

农林牧渔2020年度投资策略：等待养殖行情第二波，战略布局后周期板块！

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 魏振亚 SAC执业证书编号：S1110517080004

分析师 陈潇 SAC执业证书编号：S1110519070002

分析师 王聪 SAC执业证书编号：S1110519080001



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要：展望2020核心结论

1、生猪养殖：上市公司迎来利润加速释放阶段，优选低估值标的！

- 1) 业绩拐点：上市公司进入利润加速释放阶段，且盈利周期有望超长。我们预计非瘟疫情影响长期存在，行业产能恢复缓慢，本轮周期有望迎来3-5年盈利期。目前行业已经进入高盈利阶段，预计四季度头均盈利1500-2000元。
- 2) 出栏高成长可期。19年3季度以来，各家能繁母猪存栏量快速恢复，为后续公司产能快速增长奠定基础。
- 3) 估值低：无论从头均市值方面还是从PE角度，当前养猪股估值均较低。
- 4) 标的：从预计涨幅来看，重点推荐天康生物（区域布局优势明显）、正邦科技+天邦股份（高成长低估值）；养殖龙头：温氏股份、牧原股份、新希望。

2、动物疫苗：动物疫苗板块业绩拐点临近，叠加非瘟疫苗进展预期，当前进入战略配置阶段。

- 1) 业绩拐点：随着猪价创历史新高，养殖集团企业加速推进补栏，预计生猪疫苗市场需求有望企稳回升，动物疫苗企业业绩有望在20年1季度迎来拐点。
- 2) 行业集中度提升：非瘟推动养殖集中度提升，疫苗行业有望加速扩容。2017年，散养生猪平均动保费用仅为16.43元/头，而2014-2018年，温氏股份的头均动保费用为68元，牧原股份的头均动保费用124元。本轮疫情带来的养殖集中度加速提升，将推动猪用疫苗行业快速扩容。
- 3) 标的：重点推荐：生物股份、普莱柯、中牧股份；其次，瑞普生物、金河生物。

3、种子：行业底部，种业龙头通过内研外购加速整合。

- 1) 去库存进行中。自2016年起，种子的高供给与农民种植的低需求令行业低迷。今年，农产品价格逐渐回暖，库存也正慢慢消化，行业拐点可期。
- 2) 行业整合加速。种业龙头不断提升研发投入，推进新品种，尤其是大单品的研发进度。同时，国内种业已步入第一次并购浪潮，背靠雄厚资本的龙头种业有望通过并购提升研发水平和提高市占率，同时多方位布局全球化。
- 3) 标的：重点推荐隆平高科（中国种业龙头），其次登海种业（杂交玉米种子龙头）。

4、其他：鸡肉、海大集团

- 鸡肉：高猪价对鸡肉价格维持高位提供支撑，2020年利润有望延续高利润。
- 海大集团：各项业务均趋于改善，白马龙头业绩有望加速增长；猪价上涨将带动水产价格上涨，从而进一步助推公司业绩释放。

风险提示：政策风险；疫病风险；农产品价格波动；极端天气；进口变动

目录

1. 2019年农业板块走势回顾：畜禽养殖产业链板块大涨

2. 生猪养殖：上市公司迎来利润加速释放阶段，优选低估值

3. 动物疫苗：业绩拐点临近，迎来战略配置阶段

4. 白羽肉鸡：禽肉养殖高景气度延续，上市公司业绩持续高增长

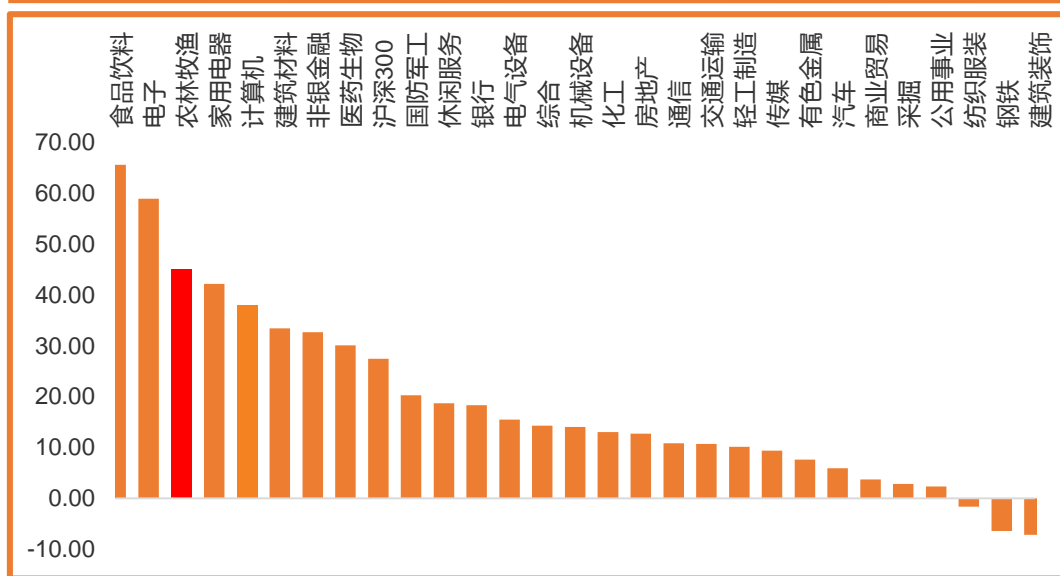
5. 种子：行业拐点或将来到，种业龙头有望通过内研外购走向全球化

6. 水产：水产料龙头海大集团，卓越产品力助力2020年景气周期到来

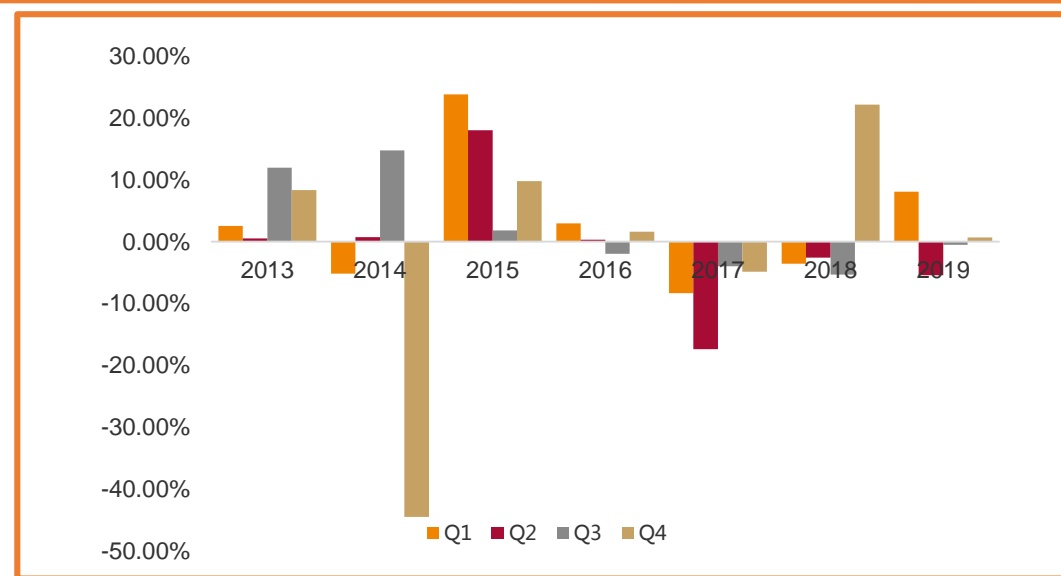
2019年农业板块走势回顾：畜禽养殖产业链板块大涨！

- 2019年（2019年1月2日-2019年12月2日），农林牧渔板块涨幅45.00%，沪深300同期涨幅27.42%，农林牧渔板块表现整体大幅跑赢沪深300。
- 分季度来看，2019年一季度，农林牧渔（申万）指数相对沪深300指数实现超额收益8.08%，但2019年第二季度，农林牧渔（申万）指数相对沪深300指数发生-5.43%超额跌幅，但迅速止跌至第三季度的-0.51%，并且在四季度（截至12月2日）再次实现超额收益+0.68%！而此前，2016年以来，农林牧渔（申万）指数基本每个季度都跑输沪深300指数。农林牧渔板块实现超额收益优势逐渐显现，特别是养殖细分板块。

图：2019年申万各个板块涨跌幅排名（%）（截止12月2日）



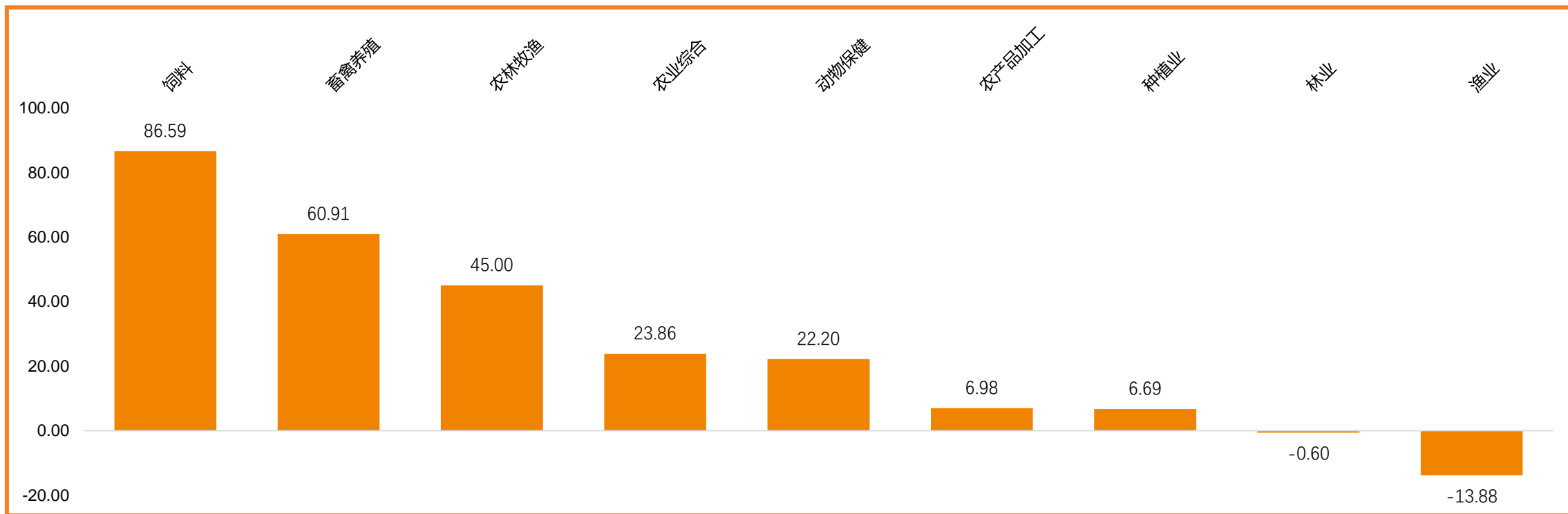
图：农林牧渔（申万）指数相对沪深300指数超额收益（截止12月2日）



2019年农业板块走势回顾：畜禽养殖产业链板块大涨！

- 在农林牧渔子行业中（按照申万二级行业分类），2019年（2019年1月2日—2019年12月2日），受益养殖板块景气，畜禽养殖行业整体呈大幅上升趋势，畜禽养殖板块整体上升60.91%；其他子板块中，饲料板块+86.59%、农业综合+23.86%、动物保健+22.20%、农产品加工+6.98%、种植业+6.69%、林业-0.60%、渔业-13.88%

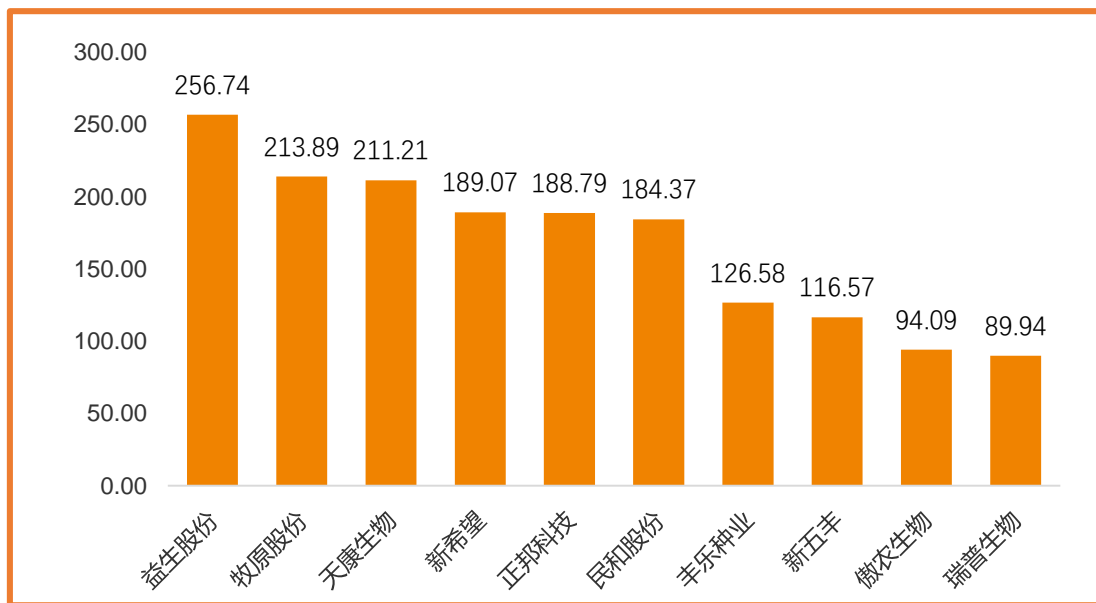
图：2019年农业子板块涨跌幅排名（%）（截止12月2日）



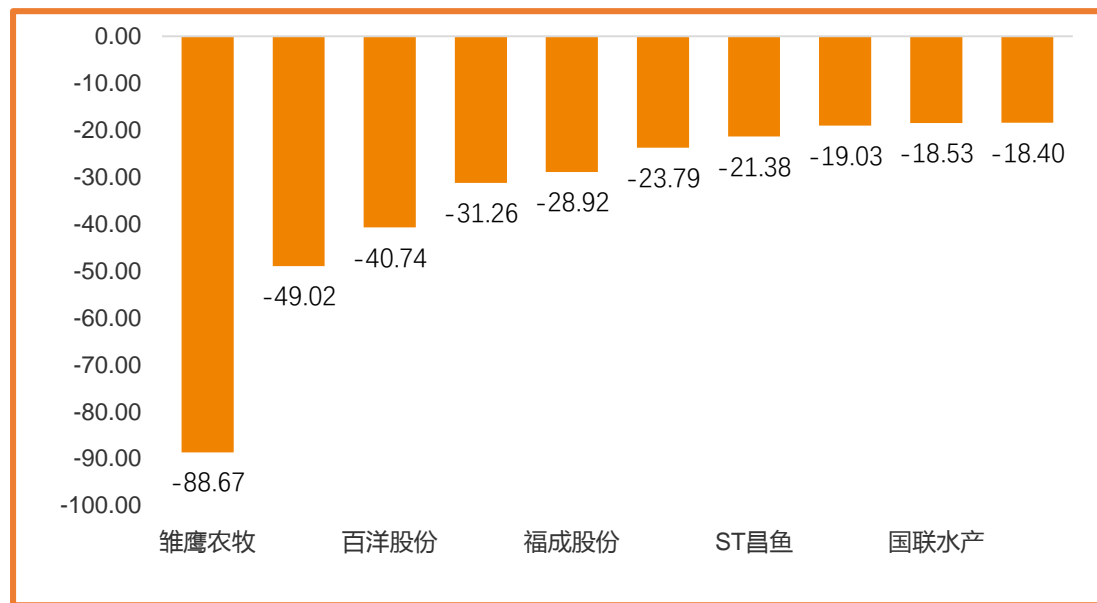
2019年农业板块走势回顾：畜禽养殖产业链板块大涨！

- 在个股方面，养殖个股涨幅靠前。涨幅靠前的个股为：益生股份+256.74%、牧原股份+213.89%、天康生物+211.21%、新希望+189.07%、正邦科技+188.79%、民和股份+184.37%、丰乐种业+126.58%、新五丰+116.57%、傲农生物+94.09%，瑞普生物+89.94%。
- 跌幅前十的个股为：雏鹰农牧-88.67%、天宝食品-49.02%、百洋股份-40.74%、佩蒂股份-31.26%、福成股份-28.92%、荃银高科-23.79%、ST昌鱼-21.38%、京粮-19.03%、国联水产-18.53%、獐子岛-18.40%。

