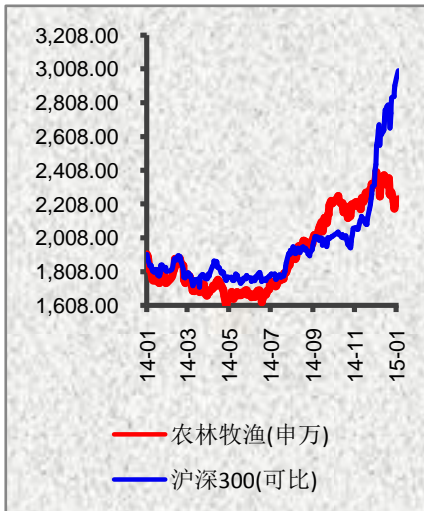




## 行业：农林牧渔

## 把握改革大势，关注周期走势

2015年12月30日



### 投资要点：

- **基础性地位不动摇, 集约化发展趋势明确。**在政策的推动下, 集约化农业进程的推进以及终端客户结构的改变, 使得农资一体化成为企业未来的一个发展方向。我国未来农资的消费者会逐步从单个的农民变成种植大户、家庭农场和专业合作社, 农资消费的人群将进行大规模的缩减和集中。将产品、服务、技术、物流融为一体的新型田间服务商会成为未来发展主流。
- **密集政策出台扶持种业发展。**种业是战略性基础性的核心产业, 是促进农业发展, 保障粮食安全的根本。在国家政策的激励下, 种业的发展环境不断优化。虽然种子行业仍然库存高企, 但我们认为拥有强大科研实力, 完整品种梯队的科技型种企, 能在一定程度上弱化经营周期, 保证盈利水平。
- **理顺养殖行业周期。**养殖企业的盈利周期性特征非常明显。对于生猪养殖企业, 随着生猪存栏和能繁母猪存栏量的逐渐降低, 2015年生猪的出栏量会继续减少, 价格会有所回升。禽类方面随着白羽肉鸡联盟的成立, 在控制祖代引种量的同时也逐步淘汰现有过剩产能, 预计随着祖代鸡引种量的逐渐萎缩, 商品代肉鸡的数量有望大幅减少, 推动鸡肉价格上行。
- **动物保健, 处于高速发展中的农业子行业。**受益于养殖规模化发展; 口蹄疫、蓝耳病等市场苗的推广会带来相关企业业绩的飞速增长, 预计未来几年行业增长的态势不会减弱。
- **投资策略：把握改革大势, 关注周期走势。**集约化农业的发展方向已经确立, 利好种业政策不断出台; 市场苗业务开展, 市场渗透率逐步提高, 行业继续保持高速增长; 养殖业周期向上趋势明确, 供给持续下滑, 供需关系逐渐趋于平衡, 行业景气度持续恢复。

分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

Tel: 0351-8686835

E-mail: zhangxu@sxzq.com

研究助理：梁凯

电话：0351-8686900

联系人：梁凯

电话：0351-8686900

E-mail: liangkai@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

## 目录

一、2014 年农林牧渔板块回顾.....	5
二、农业基础性地位不会动摇,集约化发展趋势已经明确 .....	8
三、密集政策出台促使种业发展。 .....	12
四、养殖行业逐步进入周期上涨阶段.....	18
4.1 猪价周期性见底，震荡上行可期 .....	18
4.2 白羽肉鸡联盟促进行业有序发展 .....	21
五、动物保健，高速发展中的农业子行业 .....	22
七、投资策略-----迎改革，顺周期，抓概念.....	24
八、重点公司推荐.....	26
九、行业风险提示.....	32

## 图表目录

图 1.农林牧渔(申万)和沪深 300 指数 2014 年涨幅.....	5
图 2. 申万各一级子行业 2014 年涨跌幅.....	6
图 3. 种植业 2014 年涨跌幅.....	6
图 4. 农业综合业 2014 年涨跌幅.....	6
图 5.饲料业 2014 年涨跌幅.....	7
图 6. 农产品加工业 2014 年涨跌幅.....	7
图 7. 动物保健业 2014 年涨跌幅 .....	7
图 8. 渔业 2014 年涨跌幅.....	7
图 9. 畜禽养殖业 2014 年涨跌幅.....	8
图 10. 林业 2014 年涨跌幅.....	8
图 11. 中国人口数量（万人） .....	9
图 12. 我国乡村、城镇人口比重.....	10
图 13. 中国粮食产量（万吨） .....	11
图 14. 全国耕地面积（亿亩） .....	12
图 15. 全国杂交玉米制种面积.....	15
图 16. 全国杂交玉米可供种量.....	15
图 17. 全国杂交玉米制种量.....	16
图 18. 杂交玉米库存量.....	16
图 19. 全国杂交水稻制种面积.....	17
图 20. 全国杂交水稻可供种量.....	17
图 21. 全国杂交水稻制种量.....	17
图 22. 全国杂交水稻库存量.....	17
图 23. 全国 22 个省市猪肉平均价.....	19

---

图 24. 全国 22 个省市生猪均价.....	19
图 25. 能繁母猪存栏量（万头）.....	20
图 26. 生猪存栏量（万头）.....	20
图 27. 白羽肉鸡均价（元）.....	22
图 28. 散养，规模生猪、肉鸡医疗防疫费（元）.....	23
表 1. 近年国家出台利好种业政策一览.....	13
表 2. 近年各类规模化养殖医疗防疫费（元）.....	23



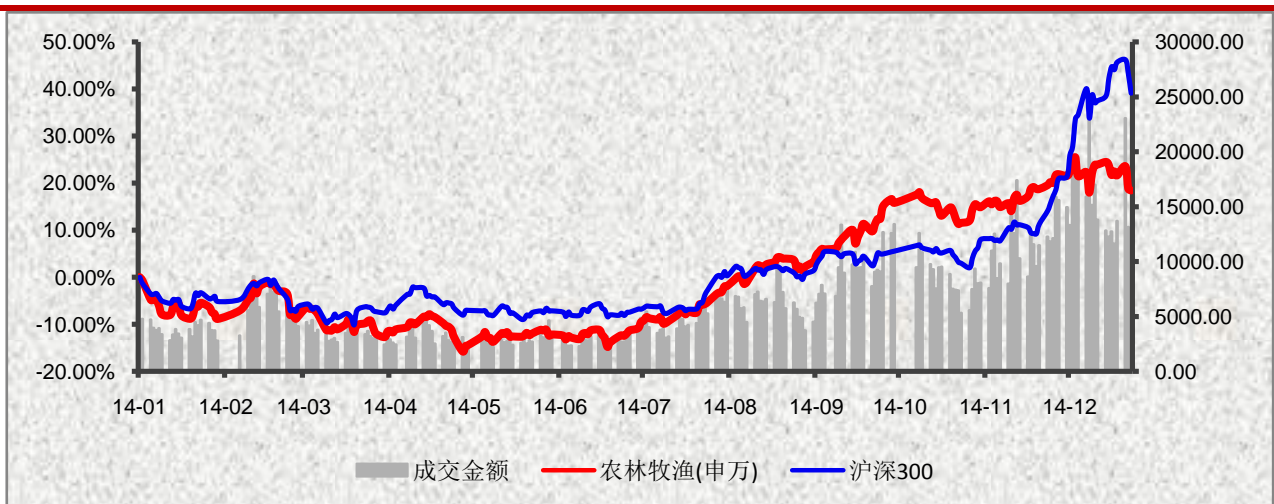
## 一、2014 年农林牧渔板块回顾

2014 年已经接近尾声,2014 年农林牧渔(申万)指数在全年累计上涨幅度超过 20%,跑输沪深 300 指数。从年初至 2014 年 12 月 24 日,农林牧渔(申万)指数涨幅为 19.48%,本年度历史最高涨幅为 26.59%。从年初开始至七月末,整个板块呈现下跌态势,同期小幅跑输大盘。而在三季度开始,随着当时养殖业的回暖以及众多农业上市公司的并购重组热潮,整个板块开始走强。

虽然 2014 年整体农林牧渔板块仍然呈现上涨走势,但是相比其他行业,涨幅相对偏少,在申万的 28 家子行业中排名 26 位,上涨幅度仅高于医药生物和食品饮料。而在各个二级子行业中,仅林业、种植业上涨幅度超过沪深 300 点,农产品加工,农业综合以及禽畜养殖业涨幅接近大盘。

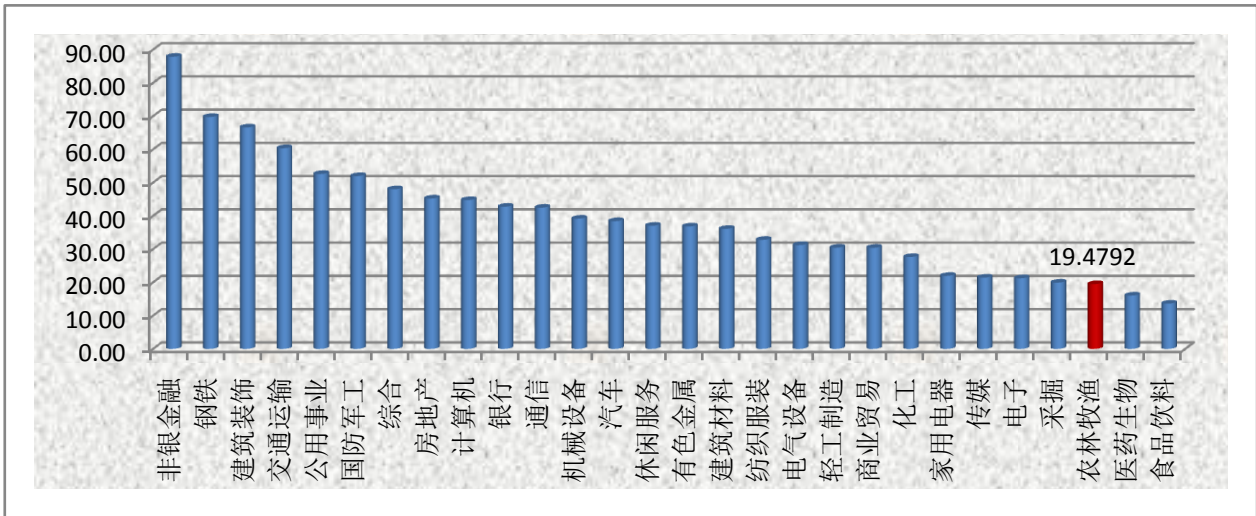
但值得注意的事,在 12 月份整个市场的指数狂欢中,整个农林牧渔板块表现沉寂,相对稳定。而沪深 300 指数的优异表现主要是在 2014 年的最后一个月开始体现的,刨去最后一个月大盘的疯狂上涨,前 11 个月农业板块整体的表现较好,是优于大盘的。

