

华西证券2020年中期策略会——农林牧渔行业策略报告

持续看好养殖后周期和种植产业链

农林牧渔行业首席分析师：周莎

SAC NO: S1120519110005

2020年6月2日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

contents

- 01 生猪存栏稳步回升，带动养殖后周期板块业绩逐季向好
- 02 转基因商业化进程提速，转基因技术储备充足的企业市占率加速提升
- 03 风险提示



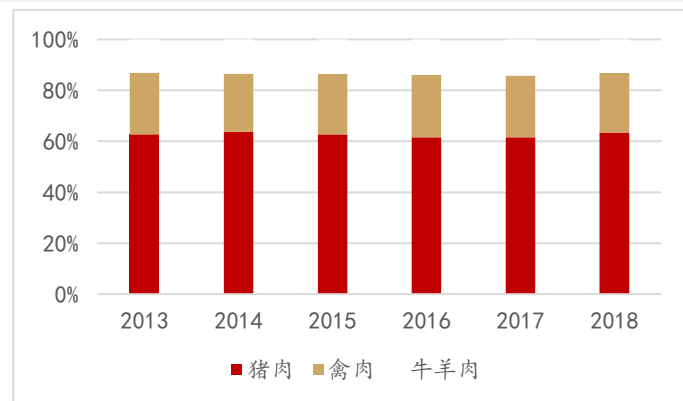
01

生猪存栏稳步回升，带动养殖
后周期板块业绩逐季向好

1.1 供需矛盾支撑猪价维持高位，生猪产能触底回升

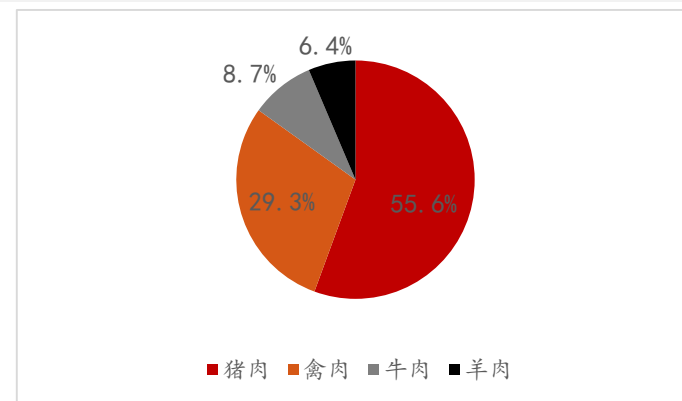
- ◆ 从需求端来看，猪肉是我国第一大肉类生产品类，占比维持在60%以上。根据国家统计局数据，2016-2018年，猪肉产量维持在5400万吨左右，占全国肉类总产量的比重为60%以上，2019年，受非洲猪瘟疫情影响，全国猪肉产量4255万吨，同比下滑21.26%，创近17年来最低水平，占全国肉类总产量的比重下降至55.63%。

图1：2000-2018年，猪肉产量占比维持在60%以上



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图2：2019年，猪肉产量4255万吨，占肉类总产量的55.63%

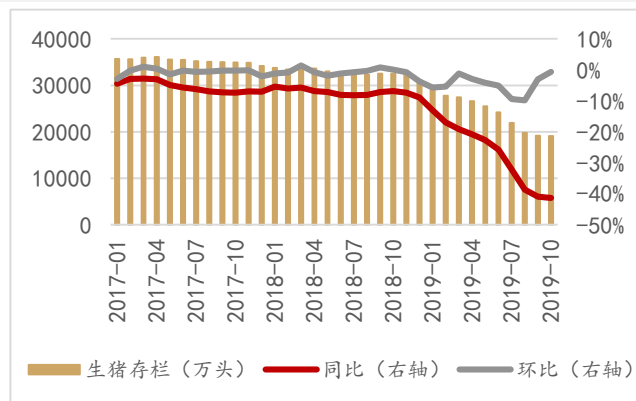


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

1.1 供需矛盾支撑猪价维持高位，生猪产能触底回升

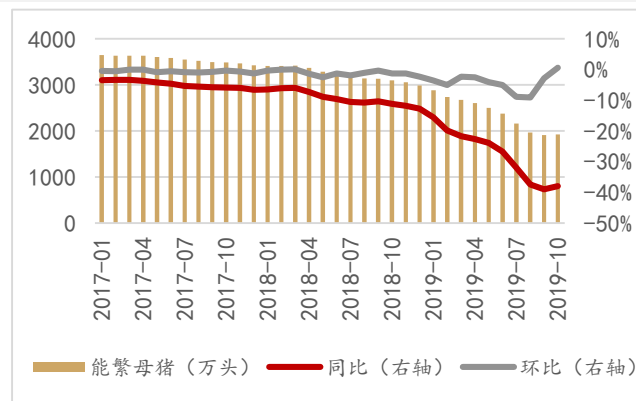
- ◆ 从供给端来看，受非洲猪瘟疫情影响，生猪产能去化幅度创历史新高。自2018年8月3日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到40%以上。根据农业农村部数据，截至2019年10月，生猪存栏同比下滑41.40%、环比下滑0.60%；能繁母猪存栏同比下滑37.80%、环比首次转正，微增0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。