图：2019年农业板块涨幅top10个股（%）（截止12月2日）

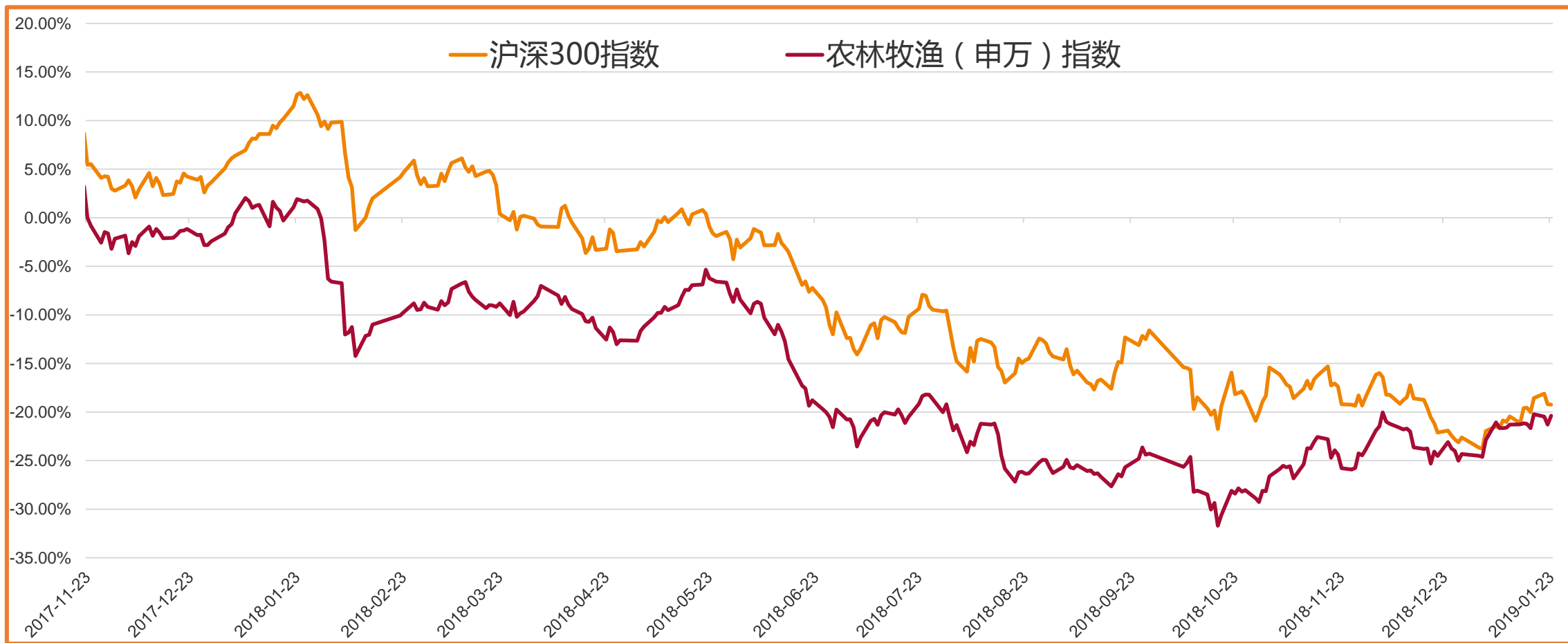


图：2019年农业板块跌幅top10个股（%）（截止12月2日）



2019年农业板块走势回顾：畜禽养殖产业链板块大涨！

图：2018年四季度以来沪深300指数和农林牧渔（申万）指数涨跌情况（%）（截止12月2日）



目录

1. 2019年农业板块走势回顾： 畜禽养殖产业链板块大涨

2. 生猪养殖：上市公司迎来利润加速释放阶段，优选低估值

3. 动物疫苗：业绩拐点临近，迎来战略配置阶段。

4. 白羽肉鸡：禽肉养殖高景气度延续，上市公司业绩持续高增长

5. 种子：行业拐点或将来到，种业龙头有望通过内研外购走向全球化

6. 水产：水产料龙头海大集团，卓越产品力助力2020年景气周期到来

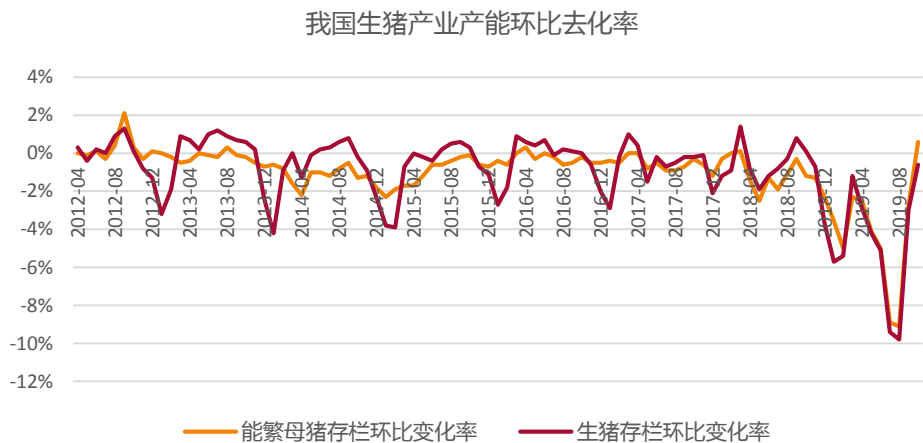
1、非洲猪瘟导致产能快速、深度去化，历史性猪周期开启！

1) 行业产能深度去化，猪价创历史新高

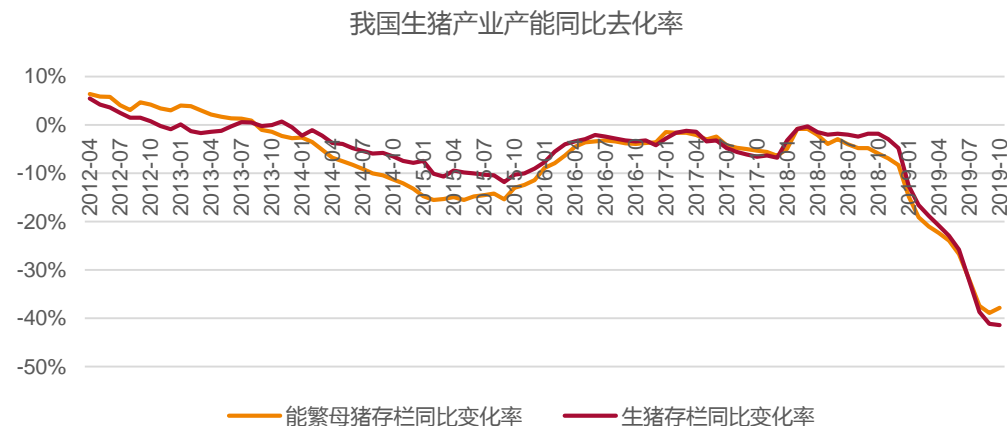
- 2018年8月份非洲猪瘟爆发以来，疫情从北至南蔓延全国，导致行业产能深度去化，2019年10月份，能繁母猪存栏同比降幅达到37.80%，我国生猪存栏同比降幅达到41.40%，均创历史之最。
- 与此同时，猪价在2019年快速上涨，尤其是10月底，22省市生猪出栏周度均价达到40.98元/公斤的高价。



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

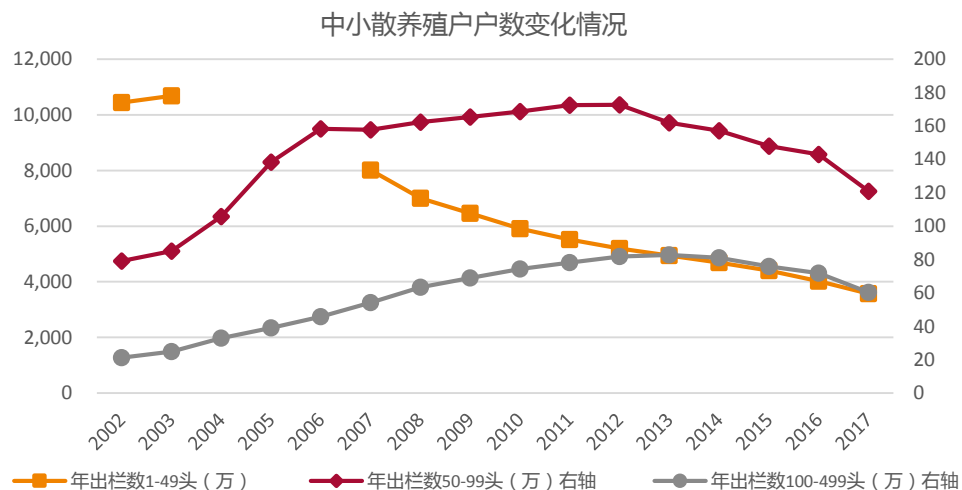


资料来源: wind, 天风证券研究所

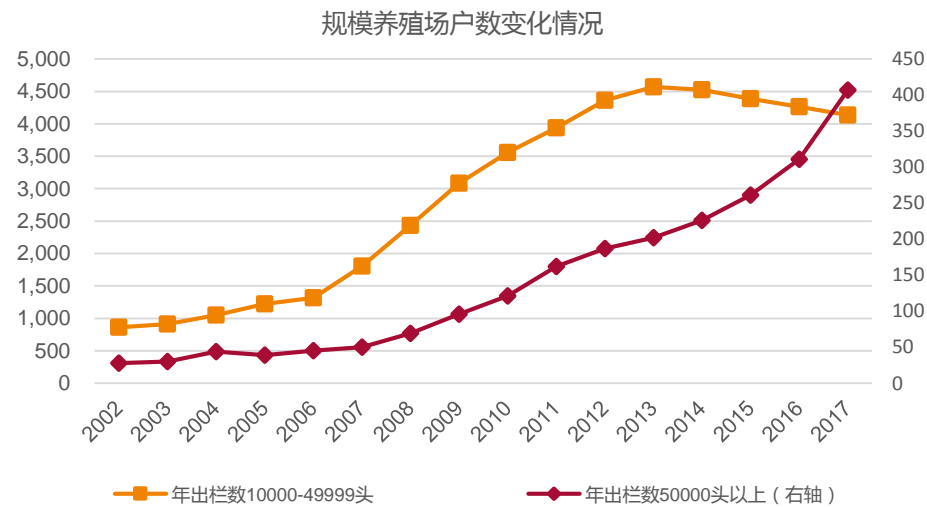
1、非洲猪瘟导致产能快速、深度去化，历史性猪周期开启！

2) 历史来看，疫情和政策导致养殖门槛提升，产业集中度加速提升

- 每一轮产业变革都是规模企业逆势扩张的机遇。历史来看，每一轮疫情和环保整治带来的都是生猪养殖门槛提升，行业集中度提升。
- 2006年蓝耳病大规模爆发，散养户快速退出，小规模养殖场（生猪饲养年出栏数50-99头）户数增长停滞，中大规模和大规模养殖场数量增长加速；
- 2011年-2012年，伪狂犬病、猪流行性腹泻、猪传染性肠胃炎等疫病的爆发导致仔猪高死亡率，次年中小规模养殖场数量开始下滑，大型规模养殖场数量加速上涨。
- 2014-2015年，生猪养殖产业环保力度加大，小养殖户面临禁养限养，中小规模场户数持续减少，大规模养殖场发展加速。



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

1、非洲猪瘟导致产能快速、深度去化，历史性猪周期开启！

3) 非瘟疫情防疫难度大，集团企业防疫能力更胜一筹

- 根据河南省养猪行业协会的资料，非洲猪瘟的防控，需要在进行人流、车流、物流、猪流的全面严格防控，需要极为严格的隔离、空气过滤、消毒等措施。
- 集团养殖企业相比而言：资金更为充裕、资产改造更加迅速和充分、技术人员更加专业、管理体系更加健全，从而有望在非洲猪瘟疫情的防控方面具有相对优势。

表：非瘟防控要点

病毒传播途径	传播烈性	传播广泛度	应对措施	危害
社会拉猪车	+++	5	洗消烘干	单点
饲料原粮	+++	5	场内饲料消毒站	多点广泛发生
场内空气扬尘	+++	3	全面空气过滤	场内局部
蚊蝇、鸟类、飞虫	+++	5 (夏季)	全封闭生产	多点广泛发生
外来施工、归来人员	++	5	专职监管人员	
场内运猪车	++	5	独立销售站	
生产物品	++	4	隔离间	
肉品	++	3	专职检查	
场内转猪	+	4	空气过滤车	
场间转猪	+	4	烘干封闭	
猫、鼠类	+	1	灭鼠驱猫	

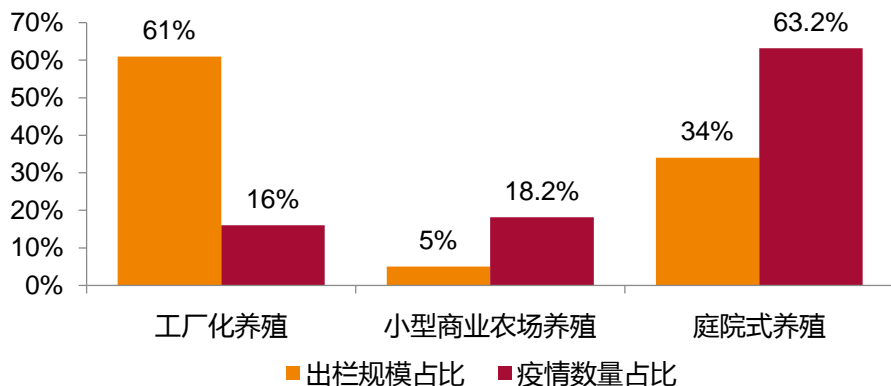
资料来源：河南省养猪行业协会，天风证券研究所

1、非洲猪瘟导致产能快速、深度去化，历史性猪周期开启！

4) 非洲猪瘟提升养殖门槛，产业集中度将加速提升，头部企业迎来至少三年的黄金发展期

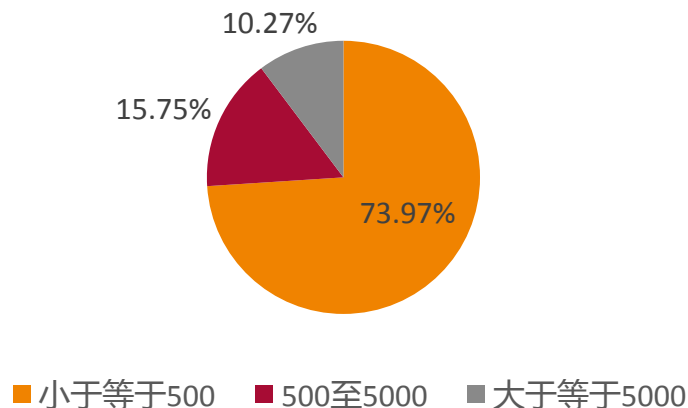
- 从俄罗斯的经验来看，工厂化养殖对于非洲猪瘟疫情的防范能力更强。从非洲猪瘟疫情发生以来，农业农村部披露的疫情来看，存栏规模小于500头的小养殖场和散户是发生非洲猪瘟疫情的重点，而存栏规模在5000头以上的大养殖场，非瘟疫情发生数量相对较小。
- 预计，本轮非洲猪瘟疫情将导致产业结构变革，产业集中度将大幅提升。同时，由于疫情将长期存在，行业产能恢复速度将弱于以往，预计本轮猪周期猪价上涨时间将超长，生猪养殖产业将迎来至少3年的高盈利阶段。

2007-2014年俄罗斯不同规模猪场非瘟疫情发病情况



资料来源：《基于非洲猪瘟研究现状下的风险防控研究》（宋建德，2015），天风证券研究所

我国不同存栏规模养殖场发生非瘟疫情数量占比

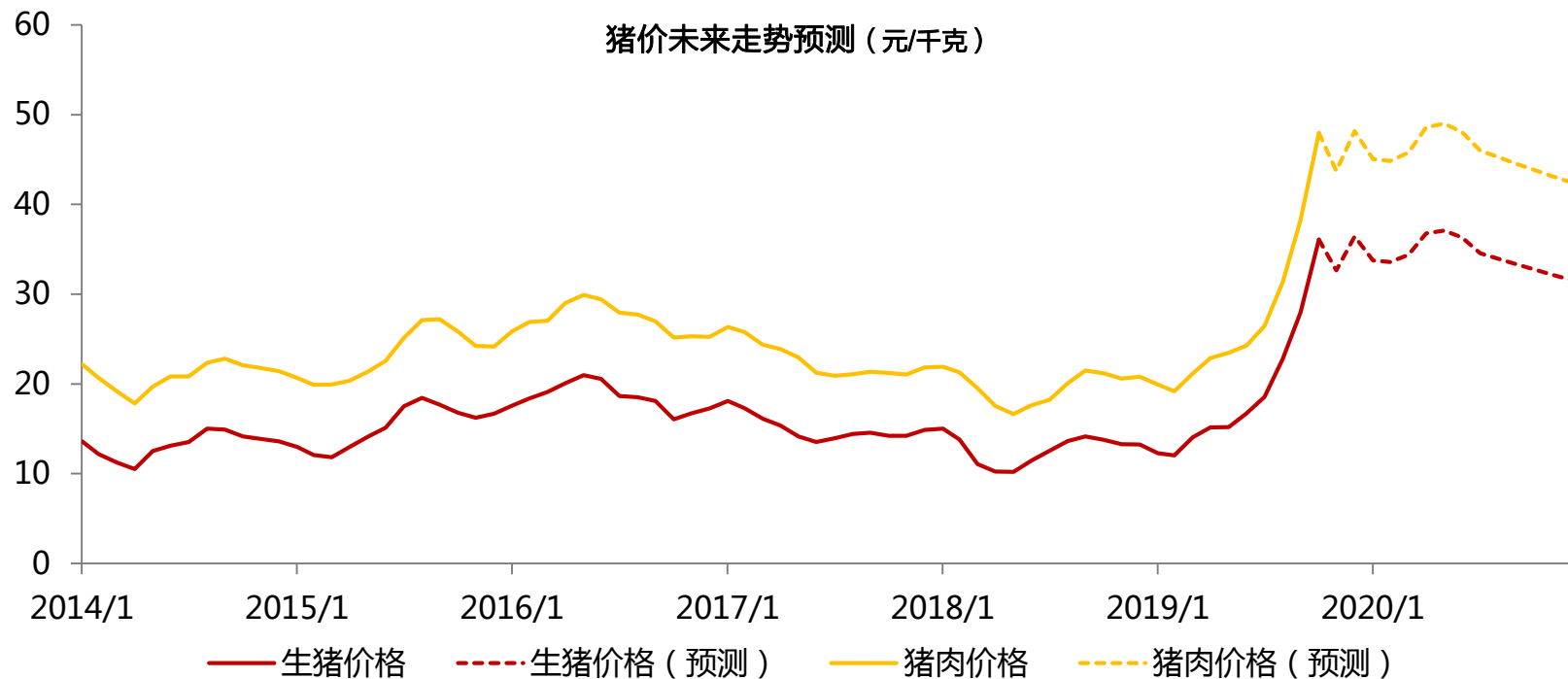


资料来源：农业农村部，天风证券研究所

1、非洲猪瘟导致产能快速、深度去化，历史性猪周期开启！

5) 预计2020年猪价将再创新高

- 我们预计受非洲猪瘟导致的产能深度去化，以及母猪生产效率下滑等因素影响，2020年全年猪价都将维持在较高水平，生猪养殖产业将迎来高盈利阶段。



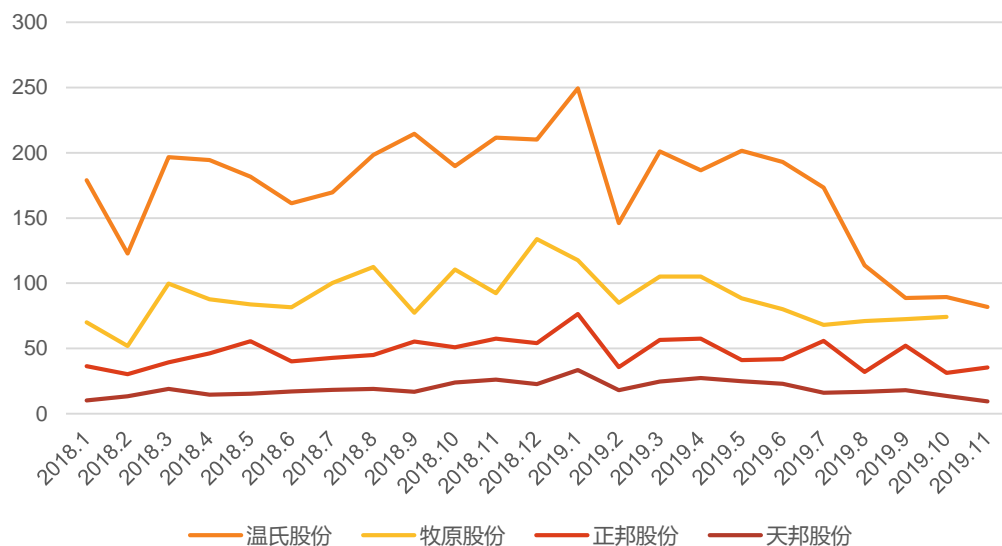
资料来源: wind, 天风证券研究所

2、上市公司加速补栏，迎来利润快速释放阶段

1) 公司层面来看：疫情导致上市猪企2019年出栏量大幅下调

- 受疫情影响，主要养猪企业出栏量在2019年均出现不同程度下滑。当前时点来看，预计温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份的2019年出栏量分别为1810万头、1020万头、556万头和240万头，较年初预期出栏量分别下滑28%、32%、31%和52%，较2018年出栏量分别增长-19%、-7%、0%和11%。
- 但随着三季度以来各家公司产能的加速恢复，预计2020年各家公司的出栏量将重回高增长，预计2020年温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份出栏量分别达到2000万头、1800万头、1000万头和400万头。

