情况下，龙头企业生产性生物资产已经率先实现筑底回升。经此非洲猪瘟疫情，行业集中度必将实现大幅跃升，龙头企业强者恒强。

图 7: 上市企业生产性生物资产企稳回升



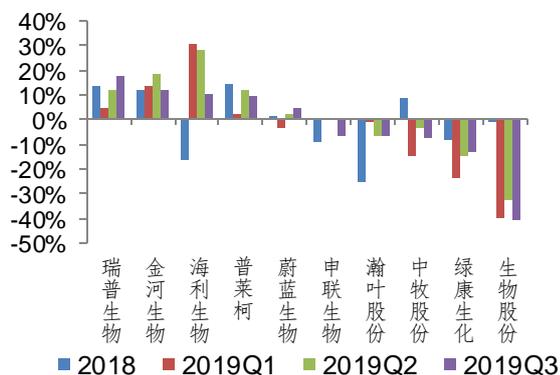
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

短期从周期角度看，目前能繁母猪存栏降幅收窄，处于筑底期，产能缺口持续传导下，预计猪价景气至少能持续到2020年下半年，具备防疫能力和种源优势的企业，能够凭借不断强化的成本优势和持续兑现的出栏量，实现高于行业平均的超额盈利。中长期来看，经过非洲猪瘟疫情，行业集中度进一步提升，龙头企业凭借不断强化的成本护城河，实现强者恒强的长期成长。建议关注具备成本优势能够穿越周期的龙头企业温氏股份、牧原股份、新希望。

2. 动物保健：周期起拐点至，边际改善与长期成长并存

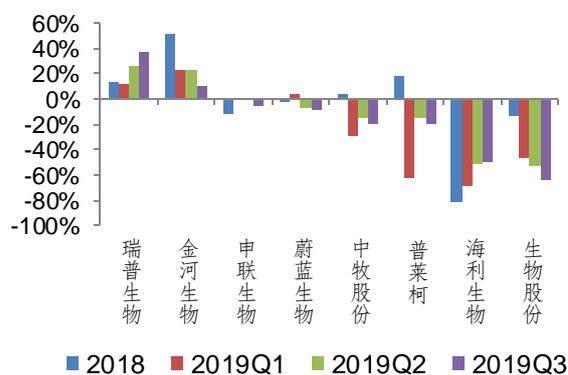
目前我国动保行业的主要产品还是针对经济动物，因此动保企业在现阶段的收入与利润与下游养殖行业周期属性具有较强相关性。三季度动保企业出现了涨跌不一的收入与业绩趋势也与公司主营产品针对的靶向动物有关。受益禽养殖量大幅增长，禽苗产品为主导的企业业绩表现较好，代表企业瑞普生物；而受非洲猪瘟疫情影响，猪苗产品为主导的企业业绩均出现了不同程度的下滑，代表企业生物股份。

图 8：动保企业营业收入同比变动



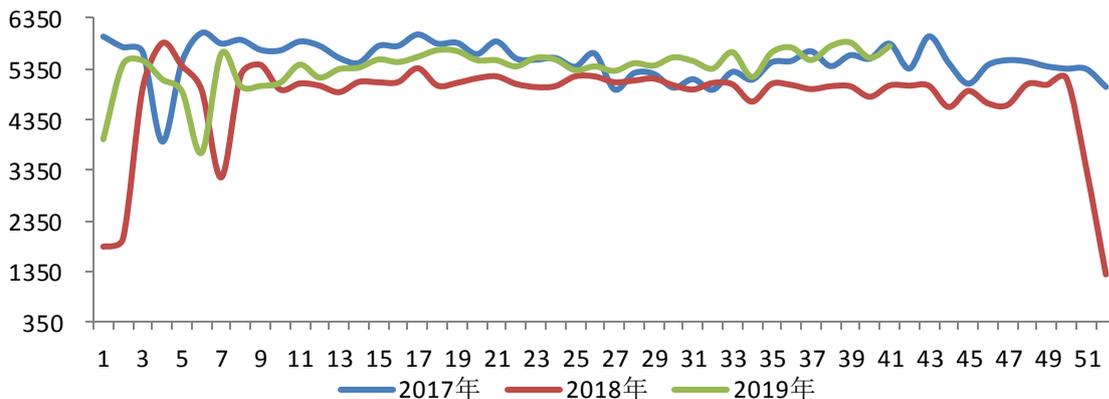
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 9：动保企业归母净利润同比变动



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：全国部分商品代鸡苗销售量（万只）



资料来源：中国畜牧业协会，东兴证券研究所

短期来看，目前行业性能繁母猪存栏降幅已经收窄，特别是龙头企业能繁母猪存栏已经率先实现企稳回升，带动产品需求改善，以猪用疫苗产品为主营的企业收入业绩边际改善具备极高的确定性。禽苗产品景气程度与禽产品替代需求情况相关性较高，预计至少持续至 20 年下半年。

中长期来看，三重驱动推动行业长期成长，养殖规模化程度深化推动防疫密度提升，市场苗替代招采苗带动防疫深度提升，新疫病新疫苗导入带来市场扩容。非洲猪瘟疫情之后的规模化程度提升以及非瘟疫苗作为疫苗新的大单品未来商用落地都将显著推动行业中长期成长。而具备平台优势的企业将充分受益于周期改善与行业成长，实现加速成长与超额收益，重点推荐生物股份、普莱柯、中牧股份。

3. 投资建议

我们长期看好养殖产业链特别是生猪养殖产业链的发展。首推下游存栏筑底，业绩边际改善确定性强，叠加非瘟疫苗大单品落地预期的动保板块，重点推荐生物股份、中牧股份、普莱柯；其次看好行业集中度提升，成本优势强化，盈利持续兑现的生猪养殖龙头，重点推荐温氏股份、牧原股份、新希望。

4. 风险提示

非洲猪瘟疫情风险，生猪产能恢复不及预期，畜禽价格波动风险等。

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。