图3：2017-2019年，生猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图4：2017-2019年，能繁母猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

1.1 供需矛盾支撑猪价维持高位，生猪产能触底回升

- ◆ 生猪供需矛盾支撑猪价维持高位，高盈利刺激下生猪存栏稳步回升。在猪肉需求相对刚性而供给大幅下滑的背景下，猪肉价格屡创历史新高，根据猪易通数据，截至2020年5月10日，全国生猪均价29.94元/公斤，按照完全成本17元/公斤、出栏体重120kg测算，头均盈利高达1552.80元/头。高盈利刺激下，行业产能稳步回升，根据农业农村部数据，全国能繁母猪存栏于2019年10月首次环比转正，2019年11月-2020年3月，能繁母猪存栏缓慢恢复，环比分别增长4.00%、2.20%、1.20%、1.70%、2.80%。

图5：2015-2020年，生猪价格走势

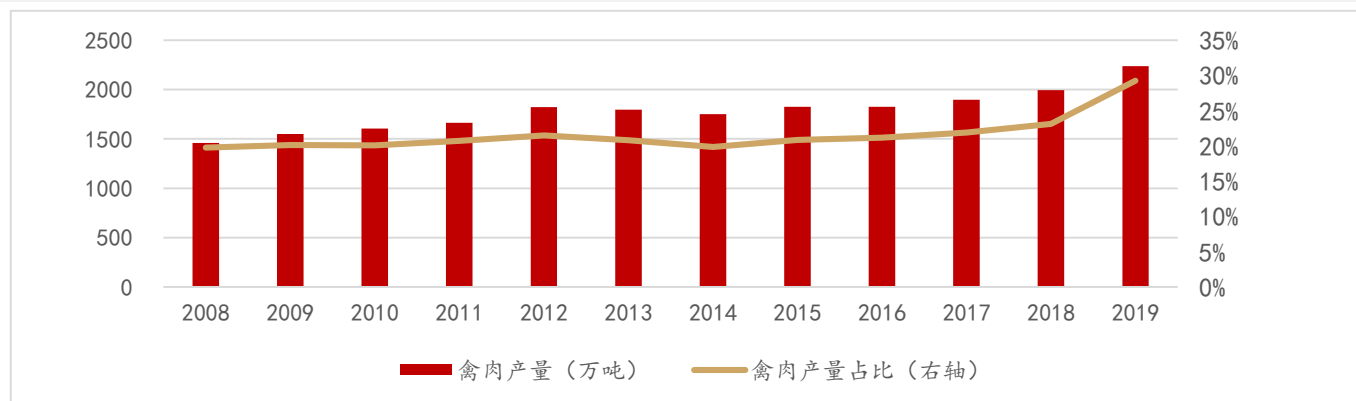


资料来源：猪易通，华西证券研究所

1.2 受益于猪鸡替代效应，禽链高景气度持续

- ◆ 禽肉是我国第二大肉类生产品类，占比维持在20%左右。根据国家统计局数据，2015-2018年，禽肉产量维持在1800万吨以上，占全国肉类总产量的比重在20%以上。2019年，受生猪去化幅度较大影响，禽链景气度较高，禽肉产量上升至2239万吨，占全国肉类总产量的29.27%。