主要养猪企业月度出栏量情况（万头）



资料来源：wind，天风证券研究所

	温氏股份	牧原股份	正邦科技	天邦股份
2018年出栏量（万头）	2230	1101	554	217
2018年底预期2019年出栏量（万头）	2500	1500	800	500
2019.1-9月份出栏量（万头）	1553	793	450	203
2019Q3出栏量（万头）	376	212	140	51
当前时点预期2019出栏量（万头）	1810	1020	556	240
当前时点预期出栏量较年初预期下滑幅度	-28%	-32%	-31%	-52%
当前时点预期2019年出栏量较18年出栏量涨幅	-19%	-7%	0%	11%

资料来源：wind，天风证券研究所

2、上市公司加速补栏，迎来利润快速释放阶段

2) 公司层面来看：受疫情影响，上市猪企养殖成本抬升，但随着防疫优势体现，三季度生产性生物资产普遍大幅增长

- 上市公司能繁母猪产能受疫情影响，在上半年均呈现出不同程度的下滑，但是三季度随着各公司防疫能力的提升，其产能开始快速恢复。
- 成本端来看，受疫情影响，各家公司的成本在今年以来逐季度抬升，较2018年提高3-6元/公斤。

	温氏股份	牧原股份	正邦科技	天邦股份	唐人神	新希望	天康生物
三季度生产性生物资产 (亿)	38.44	28.37	18.13	6.19	1.01	9.86	0.82
环比半年报变动	17.16%	60.46%	44.69%	63.76%	0.00%	66.55%	41.38%
三季度库存/消耗性生物资产 (亿)	118.54	62.59	56.67	9.39	9.6	78.23	—
环比半年报变动	-1.56%	7.01%	27.84%	7.07%	-14.67%	9.31%	—
三季度母猪存栏 (万头)	145	150	65	31	7	21	5.6
其中在产母猪存栏 (万头)	112	90	35	16	5	9	4.1
半年度母猪存栏 (万头)	130	85	42	28	6.5	13	4.5 (不含后备)
其中在产母猪存栏 (万头)	108	60	30	12	4.5	9	4.5
一季度末母猪存栏 (万头)	140			30	6.5	8.3	3.6 (不含后备)
其中在产母猪存栏 (万头)	120	70	40	15	5	4	3.6
2018年育肥猪完全成本 (元/公斤)	12.2	11.25	12.7	12.87	12.8	—	11.5 (新疆地区)
2019Q1育肥猪完全成本 (元/公斤)	13.16	12.84	13.54	14.3	13.8	15.4	12.5 (新疆地区)
2019Q2育肥猪完全成本 (元/公斤)	13.9	13.05	14.1	14.92	14	14.9	12.5 (新疆地区)
2019Q3育肥猪完全成本 (元/公斤)	16.5	14.62	17.5	19	17.5	17.5	12.5 (新疆地区)

资料来源：wind，天风证券研究所

2、上市公司加速补栏，迎来利润快速释放阶段

3) 公司层面来看：由于猪价持续快速上涨，上市公司利润加速释放

- 从利润端来看，2019年Q1-Q3来看，随着猪价的快速上涨，尽管成本在抬升，但是各家公司的利润依然逐季度持续走高。
- 国庆之后，猪价继续大幅上涨，我们预计2019年4季度，各家公司利润依然会加速释放，上市公司迎来利润快速释放阶段。

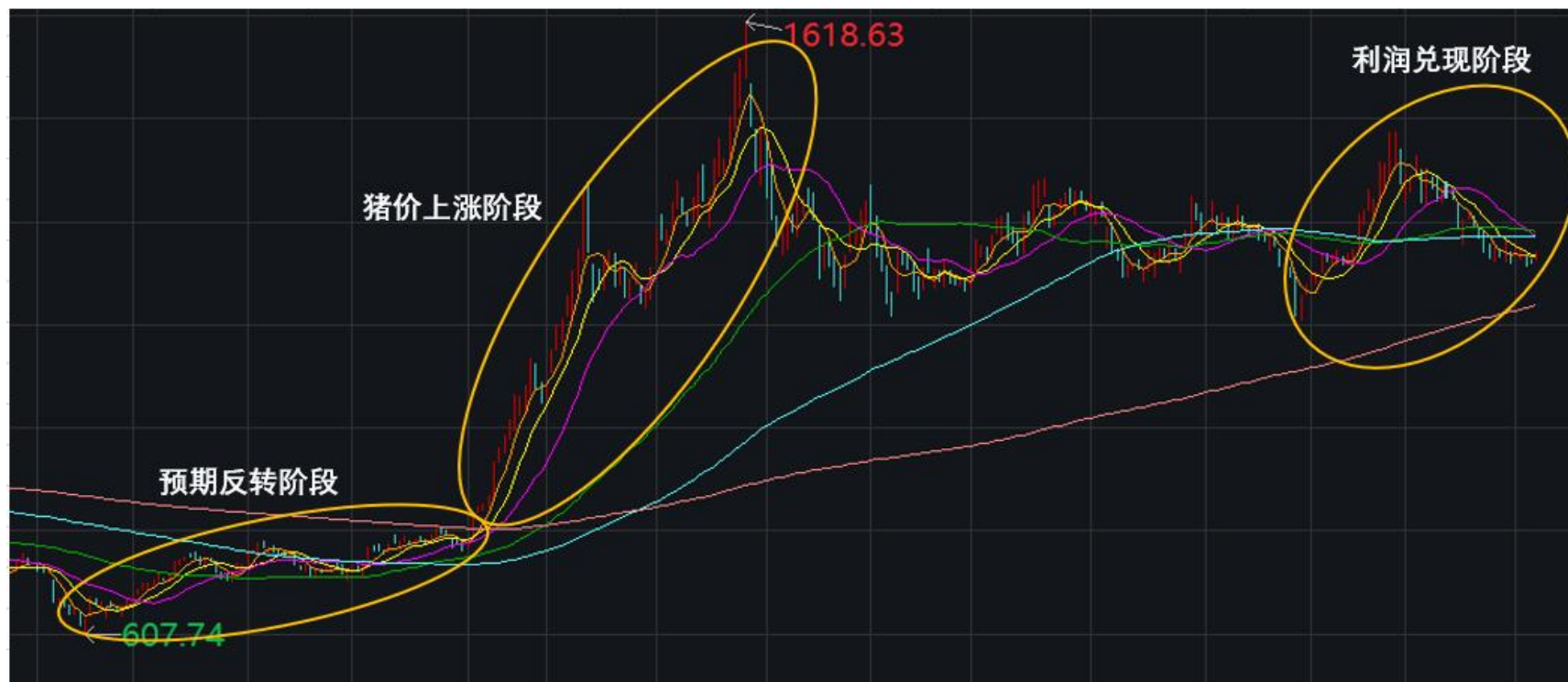
归母净利润 (亿元)	温氏股份	牧原股份	正邦科技	天邦股份	唐人神	新希望	天康生物
2019Q1	-4.6	-5.41	-4.14	-3.35	0.05	6.66	0.29
2019Q2	18.43	3.85	1.39	-0.32	0.4	8.95	0.51
2019Q3	47.02	15.43	3.25	3.79	0.85	15.1	2.22
2019Q4E	70	45	19.84	4.5	2	25	5.8
2019E	130.85	58.87	20.34	4.62	3.3	55.72	8.02

资料来源：wind，天风证券研究所

3、如何看待当前时点的养猪股？

1) 2018年10月份以来，养猪产业指数最高涨幅166%，部分个股涨幅高达5倍（正邦科技、天邦股份）

- 伴随着行业产能去化和猪价的周期性上涨，养猪产业指数迎来大级别上涨。回溯来看：2018年10月-2019年1月，属于猪周期预期反转导致的股价上涨阶段，期间产业指数最高涨幅30%；2019年2月-2019年4月，属于猪价上涨带来的股价上涨阶段；当前来看，行业已经进入盈利兑现阶段，我们预计行业已经进入第三阶段，即利润兑现带来的股价上涨阶段。



资料来源：wind，天风证券研究所

3、如何看待当前时点的养猪股？

2) 进入利润兑现阶段，养猪股的投资价值如何判断？

- 防疫能力提升以及由此带来的未来出栏量的高增长是养猪企业未来投资价值的核心。我们从防疫优势以及未来出栏概率性方面考虑，分为三类机会：
- 首先，天康生物：公司大部产能在新疆，新疆远离我国养殖主要区域，地域广袤，养殖密度低，非洲猪瘟疫情相对轻微，公司具有天然的区位优势。
- 其次，正邦科技、天邦股份等19年三季度数据表现相对较弱，市场对于其生物安全防护优势以及未来出栏量预期相对较低的企业，但这类企业正在迎来经营的积极改善。此类标的估值低是特点。
- 再次，牧原股份、新希望等19年三季度数据表现相对较好，市场对于其生物安全防护优势以及未来出栏量预期较高的企业。
- 我们认为，第二波行情中：优选预期差大、企业经营边际改善明显、低估值的标的。

3、如何看待当前时点的养猪股？

3) 养猪股估值普遍较低。

- 头均市值来看：对应2020年的出栏量，12月6日收盘市值温氏、牧原、正邦、天邦、天康生物、新希望头均市值为6810元、10950元、3250元、2700元、4533元和6600元，而在上一轮周期最高市值对应下一年的出栏量计算的温氏股份、牧原股份和正邦科技的头均市值分别为14121元、12444元和5973元。
- PE估值来看：对应2020年的利润，当前温氏、牧原、正邦、天邦、天康生物、新希望PE分别为4.2倍、5.7倍、2.7倍、2.3倍、3.3倍、6.7倍，在上一轮猪周期可参考的养猪公司PE估值：牧原、正邦分别为17倍、16倍。
- 我们认为：非疫情影响将长期存在，行业产能恢复缓慢，本轮周期有望迎来3年以上盈利期，叠加当前上市公司产能加速恢复，未来利润有望持续高位，当前估值仍处低位，继续推荐！
- 标的方面：重点推荐区域布局优势带来养殖利润释放的天康生物，高成长低估值的正邦科技、天邦股份；养殖龙头：温氏股份、牧原股份、新希望等。

	温氏股份	牧原股份	正邦科技	天邦股份	天康生物	新希望
2019生猪出栏量（万头）	1809	1018	557	238	84	355
2020年生猪出栏量（万头）	2000	1800	1000	400	150	800
12月6日收盘市值（亿）	1862	1971	355	138	128	878
非猪业务市值（亿）	500	0	30	30	60	350
猪业务对应市值（亿）	1362	1971	325	108	68	528
2020年出栏量对应头均市值（元）	6810	10950	3250	2700	4533	6600
2020年净利润（亿）	440	349	131	61	39	131
对应2020年PE	4.24	5.65	2.71	2.26	3.28	6.69

目录

1. 2019年农业板块走势回顾： 畜禽养殖产业链板块大涨

2. 生猪养殖： 上市公司迎来利润加速释放阶段， 优选低估值

3. 动物疫苗： 业绩拐点临近， 迎来战略配置阶段

4. 白羽肉鸡： 禽肉养殖高景气度延续， 上市公司业绩持续高增长

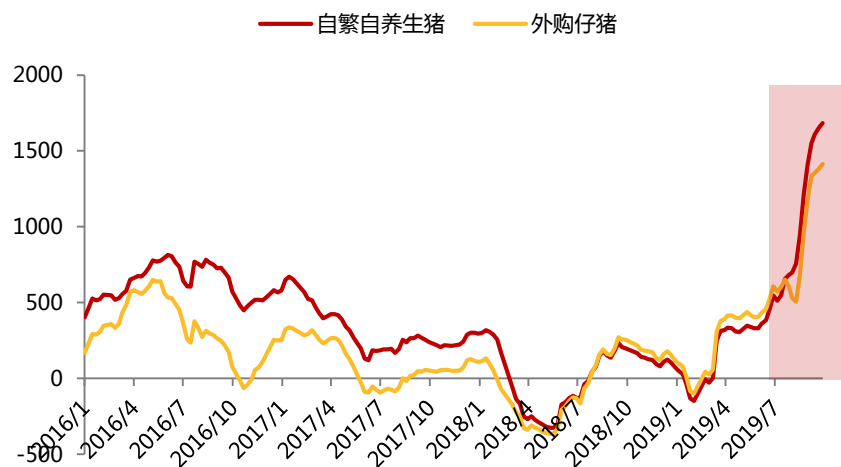
5. 种子： 行业拐点或将来到， 种业龙头有望通过内研外购走向全球化

6. 水产： 水产料龙头海大集团， 卓越产品力助力2020年景气周期到来

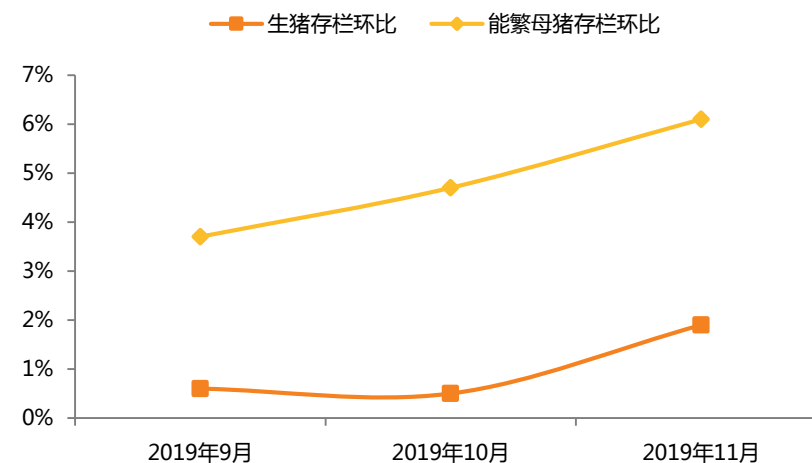
1、规模厂率先开始补栏，猪用疫苗需求有望触底回升

- 自18年8月份非瘟疫情爆发以来到今年上半年，一方面生猪存栏受疫情影响大幅去化，疫苗需求受影响，另一方面养殖盈利状况一般，影响了疫苗使用意愿。在两者共同影响下，自18年Q4以来，猪用疫苗销售收入大幅下滑，今年上半年强免疫苗下滑幅度40%左右，部分非强免疫苗下滑超50%。
- 进入三季度以来，随着猪价不断攀升，生猪养殖利润进入高盈利区间，以上市公司为代表的大型养殖集团凭借着防疫能力及资金优势率先开始补栏。根据农业农村部数据，11月份全国年出栏5000头以上规模猪场的生猪和能繁母猪存栏环比增幅分别为1.9%和6.1%，已连续3个月环比增长。由于动保上市公司的主要客户多以大型规模养殖场为主，猪用疫苗销售收入或先于行业整体出现回升，预计最早于19Q4出现业绩拐点。

图：养殖利润进入高盈利区间



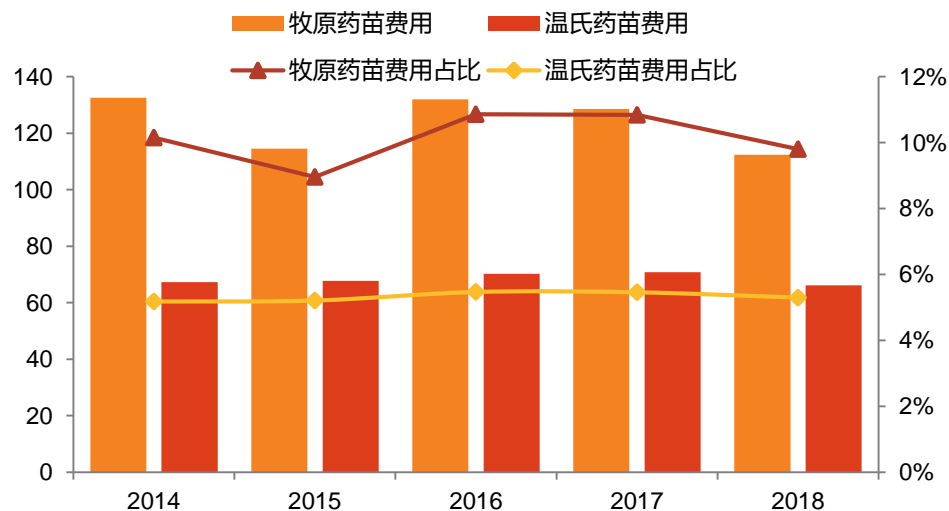
图：全国年出栏5000头以上规模猪场存栏恢复情况



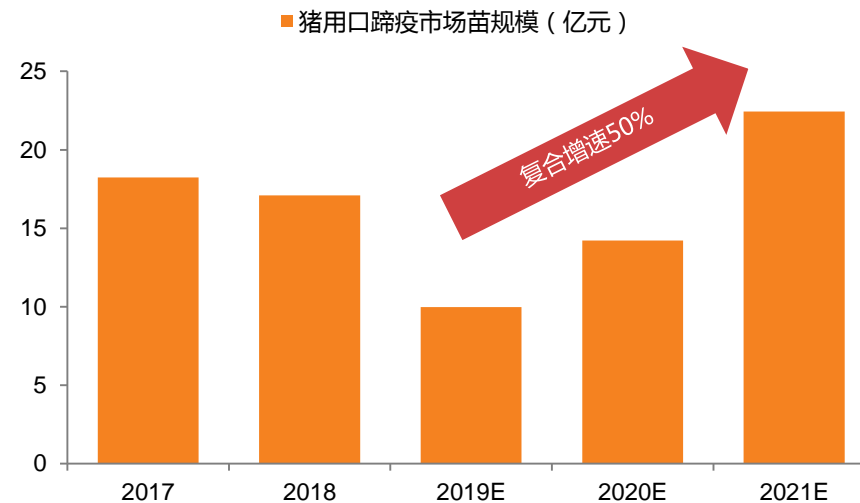
2、养殖规模化进程加速，驱动疫苗市场快速增长

- 规模养殖场是市场化疫苗的使用主体。从集团企业的疫苗和兽药的使用来看，远高于整个行业的平均水平。从过去五年的数据来看，温氏股份的头均生猪动保（兽药+疫苗）使用金额达到68元，而牧原股份的头均生猪动保费用使用金额达124元。
- 养殖规模化不断提升是市场苗增长的核心驱动力。尽管此轮疫情使得生猪养殖量大幅下降，但是由于规模厂防疫相对优势突出，将使得养殖集中度显著提升，继而带动市场苗渗透率的快速提升。以口蹄疫市场苗为例，即使养殖数量短时间内难以恢复到7亿头的水平，但是由于渗透率的快速提升，市场规模有望率先超过此前的高点，预计20-21年复合增速有望超过50%。