图 1. 农林牧渔(申万)和沪深 300 指数 2014 年涨跌幅



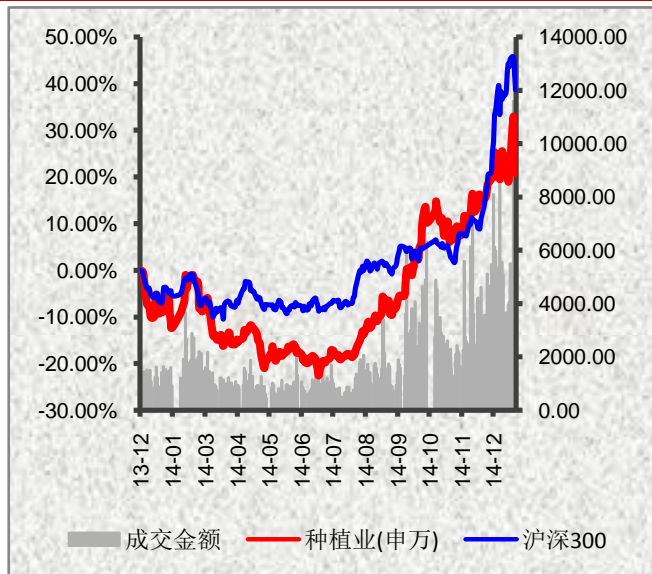
资料来源: wind, 山西证券研究所

图 2. 申万各一级子行业 2014 年涨跌幅



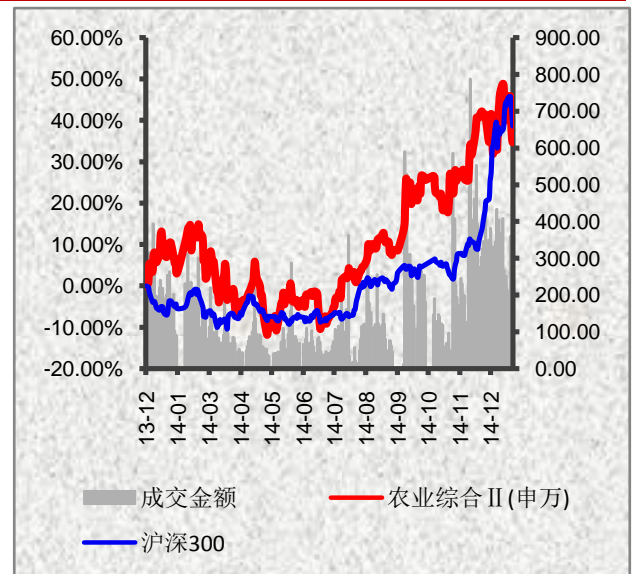
资料来源: wind, 山西证券研究所

图 3: 种植业 2014 年涨跌幅



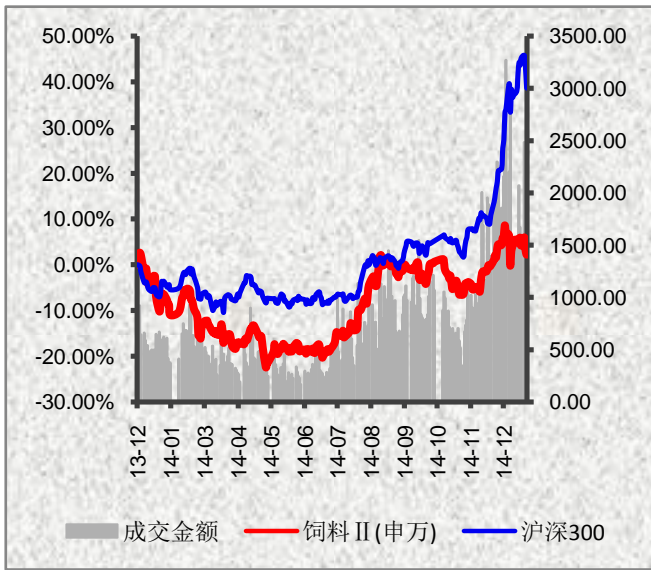
资料来源: wind, 山西证券研究所

图 4: 农业综合业 2014 年涨跌幅



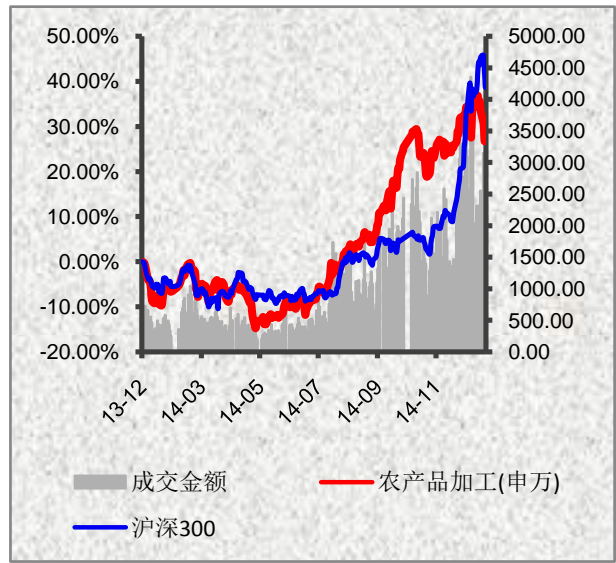
资料来源: wind, 山西证券研究所

图 5：饲料业 2014 年涨跌幅



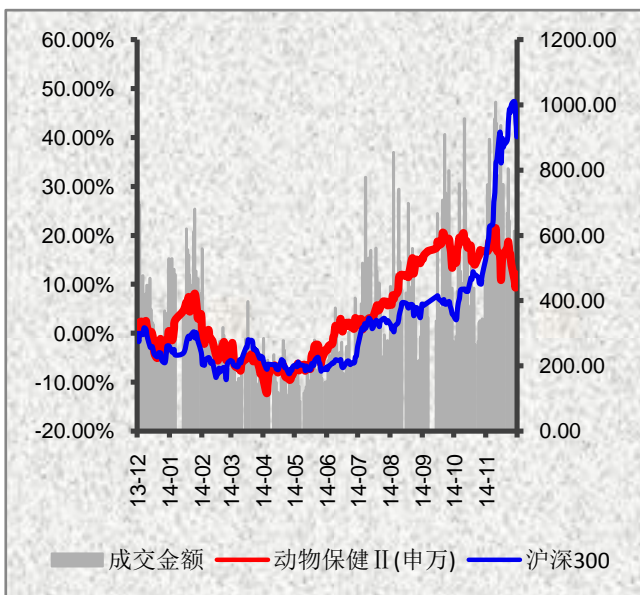
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：农产品加工业 2014 年涨跌幅



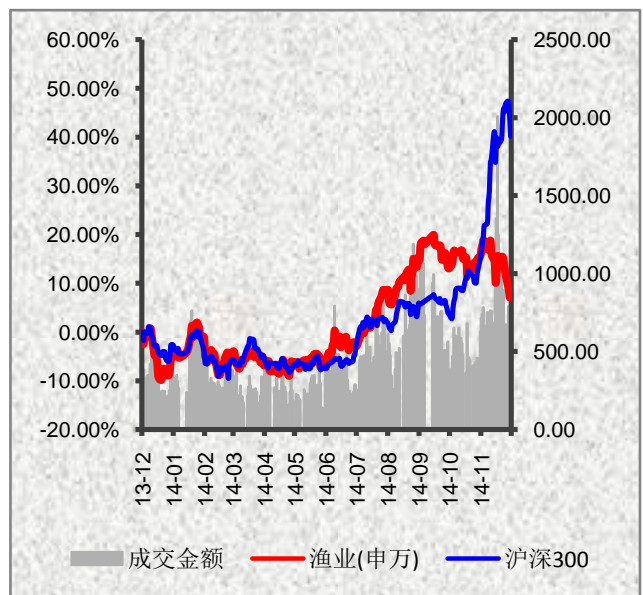
资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：动物保健业 2014 年涨跌幅



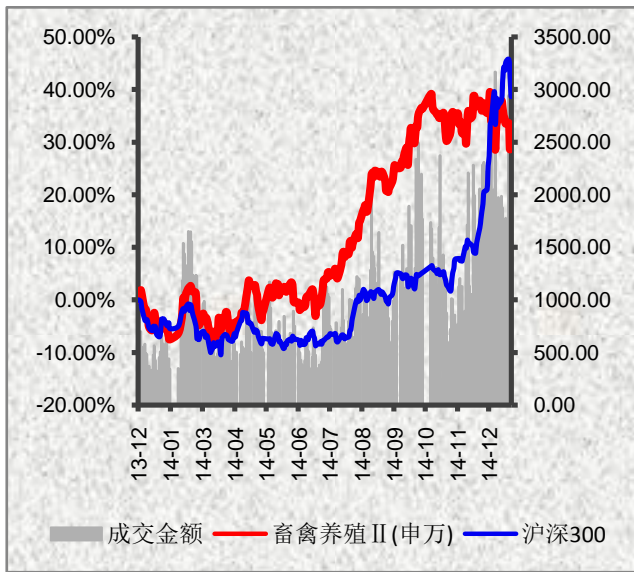
资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：渔业 2014 年涨跌幅



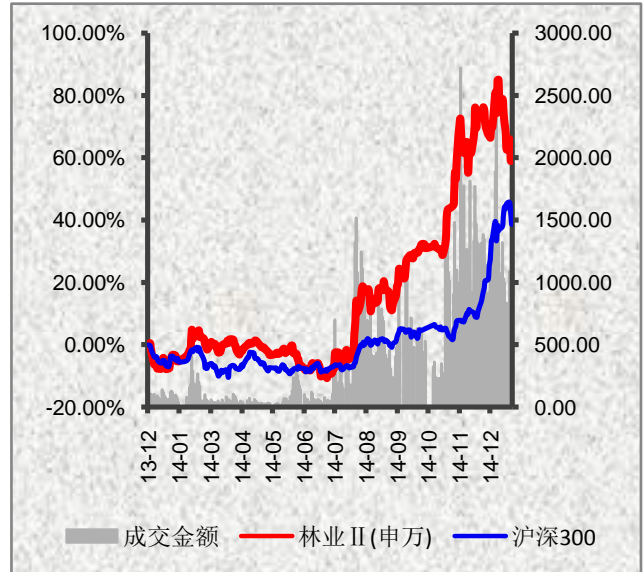
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：畜禽养殖业 2014 年涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：林业 2014 年涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