图6：2008-2019年，禽肉产量及占比情况

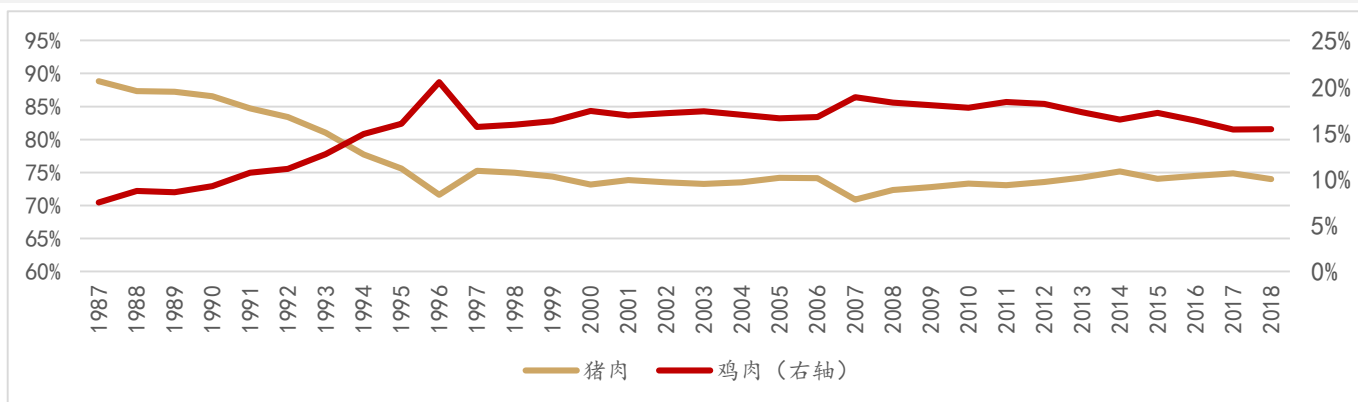


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

1.2 受益于猪鸡替代效应，禽链高景气度持续

- ◆ **猪鸡替代效应明显，生猪供给不足拉动禽肉需求。**从历史上看，猪鸡替代效应较为明显，猪鸡价格呈现同向波动趋势，2016-2019年，猪鸡比中枢在2.11左右。受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪产能去化幅度远超历史记录，猪肉供给不足带动禽肉需求向好。从历史数据来看，猪肉消费占比的下降往往伴随着鸡肉占比的快速拉升，根据国家统计局数据，1995-1996年，猪肉消费同比减少13.56%，鸡肉消费同比增加16.68%；2006-2007年蓝耳病在国内大面积爆发，猪肉消费同比减少6.74%，鸡肉消费同比骤升10.07%；2014-2015年猪肉消费同比减少2.45%，鸡肉消费同比增加3.41%。我们认为，非洲猪瘟疫情将成为我国鸡肉消费占比提升的催化剂，猪肉供给缺口有望推动鸡肉消费快速提升。

图7：1987-2018年，猪肉和禽肉替代效应明显

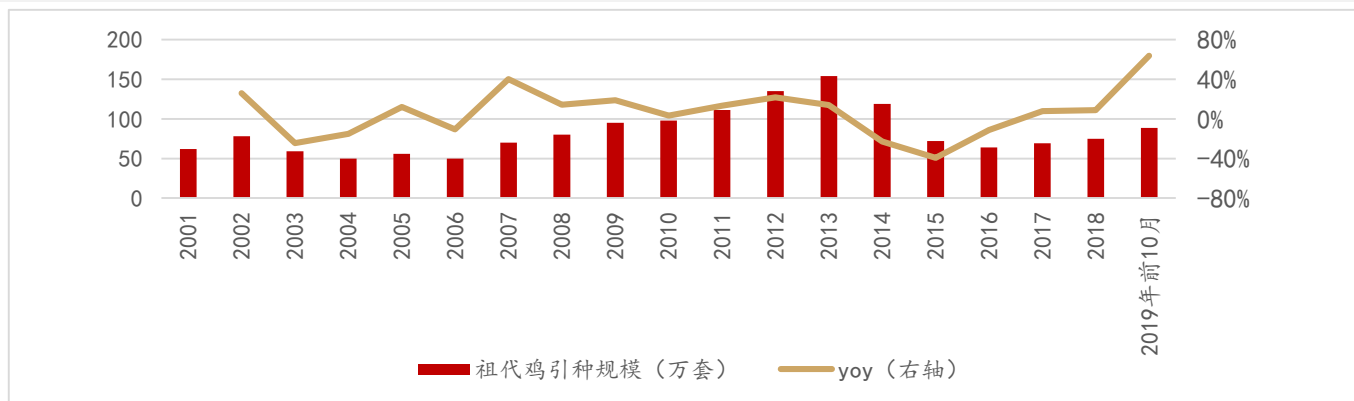


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

1.2 受益于猪鸡替代效应，禽链高景气度持续

- ◆ 引种量持续低位，产能恢复进程偏慢。2015-2018年，祖代鸡引种量持续低位，导致终端鸡肉供给难以上量。从引种量上来看，2015-18年，我国白羽肉鸡引种量连续4年持续低位，上游产能收缩传导至下游导致2018年至今商品代鸡苗供给持续偏紧。从2018年年底开始，引种量呈现明显上升趋势，根据白羽肉鸡协会数据，截至2019年10月，全国白羽肉鸡引种量达到88.5万套，同比增长63.53%，按照白羽肉鸡产能传导周期推算，2020年白羽肉鸡供给仍将处于紧平衡状态。