图：温氏牧原药苗费用以及成本占比（元/头）



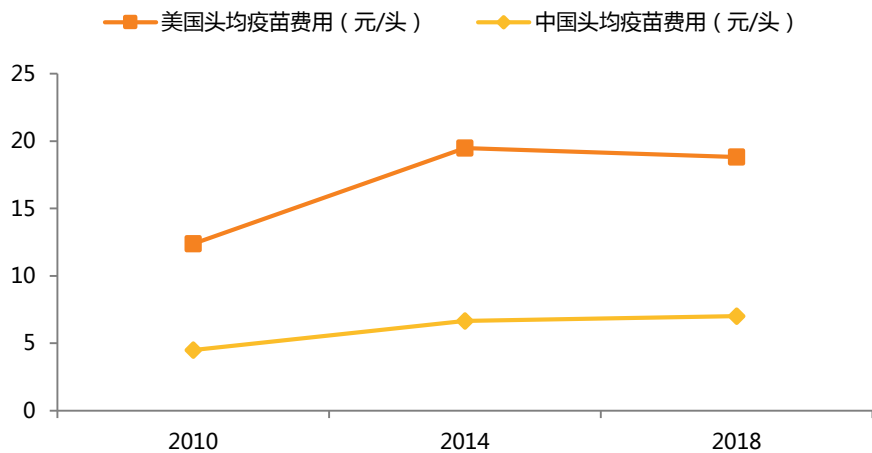
图：口蹄疫市场苗市场规模有望快速增长（亿元）



3、猪用疫苗长期市场空间仍有潜力

- 我们认为，当前非瘟疫情下，减少疫苗的使用，是为了减少与生猪的接触，本质上是减少免疫次数并非因生物安全提升影响需求。另一方面，在疫情背景下，对动保企业提供整体解决方案的能力的要求变得更高。针对这种情况，动保企业推出“一针多防”的解决方案，例如生物股份的“口蹄疫+伪狂犬+猪瘟”的组合免疫方案，可以在保证免疫效果、减少人力成本的同时降低接触风险。
- 长期来看，以美国市场作为对标，由于生物安全水平高且多种疫苗得到净化，美国每头生猪的疫苗费用约为20元。相比之，由于疫苗整体免疫渗透程度低，2018年我国头均疫苗费用约7元。与美国相比，考虑到我国生猪养殖规模化程度较低、生物安全水平仍待提升、养殖环境更为复杂、多种疫病仍将长期存在，理论上我国猪用疫苗潜在的头均费用应超过美国当前水平。若按照7亿头猪，头均30元疫苗费用计算，则我国猪用疫苗的潜在空间至少为210亿元。

图：中美生猪头均疫苗费用对比



图：我国猪用疫苗潜在市场规模

我国猪用疫苗潜在规模 (亿元)		头均疫苗费用 (元/头)		
		20	30	40
年出栏量 (亿头)	6.5	130	195	260
	7	140	210	280
	7.5	150	225	300

4、若非瘟疫苗实现商业化，将带来行业整体扩容

- 非瘟疫苗取得阶段性进展。2019年5月24日，哈尔滨兽医研究所自主研发的非洲猪瘟疫苗取得阶段性成果，创制出非洲猪瘟候选疫苗，其中两个候选疫苗株具有良好的生物安全性和免疫保护效果。实验室研究证实，具有良好的安全性和免疫保护，临床前中试产品工艺研究初步完成。
- 尽管商业化疫苗的面世仍需时间，但是疫苗的一步步进展将为板块带来持续催化剂，短期将提升板块估值。
- 若成功实现商业化，非瘟疫苗有望成为又一大单品。我们在6.5亿头猪的基数下，对不同采购方式下的市场规模进行测算。在全部使用招采苗的情况下，假设疫苗单价为每头份2/3/4元，则中性情况下潜在市场规模达到49亿元；而在全部使用市场苗的情况下，假设疫苗单价为每头份4/6/8元，则中性情况下潜在市场规模达到98亿元。

图：非瘟疫苗市场规模测算

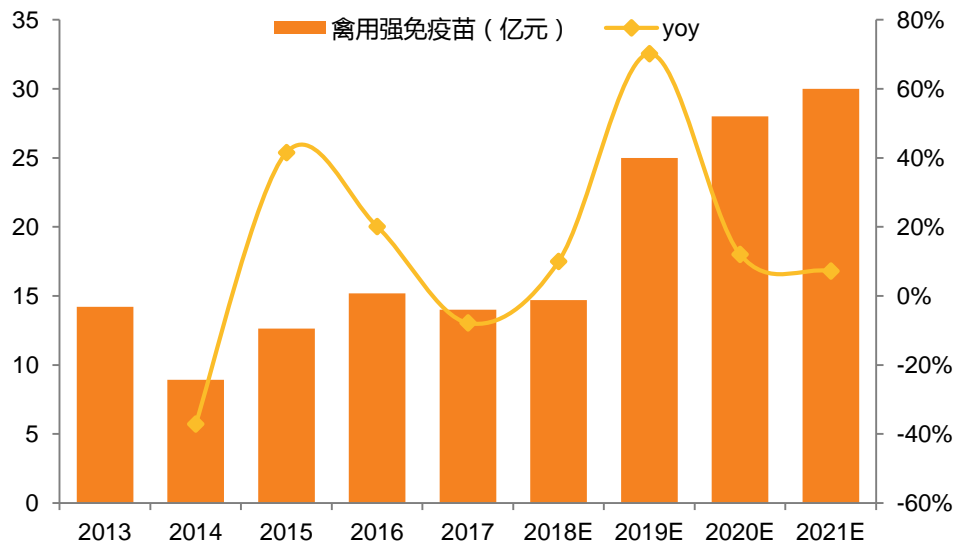
招采苗：潜在市场规模 (亿元)		疫苗单价 (元/头份)		
		2	3	4
免疫频率 (次/年)	2	26	39	52
	2.5	33	49	65
	3	39	59	78

市场苗：潜在市场规模 (亿元)		疫苗单价 (元/头份)		
		4	6	8
免疫频率 (次/年)	2	52	78	104
	2.5	65	98	130
	3	78	117	156

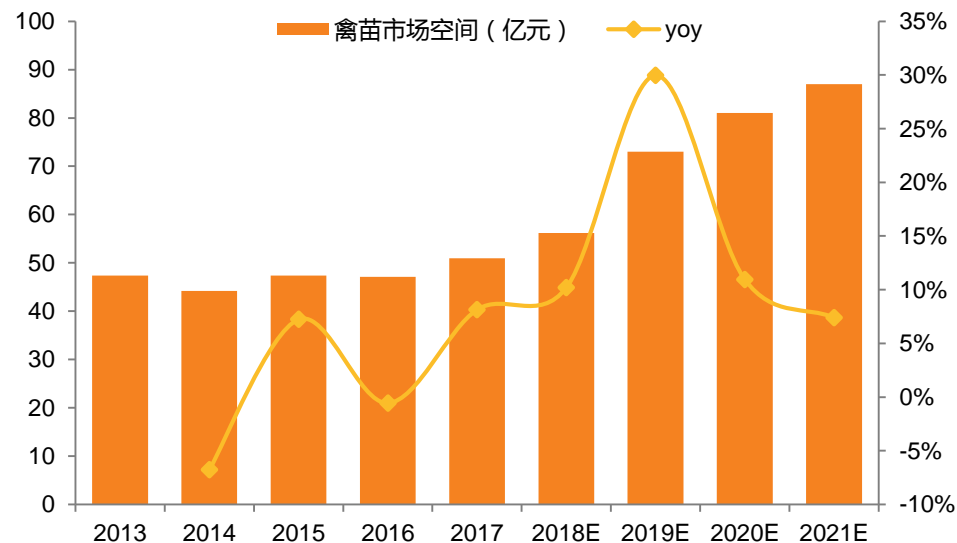
5、受益肉禽养殖量持续增加，预计禽用疫苗需求大幅增长

- 19年禽用疫苗市场迎来量价齐升，20年景气度仍将延续。非瘟疫情背景下，猪价保持高位，鸡肉作为主要替代品之一，未来几年禽养殖产业链有望保持高景气度，使得禽用疫苗需求带来基数上的扩张，带动整个禽苗市场的增长。而高致病性禽流感疫苗由二价灭活苗变为三价灭活苗，带来疫苗单价的提升（招采价格由0.1-0.2元/ml提升到0.25-0.3元/ml）。在“量”与“价”共同推动下，禽流感市场将实现扩容，我们预计整个高致病性禽流感疫苗市场空间有望超过25亿元。

图：禽用强免疫苗市场规模



图：禽用疫苗市场规模



5、疫苗核心标的之一——生物股份：市场化动保龙头，平台优势显现

- 公司研发能力不断增强。经过多年的积淀，在研发方面已拥有兽用疫苗国家工程实验室、P3高级别生物安全实验室、农业部反刍动物生物制品重点实验室三大国家级技术研发平台，极大地提升了公司研发地位和技术优势，增强原创研发能力。
- 公司产品丰富。现已具备猪、禽、反刍、宠物等疫苗及诊断试剂，且逐渐形成向养殖企业提供一整套疫病防控解决方案的能力。公司已通过口蹄疫市场苗建立起了以“产品力、销售力和品牌力”为核心的行业领先的平台优势，有望实现产品品类扩张，驱动公司长期业绩成长。
- 预计19/20/21年公司实现收入12.5/17.7/27.9亿，同比-34.1%/41.8%/57.2%，归母净利润3.7/6.1/10.1亿，同比-51.5%/65.7%/66.6%，EPS分别为0.33/0.54/0.90元，对应PE分别为56/34/21倍，维持“买入”评级。其中，我们假设非瘟疫苗实现商业化，为公司2020-2021年贡献利润6000万元/2.6亿元。

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,901.01	1,896.61	1,249.76	1,772.47	2,786.12
增长率(%)	25.31	(0.23)	(34.11)	41.83	57.19
EBITDA (百万元)	1,122.02	1,035.92	496.76	793.15	1,287.28
净利润 (百万元)	870.09	754.47	366.16	606.58	1,010.73
增长率(%)	34.99	(13.29)	(51.47)	65.66	66.63
EPS (元/股)	0.77	0.67	0.33	0.54	0.90
市盈率 (P/E)	24.96	28.78	56.06	34.26	20.56
市净率 (P/B)	4.86	4.32	3.83	3.60	3.32
市销率 (P/S)	11.42	11.45	17.37	12.25	7.79
EV/EBITDA	22.99	17.01	39.16	24.20	14.66

5、疫苗核心标的之一——普莱柯：研发技术驱动动的动保黑马

- 短期内受益于下游禽养殖的高景气度以及非瘟带来的防疫需求，公司禽用疫苗及化药业务有望持续高增长；随着规模养殖场率先补栏，猪用疫苗需求或于四季度迎来拐点，叠加公司圆环系列产品、伪狂犬系列产品不断推向市场，公司猪用疫苗收入有望触底回升。
- 公司研发能力位居行业领先地位、研发投入水平高、产品储备丰富，特别是在基因工程、多联多价上等拥有领先优势，在稳步推进经济动物疫苗研发的同时，积极布局宠物领域打开新市场，未来随着新品的不断推出，公司的研发优势将持续不断的转化成为业绩，助力公司持续高增长。
- 预计 19/20/21 年公司实现收入 6.7/9.5/13.8 亿，同比 10.9%/41.2%/44.9%，归母净利润 1.2/2.3/4.0 亿，同比 -13.8%/96.6%/73.0%，EPS 分别为 0.36/0.71/1.24 元，对应 PE 分别为 50/25/14 倍，维持“买入”评级。其中，我们假设非瘟疫苗实现商业化，给公司 2020-2021 年带来利润增量 0.5/1.5 亿元

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	529.90	608.06	674.04	951.74	1,379.20
增长率(%)	(9.12)	14.75	10.85	41.20	44.91
EBITDA (百万元)	133.60	239.42	147.93	274.69	475.24
净利润 (百万元)	114.19	135.61	116.90	229.76	397.54
增长率(%)	(39.26)	18.77	(13.80)	96.55	73.02
EPS (元/股)	0.36	0.42	0.36	0.71	1.24
市盈率 (P/E)	51.83	43.64	49.55	25.13	14.39
市净率 (P/B)	3.77	3.62	3.33	2.95	2.56
市销率 (P/S)	11.17	9.73	8.78	6.22	4.29
EV/EBITDA	51.36	13.47	36.01	18.95	10.14

5、疫苗核心标的之一——中牧股份：央企动保龙头蓄势待发

- 受益禽养殖行业景气，叠加非洲猪瘟带来生猪产能大幅去化，居民的蛋白消费缺口将主要从禽肉及蛋类上弥补，我们预计肉禽和蛋禽养殖量有望增加10-15%，带来禽苗需求基数上的扩张，公司本部禽苗销量有望快速增长，且有望持续至2020年。
- 华南生物进军H5+H7疫苗市场，预计将打破H5+H7疫苗原有竞争格局，根据公司公告，重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗2019年2月份顺利上市，华南生物Q1收入同比增长约70%，H1收入同比增长近100%。我们预估该重磅单品有望为华南生物增收超过2亿元！且随着市场苗推进，华南生物和瑞普生物在禽用疫苗市场苗领域的渠道布局优势将逐步显现，该单品有望成为未来2-3年业绩增长的主要来源。
- 考虑到公司受益禽养殖行业景气，叠加控股子公司华南生物高致病性禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗将带来业绩新增量，预计2019-2021年归属母公司净利润2.01/2.82/3.73亿元，同增69%、40%、32%，对应EPS分别为0.5/0.7/0.92元/股，对应PE分别为29/21/16倍，维持“买入”评级。

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,069.73	4,434.24	4,131.73	4,603.31	5,129.97
增长率(%)	2.41	8.96	(6.82)	11.41	11.44
EBITDA (百万元)	825.75	886.34	639.51	766.03	889.54
净利润 (百万元)	399.87	415.63	393.90	498.72	592.18
增长率(%)	19.57	3.94	(5.23)	26.61	18.74
EPS (元/股)	0.47	0.49	0.47	0.59	0.70
市盈率 (P/E)	25.70	24.73	25.85	20.59	17.36
市净率 (P/B)	2.79	2.57	2.29	2.12	1.96
市销率 (P/S)	2.53	2.32	2.49	2.23	2.00
EV/EBITDA	11.32	7.96	16.36	13.18	10.92

5、疫苗核心标的之一——瑞普生物：禽用疫苗快速增长，禽流感重磅单品逐步放量

- 受益禽养殖行业景气，叠加非洲猪瘟带来生猪产能大幅去化，居民的蛋白消费缺口将主要从禽肉及蛋类上弥补，我们预计肉禽和蛋禽养殖量有望增加10-15%，带来禽苗需求基数上的扩张，公司本部禽苗销量有望快速增长，且有望持续至2020年。
- 华南生物进军H5+H7疫苗市场，预计将打破H5+H7疫苗原有竞争格局，根据公司公告，重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗2019年2月份顺利上市，华南生物Q1收入同比增长约70%，H1收入同比增长近100%。我们预估该重磅单品有望为华南生物增收超过2亿元！且随着市场苗推进，华南生物和瑞普生物在禽用疫苗市场苗领域的渠道布局优势将逐步显现，该单品有望成为未来2-3年业绩增长的主要来源。
- 考虑到公司受益禽养殖行业景气，叠加控股子公司华南生物高致病性禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗将带来业绩新增量，预计2019-2021年归属母公司净利润2.01/2.82/3.73亿元，同增69%、40%、32%，对应EPS分别为0.5/0.7/0.92元/股，对应PE分别为29/21/16倍，维持“买入”评级。

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,047.33	1,189.87	1,633.36	2,243.62	3,015.18
增长率(%)	7.99	13.61	37.27	37.36	34.39
EBITDA (百万元)	215.26	324.96	393.48	519.51	664.32
净利润(百万元)	104.90	118.98	200.98	282.33	373.30
增长率(%)	(21.00)	13.43	68.92	40.47	32.22
EPS (元/股)	0.26	0.29	0.50	0.70	0.92
市盈率(P/E)	50.52	44.54	28.90	20.64	15.71
市净率(P/B)	2.71	2.64	2.43	2.19	1.94
市销率(P/S)	5.06	4.45	3.24	2.36	1.76
EV/EBITDA	22.53	9.69	13.83	10.21	8.19

目录

1. 2019年农业板块走势回顾！

2. 猪：上市公司迎来利润加速释放阶段，低估值仍具配置价值！

3. 动物疫苗：业绩拐点临近，迎来战略配置阶段。

4. 白羽肉鸡：白羽鸡高景气度延续，上市公司业绩持续高增长

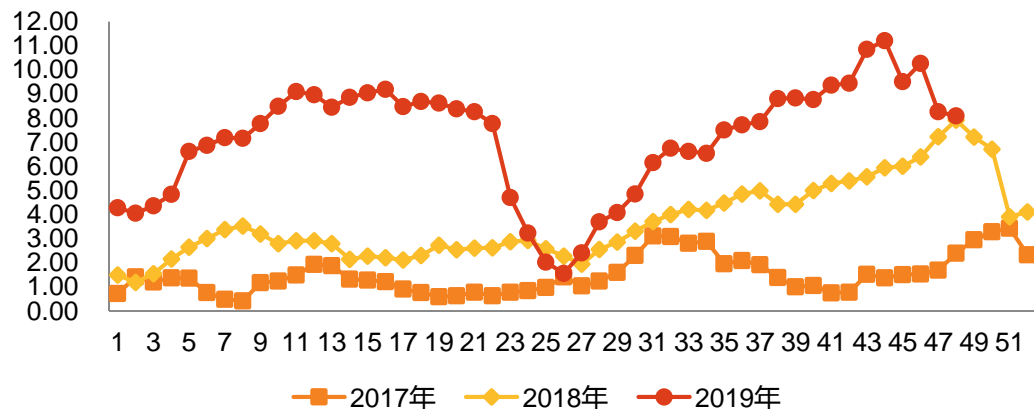
5. 种子：行业拐点或将来到，种业龙头有望通过内研外购走向全球化

6. 水产：水产料龙头海大集团，卓越产品力助力2020年景气周期到来

1、白羽鸡景气度长期高位，上市公司业绩持续超预期

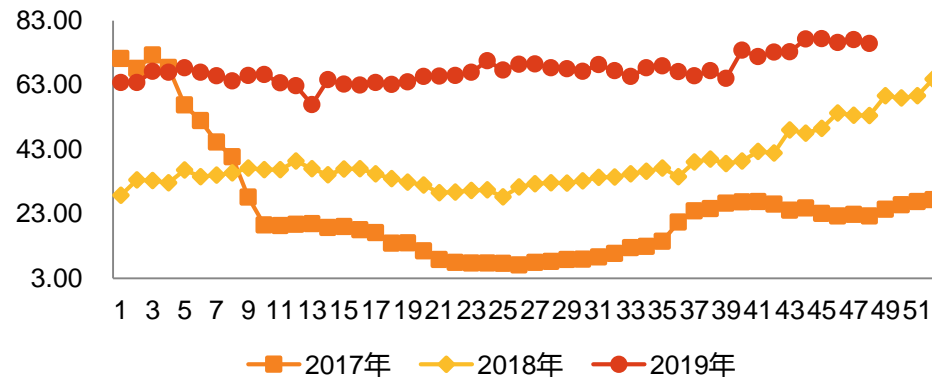
猪肉缺口带来鸡肉消费增长，叠加今年引种产能收缩，2019年白羽肉鸡价格历史高位。据博亚和讯，截至2019年49周，近期市场各环节博弈，肉鸡市场价格持续上涨动力不足；鸡苗即将进入停苗期，正常大幅度下跌。本周主产区毛鸡均价10.27元/公斤，较上周上涨0.79%；鸡肉产品综合售价12.99元/公斤，较上周上涨1.48%；鸡苗均价7.00元/羽，较上周下降23.08%