回顾 2014 年整个农业板块的表现，行业表现最好的时期是在第三季度。随着猪价的触底回升，整个禽畜养殖行业都开始回暖，带动了整个板块的反转。同时随着下半年随着农业土地流转、新疆丝绸之路概念的兴起，在国企改革和政策预期的推动下，农业板块中涉及到的相关标的都有不俗表现，带动了当时整个行业的上涨。而我们认为在 2015 年度，农业板块的投资逻辑也仍然是遵循以下几点：一、长期看好农业行业变革带来的主题机会；二、把握周期带来的投资机会；三、关注国企改革和支农政策出台时的相关热点。

## 二、农业基础性地位不会动摇,集约化发展趋势已经明确

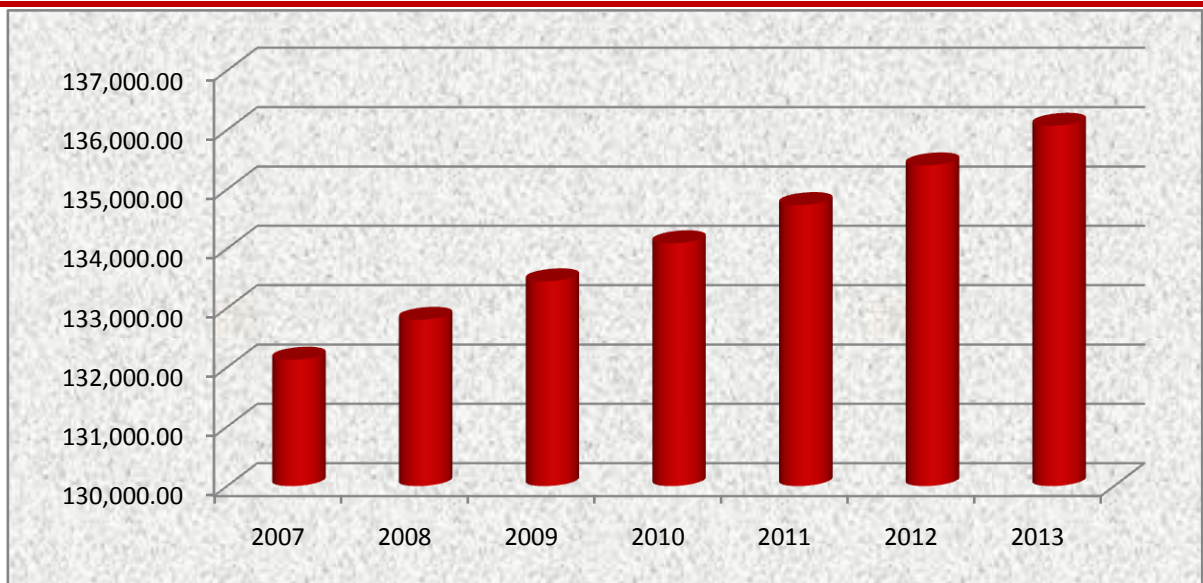
中国是农业大国，农业在中国的经济发展中始终占有举足轻重的地位。作为解决人们基本生活需求的基础产业，在国民经济的发展中具有不可替代的基础地位，也是任何其他产业都无法取代的。联合国粮农组织的研究显示，全球粮食产量需要增加 70%，才能满足由于人口增长，饮食习惯的改变和城镇化带来的食品需求增长。对我国而言，我国人口数量是在不断提升的。近年来，中国保持 5%左右的人口增长率，预计未来几年人口自然增长率趋于稳定。由于





人口基数庞大，每年人口净增加约 650 万。人口总量的刚性增长将导致人们对粮食和经济作物的需求明显增加。

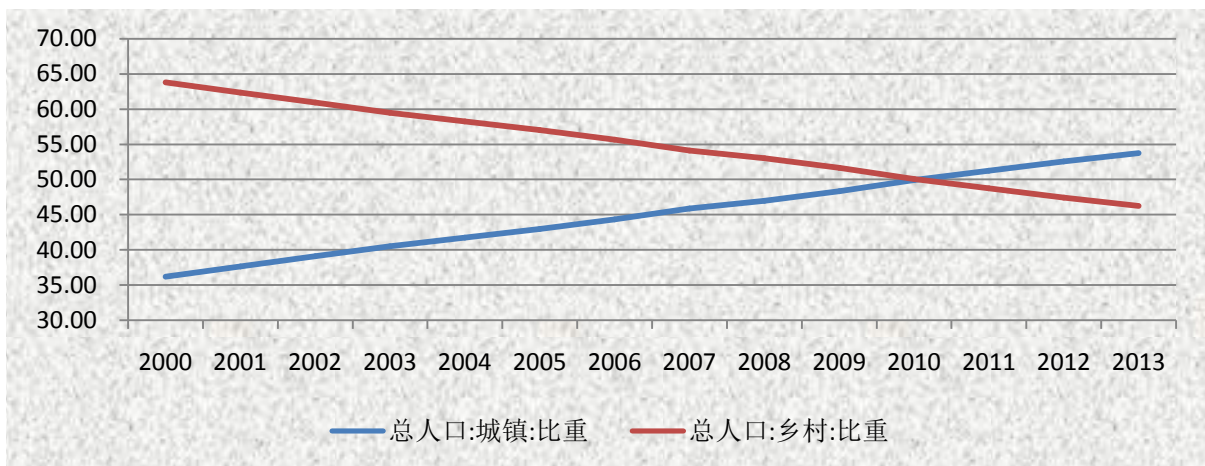
图 11：中国人口数量（万人）



资料来源：wind，山西证券研究所

另一方面随着城镇化的发展和膳食结构的改变，对粮食的需求还会有大幅增加。根据国务院发展研究中心去年做一个调查，一个农村居民到城市来就业和生活，每天直接和间接消费的粮食将会增加 20%。随着我国城镇化的发展，对粮食的需求还会持续增加。到 2020 年，我国每年新增需求为粮食 1000 万吨、肉类 80 万吨、食用油 40 万吨。

图 12. 我国乡村、城镇人口比重



资料来源：wind，山西证券研究所

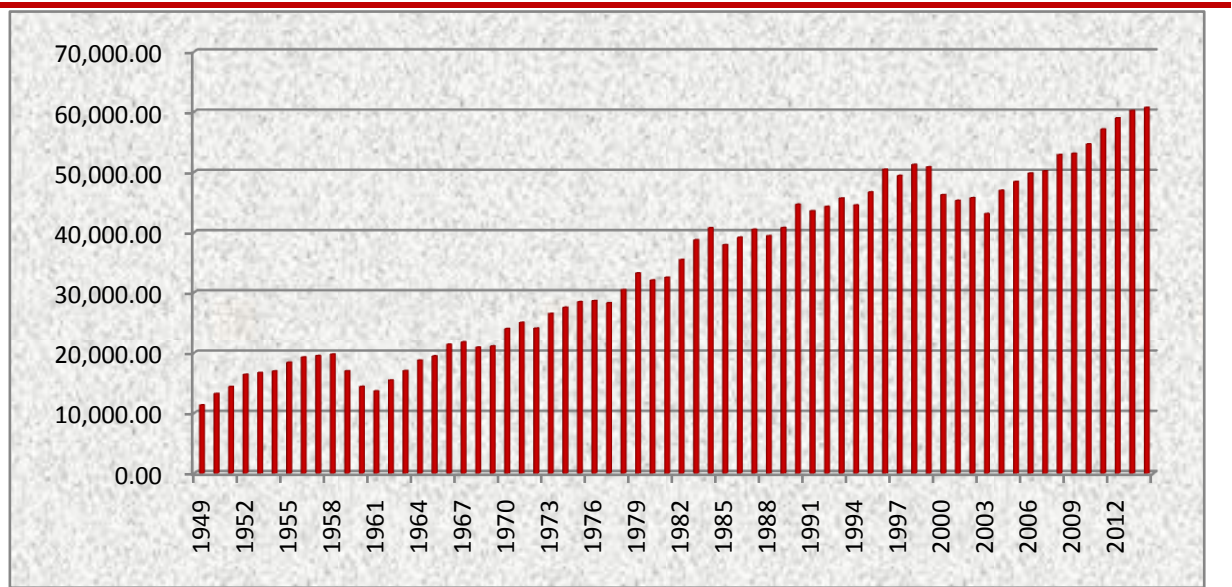
根据日前国家统计局公布的数据显示，2014年全国粮食播种面积112738.3千公顷（169107.4万亩），比2013年增加782.7千公顷（1174.1万亩），增长0.7%。全国粮食单位面积产量5385公斤/公顷（359公斤/亩），比2013年增加8.4公斤/公顷（0.6公斤/亩），提高0.2%。全国粮食总产量60709.9万吨（12142亿斤），比2013年增加516万吨（103.2亿斤），增长0.9%。我国今年粮食产量比上年增加103亿斤，实现了新中国成立以来粮食产量的十一连增。但是为保增产，我国粮食生产过度消耗水土资源、过度依赖化肥，耕地质量下降、耕地水资源短缺问题愈加突出，少数地方开始出现重金属污染。我国耕地、水资源对粮食生产的约束始终在持续加剧。一些地区农田设施老化，全国大型灌区骨干工程完好率仅60%，中低产田占耕地面积约为三分之二。此外，耕地质量退化、地下水超采严重问题突出。与发达国家相比，我国粮食生产目前仍处于靠化肥农药和大水漫灌提高产量的粗放生产阶段，但这种增产方式不可能永远持续下去。目前，我国亩均化肥用量21.2公斤，是世界平均水平的4.1倍，三种主粮的每亩化肥用量则达到了23.44公斤，粮食生产依然难以摆脱“大农、大水、大肥”的明显特征。受这些因素的影响，我国未来粮食实现继续丰产面临着较多的挑战。

因此在2015年的中国经济工作会议，就明确提出了提出了要坚定不移加快转变农业发展方式，尽快转到数量质量效益并重、注重提高竞争力、注重农



业技术创新、注重可持续的集约发展上来，走产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的现代农业发展道路。2014年末中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》，提出土地流转和适度规模经营是发展现代农业的必由之路，其有利于优化土地资源配置和提高劳动生产率，有利于保障粮食安全和主要农产品供给，有利于促进农业技术推广应用和农业增效、农民增收。我国发展农业适度规模经营已经是一个较为明确的发展方向。以农业产业化龙头企业来带动农户和农民合作社发展规模经营，推广良种种苗繁育、高标准设施农业、规模化养殖等属于集约化经营的农业体系。我们认为随着土地流转和规模化进程的逐步推进，终端消费者的结构会有所改变，拥有产品、技术优势、服务区域广的龙头企业会享有更多的市场份额，也会受到更多的政策支持。