图8：2001-2019年前10月，白羽肉鸡引种量变化图

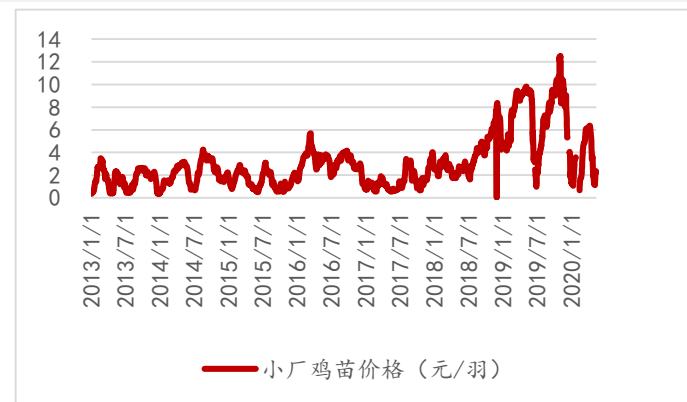


资料来源：白羽肉鸡协会，华西证券研究所

1.2 受益于猪鸡替代效应，禽链高景气度持续

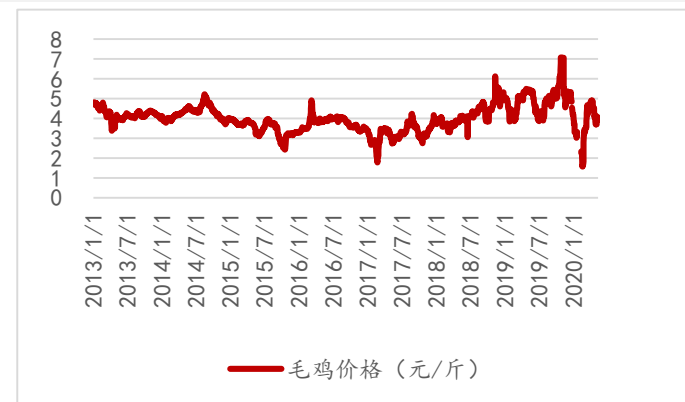
- ◆ 需求强劲而供给偏紧，供需矛盾支撑禽链高景气。根据禽病网数据，截至2020年5月25日，鸡苗价格1.24元/羽，毛鸡价格3.80元/斤。我们认为，我国白羽肉鸡引种量连续4年处于低位，产能持续紧平衡，传导至下游商品代鸡苗供给受限，短期加大引种量并不能马上形成有效供给，禽链高景气度有望贯穿2020年，带动禽存栏维持高位。

图9：2013-2020年，小厂鸡苗价格走势图



资料来源：禽病网，华西证券研究所

图10：2013-2020年，毛鸡价格走势图



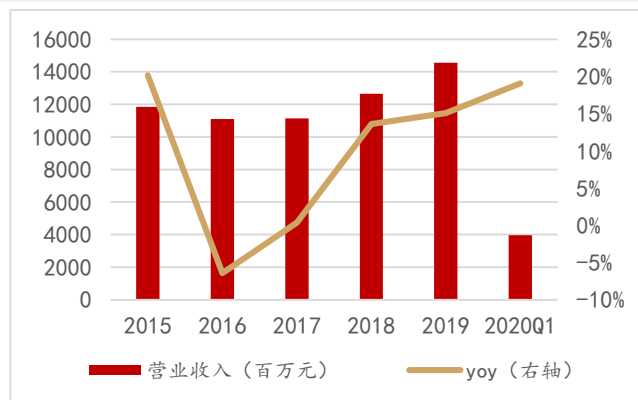
资料来源：禽病网，华西证券研究所

1.3 投资建议

➤ 梅花生物

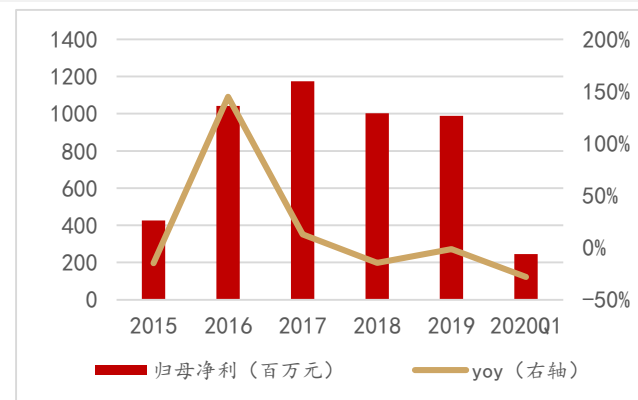
- ◆ 公司主营业务包括食品添加、动物营养氨基酸等，2019年，其公司主营收入比重分别为42.17%、45.41%。2020Q1，公司实现营业收入39.75亿元，同比增长19.06%，实现归母净利润2.46亿元，同比下滑28.14%。
- ◆ 受生猪产能逐步恢复、大豆进口或将下滑双重因素影响，公司氨基酸产品有望大幅上涨，利润弹性巨大。我们预计，2020-2022年，公司归母净利润分别为12.25/16.03/20.16亿元，EPS分别为0.39/0.52/0.65元，当前股价对应的PE分别为10.92/8.35/6.64X，维持“增持”评级。