图：商品代鸡苗价格周度情况（元/羽）



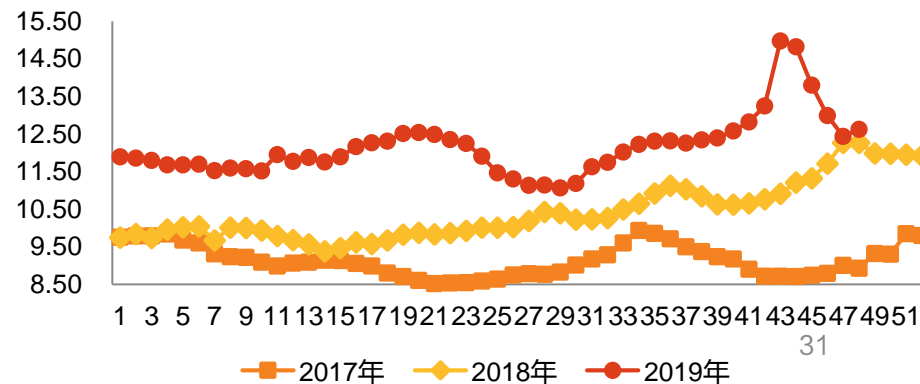
资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图：父母代鸡苗销售均价周度情况（元/套）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图：鸡肉综合品价格周度情况（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

1、白羽鸡景气度长期高位，上市公司业绩持续超预期

- 本轮白羽肉鸡是历史性强周期！

- 商品代鸡苗达到历史新高，破11元/羽！且除停苗期外，2018年8月起一直维持在4元/羽水平，父母代鸡苗场持续盈利，时间超过半年！父母代鸡苗自2018年6月持续上涨，毛鸡价格也一度突破10元/公斤，是自2015年以来的最高位，鸡肉综合品售价前期跳涨突破历史高点，近期有所回调。

- 19年白羽肉鸡的强周期主要是供给收缩！

- 从2018年中期开始，行业景气开始，父母代场盈利改善率先开始，且快速提升，维持高位。但下游养殖场、屠宰场盈利改善相对滞后。无论从改善程度还是持续时间来看，上游改善都强于下游，可以判断此轮鸡价景气主要来自上游供给端收缩的改善。

- 猪鸡具有一定的消费替代性，猪价大幅上涨，鸡肉替代消费增长。

- 据博亚和讯，截至2019年49周，近期市场各环节博弈，肉鸡市场价格持续上涨动力不足；鸡苗即将进入停苗期，正常大幅度下跌。本周主产区毛鸡均价10.27元/公斤，较上周上涨0.79%；鸡肉产品综合售价12.99元/公斤，较上周上涨1.48%；鸡苗均价7.00元/羽，较上周下降23.08%。

未来，非洲猪瘟带来生猪产能大幅去化，远超历史周期，猪价高位，**猪鸡替代，预计鸡肉消费将进一步增长**。猪价上涨将进一步助推鸡价格全面上涨。

1、白羽鸡景气度长期高位，上市公司业绩持续超预期

(1) 2019年祖代鸡更新量环比增加

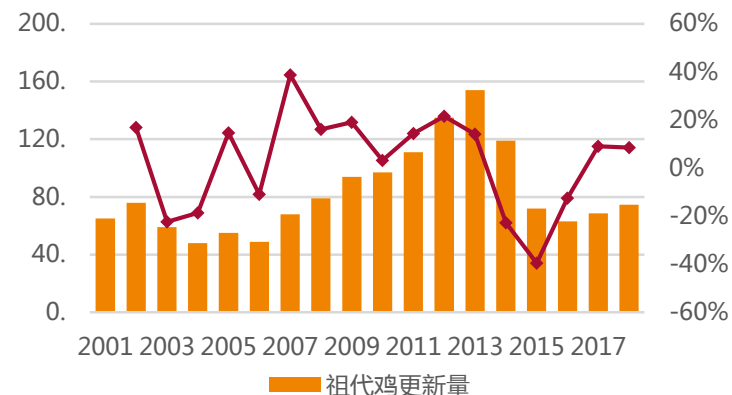
- 2018年全年，国内累积引种及更新祖代鸡约74.54万套，符合市场预期（中国畜牧业协会）。白羽鸡实际祖代更新量反映到毛鸡供应最快需要14-16个月才能显现。
- 从祖代产能影响周期来看，2019年的商品代供应，对应于2016-2018Q3的祖代引种产能，为近年来最低点。

表：白羽肉鸡祖代鸡月度更新量（万套）

祖代鸡月度更新量	2018年		2019年	
	单月	累计	单月	累计
1月	1.30	1.30	4.00	4.00
2月	1.04	2.34	10.47	14.47
3月	7.28	9.62	10.93	25.40
4月	6.12	15.74	11.48	36.88
5月	6.91	22.65	8.49	45.37
6月	2.70	25.35	3.42	48.79
7月	4.05	29.40	6.59	55.38
8月	2.50	31.90	13.36	68.74
9月	7.43	39.33	9.64	80.38
10月	14.77	54.10	8.09	88.47
11月	10.70	64.80		
12月	9.74	74.54		

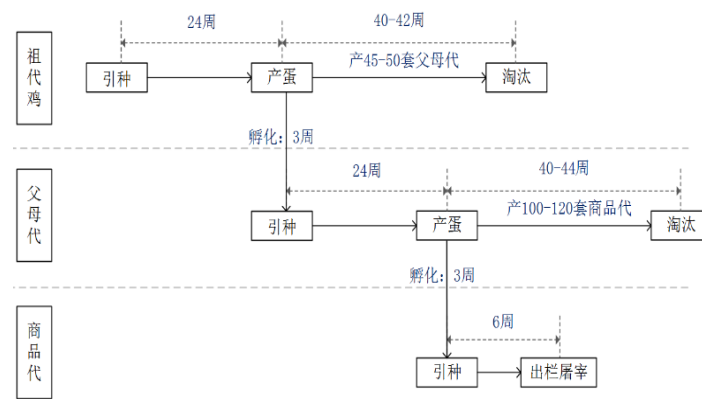
资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图：祖代引种规模持续下降



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图：白羽鸡生长周期



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1、白羽鸡景气度长期高位，上市公司业绩持续超预期

(2) 猪肉替代带来的鸡肉消费增长，助力白羽肉鸡景气持续

- 猪鸡价格的替代关系强弱应该从鸡肉/白条鸡零售价出发，而非毛鸡或鸡苗或更上游的父母代鸡苗。
- 因为白羽肉鸡产业链链条较长，且每一环节生产周期较短，使得产业链上下游存在较强的短期博弈，白羽肉鸡价格产业链传导往往并不顺畅，上下游价格走势中短期可能出现偏差。但长期趋势基本一致。

2004-至今白条鸡价格变化

2006.06-2008.05上涨周期：白条鸡零售价年均涨幅16%，与06/07年蓝耳病带来的猪的景气周期基本完全重合，此轮猪肉价格上涨135%

2008.05-2010.07下跌周期，白条鸡零售价年均跌幅2%

2010.07-2011.10上涨周期，白条鸡零售价年均涨幅13%，与猪价的景气周期也基本一致，此轮猪肉价格上涨105%

2011.10-2013.06震荡期，价格稳定在18.3-19元/公斤水平，未受到猪价下跌的影响

2013.06-2018.12缓慢上涨周期，白条鸡零售价年均涨幅3%，此轮白条鸡零售价持续缓慢上涨并未受到此间猪价波动影响（鸡肉产量下降+消费结构改善）

除2013年6月这轮周期外，与猪价基本【同涨】，且【猪价上涨幅度越大，该上涨周期中白条鸡零售价年均涨幅也越大】。

1、白羽鸡景气度长期高位，上市公司业绩持续超预期

(3) 猪鸡替代有多强？

- ✓ 我们测算：当生猪产能去化35%时，白羽肉鸡、黄羽肉鸡消费增长32-33%；当生猪产能去化45%时，肉鸡消费增长41-42%。
- ✓ 若生猪产能去化35%，估计2019-2020年鸡肉均价13500元/吨，高点可能达到16000元/吨甚至更高水平，鸡苗均价7元/羽，高点可能上涨至15元/羽，毛鸡均价12元/公斤，高点可能上涨至16元/公斤。

表：本轮猪周期带来的消费缺口

2018年	本轮猪周期		
猪肉产量(万吨)	降幅	猪肉产量预估(万吨)	猪肉缺口(万吨)
5,404.00	15%	4593.4	810.6
	25%	4053	1,351.0
	35%	3512.6	1,891.4
	45%	2972.2	2,431.8

资料来源：Wind，天风证券研究所

表：本轮猪肉消费缺口给禽肉替代品带来的供需缺口

猪肉下降比例假设	猪肉替代品蛋白消费增量(万吨)	禽肉产量				蛋类	牛肉	羊肉	
		白羽肉鸡	黄羽肉鸡	肉鸭	其他禽肉				
猪肉替代品结构	100.00%	13.27%	7.64%	12.06%	7.24%	45.30%	8.44%	6.04%	
猪肉替代品产量(万吨)		781	443	701	420	2642	644	475	
若降幅15%	供需缺口(万吨)	810.60	107.57	61.94	97.79	58.68	367.22	68.45	48.95
	供需缺口		14%	14%	14%	14%	14%	11%	10%
若降幅25%	供需缺口(万吨)	1351.00	179.29	103.23	162.99	97.79	612.04	114.09	81.58
	供需缺口		23%	23%	23%	23%	23%	18%	17%
若降幅35%	供需缺口(万吨)	1,891.4	251.00	144.52	228.18	136.91	856.85	159.72	114.22
	供需缺口		32%	33%	33%	33%	32%	25%	24%
若降幅45%	供需缺口(万吨)	2,431.8	322.72	185.81	293.38	176.03	1101.67	205.35	146.85
	供需缺口		41%	42%	42%	42%	42%	32%	31%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1、白羽鸡景气度长期高位，上市公司业绩持续超预期

(4) 投资建议

非洲猪瘟带来生猪产能去化，猪肉供需缺口将逐渐显现；作为猪肉消费的主要替代品，禽肉消费将快速增长，助推禽链景气向上，预计此轮禽链景气向上时间和程度都将超历史周期！上市公司盈利改善幅度明显！

- 首推白羽肉鸡板块，重点推荐**自繁自养一体化、育种取得突破的圣农发展**，其次**仙坛股份、益生股份、民和股份、禾丰牧业**等；
- 黄羽肉鸡板块，重点推荐**温氏股份**、其次**立华股份**；
- 肉鸭板块，重点推荐**华英农业**。

风险提示：疫病风险；价格上涨不达预期；原材料涨价；进口变化

目录

1. 2019年农业板块走势回顾！

2. 猪：上市公司迎来利润加速释放阶段，低估值仍具配置价值！

3. 动物疫苗：业绩拐点临近，迎来战略配置阶段。

4. 白羽肉鸡：白羽鸡高景气度延续，上市公司业绩持续高增长

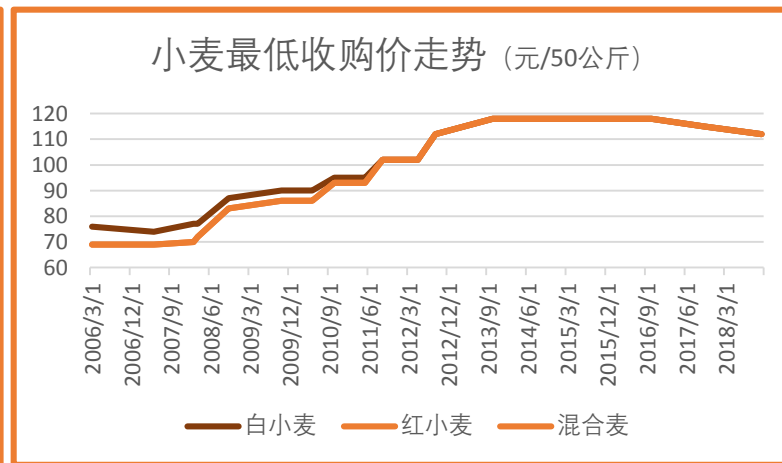
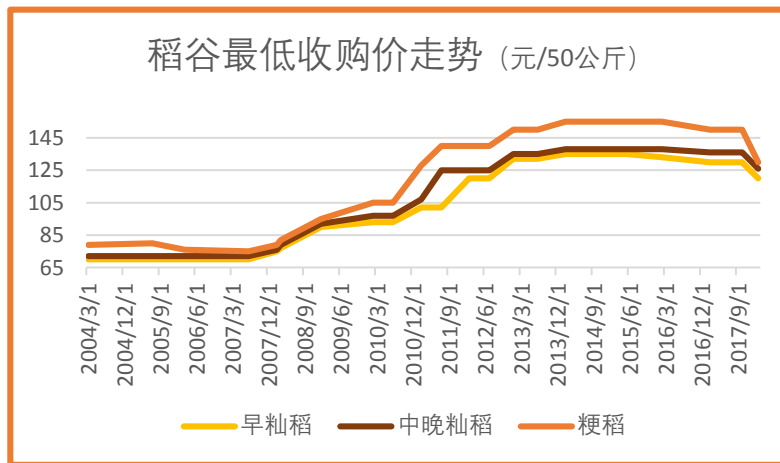
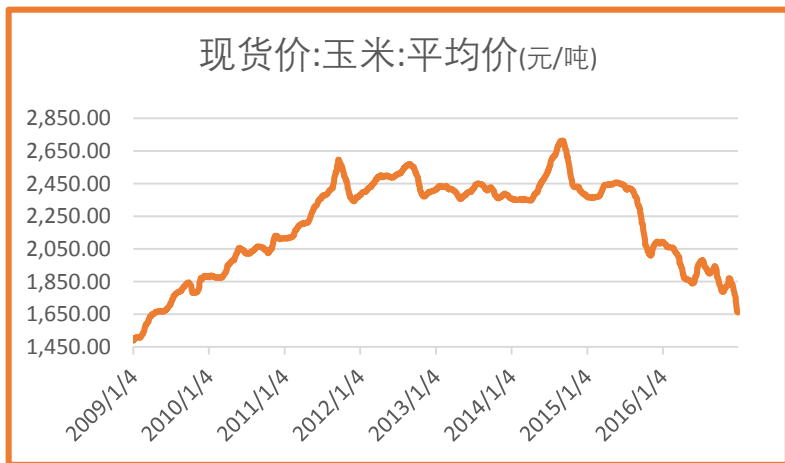
5. 种子：行业拐点或将来到，种业龙头有望通过内研外购走向全球化

6. 水产：水产料龙头海大集团，卓越产品力助力2020年景气周期到来

1、高供给低需求使行业自2016起持续低迷

1) 农产品价格下降导致种植成本提升，农民种植积极性降低，种子需求逐步减少

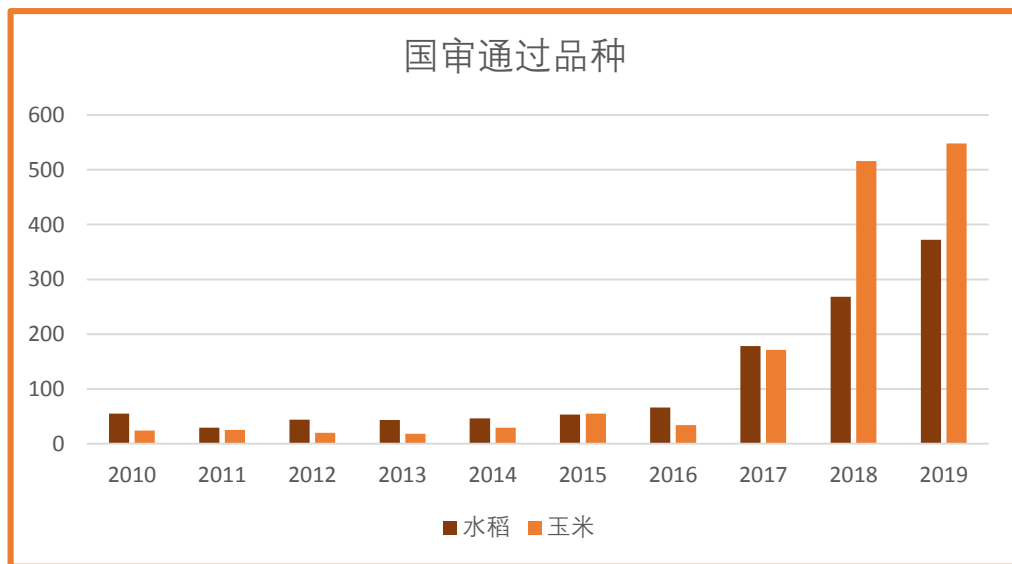
- 自2008年开始，我国对东北三省和内蒙古自治区实行玉米临时收储政策。并且，玉米收储价格逐年提高，收储规模也逐年扩大。收储政策成为了我国玉米2008年至2015年长期牛市的根源。自2015年我国首次下调玉米临时收储价和2016年我国对玉米收储制度的改革，将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”与“补贴”的新模式，玉米价格从此市场化，供需关系成为了衡量玉米价格的主要手段。随着国内玉米政策的转变，2015年起，国内玉米价格开始回落。
- 稻谷与小麦因为粮食安全政策的绝对底线，定价权掌握在国家手上。2004年开放粮食流通市场后，国家对稻谷实行了最低收购价制度，小麦则是在2006年开始实施。最低收购价制度成为稻谷与小麦的定价基准。从2004年实行稻谷最低收购价以来，稻谷最低收购价就持续提高。然而，2017年却首次下调，早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价首次下降，并且2018年受到稻谷处于库存高点的影响，国家继续下调稻谷最低收购价。同样，小麦的库存压力也随着收储而不断增加。2017年也是小麦实行最低收购价制度以来的第一次下滑，并在2018年持续下降。



1、高供给低需求使行业自2016起逐渐低迷

2) 品种审定的开放带来大量的新品种，造成了同质化的加剧，种子供给大量增加

- 2014年之前，国内品种审定渠道只有统一试验。2014年，育繁推一体化企业可通过绿色通道自主进行生产试验。之后的审定渠道便不断开启，至2017年，品种审定共有统一试验、绿色通道、良种通关、联合体以及特殊用途品种试验5条渠道。品种审定渠道的增加为品种带来了喷发式的推进。
- 品种更新代表着新的投资机会的出现。但同时，在品种更新换代的同时，大量的品种通过国审审定在一定程度上造成了种子品种之间同质化问题的日渐严重。虽然国内种子价格仍存在提升空间，但是目前种子品种成井喷状，新品种多，同质化高，竞争极度激烈，造成了供给过剩的局面，严重的抑制了种子价格的提升。
- 2019年，单水稻品种通过国审的就有372种，而玉米品种更是达到了548种。