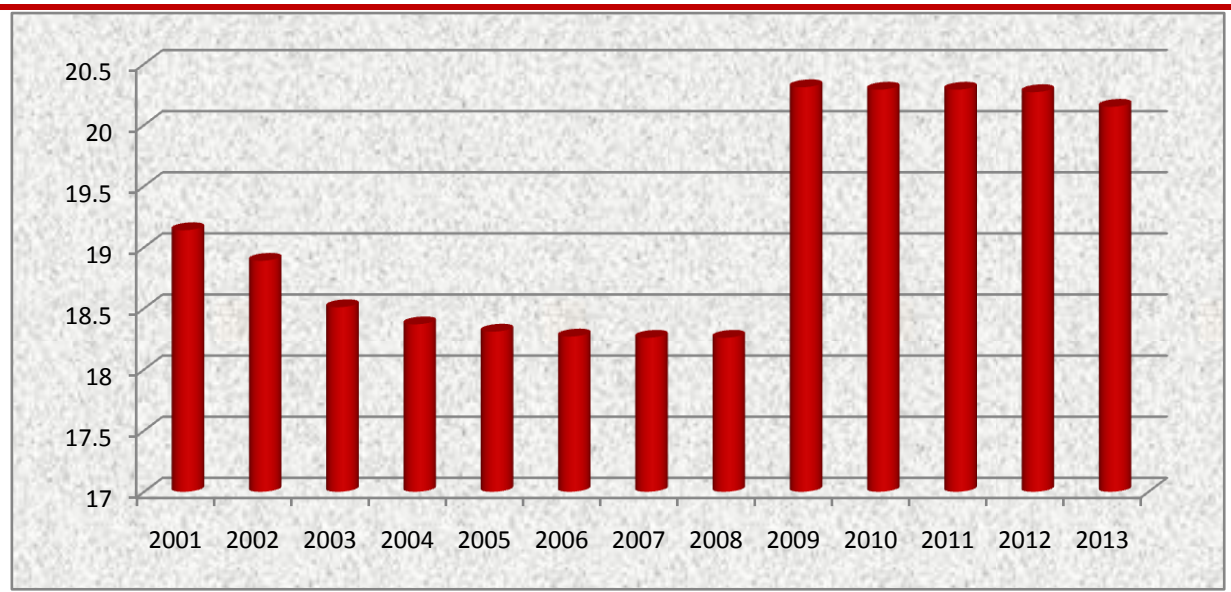
图 13：中国粮食产量（万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所



图 14：全国耕地面积（亿亩）



资料来源：wind，山西证券研究所

### 三、密集政策出台促使种业发展。

我国种业市场近年来发展迅速，已经从 2000 年的 250 亿元增加到目前的 1121 亿元，成为继美国之后的全球第二大种子市场，种子企业总量已由 3 年前的 8700 多家减少到 5200 多家，减少了 40%，而注册资本 1 亿元以上企业 106 家，增幅近 2 倍；销售额过亿元企业 119 家，增幅 30%；前 50 强种子企业销售额已占全国 30%以上，行业集中度始终在不断提升。

**密集政策出台扶持种业发展。**粮食是关系国家安全的战略资源，种子是粮食安全的关键。国家已经把种业提到了新的战略高度。自 2011 年以来，国务院连续 3 次发文扶持种业，明确种业是战略性基础性的核心产业，是促进农业发展，保障粮食安全的根本。去年下半年开始，国家更是陆续出台了《关于深化种业体制改革提高创新能力的意见》、《主要农作物品种审定办法》、《国家级水稻玉米品种审定绿色通道试验指南(试行)》等一系列相关政策来扶持种业的发展。把商业化育种工作推向了市场，鼓励有实力的种子企业并购转制为企业的科研机构，同意符合标准的企业自行安排区域试验和生产试验，



大幅提升研发能力强的种企的品种释放进程。加大了对品种权的保护力度，严打种子套牌侵权的行为。同时开始筹建种业交易中心，以种业品种权交易为核心，提供品种权交易、现货交易、品种审定评估等一系列服务，加速产业资源的整合。打破了传统的育种格局，以市场为主体进行资源配置，明确了企业商业化育种的主体地位，建立了种业科技成果转让公共交易平台，保护知识产权和激发创新活力。在国家政策的激励下，种业的发展环境不断优化，市场秩序也在逐渐转好，种企的兼并重组的步伐也在持续加速。

表 1：近年国家出台利好种业政策一览

政策	出台单位	主要内容
关于加快推进现代农作物种业发展的意见(2011)	国务院	推进体制改革和机制创新，完善法律法规，整合农作物种业资源，加大政策扶持，增加农作物种业投入，强化市场监管，构建以产业为主导、企业为主体、基地为依托、产学研相结合、“育繁推一体化”的现代农作物种业体系。
关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见（2012）	一号文件	抓好种业科技创新。科技兴农，良种先行。增加种业基础性、公益性研究投入，加强种质资源收集、保护、鉴定，创新育种理论方法和技术。加快建立以企业为主体的商业化育种新机制。优化调整种子企业布局，提高市场准入门槛，推动种子企业兼并重组。
全国现代农作物种业发展规划（2012-2020 年）（2012）	国务院	加大农作物种业投入，整合农作物种业资源，强化基础性公益性研究，推进商业化育种，完善法律法规，严格市场监管，快速提升我国农作物种业科技创新能力、企业竞争能力。
中共中央国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展	一号文件	培育壮大龙头企业。支持龙头企业通过兼并、重组、收购、控股等方式组建大型企业集团。创建



活力的若干意见（2012）		农业产业化示范基地，促进龙头企业集群发展。
国务院办公厅关于深化种业体制改革提高创新能力的意见（2013）	国务院	深化种业体制改革，充分发挥市场在种业资源配置中的决定性作用，突出以种子企业为主体，推动育种人才、技术、资源依法向企业流动，促进产学研结合，提高企业自主创新能力，构建商业化育种体系。
关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见（2013）	一号文件	建立以企业为主体的育种创新体系，推进种业人才、资源、技术向企业流动，做大做强育繁推一体化种子企业，培育推广一批高产、优质、抗逆、适应机械化生产的突破性新品种。推行种子企业委托经营制度，强化种子全程可追溯管理。
主要农作物品种审定办法（2013）	农业部	各类农作物品种审定标准及申报相应流程
关于深化种业体制改革提高创新能力的意见（2013）	国务院	突出以种子企业为主体，保护科研人员发明创造的合法权益，促进产学研结合，提高企业自主创新能力，构建商业化育种体系，加快推进现代种业发展。
国家级水稻玉米品种审定绿色通道试验指南（试行）（2014）	农业部	符合条件的企业可以自行开展自有品种区域试验、生产试验；已通过省级审定的品种，具备相邻省、自治区、直辖市同一生态类型区 10 个以上生产试验点连续两年试验数据的，申请国家级审定时可以免于进行区域试验和生产试验。
新种子法修订（预计 2015 年（以完成草案上交国办））		新种子法的修订原则是鼓励企业自主创新，新品种保护，强化国家对育种基础性公益性研究的支持力度，坚持种业市场化，保障种业安全等。



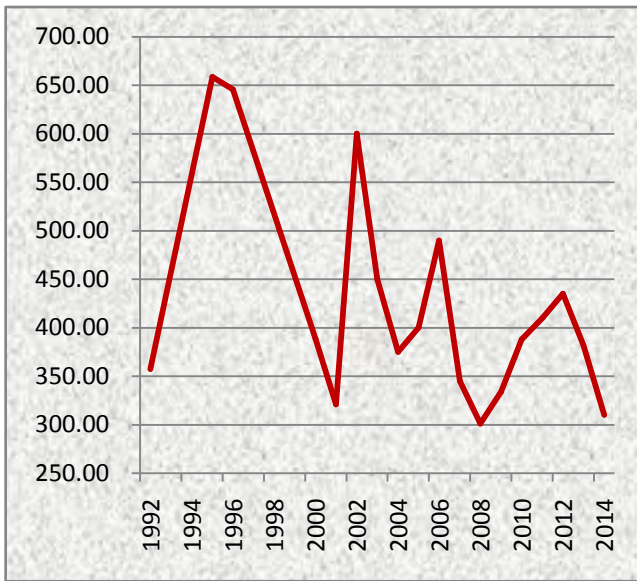
数据来源：公开信息、山西证券研究所

**明年种子过剩程度减轻。**我国近几年种业库存高企。2013 年全国杂交水稻种子的有效总供给量约为 4.2 亿公斤，国杂交水稻种植面积约为 2.6 亿亩，外加出口需求，2013 年杂交水稻种子总需求量约为 2.95 亿公斤，总库存量较往年大幅上升。全国杂交玉米种子的有效供给量约为 22.2 亿公斤，2013 年全国杂交玉米种植面积约为 5.3 亿亩，供给亦远超过需求。2014 年上半年绝对多数种业面临亏损，种子市场价格走低，销售普遍缓慢。多数杂交玉米和杂交水稻种子价格明显回落，最大降幅达 20%。个别企业为了减少库存压力，以成本价进行销售。但是 2014 年全国杂交玉米和水稻的制种面积和产量相较 2013 年都有所下滑，致使来年可供销售的种子库存量明显减少。

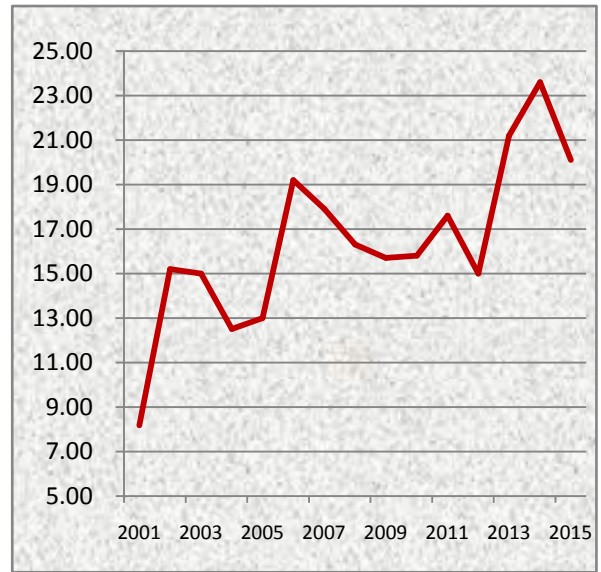
另外根据农业部全国农技中心种业信息与技术处在全国种子双交会上对 2015 年全国主要农作物种子供需的形势分析表明，明年种子供应过剩的形势会继续好转。预计杂交玉米种子需求总量 11.6 亿—12.1 亿公斤，总供给 19.3 亿—19.8 亿公斤，杂交水稻种子需求总量 2.4 亿公斤—2.5 亿公斤，总供给 3.65 亿—3.7 亿公斤。冬小麦新产种子 50.5 亿公斤，总供给 48 亿公斤，需求总量 33 亿—35 亿公斤。虽然总体仍然供给充足，但形势相比今年会继续改善。