图11：2015-2020Q1，公司营业收入及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图12：2015-2020Q1，公司归母净利润及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 投资建议

➤ 梅花生物

表 1 2019 年，梅花生物分产品营收及毛利率情况

单位：百万元	营业收入	毛利率
动物营养氨基酸	6578.65	12.16%
食品味觉性状优化产品	6109.71	31.26%
人类医用氨基酸	465.06	32.49%
其他	1334.47	30.70%

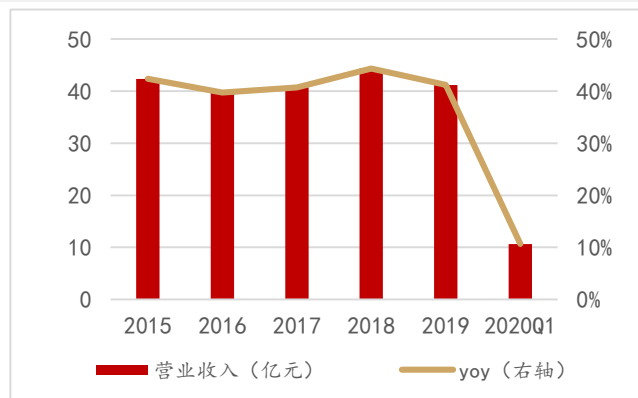
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 投资建议

➤ 中牧股份

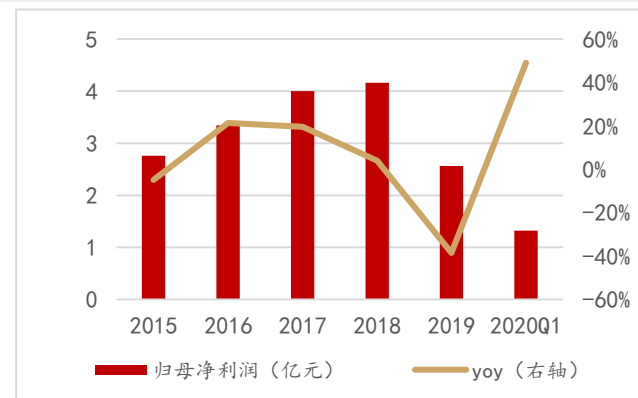
- ◆ 公司主营业务包括生物制品、兽药、饲料以及贸易等四大板块，2019年，生物制品、兽药业务占公司主营收入比重分别为27.87%、19.84%。2020Q1，公司实现营业收入10.65亿元，同比增长33.23%，实现归母净利润1.32亿元，同比增长49.05%。
- ◆ 生猪存栏稳步回升&下游生猪养殖集中度提升有望带动公司经营业绩逐季向好。我们预计，2020-2022年，公司归母净利润分别为4.12/5.15/6.00亿元，EPS分别为0.49/0.61/0.71元，当前股价对应PE分别为29.31/23.47/20.15X，维持“增持”评级。

图13：2015-2020Q1，公司营业收入及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图14：2015-2020Q1，公司归母净利润及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 投资建议

➤ 中牧股份

表 2 2019 年，中牧股份分产品营收及毛利率情况

单位：百万元	营业收入	毛利率
生物制药	1139.59	52.97%
兽药	811.09	30.61%
饲料	946.31	23.13%
贸易	1191.24	3.67%

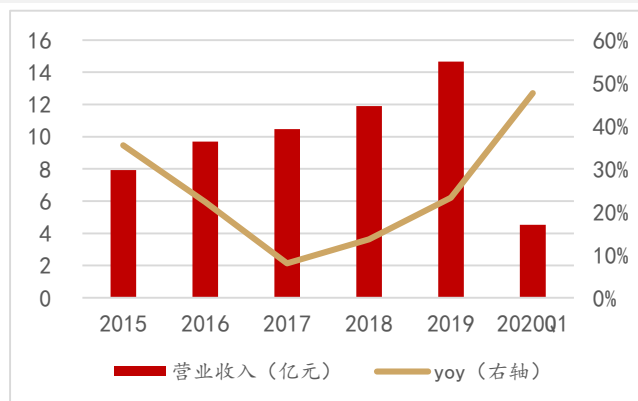
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 投资建议