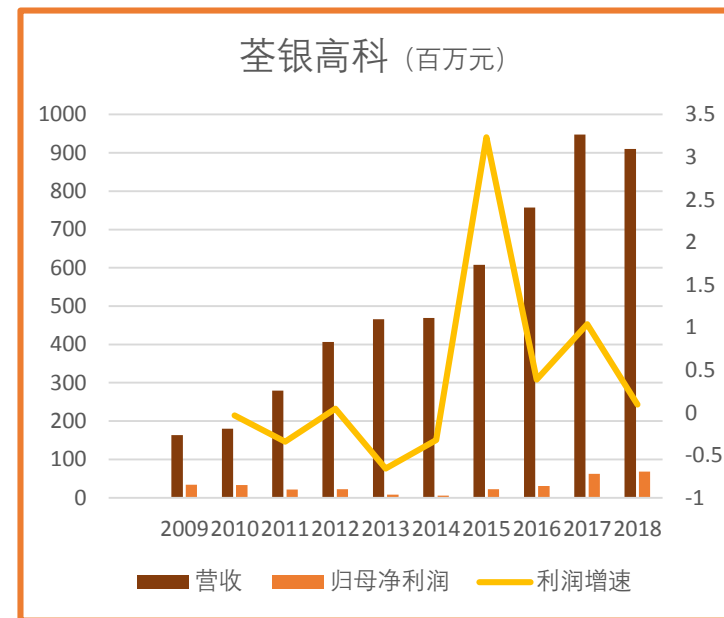
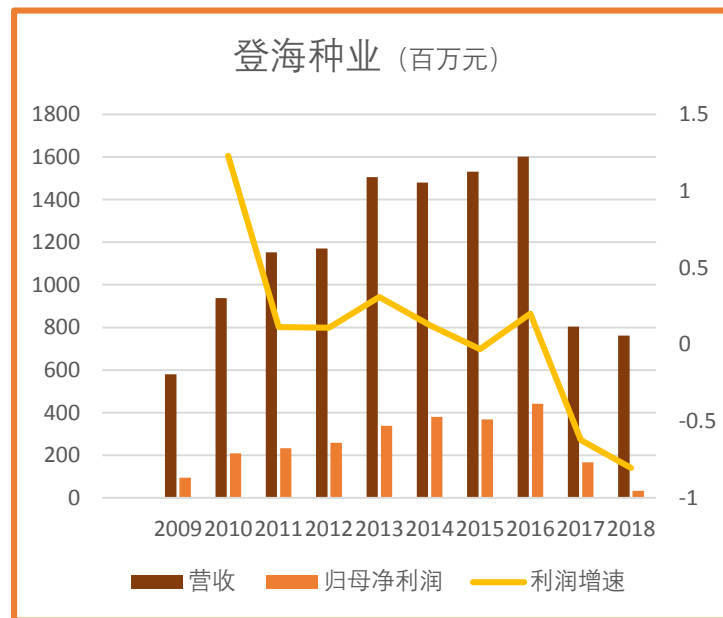
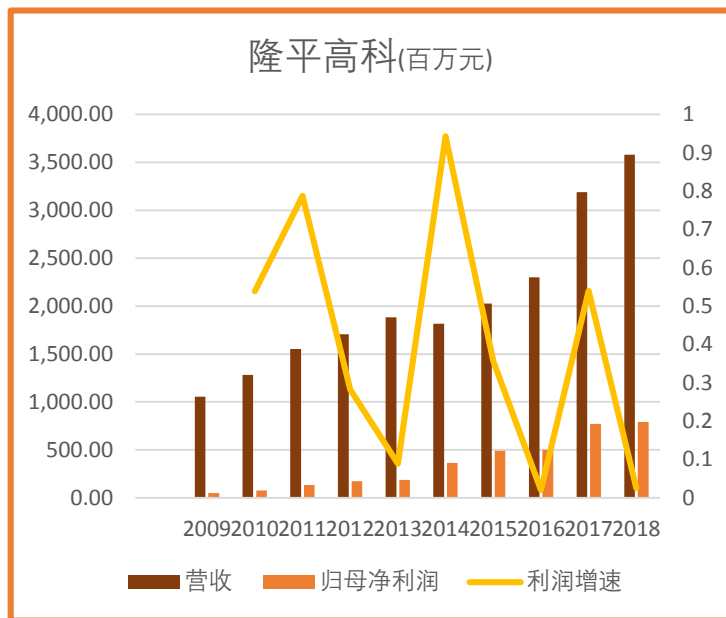


资料来源：全国农技中心，天风证券研究所

1、高供给低需求使行业自2016起逐渐低迷

3) 种子的供需失衡与品种竞争的白热化给种子企业的营收与利润带来负面影响

- 以水稻种子为主的隆平高科和荃银高科的营业总收入以及归母净利润均同比小幅下滑。而以玉米种子为主的登海种业由于受到了2017与2018年的玉米播种面积大幅度减少和前期库存大幅度增加双重大环境问题的打击，营业总收入以及归母净利润均大幅下降。
- 种子行业遇到短期发展瓶颈，行业龙头加速行业整合，抬升竞争壁垒。核心路径将有三条，一是配合市场需求降低库存，二是抓住品种换代期，提高市占率，三是通过向外并购加速扩张。



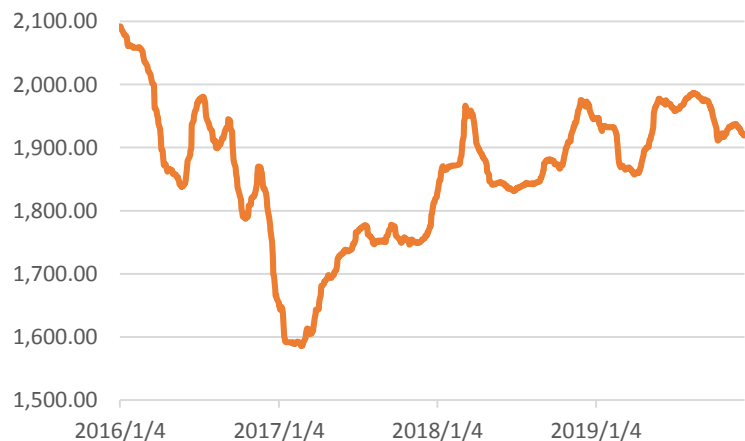
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2、行业拐点或将来到

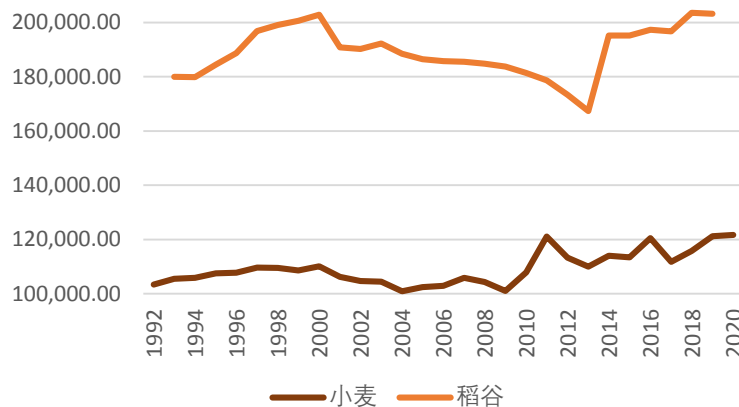
1) 农产品价格逐渐改善，玉米价格稳步提升，稻谷小麦价格企稳

- 经过2017-2018年的玉米产量超预期的减少，行业供需结构的改善使得玉米价格触底回升。从需求端来看，我国玉米消费持续上升。随着供给端的持续减产，国内玉米不仅继续存在产需缺口，而且缺口仍在继续扩大，预计国内玉米价格将进一步上涨。
- 在价格上，早籼稻、中晚籼稻、粳稻的2019最低收购价分别为2.4元、2.52元、2.60元一公斤。而小麦的最低收购价为2.24元一公斤，2019年水稻和小麦最低收购价格均保持了去年的水平。

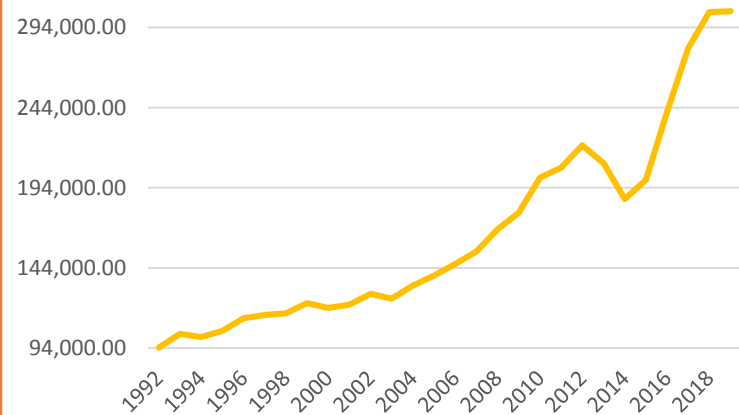
现货价:玉米:均价(元/吨)



稻谷小麦总消费量 (万吨)



玉米总消费量 (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2、行业拐点或将来到

2) 2020年，两杂种子的竞争格局有望逐渐走出谷底，供给端有望改善

- 杂交玉米种子的供需情况持续好转。2019年制种面积256万亩，只比去年增加了19万亩。玉米制种面积在连续两年大幅调减后，综合用种面积回升、市场需求回暖、库存压力减轻等有利因素，促使企业理性调增了制种面积。而全国平均制种单产达到387公斤每亩，处于历史较高水平。
- 从总供给看，本期末有效库存约为6.5亿公斤，加上今年新产种子9.9亿公斤，2020年总供给量约为16.4亿公斤。
- 从总需求看，今年玉米商品粮价格稳步回升，预计今后仍将稳中有升，玉米种植效益将进一步提高，农民种植积极性增加，同时国家鼓励生猪养殖将继续拉动饲用玉米需求，预计明年玉米种植面积仍有所增加。根据全国农技中心测算，商品种子需求量约为10.6亿公斤，2020年期末库存将下降至5.5亿公斤。

	单位	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
杂交玉米:制种面积	万亩	382	294	342	410	293	237	256
杂交玉米:制种单产	公斤/亩	356	332	322	370	340	389	387
杂交玉米:制种量	亿公斤	13.6	10.1	10.96	14.65	10.58	9.22	9.9
杂交玉米:可供种量	亿公斤	21.2	23.6	20	18.46	20	18	16.21
杂交玉米:需种量	亿公斤	7.7	11.5	12	11.75	11.5	11	11
杂交玉米:库存量	亿公斤	10	10	7.5	6	8	7	6.5

资料来源：全国农技中心，天风证券研究所

2、行业拐点或将来到

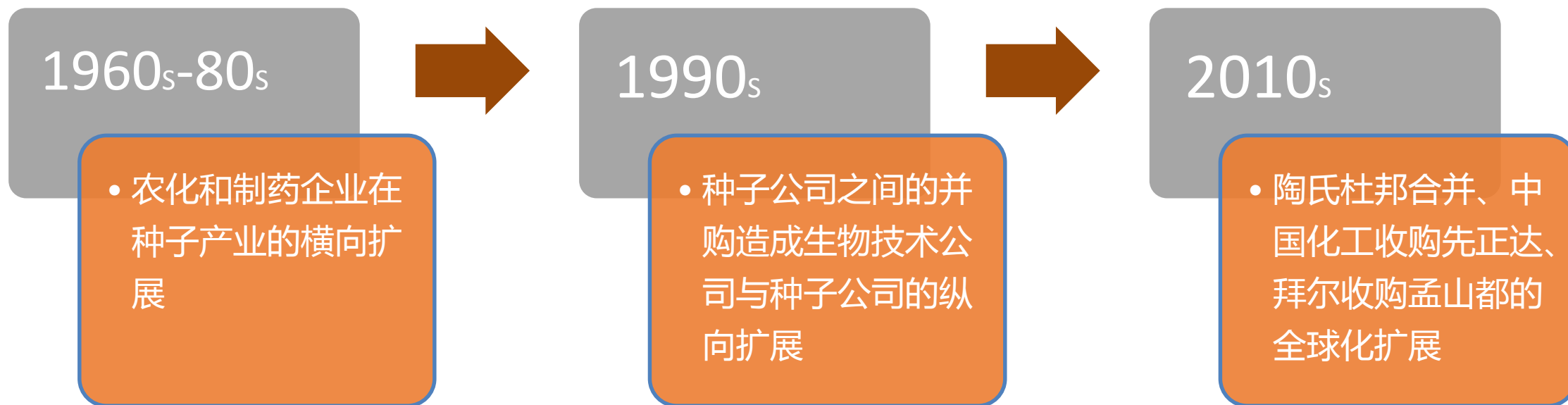
2) 2020年，两杂种子的竞争格局有望逐渐走出谷底，供给端有望改善

- 杂交水稻种子供需情况逐渐企稳。2019年杂交水稻制种面积138万亩，比2018年减少31万亩。单产为173公斤/亩，略高于2018年的171公斤每亩。预计本期新产水稻种子2.4亿公斤，比2018年减少18%，单产与总产均逐渐下降至2015年水平。
- 从总供给看，2019年杂交水稻制种面积大幅回调，单产略高于去年，新收获种子2.4亿公斤，加上期末有效库存1.6亿公斤，2020年可供种子总量约4亿公斤，比2019年略有下降。
- 从总需求看，优质常规稻挤压效应持续，种植面积将继续增加，稻田综合种养变向调低水稻种植面积；同时，虽然今年维持去年最低收购价，但是实际收购中部分地区达不到该收购价格，农民种植水稻的比较效益和积极性持续处于低迷状态，预计杂交稻种植面积继续小幅减少，亩用种量保持稳定。根据全国农技中心测算，2020年总用种量在2.1-2.2亿公斤，出口稳定在约3000万公斤，期末库存约1.6亿公斤，与2019年基本持平。

	单位	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
杂交水稻:制种面积	万亩	163	140	145	163	167	169	138
杂交水稻制种单产	公斤/亩	167	171	165	173	181	171	173
杂交水稻:制种量	亿公斤	2.72	2.3	2.39	2.8	2.8	2.9	2.4
杂交水稻:可供种量	亿公斤	3.9	4.02	3.37	3.39	3.6	3.8	4.1
杂交水稻:需种量	亿公斤	2.7	2.5	2.1	2.5	2.45	2.3	2.25
杂交水稻:库存量	亿公斤	1.3	1.25	1	0.8	1	1.2	1.6

3、种业竞争格局同时为产业并购提供了空前的机会

- 目前，两杂种子的库存虽然正在逐步消化但是仍处在高位，市场竞争格局难见起色。然而这正为产业并购提供了空前的机会。类比北美的种业发展历程，国内种业也将进入并购整合期。历史上国际种业共发生了三次并购浪潮。在国际种业巨头加强联合的产业趋势大背景下，种子行业关系到国家粮食安全问题，因此通过并购实现种子企业做强做大则显得极度迫切。
- 而我国种业目前表现为：种子企业数量多，体量小，行业集中度低；种子行业平均利润较高，市场前景广阔；市场监管趋严，种子行业准入门槛提高；农作物科研方向的生物科技公司以及研究机构逐渐的被种子企业并购或和种子企业开展密切合作。由此判断，我国种业正类似处于国际种业1960-80年代的情况，可能即将进入第一轮并购浪潮。

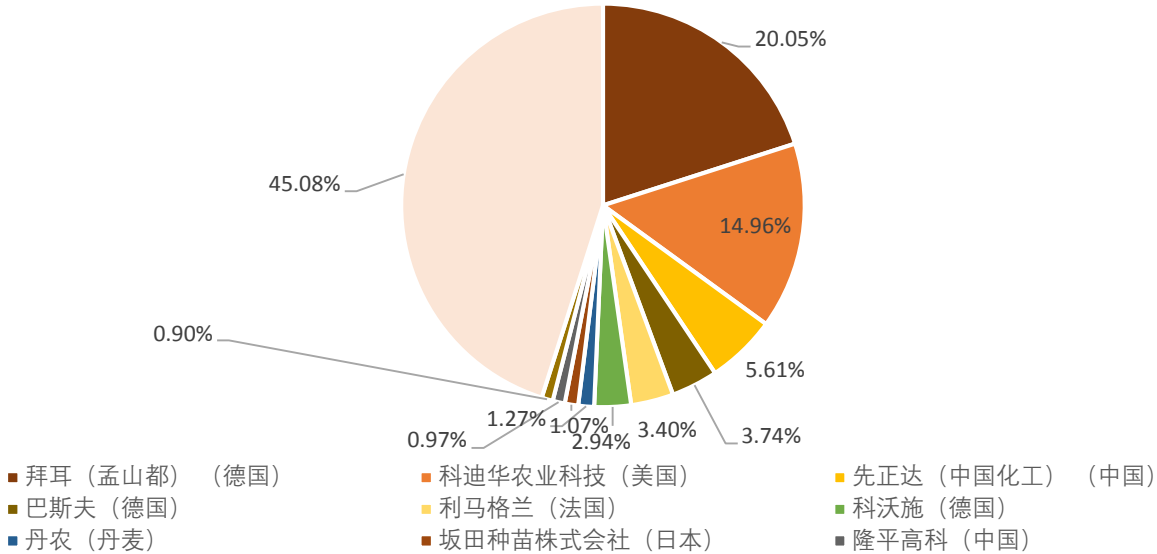


3、种业竞争格局同时为产业并购提供了空前的机会

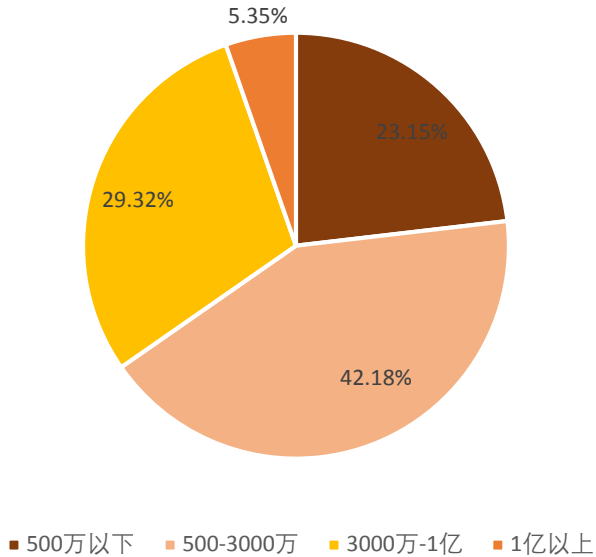
国内的种业结构比较分散，为并购提供了可能。从全球数据上对比，2018年世界10强种子企业的市场份额约为54.92%，而国内的前50强种子企业的市场份额约为35%。与全球种业相比仍然存在较大的成长空间。

- 国内种子企业的规模整体偏小。截至2018年我国种子企业约3421家，注册资本在3000万以上的约1186家，占比34.7%，远高于2010年的16%，产业的集中度正逐渐提升。
- 与此同时，近8年来我国种子企业年均减少660家左右，其中注册资本3000万以下的小型种子企业占大多数。