图 15：全国杂交玉米制种面积(万亩)

图 16：全国杂交玉米可供种量(亿公斤)



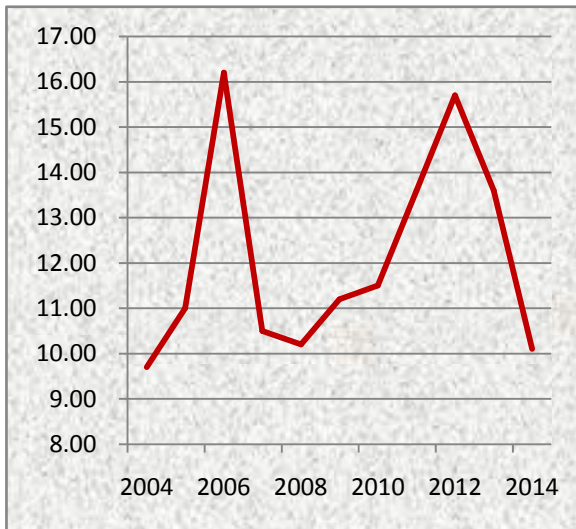
数据来源：wind、山西证券研究所



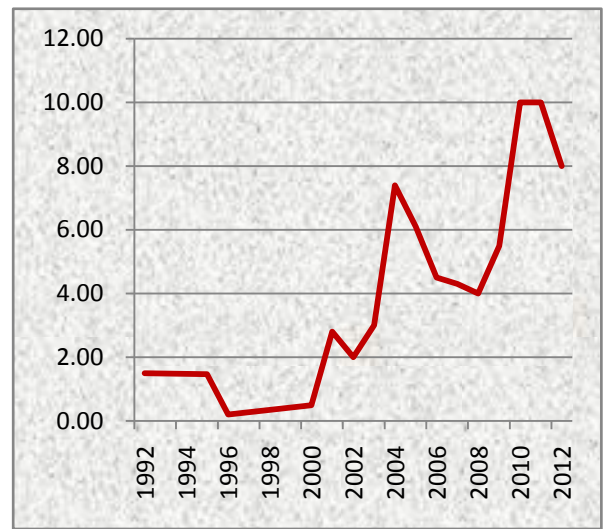
数据来源：wind、山西证券研究所

图 17: 全国杂交玉米制种量(亿公斤)

图 18: 杂交玉米库存量(亿公斤)



数据来源：wind、山西证券研究所

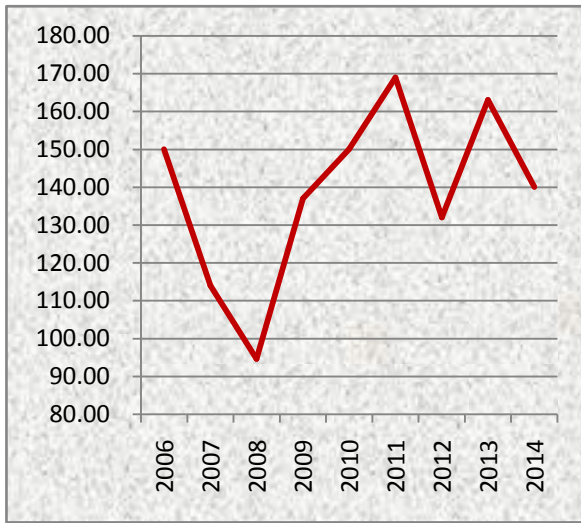


数据来源：wind、山西证券研究所

图 19: 全国杂交水稻制种面积(万亩)

图 20: 全国杂交水稻可供种量(亿公斤)





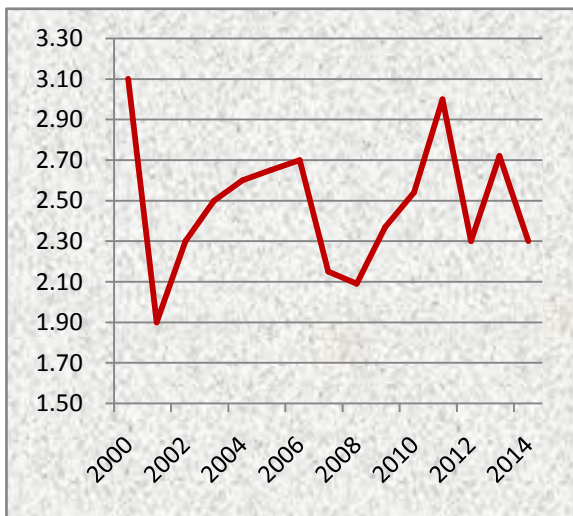
数据来源：wind、山西证券研究所



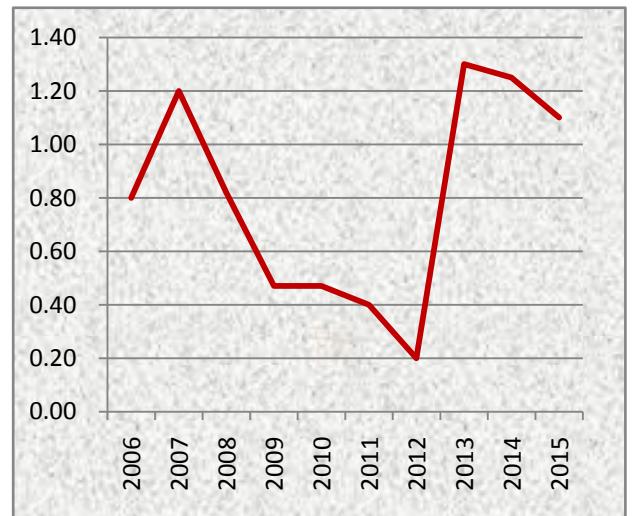
数据来源：wind、山西证券研究所

图 21：全国杂交水稻制种量(亿公斤)

图 22：全国杂交水稻库存量(亿公斤)



数据来源：wind、山西证券研究所



数据来源：wind、山西证券研究所

**重“专”和重“全”是未来种业发展的两大方向。**从种业整体来看，短期内库存持续增加，种子供过于求的现状仍然难以改变，而品种将成为考量企业竞争能力的关键因素。由于种子在农资成本的比例仅为 5%左右，农户对种子



的价格并不十分敏感，能够带来增产、增收的品种才是农户选择种子的关键。因此，种企间的竞争实质上就是品种的竞争以及科研实力的竞争。拥有强大科研实力，完整品种梯队的科技型种企，就能在一定程度上弱化经营周期，保证盈利水平。另一方面在政策的推动下，集约化农业进程的推进以及终端客户结构的改变，会导致整个农资渠道环节进行淘汰筛选，适者生存，使得农资一体化成为企业未来的一个发展方向。我国未来农资的消费者会逐步从单个的农民变成种植大户、家庭农场和专业合作社，农资消费的人群将进行大规模的缩减和集中。单一买卖农场产品的营销模式或将退出历史舞台，而将产品、服务、技术、物流融为一体的新型农资提供商会成为未来发展主流，通过提供种子、化肥、农药等全套一站式的服务来锁定种植大户，抢夺市场的生存空间。

## 四、养殖行业逐步进入周期上涨阶段

### 4.1 猪价周期性见底，震荡上行可期

生猪养殖业是我国畜牧业的重要组成部分。我国有着数千年的养殖历史，是世界上最大的猪肉生产国与消费国。我国生猪养殖业经历了由散养到集约、由集约到规模、由传统到科学、由地方品种到引进良种杂交、由本交繁殖到人工授精、由粗放生产到安全生产的转变。但目前仍然存在着大规模现代化养殖场、中小规模传统养殖场与散养户并存的现象。规模大小不等，水平参差不齐，与发达国家相比还有较大差距，未来我国生猪养殖业仍具有广阔的发展空间。

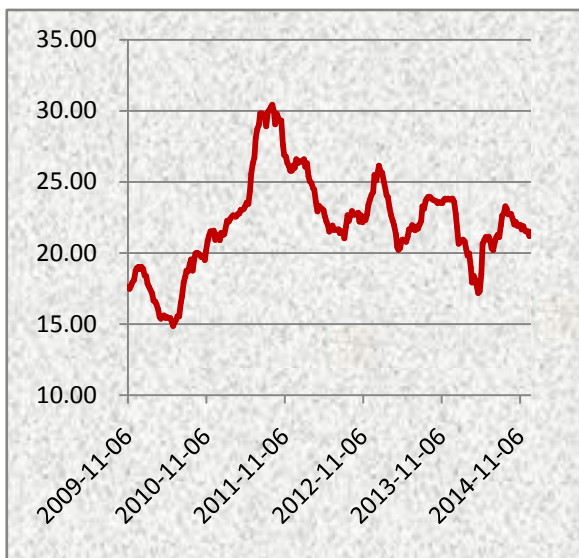
生猪养殖行业属于周期性行业，业绩改善主要来自价与量两方面。价格方面，主要体现在公司前端原材料价格的下降和终端生猪价格上涨。在量的方面，主要表现在公司自有产能的扩大和下游客户需求的增加。从实际的情况来看，猪肉价格的高低影响着养殖企业的业绩，而市场供需关系则是决定猪肉价格变化的基础因素。

从近几年的情况来看，从 2011 年末开始到现在，我国生猪市场一直处于“猪周期”的下行阶段，多数养殖企业都亏损严重。而在 2014 年，我国生猪



养殖企业遭遇了惨痛的行业寒冬，在 14 年一季度猪肉价格直线下滑，全行业亏损严重。但从 4 月末开始价格开始回调，在 8 月份达到全年高点，下半年价格仍然有小幅下滑，但是行业内龙头企业已经开始盈利。我国猪肉价格在 2011 年 6 月为近几年高点，在那时生猪存栏量并未为近年最低点，但 2010 年上半年能繁母猪数量为当期最低。母猪从出生选留为后备母猪到其能繁殖商品猪，并最终育肥出栏，这中间大约需要 1 年半的时间。因此 2011 年上半年生猪整体供给量较低。而从 2013 年 8 月开始我国全年能繁母猪存栏量屡创新低，从 2013 年 9 月开始的 5008 万头降低到 11 月份的 4368 万头，降幅达到 12.78%，因此我们预计在 2015 年生猪的出栏量会继续减少，生猪养殖行业会逐步步入上涨周期。

图 23. 全国 22 个省市猪肉平均价(元)