➤ 瑞普生物

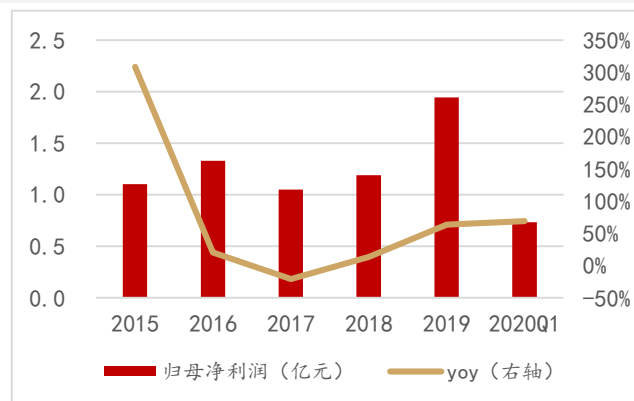
- ◆ 公司主营业务包括禽用生物制品、原料药及制剂及畜用生物制品等三大板块，2019年，禽用生物制品、原料药及制剂及畜用生物制品占公司主营收入比重分别为38.52%、48.13%和12.94%。2020Q1，公司实现营业收入4.54亿元，同比增长47.66%，实现归母净利润0.73亿元，同比增长68.92%。
- ◆ 受益于猪鸡替代效应，公司高增长有望持续。我们预计，2020-2022年，公司归母净利润分别为2.61/3.31/3.87亿元，EPS分别为0.64/0.82/0.96元，当前股价对应PE分别为27.36/21.57/18.45X，维持“增持”评级。

图15：2015-2020Q1，公司营业收入及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图16：2015-2020Q1，公司归母净利润及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 投资建议

➤ 瑞普生物

表 3 2019 年，瑞普生物分产品营收及毛利率情况

单位：百万元	营业收入	毛利率
禽用生物制品	740.94	59.24%
原料药及制剂	634.43	40.21%
畜用生物制品	91.74	—
其他	31.38	—
减：内部抵消数	-31.92	—

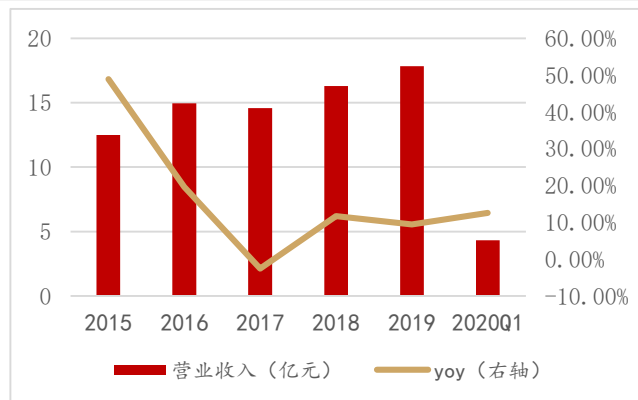
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 投资建议

➤ 金河生物

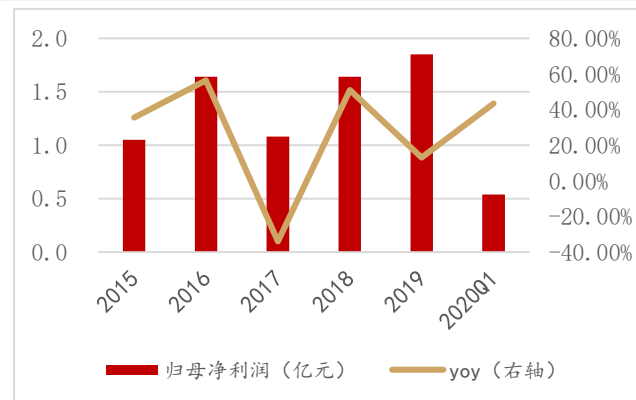
- ◆ 公司主营业务包括动物保健品业务、环保污水处理业务和玉米深加工业务三大板块，2019年，动保业务、农产品加工业务、环保业务占公司主营收入比重分别为66.14%、26.46%、3.65%。2020Q1，公司实现营业收入4.33亿元，同比增长12.58%，实现归母净利润0.54亿元，同比增长43.31%。
- ◆ 需求趋旺而供给受限背景下，金霉素具有巨大的提价空间，公司作为金霉素绝对龙头，业绩弹性巨大。我们预计，2020-2021年，公司归母净利润分别为3.23/4.87亿元，EPS分别为0.51/0.77元，当前股价对应PE分别为13.53/8.96X，维持“买入”评级。

图17：2015-2020Q1，公司营业收入及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图18：2015-2020Q1，公司归母净利润及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 投资建议

➤ 金河生物

表 4 2019 年，金河生物分产品营收及毛利率情况

单位：百万元	营业收入	毛利率
药物饲料添加剂	1060.42	50.32%
兽用疫苗	86.53	42.42%
兽用化学药品	31.95	25.86%
污水处理	65.04	43.14%
淀粉及联产品	471.61	8.56%
其他	66.82	—