2018全球种业市场格局



2018国内种子企业规模构成

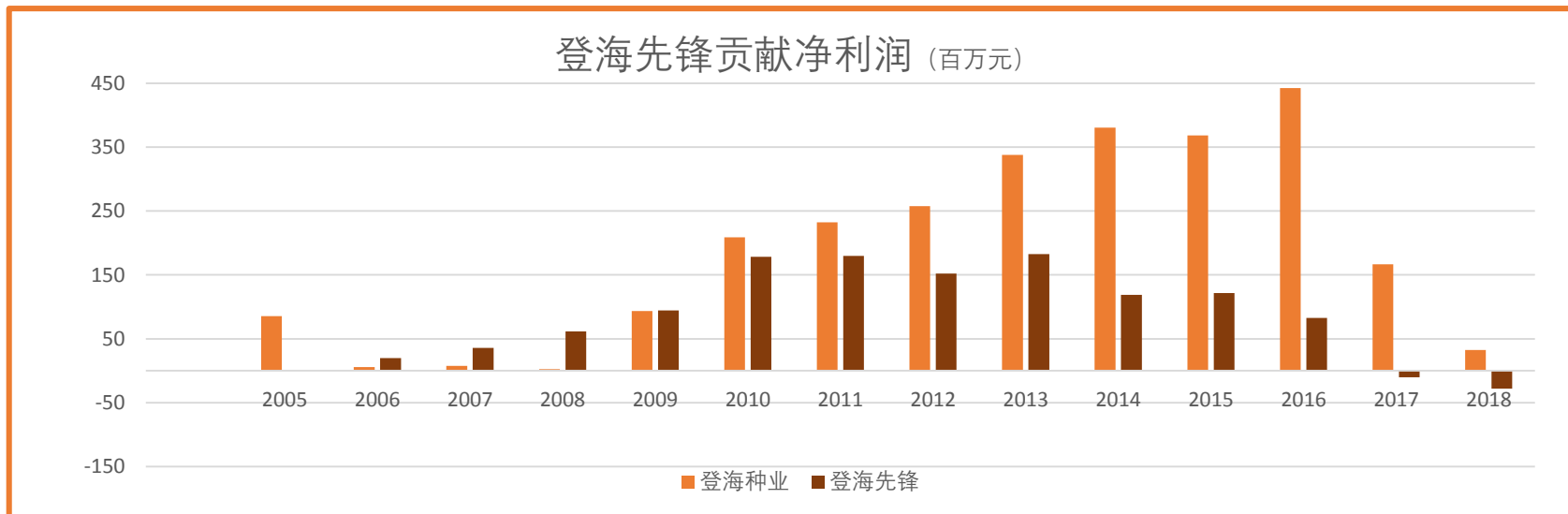


资料来源: Bloomberg, 农村农业部, 世界农化网, 天风证券研究所

4、“研发+并购+全球化”将成为种业龙头的未来发展方向

1) 唯有倾注研发的大单品有望给公司带来高增长

- 品种审定数量的增加，将进一步强化具备品种自主研发能力的种子企业的市场竞争力，同时，让种子企业根据所处地区的气候土壤等自然条件进行精细化品种开发成为可能，有望推动市场份额向龙头企业集中，并将推动品种更新换代的加速。
- 上百的新品种并没有给种子公司带来利润的提升，而是互相之间形成了竞争关系。原因在于这些新品种在科研上的突破并没有达到过去像第六代半先玉335这种大单品较之之前第六代郑单958。同质化产品之间蚕食严重。换句话说，种子企业需要的是拥有革命意义的新品种。
- 能为公司带来高速增长唯有达到标准的新型单品。最近一次玉米大单品更替浪潮是6.5代杂交玉米品种先玉335，帮助登海种业从2007-2011年实现业绩飞速增长。



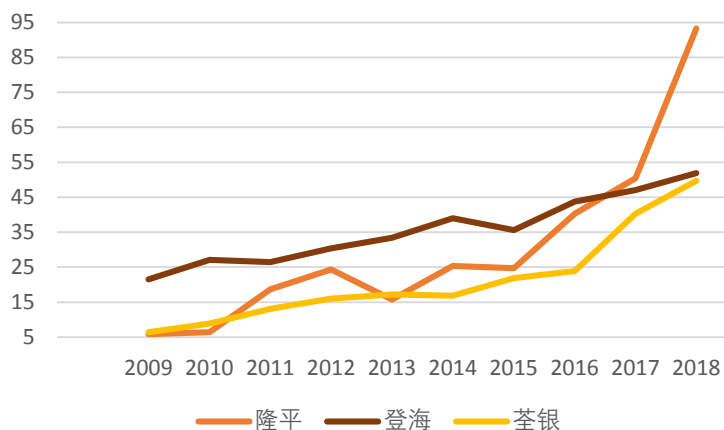
资料来源: Wind, 天风证券研究所

4、“研发+并购+全球化”将成为种业龙头的未来发展方向

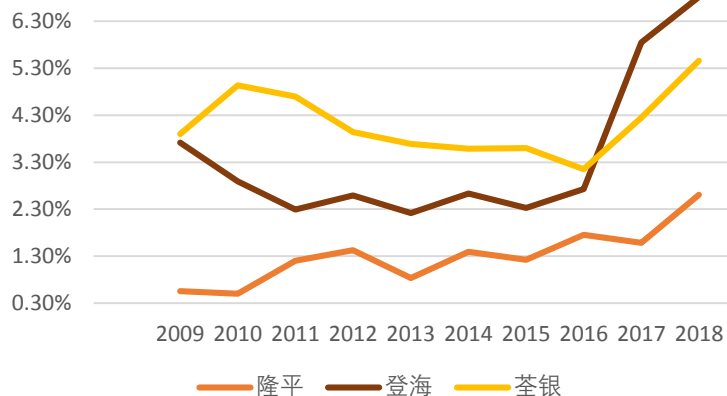
1) 唯有倾注研发的大单品有望给公司带来高增长

- 而持续高强度的研发投入是产出高质量大单品的不二法则。目前，隆平高科，登海种业以及荃银高科均将研发作为目前最重要的任务之一。研发投入金额逐年增长，即使在最近几年营收受挫的大环境下仍不改增加研发的态度。
- 然而，我国的种业龙头企业距离全球种业龙头的研发投入占比营收仍然存在一定的差距。以孟山都为为例，年均研发投入占比营收持续维持在10%以上。这代表着我国的种业公司必须加大研发投入从而有望赶超国际种业巨头。而高强度的研发支出意味着公司必须拥有足够的资本，而背靠强力资本以及自身拥有强劲科研力量的种业龙头公司将有望成为我国种业研发的主力。由此，未来核心科研力量将聚集在底子雄厚的种业龙头企业，从而进一步的提升我国种子行业的产业集中度。

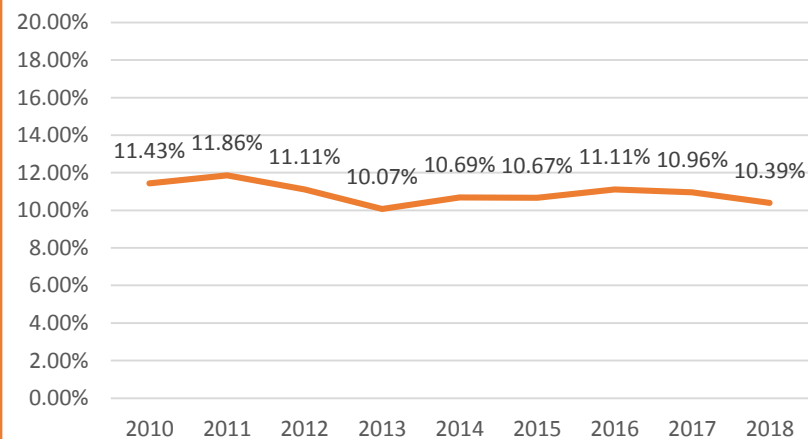
研发投入绝对值（百万元）



研发投入占比总营收



孟山都研发占比总营收



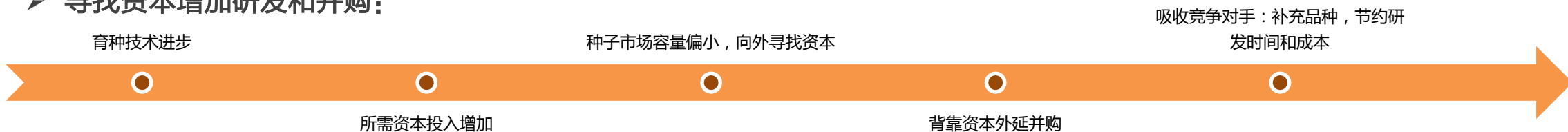
资料来源：Wind，天风证券研究所

4、“研发+并购+全球化”将成为种业龙头的未来发展方向

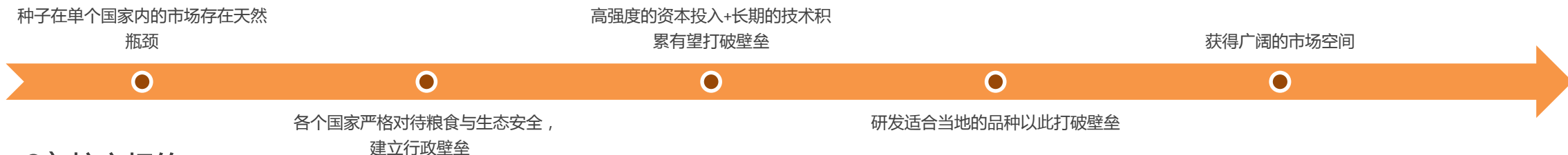
2) 种子航母的发展经历主要是由种子行业的品种研发不确定性以及农业生产的地域性所引导

➤ 一览全球种业发展历程，种子航母在成长中均具备三大共性：一是背靠资本实力雄厚的农化或医药集团，如先锋依托于化工巨头杜邦、孟山都的农化业务贡献主要收入、先正达为医药巨头于农业部门的合并；二是在资本的支持下持续并购优质资产来迅速扩展市场份额；三是在拥有一定的资本优势后走向国际化攻占全球市场。

➤ 寻找资本增加研发和并购：



➤ 通过研发和并购打入全球市场：



3) 核心标的

➤ 建议重点关注以隆平高科，登海种业，荃银高科为代表的种业龙头，有望带领国内种业走向国际化的大舞台。隆平高科在中信集团的资本推动下，正在布局全球化，海外并购与海外育种齐头并进；登海种业在自身强大的研发能力以及充足的资本支持下，有望在玉米新品种上取得良好的突破；荃银高科在中化集团入主后，整合资源寻求发展，研发、并购两手抓。

目录

1. 2019年农业板块走势回顾！

2. 猪：上市公司迎来利润加速释放阶段，低估值仍具配置价值！

3. 动物疫苗：业绩拐点临近，迎来战略配置阶段。

4. 白羽肉鸡：白羽鸡景气度长期高位，上市公司业绩持续超预期

5. 种子：行业拐点或将来到，种业龙头有望通过内研外购走向全球化

6. 水产：水产料龙头海大集团，卓越产品力助力2020年景气周期到来

海大集团的核心投资逻辑是？

● 海大中短期，看点在周期：养殖后周期，水产料量利齐升，业绩持续向好

- 海大集团中短期的看点在于业绩的持续向好，2019Q2Q3是业绩低谷期；而业绩增长的矛盾点在水产料周期（以2018年业绩为例，总利润14亿，水产料贡献业绩9亿，占比64%；2019年水产料行情差，预计总利润17亿，水产料8.8亿，占比超50%）
- 水产料包括周期性品种和成长性品种，中短期业绩拐点主要是看周期性品种，弹性大。水产料的周期性品种包括普水料（以草鱼为代表的颗粒料、普通膨化料）、饲料渗透率足够高的特种水产料（如海大的核心特水料，生鱼料）。9月份以来华南华东地区持续的调研来看，坚定周期反转信心！
- 猪价持续超预期，养猪板块业绩具备想象空间。

● 海大长期，看点在成长：行业空间大，核心竞争力铸就壁垒，市占率不断提升

➢ 水产料行业空间大，赛道优良！

- ① 以特种水产料为代表，行业蓝海：水产养殖技术不断突破，养殖替代捕捞；养殖内部结构不断升级，普水养殖户受塘租上涨/人工成本上涨等因素影响，逐渐从养殖微利的普水转为特种水产养殖；工业饲料替代鲜杂鱼，饲料渗透率不断提升；
- ② 非瘟疫情下，生猪产能去化40%以上，预期国内蛋白消费结构大概率将发生永久性变化，水产、禽肉、牛羊肉等占比均有望大幅提升；
- ③ 好赛道：不同于畜禽养殖规模化程度不断提升，水产生物学特性决定水产养殖难以规模化（工厂化养虾失败vs畜禽单体养殖规模不断扩大），使得水产养殖产业链价值分配中，水产饲料环节仍具有较强话语权。
- ④ 海外市场：有待持续收割，海大集团海外布局早，水产料增长快速。

➢ 核心竞争力铸就壁垒，市占率不断提升：

- ① 产品力领先，配方研发实力+三级采购体系+生产专线运营+专一大类销售；
- ② 激励良好且有效，并将产品力纳入考核；
- ③ 配套种苗动保，为未来特种料单品高增长做储备（鳊鱼、小龙虾、石斑鱼等）。

海大集团的核心投资逻辑是？

● 卓越产品力是公司的竞争力根基

- 高效的动物营养和原料利用的研发能力、饲料产品的配方技术能力、原材料采购能力、内部运营能力
- “四位一体”快速联动机制
- 在水产料、禽料等产品上，屡屡以市场后进入者的身份挑战既有产业格局并获得成功

● 饲料板块稳健增长：水产料结构升级+猪料长期市占率提升+禽料量利齐升！

- **水产料：有望迎来量利齐升景气周期！** 凭借公司在研发、运营、产品等方面的积累，公司较行业内现存的中小饲料厂有显著竞争优势。相较于行业现有饲料企业，公司体系化竞争优势显著。预计未来2-3年，公司高端膨化料每年销量增速可以保持20%以上。**9月以来水产料调研，坚定水产料景气周期信心，预计2020年水产料有望迎来量利齐升周期！**
- **猪料：面对非洲猪瘟，中短期的确存在增长压力；但长期来看有利于市占率进一步提升。** 猪饲料是公司近三年的发展重点。公司将以中大猪配合料为主要市场突破口，通过销量增长提升市场知名度，激发配合料放量，提升市场影响力。面对非洲猪瘟，养猪行业产能去化，猪饲料行业进一步洗牌，小型养殖企业被迫退出，虽公司猪饲料销量中短期高增长存在压力，但长期来看，公司猪饲料市占率有望进一步提升。
- **禽料：2019年公司禽料量利齐升，有望延续至2021年。** 一方面，受益于禽养殖行业景气，2019年禽养殖量同比增加明显；另一方面，养殖盈利，叠加饲料成本控制，公司禽料单吨净利改善（从公司数据来看，1-9月公司禽料的吨盈利约70元/吨，我们预计未来禽料仍将保持单吨盈利在60元/吨水平）。此外，加上公司在广东市场策略性提升市占率，导致很多企业退出行业，公司的市占率大幅提升，今年公司就充分享受了行业景气度的回升。
- 我们预计，**2019-2022年每年饲料销量计划增长200+万吨。到2022年，饲料销量达到2000万吨，其中水产料550-600万吨（若全国2000+万吨，30%市占率）。**

一、卓越产品力是公司的核心竞争力

1) 动物营养的研究和配方技术能力是产品升级和降低成本的主要推动力

- 公司拥有近千人的研发团队，研发支出在同行业公司中位于前列。公司产品配方组织和持续优化能力强，应变能力强，能在原材料价格波动时快速调整配方，获得成本竞争优势。
- 公司以“科技兴农，改变农村现状”为使命，坚持自主创新，每年开展自主研发实验近千个，在苗种选育、新型原料开发及替代技术、功能性添加剂开发、病害防控、精准化预混料及饲料方面取得了诸多创新成果。**长期连续的科研投入和创新研究打造了公司卓越的产品力，促使公司不断进行产品升级，将技术转化为生产力，形成了国内一流的企业技术创新体系与核心竞争力。**

图：公司核心创新技术成果

创新领域	技术成果
苗种选育	已开发出草鱼、罗非鱼、南美白对虾、黄颡鱼等水产动物家系选育技术体系、多种鱼类雌核发育技术和性别控制技术体系，建立了育种数据库；与国内知名水产院校合作研发选育繁育出来多个优良品种，其中团头鲂“华海1号”、凡纳滨对虾“海兴农2号”、长珠杂交鳊三个品种在2017年4月，经由农业部公布为水产新品种
新型原料开发及替代技术	通过寻找新型原料以及对新型原料加工改良，加以对氨基酸平衡和活性因子的研究，在水产动物上实现了低鱼粉的配方技术，获得多项国家发明专利，相关技术获得国家技术发明二等奖、全国农牧渔业丰收奖，技术水平国际领先
功能性添加剂开发	在酶制剂、中草药、微生物、鱼浆、小肽、氨基酸利用技术等多方面进行了自主创新，获得了多项专利技术，且主导了行业标准《饲料原料鱼浆》的制定，在酶制剂方面获得广东省科学技术二等奖，技术水平国内领先。
病害防控	对水产、畜禽动物病原、病理进行了全面的基础性研究，建立了一系列病害防控技术方案，技术水平国内领先。
精准化预混料及饲料	针对不同养殖模式、养殖品种，建立了科学的水产、畜禽动物的营养数据库，开发了系列精准化的预混料和配合饲料，营养全面且节能环保，水产方面的技术水平达到国际领先，畜禽方面的技术水平达到国内领先

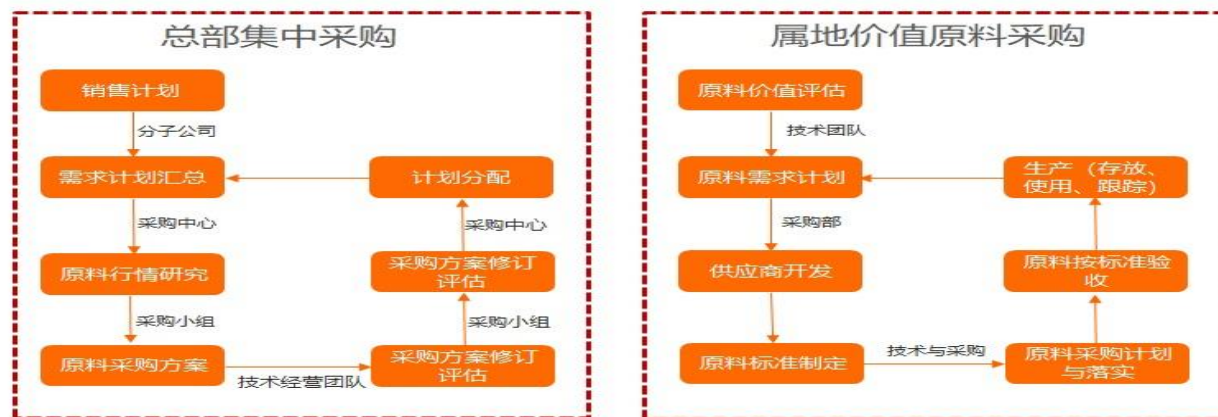
资料来源：公司公告、天风证券研究所

一、卓越产品力是公司的核心竞争力

2) 原材料采购能力支撑饲料产品成本优势

- 目前公司的采购模式以总部集中采购为主，以属地价值原料采购为辅。公司对原材料品种进行划分，实行大宗品种集中采购和区域性品种本地采购相结合的模式，既保证大宗原材料的规模采购优势，又力求获得区域性采购快速应变的本地化优势。突出的采购能力可以发现众多原材料采购机会，使饲料产品成本优势成为可能。
- 公司采购团队专业能力突出，集中采购规模采购优势明显，且因对现货、期货、期权等采购工具组合应用经验丰富，应用方法也较为灵活，远期采购和风险头寸管理也有利于公司获得采购成本优势。近年公司在满足内部生产原料需求的同时，将采购优势向其他同行饲料公司、原料贸易商和规模养殖户进行延伸，对原料行情判断的专业能力和集中采购的成本优势转化为新的盈利点。