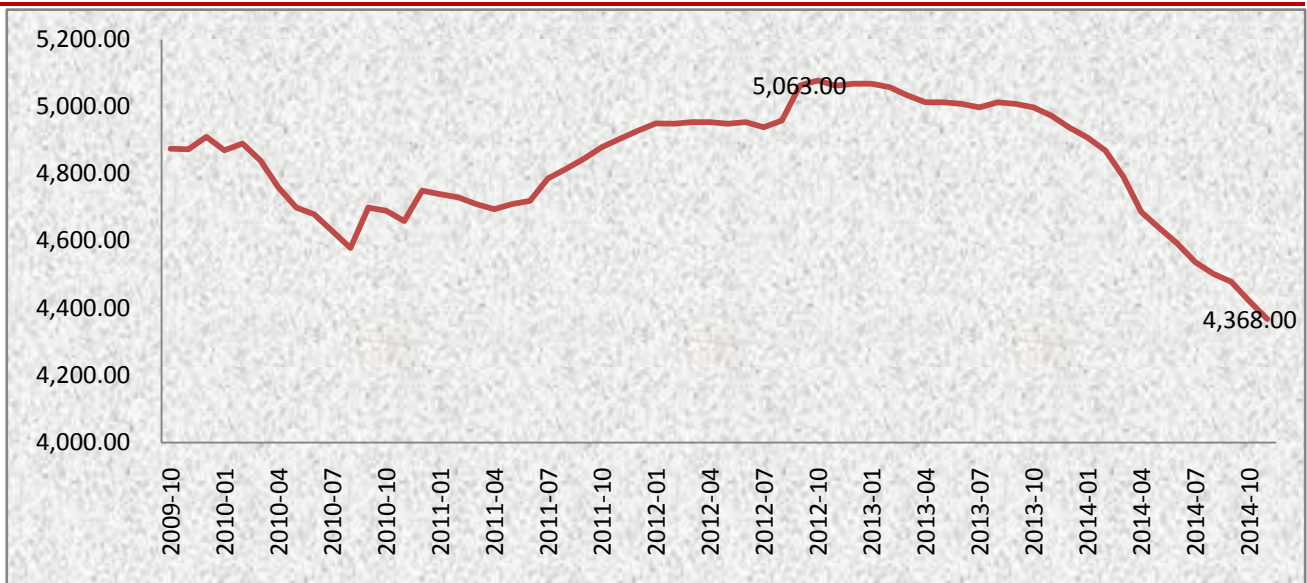
资料来源：wind，山西证券研究所

图 24. 全国 22 个省市生猪平均价(元)



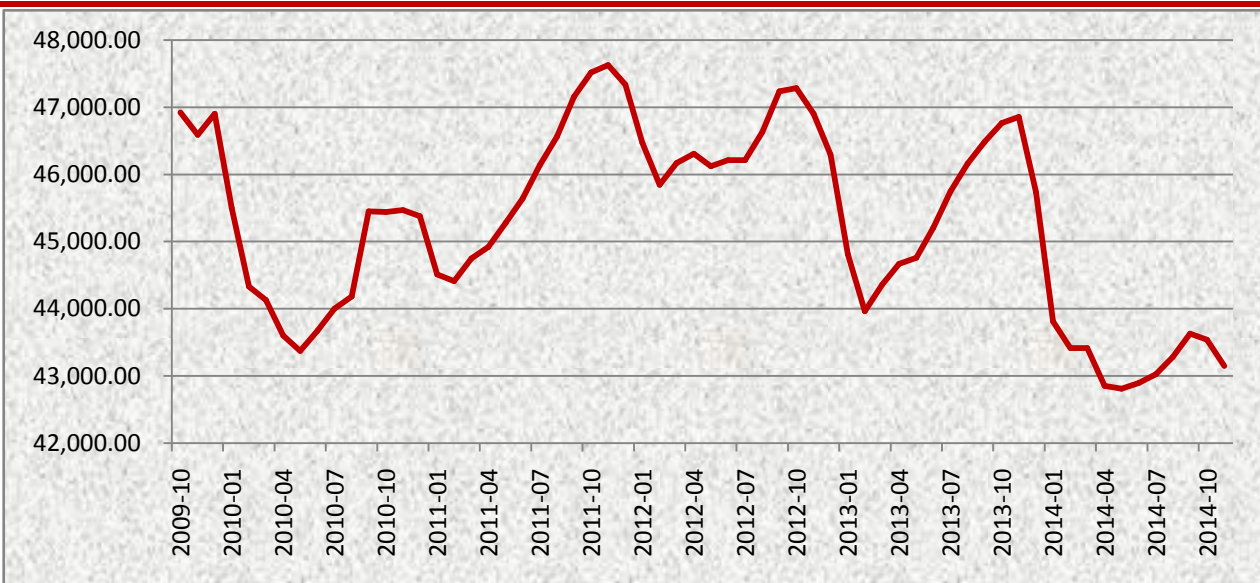
资料来源：wind，山西证券研究所

图 25. 能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 26. 生猪存栏量（万头）



资料来源：wind，山西证券研究所

**规模化养殖的行业发展趋势不会改变。**从供给端来看，规模化养殖通过从猪舍建设到投料用药等流程上进行专业化分工，提高猪仔的成活率，能够容易形成规模效益，降低生产成本，提高价格波动的抗风险能力。从需求端来看，随着食品安全问题的出现，我国消费群体对食品安全的重视越发提高，我国生



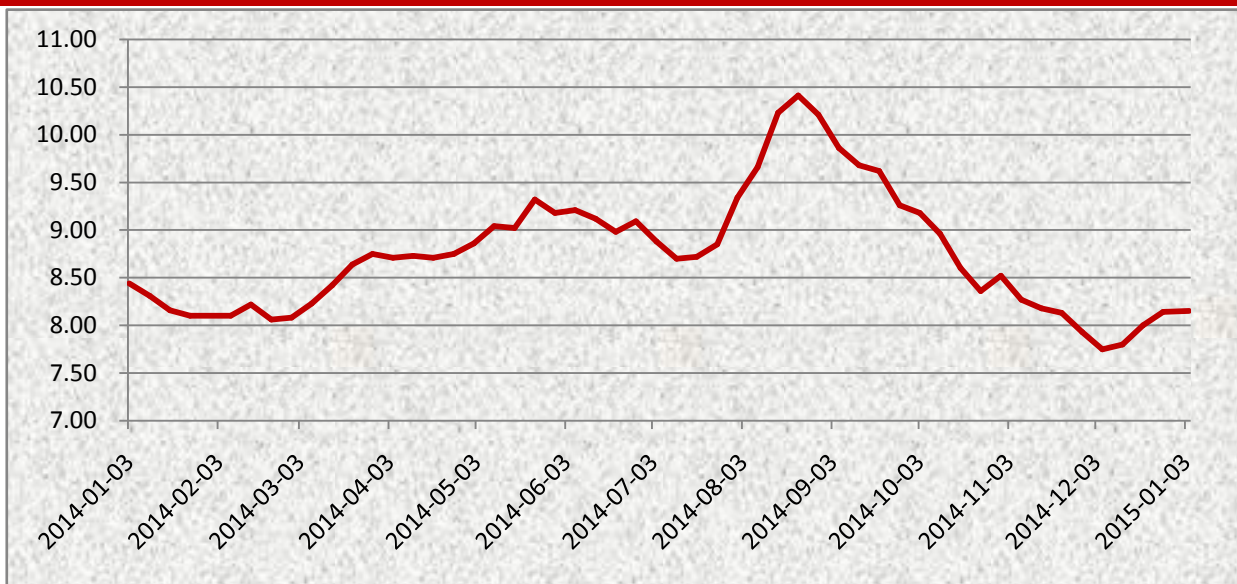
猪养殖以及猪肉生产正在经历以产量为驱动因素向以质量为驱动因素的转变。而 2014 年我国生猪养殖业遭遇到的行业寒冬也导致了大量散养户逐步退出市场，我国未来 3-5 年内规模化养殖快速提高的趋势将继续延续。

## 4.2 白羽肉鸡联盟促进行业有序发展

白羽肉鸡自 80 年代初期进入中国，经过 30 多年的发展，已成为中国农牧行业中产业化程度最高的行业。我国鸡肉产量位居世界第二，白羽肉鸡产业的迅速发展，也使鸡肉成为了中国第二大肉类消费品。我国的白羽肉鸡养殖企业主要是从国外引进祖代鸡鸡苗，繁育父母代种鸡苗出售给父母代种鸡养殖企业，产蛋孵化出商品代鸡苗后出售给养殖户，在养殖育肥成商品肉鸡后经屠宰加工成为肉鸡产品。前两年由于无序竞争，行业内缺乏自律，白羽肉鸡祖代鸡引种数量急剧增加，给产业链下游造成了明显压力，导致中国白羽肉鸡供大于求。加之最近两年白羽肉鸡行业发展负面新闻不断，2012 年年底的速成鸡事件、2013 年爆发的 H7N9 疫情，都给行业带来了前所未有的危机。导致鸡肉消费量下降，以至于鸡肉消费萎缩，价格低迷，行业全面亏损。

2014 年初中国畜牧业协会牵头成立了白羽肉鸡联盟，一方面对祖代鸡引种量加以控制，根据方案，2014 年祖代鸡行业引种配额共 109.7 万套(除圣农和美国泰森的引种份额)。另一方面祖代白羽肉鸡联盟再次达成共识，对于祖代种鸡满 50 周龄的进行强制淘汰。白羽肉鸡联盟通过规划价格、规划产量，对行业产能宏观量进行合理的控制，希望达到行业供求关系的基本平衡。预计在白羽肉鸡联盟和农业部共同努力之下，2015~2016 年度将把祖代引种量控制在 120 万套左右。后期随着祖代鸡引种量的逐渐下滑，商品代肉鸡的数量有望大幅减少，推动鸡肉价格上行。