资料来源：公司公告，华西证券研究所



02

转基因商业化进程提速，转基因技术储备充足的企业市占率加速提升

2.1 内外供给承压有望推升种业景气度上行

- ◆ **国内方面**，2020年我国主要农产品生产面临不确定性，草地贪夜蛾已于2019年1月侵入我国，并快速扩散至我国26省1518个县，2020年或将是草地贪夜蛾在我国全面爆发的一年，如若防控措施不到位可能会造成我国玉米产量大幅减产；受疫情影响，小麦条锈病防控力度不足，条锈病危害面积较往年提升明显。根据全国农技中心数据，截止到3月23日，在全黄淮海区的3.25亿亩冬小麦中，发病的面积是1000多万亩，比2019年同期增加4.3倍。**国外方面**，受新冠肺炎疫情影响，部分国家已经开始对本国粮食出口政策进行调整，印度于2020年3月4日宣布全国范围内实施封城措施21天，白糖、大米等农产品出口受挫；巴西最大的食糖产区圣保罗州于2020年3月24日起宣布进入隔离状态，导致糖厂无法满负荷开工；其他国家方面，哈萨克斯坦已经禁止出口小麦粉、胡萝卜、糖和土豆等11种农产品；越南暂停签署新的大米出口合约。我们认为，内外供给承压有望推升种业景气度上行。

表5 部分国家限制粮食出口汇总

禁止粮食出口的国家	禁止粮食出口时间	禁止出口粮食种类
哈萨克斯坦	3月22日	小麦粉、胡萝卜、糖和土豆等11种农产品
越南	3月24日	大米
塞尔维亚	3月25日	葵花籽油等
埃及	3月28日	豆类
柬埔寨	3月30日	白米、稻谷
马来西亚	出口放缓	棕榈油
印度	疫情限制出口	白糖、稻米等

资料来源：网络资料，华西证券研究所

2.2 转基因商业化进程提速，头部企业市占率加速提升

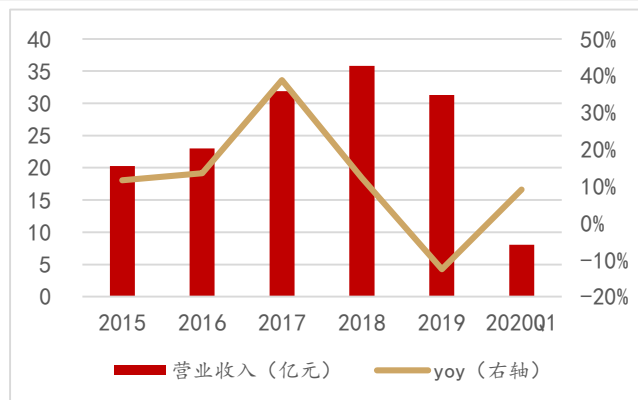
- ◆ 2019年12月30日，农业农村部公布《关于慈KJH83等192个转基因植物品种命名的公示》，目录中包含189个抗虫棉、2个抗虫耐除草剂玉米、1个耐除草剂大豆，公示期为15个工作日。2020年1月20日，以上三个品种均获得农业转基因生物安全证书（生产应用）。
- ◆ 国家加快转基因商业化进程的主要原因在于：1）中美贸易战背景下，进口农产品增加给国内粮食安全带来冲击，国内种植效率提升迫在眉睫；2）东北市场违规滥种转基因玉米现象突出，市场倒逼政策放开；3）以草地贪夜蛾为主的虫灾对我国粮食安全造成严重威胁，倒逼转基因商业化进程加快。
- ◆ 我们认为，在我国主要农产品产量承压以及国际农产品贸易格局震荡的背景下，我国转基因商业化进程提速是大概率事件，拥有转基因技术储备的头部企业将快速拉开和普通种业公司的差距，市占率加速提升，贡献公司利润弹性。

2.3 投资建议

➤ 隆平高科

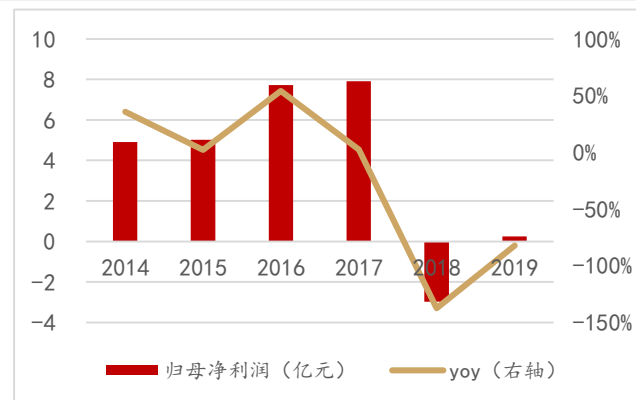
- ◆ 公司主营业务包括杂交水稻、玉米、蔬菜瓜果、向日葵种子、杂谷种子等，2019年，杂交水稻、玉米占公司主营收入比重分别为40.13%、24.88%。2020Q1，公司实现营业收入8.07亿元，同比增长9.05%，实现归母净利润0.24亿元，同比下降82.17%。
- ◆ 公司是我国种业龙头，转基因技术储备充足，有望凭借国内转基因商业化政策放开快速成长为国际种业巨头。我们预计，2020-2021年，公司归母净利润分别为6.18/7.79亿元，EPS分别为0.47/0.59元，当前股价对应PE分别为35.72/28.46X，维持“买入”评级。