图：公司“总部集中采购+属地价值原料采购”模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所整理

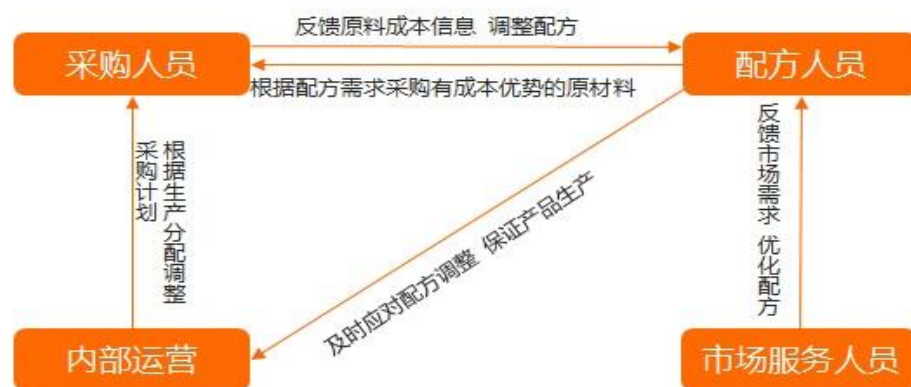
一、卓越产品力是公司的核心竞争力

3) 高效运营能力是有效组织生产的重要支撑

- SAP、OA等管理软件落地，内部运营工作流程化、标准化和数据化。内部标杆公司运营模式得到快速的推广，大大提高公司的工作效率。

4) “四位一体”快速联动机制的建立

图：公司“四位一体”联动机制



资料来源：公司公告、天风证券研究所

- 在快速联动的基础上，能确保公司产品性价比保持最优状态，充分体现公司产品力的优势。

二、水产饲料：有望迎来量利齐升景气周期！

9月以来调研，坚定2020年水产料反转信心！

1) 水产养殖行情？

- 草鱼：经2年价格低迷期，目前底部反转，非洲猪瘟有一定作用。预计未来价格稳中有升。
- 生鱼：2018年价格景气，养殖快速扩张，2019H1价格低迷，使得华南整体投苗量估计下降50%，看好明年上半年价格。

2) 水产料行业景气度预判？

看好**明年华南水产料行业底部反转**：

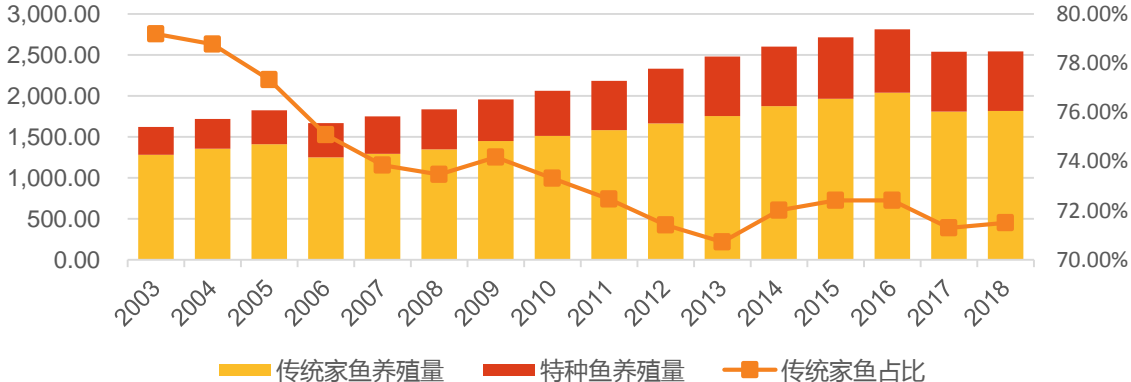
- 水产养殖（草鱼、生鱼）景气向上，利好下游饲料量利齐升；
- 前期养殖低迷，水产料行业竞争加剧，加速洗盘整合，龙头优势强化；
- 非瘟带来部分猪饲料产能退出在一定程度上在加剧颗粒料竞争，但禽料分流+膨化料需新投生产线/高端膨化料有技术门槛；非瘟疫情稳定，退出的猪料产能该转型的已转型，未来水产料新增产能有限。

二、水产饲料：有望迎来量利齐升景气周期！

消费升级，高端鱼料成增长新亮点

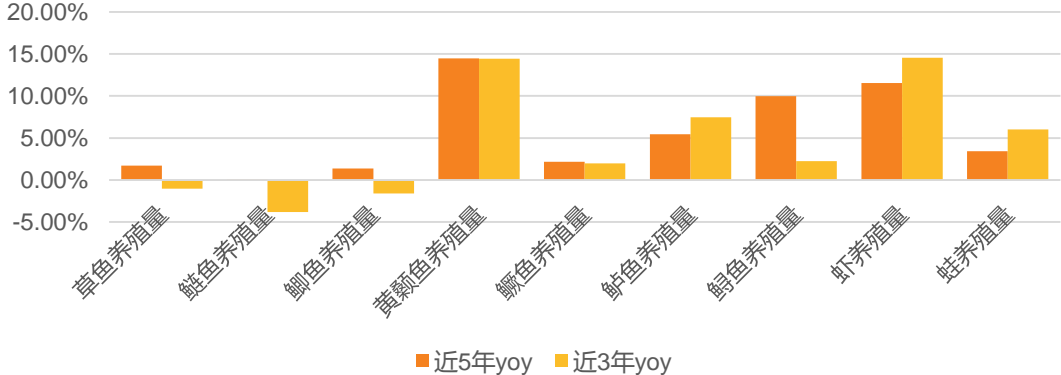
- 消费升级趋势下，对营养价值高的特种水产品和高档水产品的需求不断上升，促使传统家鱼的比重逐年下降；
- 特种鱼原有饲料原料以海洋捕捞的冰鲜鱼（肉食性）为主，但随着禁捕期延长，冰鲜鱼供应不稳定。以高端膨化料为代表的特种鱼饲料需求快速增长。
- 相较于行业现有料企，公司体系化竞争优势显著。目前，公司针对特种鱼市场的高端膨化料以生鱼、鲈鱼为主，辅以白鲢鱼、桂花鱼，包括鳊鱼、大黄鱼、石斑鱼等品种将是下一步发展重点

图：传统家鱼产量占比逐渐降低（万吨，%）



数据来源：中国渔业统计年鉴，天风证券研究所

图：特种鱼产量增速远高于传统家鱼



数据来源：中国渔业统计年鉴，天风证券研究所

二、禽饲料：养禽行业景气，饲料量利齐升！

产品竞争力强，受益禽养殖行业景气，公司禽料将迎量利齐升

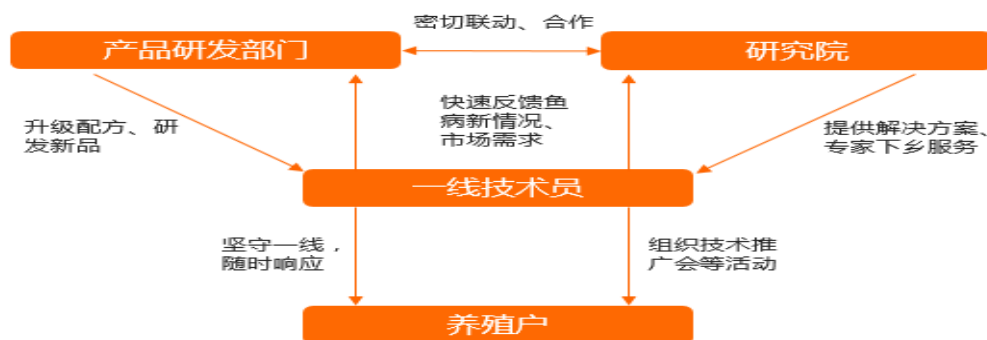
- 禽料由于其低毛利特性，是对饲料经营要求最高的品种。行业微利化，对企业运营效率高以及采购、技术、服务等方面的专业化要求最高，是最考验企业内功的品类。
- 公司有专业的采购及研发团队，配方上灵活多变，产品有较强竞争力。
- 目前公司禽饲料在广东、湖南、湖北、安徽、江西等重点区域市场完成布局，也都居于区域市场内的技术和产业规领先地位。
- 公司虽从高毛利的水产饲料业务起家，但是其良好的经营效率，使其作为禽料领域的后进者，不仅站稳脚跟，而且获得较快发展。
- 2018年，公司禽饲料销量527万吨，同比增长19%。不仅保持了蛋禽、肉鸭料等传统优势品种的稳健增长，同时肉鸡料增长近40%，鹅料突飞猛进，都成为公司禽料的新增长点。公司华南片区禽料逐渐形成产品力追求极致、规模化、高效率的发展模式，部分区域市场高占比，盈利能力大幅提升。
- **2019年公司禽料量利齐升，有望延续至2021年。**一方面，受益于禽养殖行业景气，2019年禽养殖量同比增加明显；另一方面，养殖盈利，叠加饲料成本控制，公司禽料单吨净利改善（从公司数据来看，1-9月公司禽料的吨盈利约70元/吨，我们预计未来禽料仍将保持单吨盈利在60元/吨水平）。此外，加上公司在广东市场策略性提升市占率，导致很多企业退出行业，公司的市占率大幅提升，今年公司就充分享受了行业景气度的回升。

三、水产动保协同饲料，技术服务壁垒明显

水产动保：长期深耕、积淀深厚

- 海大已经形成了完善的“研发-生产-中试-销售”一整套体系，现旗下有1个研发中心，3个生产基地和1个中试基地，产品覆盖了鱼类、虾蟹类等多数品类，形成了完整的产品体系，已经成为国内水产动保行业的领军者。
- 当前，水产动保市场尚处于培育发展期，掌握核心竞争力的大型企业的市场份额将进一步扩大。预计200万吨水产饲料销量对应的客户群体能够支撑起10亿元的动保产品市场，公司18年水产料能够达到300万吨的销量，并同步支撑起15亿元的动保市场空间。根据2018年年报，海大微生态制剂营业额约4.73亿元，未来完全能够基于“产品+服务”的渠道进一步扩大市场占有率。
- 水产养殖升级、特种水产和高端鱼占比不断提高，海大集团通过强大的研发能力每年切入一两种新增的高端鱼动保市场，并依托于长期形成的高水平的服务体系做到细分市场的高份额，维持较高的利润水平，与特种水产和高端鱼饲料业务形成密切协同。

图：海大“产品+服务”模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所梳理

四、猪价不断超预期，养猪业绩向上弹性高

养殖模式多样，打通生猪产业链

- 自2015年公司切入生猪养殖领域以来，该项业务一直处于稳步发展之中，是公司未来资本投入的主要领域之一，将与公司的猪料业务形成高效协同。
- 养殖模式上采取“自繁自养”和“公司+农户”相结合的方式：
 - 在广西、贵州等地主要采取自繁自养模式，未来也将在北方地区进行推广。
 - 在湖南、湖北、广东等地区主要采取“公司+农户”模式，培育一批专业化的规模养殖户，有望复制推广水产领域的产品+服务领域。
- **土地储备相对有保障：**公司从2015年开始布局生猪养殖，“公司+农户”（广东、湖南）与自繁自养（山东）相结合，在贵州、广西也有部分土地储备。
- **母猪产能持续扩张：**前期公司母猪产能建设相对滞后，2018年公司生猪出栏以外购仔猪为主。后续随着母猪场建设完毕，预计2019年年底公司存栏能繁母猪大概2万多头，后备1万头左右。预计2020年公司自产仔猪的比例将大幅提升。
- 我们预计2019-2020年生猪出栏量65-70万头、120-140万头，则养殖板块为公司贡献净利润约0.5-0.8亿/3-4亿元。若明年生猪均价超过33元/公斤，则公司2020年生猪养殖板块业绩贡献有望超预期，弹性较高。

投资建议：给予买入评级

● 中短期，看点在周期：养殖后周期，水产料量利齐升，业绩持续向好

- 海大集团中短期的看点在于业绩的持续向好，2019Q2Q3是业绩低谷期；而业绩增长的矛盾点在水产料周期（以2018年业绩为例，总利润14亿，水产料贡献业绩9亿，占比64%；2019年水产料行情差，预计总利润17亿，水产料8.8亿，占比超50%）
- 水产料包括周期性品种和成长性品种，中短期业绩拐点主要是看周期性品种，弹性大。水产料的周期性品种包括普水料（以草鱼为代表的颗粒料、普通膨化料）、饲料渗透率足够高的特种水产料（如海大的核心特水料，生鱼料）。9月份以来华南华东地区持续的调研来看，坚定周期反转信心！
- 猪价持续超预期，养猪板块业绩具备想象空间。

● 长期，看点在成长：行业空间大，核心竞争力铸就壁垒，市占率不断提升

- 水产料行业空间大，赛道优良！
 - 以特种水产料为代表，行业蓝海：水产养殖技术不断突破，养殖替代捕捞；养殖内部结构不断升级，普水养殖户受塘租上涨/人工成本上涨等因素影响，逐渐从养殖微利的普水转为特种水产养殖；工业饲料替代鲜杂鱼，饲料渗透率不断提升；
 - 非瘟疫情下，生猪产能去化40%以上，预期国内蛋白消费结构大概率将发生永久性变化，水产、禽肉、牛羊肉等占比均有望大幅提升；
 - 好赛道：不同于畜禽养殖规模化程度不断提升，水产生物学特性决定水产养殖难以规模化（工厂化养虾失败vs畜禽单体养殖规模不断扩大），使得水产养殖产业链价值分配中，水产饲料环节仍具有较强话语权。
 - 海外市场：有待持续收割，海大集团海外布局早，水产料增长快速。
- 核心竞争力铸就壁垒，市占率不断提升：
 - 产品力领先，配方研发实力+三级采购体系+生产专线运营+专一大类销售；
 - 激励良好且有效，并将产品力纳入考核；
 - 配套种苗动保，为未来特种料单品高增长做储备（鳊鱼、小龙虾、石斑鱼等）。

	2018A	2019E	2020E	2021E
饲料板块				
虾料销量（万吨）	53	64	80	100
yoy	13%	20%	25%	25%
单吨净利	450.0	450.0	450.0	450.0
净利润（百万元）	239.0	286.8	358.5	448.1
占水产料利润比重	26%	33%	30%	30%
鱼料销量（万吨）	258	297	355	426
高端膨化料销量（万吨）	62	74	97	126
yoy	22%	20%	30%	30%
单吨净利	465.0	440.0	465.0	465.0
净利润（百万元）	288.3	327.4	449.7	584.7
占水产料利润比重	32%	37%	37%	39%
普通膨化料销量（万吨）	70	81	100	123
yoy	40%	16%	23%	23%
单吨净利	320.0	200.0	270.0	270.0
净利润（百万元）	224.0	162.4	269.7	331.7
占水产料利润比重	25%	19%	22%	22%
颗粒料销量（万吨）	126	141	158	177
yoy	26%	12%	12%	12%
单吨净利	120.0	70.0	85.0	85.0
净利润（百万元）	151.2	98.8	134.3	150.5
占水产料利润比重	17%	11%	11%	10%
水产料销量合计（万吨）	311	360	434	525
yoy	23%	16%	20%	21%
销售净利（百万元）	902.5	875.3	1212.3	1514.9
猪料	232	174	200	250
yoy	53%	-25%	15%	25%
单吨净利	42.0	43.0	48.0	53.0
销售净利（百万元）	97.4	74.8	96.0	132.6
禽料	527	711	925	1,202
yoy	19%	35%	30%	30%
单吨净利	38.0	67.0	63.0	58.0
销售净利（百万元）	200.3	476.7	582.7	697.4
饲料销量合计(万吨)	1,070	1,246	1,559	1,978
yoy	26%	16%	25%	27%
净利润（百万元）	1,200	1,427	1,891	2,345
生猪养殖				
出栏量（万头）	70	70	120	200
生猪均价（元/公斤）	12.7	18.5	33.0	33.0
头均体重（公斤/头）	101	110	110	110
完全成本（元/公斤）	12.5	17.5	30.0	30.0
头均净利（元/头）	19	110	330	330
净利润（百万元）	14	77	396	660
动保+种苗				
净利润（百万元）	210	196	261	296
净利润合计（亿元）	14	17	25	33

摘要：展望2020核心结论

1、生猪养殖：上市公司迎来利润加速释放阶段，优选低估值标的！

- 1) 业绩拐点：上市公司进入利润加速释放阶段，且盈利周期有望超长。我们预计非瘟疫情影响长期存在，行业产能恢复缓慢，本轮周期有望迎来3-5年盈利期。目前行业已经进入高盈利阶段，预计四季度头均盈利1500-2000元。
- 2) 出栏高成长可期。19年3季度以来，各家能繁母猪存栏量快速恢复，为后续公司产能快速增长奠定基础。
- 3) 估值低：无论从头均市值方面还是从PE角度，当前养猪股估值均较低。
- 4) 标的：从预计涨幅来看，重点推荐天康生物（区域布局优势明显）、正邦科技+天邦股份（高成长低估值）；养殖龙头：温氏股份、牧原股份、新希望。

2、动物疫苗：动物疫苗板块业绩拐点临近，叠加非瘟疫苗进展预期，当前进入战略配置阶段。

- 1) 业绩拐点：随着猪价创历史新高，养殖集团企业加速推进补栏，预计生猪疫苗市场需求有望企稳回升，动物疫苗企业业绩有望在20年1季度迎来拐点。
- 2) 行业集中度提升：非瘟推动养殖集中度提升，疫苗行业有望加速扩容。2017年，散养生猪平均动保费用仅为16.43元/头，而2014-2018年，温氏股份的头均动保费用为68元，牧原股份的头均动保费用124元。本轮疫情带来的养殖集中度加速提升，将推动猪用疫苗行业快速扩容。
- 3) 标的：重点推荐：生物股份、普莱柯、中牧股份；其次，瑞普生物、金河生物。

3、种子：行业底部，种业龙头通过内研外购加速整合。

- 1) 去库存进行中。自2016年起，种子的高供给与农民种植的低需求令行业低迷。今年，农产品价格逐渐回暖，库存也正慢慢消化，行业拐点可期。
- 2) 行业整合加速。种业龙头不断提升研发投入，推进新品种，尤其是大单品的研发进度。同时，国内种业已步入第一次并购浪潮，背靠雄厚资本的龙头种业有望通过并购提升研发水平和提高市占率，同时多方位布局全球化。
- 3) 标的：重点推荐隆平高科（中国种业龙头），其次登海种业（杂交玉米种子龙头）。

4、其他：鸡肉、海大集团

- 鸡肉：高猪价对鸡肉价格维持高位提供支撑，2020年利润有望延续高利润。
- 海大集团：各项业务均趋于改善，白马龙头业绩有望加速增长；猪价上涨将带动水产价格上涨，从而进一步助推公司业绩释放。

风险提示：政策风险；疫病风险；农产品价格波动；极端天气；进口变动

我们是天风证券/农林牧渔团队



【农林牧渔行业首席分析师】吴立，中关村大数据产业联盟副秘书长，毕业于中央财经大学，硕士。在中粮集团从事多年农产品期货操盘、研发工作，2010年6月份至今从事农林牧渔行业研究。

**【团队荣誉】2018年Wind金牌分析师评选第1名！
2017年水晶球评选第1名、新财富评选第2名！
2015年、2016年连续两年蝉联新财富/水晶球评选第1名！2014年荣获汤森路透StarMine全球卖方分析师第1名！**

【研究特点】在农业大变革的背景下，农业研究模式更需要变革！我们秉持天风深度研究思维优势，深耕大农业。创造N个第一！1) 全市场第一个研究“互联网+农业”商业模式，并率先撰写深度报告《产业互联网的下一个风口：农业！》的研究团队；2) 第一个受十几家农业上市公司董事长邀请作为互联网转型的顾问为高管作内部培训的团队；3) 第一个受某省委领导邀请为省内整个农业系统讲课的团队；4) 第一个组织国内农业企业家、投资界大佬去美国调研美国现代农业！5) 我们是“中国动保行业A股代言人”，挖掘出10倍牛股-生物股份，并第一个前瞻研究宠物产业，帮助行业内企业转型升级。

THANKS

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下