图 27. 白羽肉鸡平均价（元）



资料来源：wind，山西证券研究所

## 五、动物保健，高速发展中的农业子行业

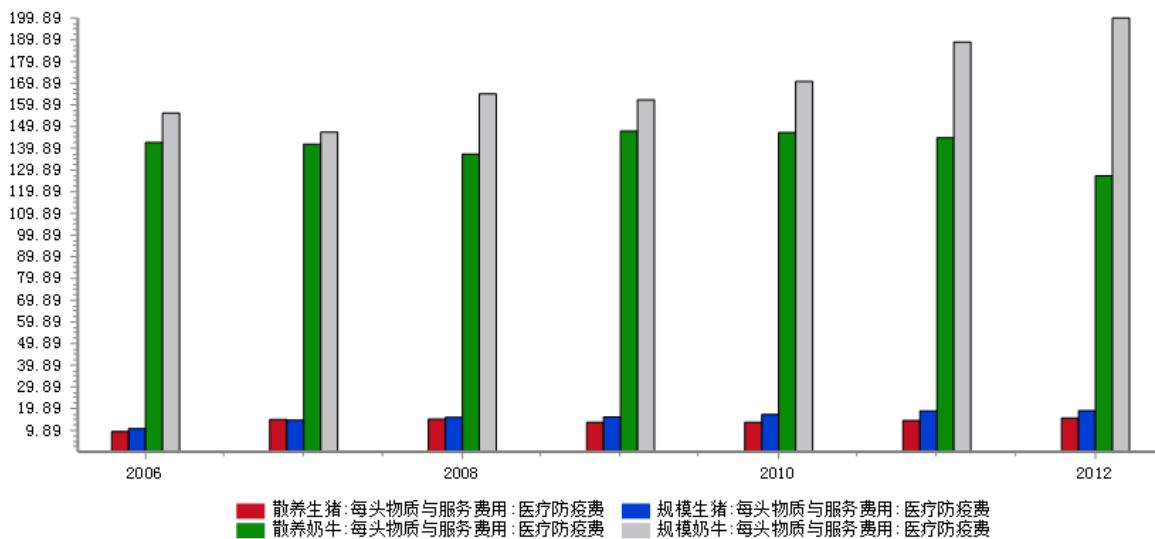
动物保健行业在国际上已经进入了一个垄断发展阶段，全球动物保健品的销售规模接近于 300 亿美金，过去 20 年每年保持一个 5% 的增长速度。市场集中度高，全球前五大动保巨头占有率超过 60%。而在我国，动物保健行业还处于高速发展期，从 2008 年的 257 亿到 2012 年达到 368 亿，年复合增长率达到 10%，动物疫苗年复合增长率超过 15%。市场集中度不高，还有很大的发展空间。

**规模养殖化带动行业发展。**根据全国畜牧业发展第十二个五年规划(2011-2015 年)，到 2015 年，全国畜禽规模养殖比重提高 10-15 个百分点，存栏 100 头以上奶牛、年出栏 500 头以上生猪规模化养殖比重分别超过 38% 和达到 50%。规模化养殖，特别是高密度养殖，提高了禽畜的疫病传染机率。规模化养殖水平的提高也直接促进养殖户主动防疫意识的提高。疫病防疫风险已经逐渐成为养殖企业主要风险之一，一旦发生疫情，规模化养殖会带来远超以往的损失。



数据显示，我国近几年来医疗防疫费的金额也在缓步上升。以生猪养殖为例，在 2013 年，规模化养殖生猪的总成本为 1616.90 元/头，而其中医疗防疫费为 19.55 元/头，相比 2012 年上升了 3%。尽管如此，医疗防疫费用为相比于生猪死亡的损失，医疗防疫费用可以忽略不计。因此，大规模使用各类疫苗，减少禽畜死亡率是规模化养殖企业的必定之举。

图 28. 散养，规模生猪、肉鸡医疗防疫费（元）



资料来源：同花顺，山西证券研究所

表 2：近年各类规模化养殖医疗防疫费（元）

	规模生猪:每头物质与服务费用:医疗防疫费	规模肉鸡:每百只物质与服务费用:医疗防疫费	规模奶牛:每头物质与服务费用:医疗防疫费
2009	16.10	65.58	162.25
2010	17.14	71.50	170.76
2011	18.86	82.34	188.82
2012	18.97	76.07	199.89
2013	19.55	81.25	217.39

**兽药产品质量安全追溯明年有望实施。**农业部兽医局组织起草了《农业部关于兽药产品质量安全追溯工作的公告》，计划从 2015 年起，在整体推进的



基础上，有计划、分步骤实施兽药产品质量安全追溯管理工作。随着我国兽药产业的发展和管理升级，一方面淘汰了规模小、生产技术水平低的企业落后产能，另一方面也为业内优秀企业的市场拓展提供了良好契机，有利于市场集中度的提高。这也将导致市场份额和行业利润向优势品牌企业集中。

**市场化疫苗的逐步推进。**目前，除了猪瘟，蓝耳病、口蹄疫等强制免疫类疫苗，猪伪狂犬疫苗、圆环疫苗等新疫苗产品的面市和普及也带来更大的潜在市场。国内动保企业通过与高校和科研机构的紧密合作，加大投资力度，加快研发进度，在高端疫苗市场焕发活力。许多以往依靠招标苗的动保企业，也逐步推出了新型疫苗和质量标准更高的市场化疫苗。目前我国兽用强免疫苗主要针对四种疾病，分别是蓝耳病，猪瘟，口蹄疫和禽流感。而之后的模式可能发生转变，在口蹄疫和禽流感继续实行强制免疫的基础上，将蓝耳病和猪瘟退出政府的招标清单，逐渐替换为小反刍兽疫和布氏病。而蓝耳病和猪瘟的疫苗则有望全面市场化，给相关兽药企业带来新的利润增长点。

## 七、投资策略-----迎改革，顺周期，抓概念

**农业变革带来的投资机会：**在 2015 年的中国经济工作会议上明确提出了提出了要坚定不移加快转变农业发展方式，尽快转到数量质量效益并重、注重提高竞争力、注重农业技术创新、注重可持续的集约发展上来，走产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的现代农业发展道路。土地流转和适度规模经营是发展现代农业的必由之路，以农业产业化龙头企业来带动农户和农民专业合作社发展规模经营，推广良种种苗繁育、高标准设施农业、规模化养殖等属于集约化经营的农业体系是我国未来的发展方向。在政策的推动下，集约化农业进程的推进以及终端客户结构的改变，使得农资一体化成为企业未来的一个发展方向。我国未来农资的消费者会逐步从单个的农民变成种植大户、家庭农场和专业合作社，农资消费的人群将进行大规模的缩减和集中。单一买卖农场产品的营销模式或将退出历史舞台，而将产品、服务、技术、物流融为一体的新型田间服务商会成为未来发展主流。

**关注标的：**大禹节水、农发种业





**种植业：**粮食是关系国家安全的战略资源，种子是粮食安全的关键。国家已经把种业提到了新的战略高度。自 2011 年以来，国务院连续 3 次发文扶持种业，明确种业是战略性基础性的核心产业，是促进农业发展，保障粮食安全的根本。在国家政策的激励下，种业的发展环境不断优化，市场秩序也在逐渐转好，种企的兼并重组的步伐也在持续加速。虽然 2015 年种子行业仍然库存高企，但是种子供应过剩的形势会继续好转。我们认为拥有强大科研实力，完整品种梯队的科技型种企，能在一定程度上弱化经营周期，保证盈利水平。

**关注标的：**隆平高科，登海种业

**禽畜养殖业：**养殖企业的盈利周期性特征非常明显，受肉类市场价格的影响，企业很难保持稳定的盈利增长。对于这两年的养殖企业来说，由于市场上禽类以及猪肉的供大于求，行业内无论是龙头企业还是为未上市的中小企业都面临亏损。对于生猪养殖企业，随着生猪存栏和能繁母猪存栏量的逐渐降低，2015 年生猪的出栏量会继续减少，价格会有所回升。禽类方面随着白羽肉鸡联盟的成立，在控制祖代引种量的同时也逐步淘汰现有过剩产能，预计随着祖代鸡引种量的逐渐萎缩，商品代肉鸡的数量有望大幅减少，推动鸡肉价格上行。

**相关标的：**牧原股份、圣农发展

**动物保健品行业：**动物保健行业在农业板块中属于成长性最好的子行业，仍然处于上涨周期。这是由于我国规模化推进的年限相对较短，对于以前传统的散户养殖来说，使用兽药的比例不高。一方面随着我国规模化养殖进度的加快，规模化养殖，特别是高密度养殖，大幅度提高了禽畜的疫病传染机率。因此越是大型的养殖企业，在遭受疫病时会承受更大的损失，这也就直接促进了养殖户的风险意识的培养，给动物保健行业带来了勃勃生机。另一方面随着消费者对食品卫生安全要求的重视程度不断提升，对于蓝耳病，猪瘟等国家强制免疫品种的市场化趋势逐步提高，正从以往由政府低价配给模式逐渐转变为养殖户自付的高价高效市场模式。以前疫病的防治是以政府统一采购进行分配，因此利润较薄。而在近几年随着市场苗的兴起，由于市场苗在防疫效果远高于



政府苗，在价格上比政府苗价格高 8 到 10 倍，因此有远高于政府苗的毛利率。而兽药行业的准入门槛的逐渐提高也使得规模小、生产技术水平低的企业被逐步淘汰，市场份额和行业利润向优势品牌企业集中。因此未来几年兽药行业增长的态势不会减弱，行业中的龙头企业有望继续保持业绩的高速增长。

**关注标的：**金宇集团，天康生物

**概念驱动，把握短期投资机会。**从短期来看，农业股可以成为一个良好的“投机”标的。这主要是有三方面的因素。一方面，每年第四季度至次年春节历来是支农政策的密集发布期，每到这一时期农业股都会受到市场资金炒作。另一方面，农业股拥有诸多炒作题材，每次伴随着国家相关政策的出台，其实被涉及到的农业标的在短期内都会有一个良好的表现。在 2014 年，无论是国企改革、土地流转、丝绸之路等概念的推动都使被涉及到的相关标的获利匪浅。最后，随着我国农业的不断发展，规模化进程的不断推进，农业行业内不少公司都有并购重组的行为，以期占有更大的市场份额，形成规模化效应。而在上市的农业公司中就屡屡出现企业停牌重组，而并购重组所带来的想象空间也是短期内推动相关股票价格上涨的直接因素。丝绸之路、国企改革等相关概念仍未结束，投资者在概念爆发期仍可以关注相关标的股带来的投资机会。

## 八、重点公司推荐

### 金宇集团（600201）

内蒙古金宇集团股份有限公司原本是以生物制药和房地产开发为主导产业的多元化产业集团，2013 年初，金宇集团转让旗下内蒙古金宇置地有限公司 100% 股权，转型为专一经营动物疫苗的生物科技公司。动物疫苗中又以口蹄疫疫苗为主，其业务量占比 80% 以上，市场份额 25% 左右，全国排名前三；猪蓝耳病疫苗、猪瘟脾淋疫苗业务量占比 20% 左右。

#### 投资要点：



**受益于养殖规模化。**根据全国畜牧业发展第十二个五年规划(2011-2015年)，到2015年，全国畜禽规模养殖比重提高10-15个百分点，存栏100头以上奶牛、年出栏500头以上生猪规模化养殖比重分别超过38%和达到50%。受规模化养殖驱动，规模养殖会带来的免疫覆盖率的提升。另外疫病防疫风险已经逐渐成为养殖企业主要风险之一，一旦发生疫情，规模化养殖会带来远超以往的损失，以养殖业龙头牧原股份为例，2011年和2012年牧原股份生猪年死亡率分别为9.86%和12.79%。因此，大规模使用各类疫苗，减少禽畜死亡率是规模化养殖企业的必定之举。同时规模化养殖必然也会促进用药的规范化，这也将导致市场份额和行业利润向优势品牌企业集中。