图19：2015-2020Q1，公司营业收入及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图20：2015-2020Q1，公司归母净利润及其同比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3 投资建议

➤ 隆平高科

表 6 2019 年隆平高科分产品营收及毛利率情况

单位：百万元	营业收入	毛利率
水稻种子	1255.88	35.40%
蔬菜瓜果种子	246.93	—
玉米种子	778.70	41.79%
向日葵种子	173.58	—
杂谷种子	118.07	—
农化、棉花、油菜及其他	556.38	—

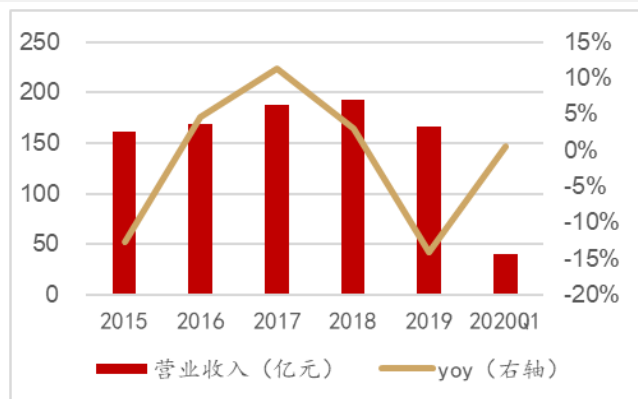
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3 投资建议

➤ 大北农

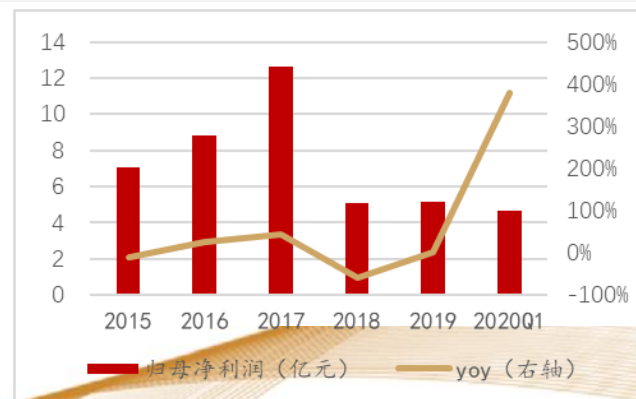
- ◆ 公司主营业务包括饲料产品、生猪产品、种业产品、动保产品、植保产品和其他收入六大板块，2019年，饲料产品、生猪产品、种业产品、动保产品、植保产品和其他收入占公司主营收入比重分别为78.66%、11.74%、2.43%、1.32%、0.97%和4.88%。2020Q1，公司实现营业收入40.81亿元，同比增长0.59%，实现归母净利润4.65亿元，同比增长378.44%。
- ◆ 生猪&种子共振，公司业绩高弹性可期。我们预计，2020-2021年，公司归母净利润分别为26.26/27.69亿元，EPS分别为0.63/0.66元，当前股价对应PE分别为13.79/13.17X，维持“买入”评级。

图21：2015-2020Q1，公司营业收入及其同比变动情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图22：2015-2020Q1，公司归母净利润及其同比变动情况



资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 投资建议

➤ 大北农

表 7 2019 年大北农分产品营收及毛利率情况

单位：百万元	营业收入	毛利率
饲料产品	13040.24	19.19%
养殖产品	1946.87	23.54%
种业产品	403.12	—
植保产品	160.50	—
疫苗产品	105.86	—
兽药产品	112.61	—
其他产品	808.70	—

资料来源：公司公告，华西证券研究所



03 风险提示

3 风险提示

- ◆ **生猪产能恢复进程不及预期。**养殖后周期板块和下游生猪存栏紧密联系，如果生猪养殖行业受到非洲猪瘟疫情的持续侵扰，生猪产能恢复进程不及预期，可能会影响养殖后周期板块的利润释放速度。
- ◆ **产品推广不及预期。**产品是动物疫苗板块盈利能力的重要影响因素，如果相关产品推广受到市场等因素的扰动导致销量不及预期，可能会影响板块相关公司的盈利能力。
- ◆ **转基因商业化进程不及预期。**转基因商业化政策放开是优质种子企业市占率快速提升的核心影响因素，转基因商业化进程不及预期可能会导致相关公司市占率提升速度放缓。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。