**口蹄疫疫苗行业龙头优势。**2013年下半年农业部下达的《关于做好口蹄疫疫苗质量标准提升的通知》中明确提出了在现有口蹄疫疫苗质量标准的基础上，提高效力检验标准，增加内毒素和总蛋白检测参数。公司作为国内首家采用悬浮培养和纯化浓缩技术生产猪、牛口蹄疫疫苗的厂商，为行业制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量和抗原杂蛋白检测三项新标准。已经走在了行业前列，占有口蹄疫疫苗市场的较大份额。

**产品多元化优势逐步体现。**公司近年明确了产品多元化的发展方向，将布鲁氏杆菌病疫苗、圆环疫苗、猪瘟疫苗、伪狂犬疫苗、蓝耳病疫苗等也纳入到公司的经营业务中。并且成立了分项研发小组，对各产品进行研发升级、创新。公司子公司优邦公司胚毒活疫苗生产线、胚毒灭活疫苗生产线、细菌灭活疫苗三条生产线在今年1月份已经通过了农业部兽药GMP验收专家组的审查。农业部在3月份的网站披露，农业部副部长于康震在全国春季重大动物疫病防控工作视频会议上也明确提到从国内状况看，我国动物疫情形势复杂严峻，局部地区发生疫情的风险依然存在。今年防控形势的严峻性是近几年来所没有的，其中提到要加强疫苗质量监管，组织好疫苗的生产供应，布氏病等人畜共患病继续流行，防控形势尚未得到根本扭转。部分地区家畜布病感染率居高不下。今年农业部预算中加大了布病等重点人畜共患病防控投入力度。而布鲁氏菌病疫苗等新增产品必然会给公司带来新的业绩驱动力，推动公司未来业绩持续增长。



市场苗先发优势。不同于传统的强制免疫模式，近年来市场苗在国内已经开始发展，在价格方面，市场苗的价格是强制疫苗的 8 到 10 倍，作为口蹄疫疫苗的龙头企业，公司 14 年业绩有望继续保持高速增长。

**专注兽药产业。**公司剥离了房地产业务，将生物医药作为公司唯一主营业务，同时将生物制药产业发展定位于市场化、国际化，并且稳步推进国际化进程，集团子公司保灵公司去年与法国诗华动物保健公司签订协议，引进国际 OIE 布鲁氏杆菌菌种和疫苗生产工艺技术；并在国家高级别生物安全实验室等多个项目聘请国际知名专家参与项目前期论证设计，这将有利于公司的生产标准、产品质量与国际标准接轨，进一步提高产品市场竞争力，巩固行业领先地位。

**优化销售模式。**公司去年改进了销售模式，进行直达养殖场的点对点营销，直销产品已进入包括广东、河南等养殖大省在内的十几个省份，并且在销售的同时为客户提供疫苗试用、提供技术支持等增值性服务，这种销售模式的改变已经在 13 年显示出了良好的效果，在直销业务拓展上保持了先发优势。

## 隆平高科（000998）

隆平高科是一家从事种子研发、生产、销售的企业，涉及杂交水稻、杂交玉米、杂交辣椒、杂交棉花等种子的选育、扩繁、推广销售。公司拥有强大的科研实力以及丰富的产品线，是农业产业化国家重点龙头企业和湖南省农业产业化龙头企业。

### 投资要点：

**国家重点关注粮食安全。**从 05 年开始，中央一号文件一直在持续强调农业的发展，而近几年中央公司会议也在逐渐提出对农业的任务要求，切实保障国家粮食安全是 14 年工作的重点，而种业是国家粮食安全的源头，种业的发展已经被提高到国家战略层面，因此近几年国家陆续出台了各项政策以扶持种业的发展。特别是去年年底，国务院办公厅印发《关于深化种业体制改革提高创新能力的意见》，提出强化企业技术创新主体地位，调动科研人员积极性，加强



国家良种重大科研攻关,提高基础性公益性服务能力,加快种子生产基地建设,加强种子市场监管等一系列政策措施。

**行业整体情况开始好转。**种子行业的市场秩序在逐步好转和发展环境不断优化。全国人大启动《种子法》修改工作,进一步规范和明确主体责任;国务院修订《植物新品种保护条例》,加大对侵犯新品种权的处罚力度;农业部修订种子生产经营许可管理及品种审定办法,提高市场准入和品种审定门槛。同时,中央和地方围绕种业发展,出台了一系列财政、金融、税收等方面扶持政策,政策支持体系更加健全。对于种子行业龙头公司而言,品种的保护和国家的扶持都会对公司未来的发展起到良好的推动作用。

**商业化育种体系进一步完善。**公司已经基本完成了全国性立体科研网络平台的建设,其中包括生态测试网、实验基地和育种站。其中设立水稻育种站 6 个,玉米育种站 7 个;水稻生态测试涵盖南方主要稻作区,23 个组合比对照组显著增产,部分品种表现特别突出;玉米生态测试在东北、华北和黄淮海地区全面展开,测试品种覆盖了黄淮海、东华北、黑龙江早熟组和西南 4 个玉米品种类型。

**产品结构丰富,品种多样化。**种业的持续竞争力和盈利能力都取决于拥有的品种优势。品种结构一定要有梯度性,既要有市场上的畅销品种,也要有前瞻性的在研品种,还有注意品种的区域适应性和覆盖面。公司拥有多个优秀品种,其中杂交水稻品种 Y 两优有高产,适应性广的特点,而深两优拥有高产和抗病性强的特点。“Y 两优 1 号”、“深两优 5814”推广面积排名全国杂交水稻推广面积前列,此外杂交水稻品种“广两优 1128”、“广两优 2010”等销量也在快速增长,有成为新一批大品种的潜力;而玉米品种“隆平 206”销量也在持续增速。

**国际化进程加速。**公司在巴基斯坦、印尼、菲律宾等地的本土化研发已取得实质性进展,预计下半年在巴基斯坦的合资公司将成立。同时公司在东南亚地区、巴基斯坦、印度拥有数倍于国内的杂交水稻种植区域。



## 登海种业（002041）

公司是玉米种子行业中的龙头企业，位居中国种业五十强第三位，是“国家认定企业技术中心”、“国家玉米工程技术研究中心(山东)”。公司长期从事科研开发紧凑型玉米杂交种，获得多项发明专利和多项植物新品种权，公司在全国设立了多处育种中心和试验站，建设成遍布全国的国内最大的玉米育种科研平台。

### 投资要点：

**产品结构丰富，研发体系完善。**公司现有 100 多个紧凑型玉米杂交种，其中 43 个通过审定，获得 7 项发明专利和 38 项植物新品种权。连续七次创造和刷新了我国夏玉米高产纪录。在全国设立了 32 处育种中心和试验站，先后在甘肃、内蒙古中西部地区、宁夏、新疆等地投资建设了自己的生产基地和子（分）公司，建设成遍布全国的国内最大的玉米育种科研平台。另外公司与国内一些高校及相关跨国公司建立合作关系，不断进行技术储备与创新，保证了公司技术水平在同行业的领先性。

**品种梯队完善。**在强大研发实力的基础上，公司拥有完善的品种梯队。除先玉 335 之外，登海超试系列也进入推广期。公司 14 年主推品种包括登海 605、618、3622 三大类品种。其中，3622 为春播品种，登海 605、618 为夏播品种。登海 605 在抗倒伏方面的表现优于先玉 335，而登海 618 熟期较 605 早 10-15 天，可以适应不同区域及农户的需求。

**绿色通道加速审批，利好种业龙头。**近期农业部公布《国家级水稻玉米品种审定绿色通道试验指南(试行)》，在绿色通道机制下，企业可自行安排区域试验和生产试验。由于每次区域试验和生产试验有严格的试验点数要求，国家和省级的试验田资源有限，因此即使品种研发能力强的企业同一年份也很难有太多品种进入区域试验和生产试验，通过企业自行安排区域试产和生产试验，可以大幅提升研发能力强的种企的品种释放进程。公司作为农业部认定的育繁推一体



化公司，绿色通道开启后，公司在东华北和西北春播区优势品种可以更加快速的推出，有利于公司业绩增长。

## 天康生物（002100）

公司是首批农业产业化国家重点龙头企业，公司业务涉及生物制药、饲料、蛋白油脂、食品养殖四大板块，目前已拥有 30 万头生猪繁育基地、150 万吨饲料加工基地、60 亿毫升(头份)兽用生物疫苗生产基地、100 万头生猪屠宰及肉食品加工基地、60 多个天康放心肉连锁及专卖店(柜)、50 万吨油脂与植物蛋白生产线的大型现代化农牧企业集团。

### 投资要点：

**农业产业链完善。**实现了控股股东的业务整体上市。主营业务将由目前的畜禽用生物疫苗、饲料及饲用植物蛋白的生产、销售，扩展到种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售，全产业链架构基本形成，减少了中间环节的交易成本，进一步提高了饲料、养殖和屠宰等各项业务的标准化，规模化进程，公司核心竞争能力进一步增强。

**新疆经济建设给公司带来发展机遇。**十八届三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出了要推进丝绸之路经济带的发展。新疆作为丝绸之路经济带的一部分，在中央政治局第二次中央新疆工作座谈会已经明确提出要大力推动新疆地区的经济建设，改善当地民生。随着中央支持新疆跨越式发展的政策陆续出台，在政策面的扶持下，公司有望迎来新的发展契机。

**养殖行业景气回升。**随着未来生猪养殖行业逐渐转暖，对公司部分高端疫苗以及兽药需求量必然会继续上升。同样，公司的饲料业务以及新并入的生猪养殖业务都会受到行业复苏带来的利好影响。

**蓝耳病市场苗业务有望爆发。**目前我国兽用强免疫苗主要针对四种疾病，分别是蓝耳病，猪瘟，口蹄疫和禽流感。未来蓝耳病和猪瘟可能逐步退出政府招标



清单，替换为小反刍兽疫和布氏病。一方面公司小反刍兽疫疫苗销量增长迅猛。另一方面，蓝耳病疫苗有望实现全面市场化。公司作为行业内生产蓝耳病疫苗的龙头企业，未来相关业务有望实现爆发式增长。

## 九、行业风险提示

猪价、鸡价上涨幅度不如预期的风险；

自然灾害和天气变化导致的制种数量和质量下降的风险；

豆粕、玉米等原料价格大幅上涨；

国内外宏观、政策环境变化而带来的购买力、经济增速低于预期的风险；

爆发大规模疫病的风险；





### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。